

## ESIPUHE

Suomessa paineita rahoitusmarkkinoiden markkinaehtoiseen toimintaan alkoi esiintyä 1970-luvun lopulla. Tuolloin alkanut kehitys jatkuu yhä. Siten 1980-luvusta tuli muutosten vuosikymmen niin Suomessa kuin monessa muussakin maassa.

Vaikka muutosten voima edelleen on huomattava - alkaahan kansallisten rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen Euroopassa vasta nyt toden teolla - on Suomen Pankissa katsottu aiheelliseksi arvioida tähänastista kehitystä.

Tässä julkaisussa lähestytään rahoitusmarkkinoita kolmesta toisiaan täydentävästä näkökulmasta. Jaana Rantama rahoitusmarkkinaosastolta tarkastelee rahoitusmarkkinoita niiden toiminnan kannalta, Vesa Vihriälä rahoitusmarkkinaosastolta niillä toimivien eri instituutioiden ja osamarkkinoiden kannalta ja Timo Hämäläinen kansantalouden osastolta säästämisen kannalta. Selvityksissä on pyritty kiinnittämään huomiota kehityksen oleellisimpiin piirteisiin. Toivon mukaan julkaisu auttaa ymmärtämään rahoitusmarkkinoiden meneillään olevaa kehitystä.

Julkaisun toimittamisesta ovat sisällön osalta vastanneet Seppo Kostianen, Ralf Pauli (pj.) ja Juha Tarkka.

Helsingissä kesäkuussa 1990

Ralf Pauli

## SISÄLLYS

	Sivu
ESIPUHE	3
JOHDANTO	7
Jaana Rantama RAHOITUSMARKKINOIDEN KESKEISET MUUTOKSET	13
Vesa Vihriälä RAHOITUSLAITOKSET RAHOITUSJÄRJESTELMÄSSÄ	57
Timo Hämäläinen RAHOITUSMARKKINAT JA RAHOITUSSÄÄSTÄMINEN 1980-LUVULLA	103
SUMMARY	133

## JOHDANTO

Rahoitusmarkkinoita tarkastellaan tässä julkaisussa kolmesta toisiaan täydentävästä näkökulmasta. Julkaisun kirjoittajat Jaana Rantama, Vesa Vihriälä ja Timo Hämäläinen ovat Suomen Pankin tutkijoita.

Jaana Rantama kuvaa rahoitusvaihtoehtojen lisääntymistä ja markkina-korkojen merkityksen kasvua. Selvityksensä lopussa hän arvioi rahoitus-laitoksiin kohdistuvia muospaineita.

Muutokset alkoivat ns. lyhyen rahan markkinoilta eli rahamarkkinoilta. Vaikka varsinaiset rahamarkkinat syntyivät Suomeen vasta vuonna 1987, taustalla oli kymmenen vuoden kehitys. Rahamarkkinoiden synnylle antoi alkusysäyksen 1970-luvulla nopeasti laukannut inflaatio, joka yhdessä pankkien matalien talletuskorkojen kanssa painoi pankkitalletusten reaalikoron huomattavan negatiiviseksi. Yrityksille syntyi tarve etsiä kassavaroilleen tuottavampia sijoituskohteita. Samanaikaisesti markkinoilla esiintyi runsaasti tydyttämätöntä luotonkysyntää. Ensin syntyivät yritysten väliset ns. harmaat markkinat, mutta pian pankit ottivat hoitaakseen tämän säätelyn ulkopuolella olevan välityksen notariaattiensä (trust department) ja rahoitusyhtiöittensä kautta.

Alkuepäroinnin jälkeen Suomen Pankki omaksui tavoitteekseen rahoitusmarkkinoiden asteittaisen vapauttamisen. Antolainauksen korkosäätelyä purettiin vuosina 1983 - 1986 ja rahapolitiikan hallinnollisia ohjausvälineitä ryhdyttiin korvaamaan markkinaehtoisilla välineillä. Vuonna 1987 rahapolitiikassa siirryttiin markkinaoperaatioihin.

Suomen Pankki aloitti pääomanliikkeiden säätelyn purkamisen vuonna 1980 vapauttamalla terminimarkkinat. Tuolloin pankit saivat luvan käyttää ulkomaisia luottoja tai talletuksia termiiniostojen ja -myyntien katteeksi. Tämä lisäsi kotimaisten rahamarkkinakorkojen riippuvuutta ulkomaisista koroista ja antoi voimakkaan sysäyksen kotimaisten rahamarkkinoiden kehitykselle.

Ulkomaankauppaan liittyvät lyhytaikaisen pääoman liikkeet ovat olleet jo pitkään melko vapaat. 1980-luvun loppupuolella ryhdyttiin vapaut-

tamaan pitkäaikaista ulkomaista lainanottoa. Tätä ennen luotonottoon tarvittiin Suomen Pankin lupa. Luvan saanti ei yleensä kuitenkaan aikaisemminkaan ollut ongelma suurille tuotannollisille yrityksille.

Viime ajan tärkeimpiä vapauttamispäätöksiä ovat yli vuoden pituisten markkamääräisten joukkovelkakirjalainojen myyntioikeus ulkomaille helmikuun alusta 1990 lähtien ja kotitalouksien vapaa sijoitusoikeus ulkomaille heinäkuun alusta 1990 lähtien. Tärkeimmät jäljellä olevat rajoitukset koskevat lyhytaikaisia ei-kaupallisia pääomanliikkeitä ja kotitalouksien ulkomaista luotonottoa.

Suomen arvopaperimarkkinat olivat 1980-luvulle asti kehittymättömät. Valtion ja kiinnitysluottopankkien verottomilla joukkovelkakirjoilla oli keskeinen asema markkinoilla. Osake-emissioita oli vähän, ja yritysten kehitys näkyi huonosti osakkeiden hinnoissa.

Osakemarkkinat kasvoivat ja kehittyivät voimakkaasti 1980-luvulla. Tähän vaikutti koko kymmenluvun kestänyt talouden suotuisa kehitys. Myös julkisen vallan toimenpiteet tukivat osakesäästämistä. Aikaisempaa paremmat mahdollisuudet lainarahoituksen käyttöön ovat luultavasti osaltaan lisänneet osakkeiden kysyntää kurssien nousun aikana. Myös tekniset uudistukset edistivät osakekauppoja. Helsingin Arvopaperipörssi siirtyi vuosikymmenen vaihteessa automaattiseen kaupankäynti- ja informaatiojärjestelmään (The Helsinki Stock Exchange Automated Trading and Information Systems).

Ulkomaiset sijoittajat kiinnostuivat suomalaisista osakkeista 1980-luvun alussa. Suomalaisia osakkeita noteerattiin ensimmäisen kerran ulkomailla vuonna 1982.

Johdannaismarkkinoiden toiminta aloitettiin vuonna 1987. Koska osakkeiden optio- ja futuurimarkkinat tarjoavat keinon riskien hallintaan, on odotettavissa, että ne pitkän ajan kuluessa edistävät osakemarkkinoiden kehittymistä.

Yksi tärkeimmistä Suomen rahoitusmarkkinoiden viime ajan muutoksista on arvopaperipohjaisen lainarahoituksen kehittyminen eli arvopaperis-

tuminen. Jälkimarkkinakelpoisten luottovälineiden osuus rahoituksesta on kasvanut. Yritykset laskevat liikkeeseen yhä enemmän joukkovelkakirjoja ja yritystodistuksia. Vaikka joukkovelkakirjamarkkinat kasvoivat Suomessa selvästi 1980-luvulla, ne ovat vielä pienet ja kehittymättömät verrattuna monien muiden maiden markkinoihin. Lisäksi joukkovelkakirjalainojen jälkimarkkinat ovat Suomessa edelleen hyvin pienet. Suuri osa joukkovelkakirjalainoista on erillislainoja, joilla ei ole lainkaan jälkimarkkinoita.

Muutosten keskeinen piirre on ollut se, että koron merkitys rahoituksen kysyntää ja tarjontaa tasapainottavana tekijänä on lisääntynyt. Yrityksille ja kotitalouksille tämä on merkinnyt luoton saatavuuden esteiden vähenemistä ja lisää valintamahdollisuuksia laina- ja sijoitustoiminnassa. Markkinakorkosidonnaisten luottojen osuus on kasvanut. Aikaisemminhan lähes kaikki pankkilainat olivat peruskorkosidonnaisia. Markkinakorkosidonnaisuutta on ryhdytty soveltamaan myös yleisön verottomiin talletuksiin.

Korkosäätelyn purkamisen ja pääomanliikkeiden vapauttamisen lisäksi uusien rahoitusmarkkinaosapuolten mukaantulo markkinoille on Suomessa lisännyt kilpailua. Ulkomaalaisomisteisten pankkien tulo Suomeen vuonna 1982 lisäsi osaltaan kilpailua lähinnä valuutta- ja rahamarkkinoilla. Yritysten rahoitusmarkkinatransaktiot ovat lisääntyneet, ja vakuutusyhtiöt ovat alkaneet kilpailla kotitalouksien säästövarojen hankinnasta pankkien kanssa. Uusien markkinaosapuolten mukaantulo rahoitusmarkkinoille ja arvopaperimarkkinoiden kehitys eivät ole kuitenkaan horjuttaneet pankkien asemaa rahoituksen välittäjänä. Edelleenkin pankit hoitavat suurimman osan yleisön rahoituksesta.]

Rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen Euroopassa lisää kilpailua. Suomalaisen pankkien, joilla on varsin laaja konttoriverkosto ja raskaat toimintakulut, on 1990-luvulla jatkettava sopeutumistaan uusiin oloihin.

Vesa Vihriälä tarkastelee artikkelissaan rahoituksen välitystä ja erityisesti rahoituslaitosten (pankkien) merkitystä rahoituksen välityksessä Suomessa verrattuna eräisiin muihin maihin. Ensin hän kuitenkin esittelee eräitä rahoitusmarkkinoiden peruskäsitteitä.

Vihriälän selvitys on osa laajempaa Suomen Pankissa syksyllä 1989 keskustelualoitteena ilmestynyttä tutkimusta, joka sisältää mm. katsauksen rahoituslaitoksia koskevaan viimeaikaiseen kirjallisuuteen. Tämä laajempi selvitys on ilmestynyt vain suomenkielisenä.

Rahoitussektori tuottaa verraten pienen - joskaan ei olemattoman - osan kansantuotteesta niin Suomessa kuin muuallakin. Tässä mielessä pienet rahoitusmarkkinat kanavoivat kuitenkin kokonaistuotantoon tai pääomanmuodostukseen nähden huomattavan paljon rahoitusta talousyksiköiltä toisille. Suomen rahoitusmarkkinat ovat nopeasti laajentuneet (rahoitusvaateiden yhteismäärä on kasvanut suhteessa talouden kokoon) viimeisten 25 vuoden aikana. Erityisen nopeaa kasvu on ollut viimeisten 10 vuoden aikana. Tästä huolimatta markkinoiden koko ei vielä saavuta suurimpien teollisuusmaiden markkinoiden kokoa.

Rahoituksen välittäjät ja nimenomaan rahoituslaitokset kanavoivat kaikkialla valtaosan rahoituksesta talousyksiköiden välillä. Arvopaperimarkkinoiden kautta kulkevan rahoituksen merkitys on kuitenkin 1980-luvulla ja erityisesti aivan viime vuosina selvästi kasvanut. Tällä arvopaperistumisella laajassa mielessä on monia ilmenemismuotoja. Tärkeä osa sitä on joka tapauksessa rahoituksen välittäjien lisääntynyt turvautuminen arvopaperimarkkinoihin rahoituksen lähteenä ja sijoituskohteena. Erityisesti sijoitusrahastojen kasvu eräissä maissa on esimerkki tästä.

Rahoituslaitosten joukossa talletuksia tarjoavat pankit ovat keskeinen välittäjäinstituutio. Pankkien osuus rahoituslaitosten välittämästä rahoituksesta on kuitenkin ollut pienemmän päin niin Suomessa kuin muuallakin viimeisten 15 vuoden aikana. Pankkitoiminnan tyypillinen piirre on ollut yksiköiden suuri koko, ts. se, että verraten harvalukuisen joukko pankkeja vastaa valtaosasta pankkien yhteenlasketusta rahoituksen välityksestä.

Vaikka arvopaperien merkitys rahoituslaitosten varainhankinnassa ja sijoituskohteena onkin lisääntynyt, pääosa rahoituslaitosten ja varsinkin pankkien kaikesta varainhankinnasta on kiinteäarvoisia talletuksia ja pääosa sijoituksista ei-markkinakelpoisia luottoja. Nämä

piirteet ovat hallitsevia varsinkin pankkien toiminnassa. Toisaalta talletuksista vain verraten pieni osa on sellaisia, joita tallettajat voivat käyttää maksujen suorittamiseen. Pääosa on pitempiaikaisia määräaikaistalletuksia. Tästä huolimatta pankkien välitystoiminnan olennainen piirre on ns. maturiteettitransformaatio. Pankkien saamiset ovat toisin sanoen selvästi pidempiaikaisia kuin niiden velat.

Edellä jo todettu rahoituslaitosten lisääntynyt turvautuminen arvopapereihin rahoituksen välineenä on luonnollisesti supistanut ei-markkinakelpoisten luottojen ja toisaalta talletusten osuuksia rahoituslaitosten taseessa. Pankkien varainhankinnassa talletukset ovat osaksi korvautuneet sijoitustodistuksilla. Arvopaperistumisen lisäksi rahoituslaitoksille on syntynyt lisääntyvästi taseen ulkopuolelle kirjattavia sitoumuksia, jotka monessa suhteessa vastaavat taseessa näkyvän välityksen aiheuttamia sitoumuksia.

Käsitteitä selvittävässä osassa todetaan mm., että sijoitusrahaston suorittama rahoituksen kanavointi on tietyllä tavalla arvopaperimarkkinarahoituksen ja rahoituslaitosrahoituksen välimuoto: instrumentteina ovat pelkästään markkinakelpoiset vaateet, mutta sijoitusrahasto luo omia vaateitaan, joiden ominaisuudet poikkeavat sen saamisina olevien yksittäisten arvopaperien ominaisuuksista. Sijoitusrahastot edellyttävät arvopaperimarkkinoiden olemassaoloa, joten ne eivät ole samalla tavalla aito vaihtoehto arvopaperirahoitukselle kuin rahoituslaitokset.

Timo Hämäläinen selvittää artikkelissaan, miten rahoitusmarkkinoiden kehitys ja verotukseen tehdyt muutokset ovat mahdollisesti vähentäneet säästämistä ja lisänneet investointeja ja edelleen vähentäneet näiden erotusta eli ns. rahoitussäästämistä. Lisäksi tarkastellaan, mitä muita syitä löytyy säästämisessä, investoinneissa ja sijoitusten rakenteessa tapahtuneisiin muutoksiin.

Selvityksen tarkastelukulma on sektorikohtainen. Kotitalouksilla on keskeinen asema rahoitussäästämisessä. Tämän vuoksi tarkastelu painottuu kotitaloussektoriin. Muut sektorit ovat yritykset, julkinen sektori ja rahoituslaitokset, joihin sisältyvät pankit, muut rahoituslaitokset ja Suomen Pankki.

Kansantalouden rahoitustasapaino on viime vuosina selvästi heikentynyt. Sektoreittaisen tarkastelun mukaan tämä on näkynyt nimenomaan siinä, että kotitalouksien säästäminen suhteessa tuloihin on vähentynyt ja investoinnit suhteessa tuloihin eli lähinnä asuntoinvestoinnit ovat lisääntyneet. Julkisen sektorin rahoitussäästämisen lisääntyminen on vain pieneltä osin kompensoinut yksityisen sektorin velkaantumista.

Kotitalouksien rahoitussäästäminen on vähentynyt monen tekijän yhteisvaikutuksesta. Viime vuosien korkeasuhdanteen luomat tulo-odotukset ja väestörakenteen muutokset lienevät kuitenkin voimakkaimmin vaikuttaneita tekijöitä. Rahoitusmarkkinoiden liberalisointi näyttää vaikuttaneen siihen, että kotitalouksien säästäminen suhteessa tuloihin on ainakin väliaikaisesti vähentynyt ja investoinnit suhteessa tuloihin ovat lisääntyneet. Luoton saatavuus on korkosäätelyn purkamisen myötä helpottunut samanaikaisesti kun veroetuudet, lähinnä korkojen vero-vähennysoikeus, ovat säilyneet ennallaan.

Yrityssektorissa rahoitusmarkkinoiden ja pääomanliikkeiden vapauttaminen on ennen kaikkea merkinnyt ulkomailta otettujen luottojen osuuden kasvua yritysten kaikista luotoista. Pääomanliikkeiden vapauttamisella on mitä todennäköisimmin ollut vaikutusta pienten ja keskisuurten yritysten investointeihin. Kotimaisten tai ulkomaisten luottojen saatavuus ei aikaisemminkaan juuri ollut ongelma suurille yrityksille.

Kansantalouden rahoitustasapainon voidaan odottaa asteittain kohentuvan, kun taloudenpitäjät ovat sopeuttaneet investointinsa ja säästämisensä uusiin markkinaehtoisiiin oloihin ja kun verotuksen aiheuttamia vääristymiä on vähennetty. Tämä edellyttää myös, ettei julkisen sektorin tuloylijäämien anneta vastaavassa määrin supistua.



Jaana Rantama

RAHOITUSMARKKINOIDEN KESKEISET MUUTOKSET

	Sivu
1 JOHDANTO	15
2 RAHOITUSVAIHTOEHTOJEN LISÄÄNTYMINEN	17
2.1 Ulkomaisen rahoituksen saatavuus	17
2.2 Riskirahoituksen tarjonta	23
2.3 Markkinakelpoisten velkainstrumenttien käyttö	30
3 MARKKINAKORKOJEN MERKITYS	39
4 RAHOITUSLAITOKSIIN KOHDISTUVAT MUUTOSPAINEEET	48
LIITE Tärkeimmät muutokset valuuttamääräyksissä 1980 - 1989	53

## 1 JOHDANTO

Rahamarkkinat eli ns. lyhyen rahan markkinat syntyivät Suomeen varsinaisesti vasta vuonna 1987. Taustalla oli kuitenkin kymmenen vuoden kehitys. Rahamarkkinoiden synnylle antoi alkusysäyksen 1970-luvulla nopeasti laukannut inflaatio, joka yhdessä pankkien matalien talletuskorkojen kanssa painoi pankkitalletusten reaalikoron syvästi negatiiviseksi. Yrityksille syntyi tarve etsiä kassavaroilleen tuottavampia sijoituskohteita. Näin syntyivät ns. harmaan rahan markkinat. Aluksi nämä markkinat olivat ainoastaan yritysten väliset, mutta 1970-luvun lopussa pankit tulivat mukaan. Pankit kanavoivat markkinarahan välityksen notariaatin ja rahoitusyhtiöittensä kautta, jolloin ne pystyivät välttämään antolainauksen keskiporkosäätelyn ja leimaveron. Rahoitus toiminta alkoi yhä enemmän siirtyä pankkien taseiden ulkopuolelle. Suomen Pankki pyrki saamaan markkinarahan pankkien taseisiin ja siten keskuspankin ohjauksen ulottuviin sallimalla markkinarahan kustannusten siirtämisen antolainauskorkoihin.

Varsinaiset pankkien väliset interbankmarkkinat syntyivät vasta vuonna 1986, kun Suomen Pankki eriytti päiväluotto- ja talletuskoron toisistaan. Lopullisen sysäyksen rahamarkkinoiden kasvulle antoi kassavarantovelvoitteen poistaminen sijoitustodistuksilta vuoden 1987 tammikuussa. Samalla myös markkinakelpoisten vaateiden osuus kasvoi selvästi. Markkinoiden laajentumiseen vaikutti myös se, että pankit sopivat keskenään interbankmarkkinoiden toimintatavoista eli markkinoilla sovellettavista pelisäännöistä.

Rahoitusmarkkinoiden kehittyessä Suomen Pankin rooli on muuttunut ja lisäksi rahapolitiikan vaikutusmahdollisuudet ovat vähentyneet. Pankkien mahdollisuus kattaa yritysten kanssa tekemänsä termiinisopimukset ulkomaisella luotolla tarjosi pankeille joustavan keskuspankin ulkopuolisen rahoituksen lähteen. Samoin pankkien väliset interbankmarkkinat tarjosivat yksittäiselle pankille joustavan vaihtoehdon keskuspankki luotolle. Lisäksi Suomen rahoitusmarkkinoiden asteittainen avautuminen ulkomaille ja kiinteän valuuttakurssin politiikka ovat kaventaneet Suomen Pankin mahdollisuuksia harjoittaa itsenäistä rahapolitiikkaa. Samanaikaisesti Suomen Pankin tehtävä markkinoiden vakauden turvaajana on korostunut.

Samalla kun rahapolitiikan ja Suomen Pankin rooli on muuttunut, ovat myös rahapolitiikan välineet uudistuneet perusteellisesti. Vuosina 1983 ja 1984 keskuspankki siirtyi pankkikohtaisista luottokiintiöistä hallinnollisesti asetettuun päiväkorkoon. Päiväkorkopolitiikasta taas siirryttiin vapaaseen koronmuodostukseen perustuviin markkinaoperaatioihin vuosina 1986 ja 1987. Suomen Pankki ryhtyi tekemään markkinaoperaatioita maaliskuussa 1987 aloittamalla omien sijoitustodistustensa myynnin pankeille. Rahapolitiikan välineistön uudistumisessa on tärkeimpänä tekijänä koron merkityksen kasvu. Aikaisemmin Suomen Pankki harjoitti rahapolitiikkaa lähinnä säännöstelemällä luottojen tarjontaa pankkien likviditeettiasemaa muuttamalla, kun taas nykyisin se pyrkii välittämään rahapoliittiset pyrkimyksensä markkinoille korkojen välityksellä.

Rahamarkkinoiden synnyn ja rahapolitiikan tehon heikkenemisen lisäksi ulkomaisen rahoituksen saatavuus on helpottunut, riskirahoituksen tarjonta on lisääntynyt ja markkinakelpoisten velkainstrumenttien määrä ja käyttö ovat lisääntyneet. Myös eri johdannaisinstrumenttien (optioiden, termiinien ja futuurien) markkinat ovat syntyneet ja kasvaneet. Yleisön rahoitusvaihtoehdot ovat siten monipuolistuneet, rahoitusriskien hallintamahdollisuudet ovat parantuneet ja koron merkitys on korostunut. Nykyisin luotonottajien ongelmana ei enää olekaan rahoituksen saatavuus vaan sen hinta ja siihen liittyvä epävarmuus ja riski.

Meneillään oleva Euroopan integraatio vaikuttaa syvällisesti niin yrityksiin kuin pankkeihinkin. Pankit joutuvat valmistautumaan kiristyvään kilpailuun, joka aikanaan ilmennee mm. niiden asiakkaiden sijoitus- ja rahoitusvaihtoehtojen lisääntymisenä sekä uusien kilpailijoiden toiminnan helpottumisena Suomen markkinoilla.

Suomen rahoitusmarkkinat ovat muutamassa vuodessa käyneet läpi melkoisen muutoksen. Muutoksen myötä Suomeen on muotoutumassa monipuolinen ja tehokas mutta monilta myös entistä enemmän valppautta edellyttävä rahoitusjärjestelmä. Uudessa ympäristössä riskien hallinta on entistä merkittävämpi ja vaativampi tehtävä.

## 2 RAHOITUSVAIHTOEHTOJEN LISÄÄNTYMINEN

### 2.1 Ulkomaisen rahoituksen saatavuus

Vielä 1980-luvun alkupuolella Suomessa oli tarkoin säädellyt pääomanliikkeet. Valuutansäännöstely oli keskeinen osa sitä politiikkaa, joka tähtäsi omaehtoisen rahapolitiikan varjelemiseen kiinteiden valuuttakurssien oloissa.

Markan ulkoinen arvo ilmaistaan valuuttaindeksiluvun avulla, joka kertoo Suomen markan ja Suomen ulkomaankaupan kannalta tärkeiden maiden valuuttojen välisen keskimääräisen vaihtokurssin. Valuuttaindeksiluku ei ole täysin muuttumaton, vaan Suomen Pankki voi antaa valuuttaindeksiluvun muuttua tietyn vaihteluvälin eli valuuttaputken sisällä. Markan ulkoisen arvon vakaana pitäminen eli kiinteiden valuuttakurssien politiikan harjoittaminen edellyttää, että Suomen Pankki ostamalla ja myymällä valuuttoja markkaa vastaan tasapainottaa markan kysynnän ja tarjonnan.

Suomessa pystyttiin aiemmin harjoittamaan melko itsenäistä rahapolitiikkaa säätelemällä pääomanliikkeitä. Kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kehittymättömyys, Suomen syrjäinen sijainti ja se, että markka ei ollut tunnettu valuutta, auttoivat siinä, että kotimainen korko pystyttiin eriyttämään ulkomaisista koroista suuremmissa määrin kuin valuuttakurssiinodotukset vaativat. Valuutansäännöstelyn turvin näissä olosuhteissa voitiin siten kiristää luoton saatavuutta pääomantuontia rajoittamalla. Vastaavasti voitiin estää pääomien siirtyminen ulkomaille, jos haluttiin harjoittaa keveää rahapolitiikkaa.

Suomen Pankki pyrki noissa oloissa säätelemään valuuttaluottoja lähinnä raha- ja valuuttapoliittisista syistä. Tämän lisäksi haluttiin vaikuttaa valuuttaluottojen kohdentumiseen. Samoin suomalaisten yritysten luottokelpoisuutta pyrittiin suojelemaan. Lupaa pääomantuontiin ei myönnetty maksukyvyttömille ja ylivelkaantuneille yrityksille, jotka olisivat voineet pilata suomalaisten yritysten vastaisen luottokelpoisuuden.

## Valuuttariskit - yritysten uusi haaste

Suomalaisten yritysten ja pankkien kansainvälistyminen kasvatti pääoman-  
tuontia ja -vientä voimakkaasti koko 1980-luvun. Yhdessä kansainväli-  
sillä markkinoilla lisääntyneiden valuuttakurssi- ja korkoheilahteluiden  
kanssa tämä pakotti suomalaiset yritykset pyrkimään lisääntyvien ra-  
hoitusriskien hallintaan. Etenkin valuuttakurssiriskeiltä suojautuminen  
on edelleen merkinnyt pääomanliikkeiden tuntuva lisääntymistä.

Ulkomaankaupan ja -luoton kurssiriskin suojauskeinoista valuutan osto  
ja myynti termiinisopimuksin, markkaoptiot, vientisaamisten jälleen-  
rahoittaminen suoraan ulkomailta sekä maksuaikojen muutokset synnyttävät  
pääomanliikkeitä. Suomen Pankin päätös sallia näiden välineiden käyttö  
yritysten riskin hallitsemiseksi merkitsi siten samalla pääomanliikkeiden  
herkkyyden ja potentiaalin merkittävää kasvua.

Tehdessään termiinisopimuksen yritys sitoutuu ostamaan tai myymään  
ulkomaanvaluuttaa sovitun määrän tiettyinä päivinä termiinkurssiin.  
Termiinisopimukset eivät vielä sinänsä merkitse pääomanliikettä, koska  
termiinisopimuksella yritykset vain siirtävät kurssiriskin pankkijär-  
jestelmälle. Pääomanliike syntyy vasta sitten, kun pankit kattavat  
valuuttojen avistamarkkinoilla yritykseltä ostamansa tai yritykselle  
myymänsä termiinivaluutan ottamalla ulkomailta vastaan tai tekemällä  
ulkomaille valuuttatalletuksen. Terminoinnista aiheutuneet pääoman-  
liikkeet ovat olleet aika ajoin huomattavat.

Yritykset voivat käyttää markkaoptioita termiinisopimusten vaihtoehtoina.  
Markkaoptio on yrityksen ja pankin välinen sopimus, jossa yrityksellä  
on oikeus mutta ei velvollisuutta ostaa tietty määrä markkoja ulkomaan-  
valuuttaa vastaan sovittuun markkakurssiin sovitun ajan kuluessa.  
Suojaustarkoitukseen käytetyt markkaoptiot johtavat pienempiin mutta  
nopeampiin liikkeisiin pääomavirtoihin kuin termiinisopimukset. Merkittävä  
ero näiden kahden kateoperaation välillä onkin se, että optiokatetta  
on aina muutettava sekä valuuttakurssin odotetun muutosherkkyyden että  
korkoeron muuttuessa. Näin ollen optiokatteeseen liittyvät pääoman-  
liikkeet ajoittuvat koko sopimuksen voimassaoloaikaan, kun terminoi-  
taessa taas ainoastaan sopimushetkellä tapahtuu valuutanliikkeitä.

Suomalaisten yritysten kansainvälistyminen suoria sijoituksia tekemällä alkoi varsinaisesti vasta 1980-luvulla. Suorat sijoitukset ovat olleet pääasiassa yritysostoja, jotka varsin usein on rahoitettu ulkomaisella luotolla. Yrityksiä onkin hankittu kiihtyvällä vauhdilla, sillä suorat sijoitukset ovat vuosina 1980 - 1989 kasvaneet 0.5 miljardista markasta 11.8 miljardiin markkaan,<sup>1</sup> mikä vastaa runsasta 2:ta prosenttia bruttokansantuotteesta.

Suorien sijoitusten ja kurssiriskiltä suojautumisen lisäksi pääomanliikkeitä aiheuttavat tietenkin myös ulkomaiset luotot. Vielä 1980-luvun alussa varsinkin pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusongelmana oli luoton saatavuus kotimaisilta rahoitusmarkkinoilta. Kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta vapaasti saatavat luotot tarjosivat siten yrityksille tervetulleeseen vaihtoehtoon. Intoa lisäsi myös se, että korkoero oli ajoittain valuuttamääräisten luottojen eduksi varsinkin, kun luottamus markan vakaaseen kurssiin pysyi vahvana.

#### Valuutansäännöstelyn tehon heikkeneminen

Varsinainen pääomanliikkeiden säännöstelyn lieventäminen alkoi vasta 1980-luvun jälkipuoliskolla. Tuolloin voimassa olleen säännöstelyn teho oli jo tuntuvasti vähentynyt. Suomen Pankki on pyrkinyt lieventämään valuutansäännöstelyä asteittain. Näin on haluttu antaa kotimaisille rahoitusmarkkinoille aikaa sopeutua uusiin olosuhteisiin. Säännöstelyn purkamisella on pyritty rahoitusmarkkinoiden kilpailun lisäämiseen ja tehostamiseen tilanteessa, jossa valuutansäännöstelyn merkitys keskuspankkipolitiikalle oli jo vähentynyt.

Valuutansäännöstelyn purkaminenkin aiheutti väliaikaisesti vääristymiä rahoituksen välityksessä. Valuuttaluoton tuontioikeuden saanut teollisuusyritys saattoi myydä luvan pankille, joka välitti valuuttaluoton edelleen. Nämä ns. fennoluotot eivät aiheuttaneet pääomanliikkeitä,

---

<sup>1</sup>Sen sijaan suorat sijoitukset ulkomailta Suomeen ovat olleet melko vaatimattomia. Vuonna 1989 ne vastasivat vain runsasta kymmenesosaa suomalaisten yritysten ulkomaille tekemistä sijoituksista.

koska ne olivat valuuttapankkien kotimaisia valuuttatalletuksia vastaan annettuja ulkomaanrahan määräisiä luottoja, joiden avulla pankit kiersivät keskikorkosäätelyä ja valuutansäännöstelyä. Fennoluottojen hinnoittelu ei myöskään ollut markkinaehtoista vaan asiakkaalle huomattavan epäedullista. Fennoluotot kiellettiin vuonna 1986. Saman vuoden syksyllä pankit alkoivat välittää ns. novaluottoja, jotka olivat valuuttaehtoisia notariaattiluottoja. Kustannuksiltaan ne olivat tavallisia notariaattiluottoja kalliimpia mutta fennoluottoja edullisempia.

Valuutansäännöstelyn purkaminen aloitettiin pitkäaikaisista pääomanliikkeistä (ks. liite). Lisäksi on pyritty helpottamaan ja yksinkertaistamaan yritysten ulkomaanasioiden hoitamista toimenpiteillä, joilla tosin ei ole ollut niinkään merkitystä pääomanliikkeiden vapauttamisen kannalta.

Suomen Pankki aloitti pääomanliikkeiden säännöstelyn purkamisen varsinaisesti vuonna 1980 vapauttamalla terminimarkkinat. Ulkomaankauppaan liittyvien valuuttakurssiriskien kattaminen oli ollut sitä ennenkin sallittua, mutta tuolloin Suomen Pankki kattoi kurssiriskin ja määräsi myös terminikurssikehityksen. Vuoden 1980 jälkeen pankit saivat luvan käyttää ulkomaaisia luottoja ja talletuksia termiiniosojen ja -myyntien katteeksi. Valuutan terminointi oli varsin suosittua, sillä se tarjosi yritykselle nopean ja kätevän tavan suojautua kurssiriskeiltä. Vuonna 1985 Suomen Pankki antoi uudet terminimääräykset, joiden mukaan varsinaisten kauppasopimusten lisäksi yrityksen valuutta-asema hyväksyttiin kaupalliseksi taustaksi. Yritykset voivat siten terminoida ulkomaanvaluutan määräisten velkojen ja saamisten erotuksen. Yritys voi tehdä terminisopimuksen myös suoraan ulkomaalaisen pankin kanssa, jos sopimus tehdään kahden ulkomaanvaluutan välillä.

Vuonna 1985 Suomen Pankki paransi yritysten mahdollisuutta suojautua valuuttakurssiriskeiltä antamalla valuuttapankeille oikeuden välittää valuuttaoptioita Suomessa asuville. Kaksi vuotta myöhemmin valuuttapankeille annettiin oikeus asettaa ja ostaa markkapohjaisia valuuttaoptioita. Samalla Suomen Pankki myönsi yrityksille oikeuden ostaa näitä optioita. Markkaoptio antaa yritykselle mahdollisuuden kattaa jo tarjousvaiheeseen liittyviä kurssiriskejä. Tämä ei ole mahdollista

terminoimalla, koska sitova tarjous ei ole termiinkaupan edellyttämä kaupallinen tausta. Yritykset eivät kuitenkaan saaneet tehdä markka-optiosopimuksia ulkomaalaisten kanssa, koska suomalaiset pankit olisivat tällöin voineet ohjata asiakkaitaan ulkomaille Suomen Pankin asettamien rajoitusten kiertämiseksi.

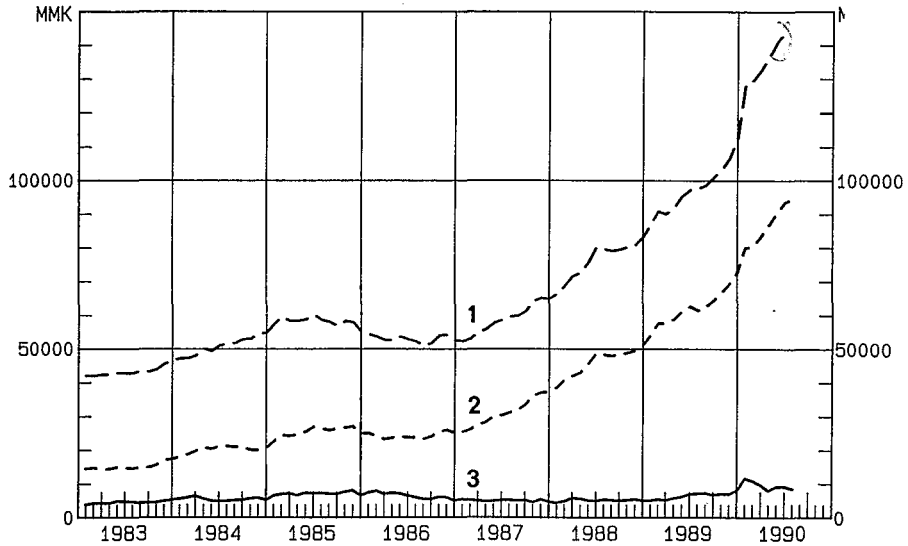
Ulkomaankauppaan liittyvät lyhytaikaiset pääomanliikkeet ovat olleet jo 1980-luvun alusta melko vapaat. Valuuttapankin välityksellä on tuonnin ja viennin rahoittaminen ollut mahdollista ilman Suomen Pankin lupaa. 1980-luvun alussa Suomen Pankki halusi rajoittaa likviditeetin kasvua ja asetti lyhytaikaisille tuonnin rahoitusluotoille kiintiöt pankeittain. Vuonna 1986 kiintiöt kuitenkin poistettiin, koska ne olivat osoittautuneet tehottomiksi. Lisäksi pankit hinnoittelivat tuontiluotot kilpailun puutteen vuoksi huomattavan kalliiksi. Kiintiöiden asettamisella ja myöhemmin purkamisella oli hyvin vähäiset vaikutukset pääomanliikkeisiin.

Pitkäaikaisen ulkomaisen luoton otto oli sen sijaan aina vuoteen 1986 erityislupien piirissä, ts. siihen tarvittiin Suomen Pankin lupa. Luvan saanti ei yleensä ollut ongelma suurille tuotannollista toimintaa harjoittaville yrityksille. Elokuussa 1986 Suomen Pankki päätti yritysten rahoituskustannuksia alentaakseen vapauttaa säännöstelystä tehdasteollisuusyritysten ja varustamoiden vähintään viiden vuoden ulkomaiset luotot, jotka oli tarkoitettu niiden oman toiminnan rahoittamiseksi. Siitä vuoden kuluttua kaikki muutkin liiketoimintaa harjoittavat yhtiöt ja osuuskunnat lukuun ottamatta rahoitus- ja vakuutuslaitoksia sekä asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöitä saivat oikeuden ottaa valuuttapankin välityksellä pitkäaikaista ulkomaista luottoa. Laajentamalla yritysjoukkoa, joka sai tuoda pitkäaikaista ulkomaista pääomaa, Suomen Pankki halusi lopettaa valuuttamääräisten notariaattiluottojen markkinat. Asettamalla vähimmäislaina-ajaksi viisi vuotta pyrittiin suosimaan investointien rahoitusta sekä vähentämään pääomanliikkeiden herkkyyttä korko- ja valuuttakurssi-odotusten muutoksille. Valuuttamääräysten liberalisointi on selvästi lisännyt yritysten ulkomaanrahan määräistä rahoitusta (kuvio 1).



KUVIO 1. YLEISÖN ULKOMAAANRAHAN MÄÄRÄINEN RAHOITUS, KANTA

- 1 Yritysten suora luotonotto
- 2 Pankkien välittämä luotto
- 3 Valuuttatalletusluotot



Yritysten valuuttariskien hallintaa helpottavat toimenpiteet heikensivät tietenkin ulkomaisten rahoitusluottojen maturiteettirajoitteen tehoa. Jo rajoitettu portfoliosijoitusoikeus antoi yrityksille mahdollisuuden säädellä ulkomaisen nettovelkansa maturiteettia. Kun ulkomaiset portfoliosijoitukset vapautettiin kesällä 1989 niiltä rahoitussektoriin kuuluvilta yrityksiltä, joiden valuutta-asemalle Suomen Pankki on asettanut rajat, koski vapautus sen vuoksi myös yli vuoden pituisia yritysten ulkomaisia rahoitusluottoja. Edelleenkään eivät kuitenkaan rahoitus- ja vakuutustoimintaa harjoittavat yritykset sekä asunto- ja kiinteistöyhtiöt saa vapaasti ottaa ulkomaista luottoa. Otettaessa luottoa suoraan ulkomaiselta luotonantajalta on siitä aina ilmoitettava Suomen Pankille.

Vuoden 1990 helmikuun alusta Suomen Pankki vapautti uusien yli vuoden pituisten markkamääräisten joukkovelkakirjalainojen myynnin ulkomaille

lukuun ottamatta asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöiden liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjalainoja. Lisäämällä ulkomaisten rahoituslaitosten mahdollisuuksia hankkia markkarahoitusta pyrittiin edistämään kilpailua kotimaisilla markkinoilla. Aiemmin liikkeeseen laskettujen lainojen myynti yli valuuttarajojen pysyi kuitenkin kiellettyinä. Valuutansääntösten lieventyessä raportoinnin merkitys korostuu, sillä tiedot pääomanliikkeistä tarvitaan edelleen maksutasetilastoinnin laatimista varten.

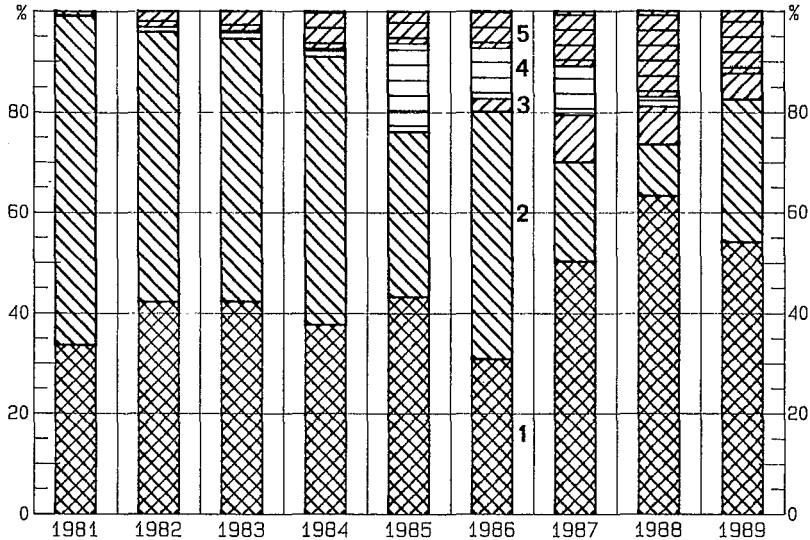
## 2.2 Riskirahoituksen tarjonta

Suomen arvopaperimarkkinat olivat 1980-luvulle asti kehittymättömät. Valtion ja kiinnitysluottopankkien verottomilla joukkovelkakirjoilla oli keskeinen asema markkinoilla. Osake-emissioita oli vähän, ja yritysten kehitys näkyi huonosti osakkeiden hinnoissa.

Suomen rahoitusmarkkinat olivat 1980-luvulle asti kaikkiaan varsin pankkikeskeiset. Pankkikeskeisyyden taustalla oli pankkitalletuksia ja lainoja suosinut verokohtelu. Samaan aikaan kun pankkitalletukset ja niistä saadut korot olivat erityislain mukaan verottomia, oli osakkeista ja osinkotuloista maksettava veroa. Yrityksen on ollut verotussyistä edullisempaa rahoittaa toimintaansa vieraalla kuin omalla pääomalla. Käytännössä Suomen osakemarkkinat ovat kehittyneet vasta 1980-luvulla. Osakkeiden osuus yritysten nettorahoituksesta on alkanut kasvaa vasta 1980-luvun alkupuolella (kuvio 2).

KUVIO 2. YRITYSTEN UUDEN NETTORAHOITUKSEN JAKAUTUMINEN

- 1 Pankkiluotot (ml. ostetut jvk:t)
- 2 Muut rahoituslaitosluotot (ml. ostetut jvk:t)
- 3 Yritystodistukset (muutos)
- 4 Joukkovelkakirjalainat (yleisölainat)
- 5 Osakkeet



Kansainvälisesti vertaillen Suomen osakemarkkinat ovat kooltaan vielä melko pienet viime vuosien voimakkaasta kasvusta huolimatta. Liikkeessä olevien osakkeiden markkina-arvo on pieni sekä absoluuttisesti että suhteessa bruttokansantuotteeseen (taulukko 1). Lisäksi sijoittajia on niin vähän, että suurimpien sijoittajien tekemillä kaupoilla voi olla ajoittain merkittävä vaikutus osakkeiden hintoihin.

TAULUKKO 1. OSAKEMARKKINOIDEN KOKO ERÄISSÄ MAISSA VUONNA 1988  
(LÄHDE: FIBV eli Federation Internationale des Bourses  
de Valeurs)

	Osakkeiden pörssi- vaihto, mrd. USD	Vaihto markkina- arvosta, %
USA <sup>1</sup>	1 356.1	57.3
Länsi-Saksa	407.9	162.6
Japani <sup>2</sup>	2 503.5	35.3
Ranska	69.3	31.1
Englanti	361.0	50.7
Ruotsi	18.8	18.9
Norja	4.9	31.0
Tanska	5.1	19.0
Suomi	7.1	23.3

PÖRSSISSÄ NOTEERATTUJEN OSAKKEIDEN MARKKINA-ARVO  
SUHTEESSA BRUTTOKANSANTUOTTEeseen, % (LÄHDE: FIBV ja OECD)

USA	49.1
Länsi-Saksa	20.9
Japani	249.3
Ranska	23.5
Englanti	86.5
Ruotsi	54.8
Norja	17.3
Tanska	25.0
Suomi	29.0

<sup>1</sup> Luku sisältää ainoastaan New Yorkin pörssivaihdon.

<sup>2</sup> Luku sisältää Osakan ja Tokion pörssivaihdon.

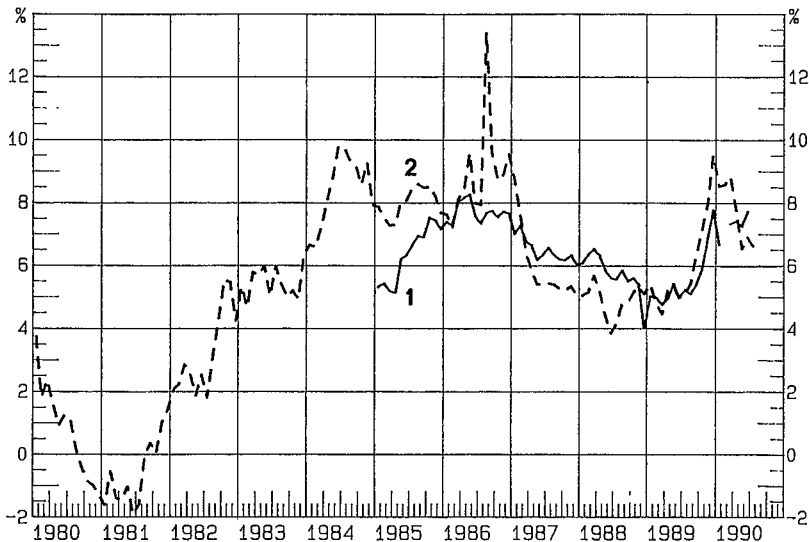
### Yritysten rahoitusrakenne velkavoittainen

Yritysten rahoitusrakenne muodostui keskikorkosäännöstelyn aikana velkapainotteiseksi. Tällöin Suomessa harjoitettiin matalan koron politiikkaa, ja luottojen reaalikorot olivat siten nopean inflaation oloissa usein jopa negatiiviset. Yritykset pystyivät lisäksi vähentämään verotuksessa veloistaan maksamansa korot, kun taas osingot olivat kokonaan verovähennyskelpoisia vain viiden vuoden ajan. Suuret yritykset saivat lainarahoitusta pankkien säännöstelystä huolimatta. Pienillä yrityksillä, joille luoton saatavuus ja tiukat lainaehdot olivat ongelma, ei puolestaan ollut mahdollisuutta saada rahoitusta suoraan pääomamarkkinoilta.

Suomalaisten yritysten rahoitusrakenteessa oman pääoman osuus on viime vuosina kasvanut. Yritysten rahoitusrakenne muuttuu kuitenkin melko hitaasti. Kun reaalikorkojen nousu 1980-luvun alussa (kuvio 3) lisäsi omalta osaltaan yritysten velkarahoituksen kustannuksia, yritysten tarve edelleen parantaa rahoitusrakennettaan lisäämällä oman pääoman osuutta säilyy.

KUVIO 3. MARKKINAKORKO JA UUSIEN LUOTTOJEN KORKO REAALISENA

- 1 Uusien luottojen korko reaalisena
- 2 Markkinakorko reaalisena



#### Osakkeiden kysynnän kasvu

Yrityksille syntyi tarve kasvattaa omaa pääomaa samanaikaisesti, kun olosuhteet olivat suotuisat osakkeiden kysynnälle. Osakkeiden kysynnän kasvun taustalla olivat tietyt julkisen vallan toimenpiteet sekä koko 1980-luvun kestänyt talouden suotuissa kasvu.

Tärkeimmät osakkeiden kysyntää kasvattaneet tekijät olivat yritysten parantunut kannattavuus sekä kotitalouksien käytettävissä olevien

reaalitulojen ja varallisuuden kasvu. Lisäksi väestön ikärakenteen muutokset merkitsevät sitä, että kotitalouksilla on aiempaa enemmän varoja käytettävään sijoitustoimintaan. Mielenkiinto on kohdistunut nimenomaan arvopapereihin. Myös mahdollisuus lainarahoituksen käyttöön osakkeiden ostossa on voimistanut kysyntää kurssinousun aikana.

Institutionaalisten sijoittajien, kuten esimerkiksi vakuutusyhtiöiden, sijoitusten rakenne on muuttunut nopeasti. Korkosäännöstelystä luopuminen, ulkomaisen luotonoton salliminen yrityksille sekä uudet rahoitusinstrumentit (esimerkiksi yritystodistukset) ovat aiheuttaneet sen, että vakuutusyhtiöiden luotonannon merkitys niiden sijoitustoiminnassa on vähentynyt.<sup>2</sup> Samaan aikaan osakkeiden merkitys on puolestaan kasvanut. Osakkeiden vaihtoa ovat kasvattaneet myös arvopaperikauppaan erikoistuneet yhtiöt, joita on viime vuosina perustettu vilkkaasti.

Julkisen vallan toimenpiteet ovat omalta osaltaan vaikuttaneet osakkeiden kysyntään. Kysyntää on kasvattanut tuloverotuksen pääomatulojen verottomuusrajan asteittainen nostaminen aina vuoteen 1988 asti. Vuonna 1989 raja muutettiin portaittaiseksi.<sup>3</sup> Vuoden 1990 alusta tuli voimaan laki yhtiöveron hyvityksestä; lakia sovelletaan osinkoa jakaviin kotimaisiin yhtiöihin ja suomalaisiin osingonsaajiin. Osakkeenomistajan osinkotuloistaan maksama lopullinen vero määräytyy lain mukaan osakkeenomistajan tulo- tai rajaveroasteen mukaan. Yhtiöveron hyvitysjärjestelmä lisänee ajan mittaan osakkeiden kysyntää. Julkisen vallan toimenpiteistä leimaveron nosto 1 prosentista 1.4 prosenttiin vuonna 1985 hillitsi osakkeiden kysyntää. Vuonna 1987 leimaveron laskettiin kuitenkin takaisin 1 prosenttiin.

Ulkomaiset sijoittajat kiinnostuivat suomalaisista osakkeista 1980-luvun alussa. Suomalaisia osakkeita noteerattiin ensimmäisen kerran ulkomailla vuonna 1982. Vapaiden osakkeiden erillinen noteeraus

---

<sup>2</sup>Takaisinlainaus on kuitenkin pitänyt eläkevakuutusyhtiöiden lainakannan suurena.

<sup>3</sup>Vuoden 1990 alusta pääomatulot ovat 2 000 markkaan asti kokonaan verovapaita. Yli menevästä osasta 38 000 markkaan asti puolet lasketaan veropohjaan.

puolestaan aloitettiin Helsingin Arvopaperipörssissä vuoden 1984 alusta. Ulkomaisten sijoittajien kauppaa suomalaisilla osakkeilla pyrittiin lisäämään poistamalla vuonna 1984 leimaveron osakekaupoilta, joissa ostaja ja myyjä eivät kumpikaan olleet verovelvollisia Suomessa. Leimaveron periminen olisi lisäksi ollut käytännössä lähes mahdotonta. Ulkomaisen omistusoikeuden lisääminen 20 prosentista 40 prosenttiin on myös lisännyt ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta suomalaisiin osakkeisiin.

Lainsäädännöllä on myös yleisemmin pyritty edistämään pääomamarkkinoiden kehittymistä. Vuoden 1987 syyskuussa voimaan tullut sijoitusrahastolaki ja vuoden 1989 elokuussa voimaan tullut arvopaperimarkkinalaki sekä laki arvopaperinvälitysliikkeistä ovat sijoittajan kannalta tärkeimmät arvopaperikauppaa koskevat lakiuudistukset. Sijoitusrahastolaki mahdollisti sellaisen arvopaperisijoituksista koostuvan rahaston perustamisen, jonka omistavat siihen sijoittaneet talousyksiköt yhteisesti. Sijoitusrahastot mahdollistivat myös yksityisten ihmisten sijoitusten riskien hajauttamisen jo pienienkin sijoitusmäärien ollessa kyseessä. Arvopaperimarkkinalain keskeisin tarkoitus oli puolestaan sijoittajan suojan parantaminen. Laissa on kiinnitetty huomiota arvopapereiden markkinointiin ja liikkeeseenlaskuun liittyviin tiedonantovelvollisuuksiin sekä tiedonantovelvollisuuksiin jälkimarkkinoilla. Laki arvopaperinvälitysliikkeistä teki arvopaperin välityksestä luvanvaraisen ja asetti vähimmäismääräykset elinkeinoharjoittajien edellytyksille. Suomessa on tällä hetkellä tekeillä myös laki arvo-osuusjärjestelmästä. Lain mukaan Suomessa luovuttaisiin fyysisistä arvopapereista ja ne korvattaisiin arvo-osuustileille tehtävillä merkinnöillä.

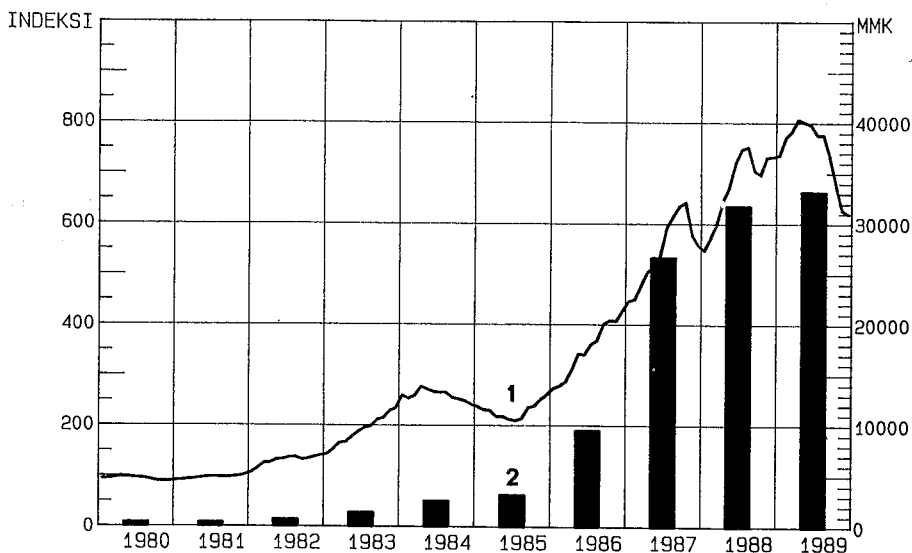
Kaupankäyntiä osakkeilla edistävät myös tekniset uudistukset. Helsingin Arvopaperipörssi on siirtynyt atk-perusteiseen kaupankäyntiin. Kaupankäynti ja tiedonvälitys tapahtuvat HETI-järjestelmässä (The Helsinki Stock Exchange Automated Trading and Information Systems) joko päätteitse tai pörssisalisissa, mikä vähentää sijoittajien maantieteellistä eriarvoisuutta. HETI-järjestelmän ansiosta on myös odotettavissa, että hinnoittelumekanismen toiminta tehostuu.

Osakemarkkinat ovat edellä esitettyjen tekijöiden ansiosta kasvaneet ja kehittyneet 1980-luvulla voimakkaasti. Vuoteen 1986 Helsingin Arvo-

paperipörssin osakevaihto kasvoi melko rauhallisesti, mutta vuonna 1987 osakevaihto ylsi jo lähes 27 miljardiin markkaan ja vuonna 1989 33 miljardiin markkaan (kuvio 4). Osakkeiden hinnat ovat myös kehittyneet suotuisasti yritysten kannattavuuden parantuessa 1980-luvun ajan. Ripeään hintakehitykseen on vaikuttanut myös se, että osakkeiden hinnat olivat vielä 1980-luvun alussa yleensä alhaisemmat kuin yritysten substanssiarvo.

KUVIO 4. OSAKEVAIHTO HELSINGIN ARVOPAPERIPÖRSSISSÄ

- 1 Unitas-yleisindeksi (asteikko vasemmalla)  
2 Osakevaihto (asteikko oikealla)



Arvopaperipörssin rinnalle on kehittynyt viime vuosina pörssitoiminnan ulkopuoliset OTC-markkinat. Pörssin sääntöihin verrattuna OTC-markkinoiden sääntöjen määräykset ovat lievempiä ja velvoitteet vähäisempiä. OTC-markkinoista onkin kehittynyt pienille ja keskisuurille yrityksille kanava oman pääoman hankkimiseksi. Parin viime vuoden aikana sekä pörssi- että OTC-yhtiöiden lukumäärä kasvoi nopeasti, mikä myös osaltaan kuvaa osakemarkkinoiden kasvua (taulukko 2). Osa OTC-listalle tulleista yhtiöistä siirtyi sinne meklarilistalta.



TAULUKKO 2. JULKISESTI NOTEERATTUJEN YRITYSTEN LUKUMÄÄRÄ 1980-LUVULLA

	1980/12	1986/12	1987/12	1988/12	1989/12
Pörssiyhtiöt	50	52	52	69	83
OTC-yhtiöt	-	7	16	47	55
Meklarilistan yhtiöt	-	34	33	27	43

Suomen arvopaperimarkkinoiden kehittymisen osana johdannaismarkkinoiden toiminta aloitettiin loppuvuodesta 1987. Osakkeiden optio- ja futuuri-markkinat tarjoavat tehokkaan keinon riskien hallintaan ja edistävät näin osakemarkkinoiden kehittymistä.

### 2.3 Markkinakelpoisten velkainstrumenttien käyttö

Yksi Suomen rahoitusmarkkinoiden tärkeimmistä viime ajan muutoksista on arvopaperipohjaisen rahoituksen kehittyminen eli arvopaperistuminen. Jälkimarkkinakelpoisten luottovälineiden osuus rahoituksesta on kasvanut. Yritykset laskevat enenevästi liikkeeseen joukkovelkakirjalainoja ja yritystodistuksia. Valtio voi puolestaan hankkia rahoitusta eripituisilla valtion velkasitoumus- ja obligaatiolainoilla. Perinteisten pankkiluottojen osuus rahoitussaataavista on vastaavasti pienentynyt, joskin se on vielä huomattavan suuri.

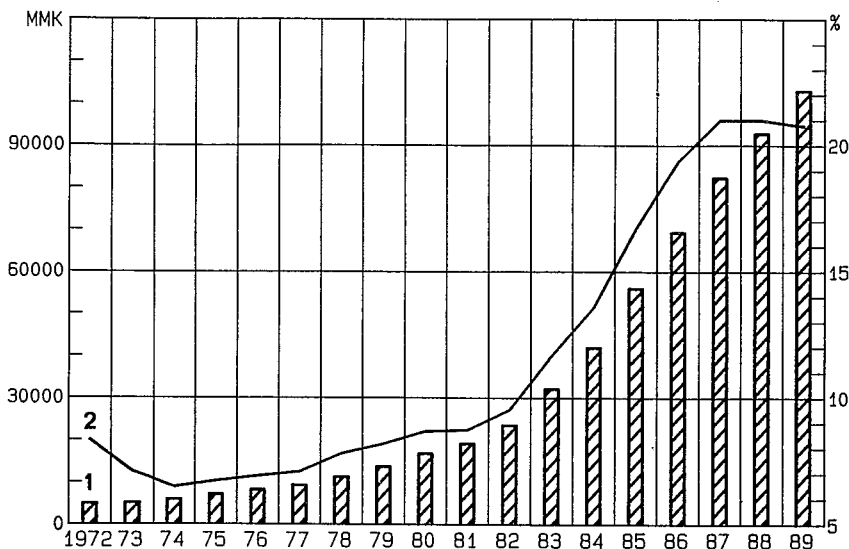
Arvopaperistumista on seurannut rahoituksen välityksen tehostuminen. Yrityksen on nyt mahdollista valita pankkien välittämän ja suoran markkinahintaisen rahoituksen välillä. Arvopaperistumisesta hyötyvät suuret ja vakavaraiset yritykset. Myös pankit suosivat rahoituksen välittämistä jälkimarkkinakelpoisilla luottovälineillä, koska nämä instrumentit ovat tarvittaessa myytävissä markkinoilla ja lisäävät siten pankkien likviditeettiä.

## Joukkovelkakirjamarkkinoiden kasvu ja monipuolistuminen

Markkinakelpoisista velkainstrumenteista merkittävin on ollut joukkovelkakirja, joka on perinteisesti pitkäaikaisen luotonoton väline. Koko 1980-luvun ajan joukkovelkakirjalainojen kanta on kasvanut tuntuvasti: vuoden 1989 lopussa se oli jo noin 105 miljardia markkaa. Joukkovelkakirjalainamarkkinoiden nopeaa kasvua kuvaa myös se, että joukkovelkakirjalainojen määrä suhteutettuna bruttokansantuotteeseen on kaksinkertaistunut viimeisten kuuden vuoden aikana (kuvio 5).

KUVIO 5. JOUKKVELKAKIRJALAINOJEN MÄÄRÄ SUHTEESSA BRUTTOKANSANTUOTTEeseen

- 1 Joukkovelkakirjalainojen kanta, mmk (asteikko vasemmallalla)
- 2 Joukkovelkakirjalainojen kanta, % BKT:sta (asteikko oikealla)



Vaikka joukkovelkakirjamarkkinat ovat kasvaneet Suomessa selvästi 1980-luvulla, Suomen joukkovelkakirjamarkkinat ovat vielä pienet ja kehittymättömät verrattuna monien muiden maiden markkinoihin. Suomessa pörssissä noteerattujen joukkovelkakirjalainojen nimellisarvo oli vuonna 1987 alle puolet esimerkiksi Norjan pörssissä noteerattujen joukkovelkakirjalainojen nimellisestä arvosta (talukko 3). Suomessa joukkovelkakirjalainojen jälkimarkkinat ovat hyvin ohuet. Lisäksi

joukkovelkakirjalainoista suuri osa on erillislainoja, joilla ei ole lainkaan jälkimarkkinoita. Jälkimarkkinoiden kehittymistä hidastavat osaltaan myös verollisten yleisölainojen kirjavat ehdot.

TAULUKKO 3. PÖRSSISSÄ NOTEERATUT JOUKKOVELKAKIRJALAINAT VUONNA 1988. NIMELLINEN ARVO (MRD. USD) JA OSUUS BRUTTOKANSANTUOTTEESTA, % (LÄHDE: FIBV)

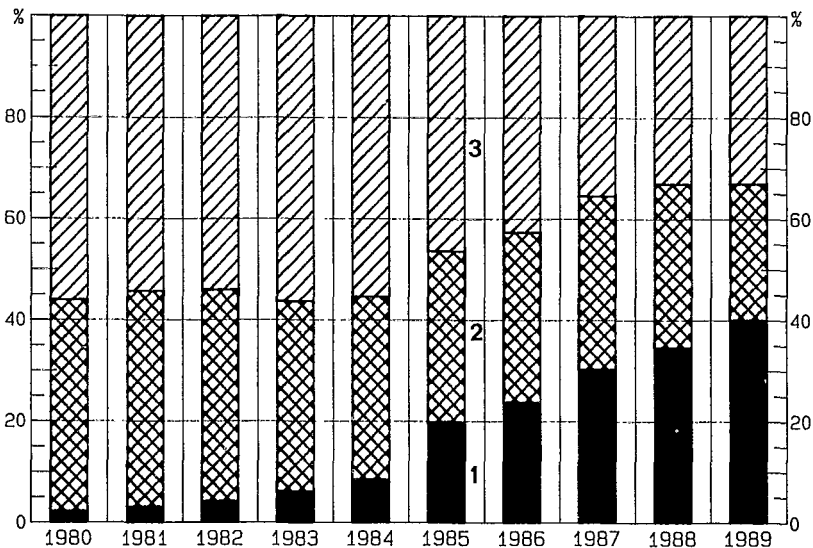
	mrd. USD	% BKT:sta
USA	1 610.3	33.4
Japani	2 065.0	72.6
Ranska	327.3	34.5
Englanti	508.5	61.8
Norja	33.9	37.2
Tanska	158.2	147.2
Suomi	14.4	13.7

Sen lisäksi, että joukkovelkakirjamarkkinat ovat kasvaneet Suomessa, ne ovat myös monipuolistuneet. Kuluneen vuosikymmenen alussa verollisten yleisölainojen suhteellinen osuus oli melko mitätön (kuvio 6). Vuonna 1981 osinkotulovähennyksen muuttuminen omaisuustulovähennykseksi mahdollisti myös korkojen verovähennysoikeuden ja helpotti siten verollisten joukkovelkakirjalainojen myyntiä kotitalouksille. Verollisille joukkovelkakirjalainoille maksettiin huomattavasti korkeampaa korkoa kuin verottomille, mikä aiheutti verollisten joukkovelkakirjalainojen kannan selvän kasvun 1980-luvun alkuvuosina. Vuoden 1988 lopussa verollisten ja verottomien yleisölainojen kannat olivat jo lähes yhtä suuret.

Verottomat joukkovelkakirjalainat ovat valtion ja kiinnitysluottopankkien liikkeeseen laskemia obligaatiolainoja. Muut eivät ole 1970-luvun alun jälkeen edes saaneet laskea liikkeeseen verottomia yleisölainoja. Verolliset joukkovelkakirjalainat ovat puolestaan pääosin rahoituslaitosten ja yritysten liikkeeseen laskemia muita joukkovelkakirjalainoja.

KUVIO 6. VEROLLISTEN JA VEROTTOMIEN YLEISÖLAINOJEN SEKÄ ERILLISLAINOJEN OSUUS KOTIMAISTEN JOUKKOVELKAKIRJALAINOJEN KANNASTA

- 1 Yleisölainat, verolliset
- 2 Yleisölainat, verottomat
- 3 Erillislainat



Erillislainat ovat pääasiassa yritysten liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjalainoja, joita ei tarjota yleisölle, vaan jokin rahoituslaitos ostaa ne. Vielä 1980-luvun alussa yritysten liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjalainat olivat pääasiassa erillislainoja. Tosiasiassa niiden pääasiallinen tarkoitus oli antolainauksen korkosäätelyn ja myöhemmin leimaveron välttäminen. Korkosäätelyn purkaututtua erillislainojen osuus onkin supistunut.

Osakeyhtiöt voivat laskea liikkeeseen myös vaihtovelkakirja- ja optiolainoja, jotka antavat oikeuden liikkeeseen laskeneen yhtiön osakkeisiin. Vaihtovelkakirjalaina on joukkovelkakirjalaina, johon liittyy oikeus vaihtaa velkakirja liikkeeseenlaskijayhtiön osakkeisiin. Optiolaina on puolestaan joukkovelkakirjalaina, joka antaa oikeuden ostaa yhtiön osakkeita tiettyyn hintaan tiettyä aikana.

## Valtio ja rahoituslaitokset tärkeimmät liikkeeseenlaskijat

Valtion obligaatioista suuri osa on ollut verottomia. Valtion verottomien obligaatiolainojen kasvu on ollut melko tasaista, mutta niiden osuus yleisölainoista on supistunut ja supistuu edelleen sitä mukaa, kun pääomaverotuksen yhtenäistämässä edetään. Valtio on laskenut liikkeeseen myös verollisia yleisölle suunnattuja obligaatiolainoja. Ensimmäinen laskettiin liikkeeseen vuonna 1987, ja jatkoa on seurannut sen jälkeen. Uusimpana yleisölainatyypinä valtio toi markkinoille sarjaobligaatit, jotka on suunnattu institutionaalisille sijoittajille. Niissä eräpäivä, kuponkikorko ja korkojaksot on vakioitu. Yksityishenkilöille valtio tarjoaa verottomien obligaatioiden lisäksi verollisia tasalyhenteisiä tuotto-obligaatioita. Sarjaobligatioiden liikkeeseenlaskussa valtio kilpailuttaa pankkeja ja pankkiiriliikkeitä emissiohinnoista, ja tuotto-obligaatioiden liikkeeseenlaskun yhteydessä järjestetään pankeille tarjouskilpailu pienimmistä myyntipalkkioista.

Rahoituslaitoksista kiinnitysluottopankkien varainhankinta on tukeutunut voimakkaasti verottomiin obligaatioihin. Kiinnitysluottopankeille on myönnetty lupia laskea liikkeeseen verottomia obligaatioita tietyssä suhteessa valtion verottomiin emissioihin. Tulevaisuudessa on odotettavissa, että kiinnitysluottopankkien oikeutta halpaan joukkovelkakirjarahoitukseen asteittain vähennetään. Nykyisen talletusten ja obligaatioiden veronhuojennuslain voimassaoloaika päättyy vuoden 1991 lopussa.

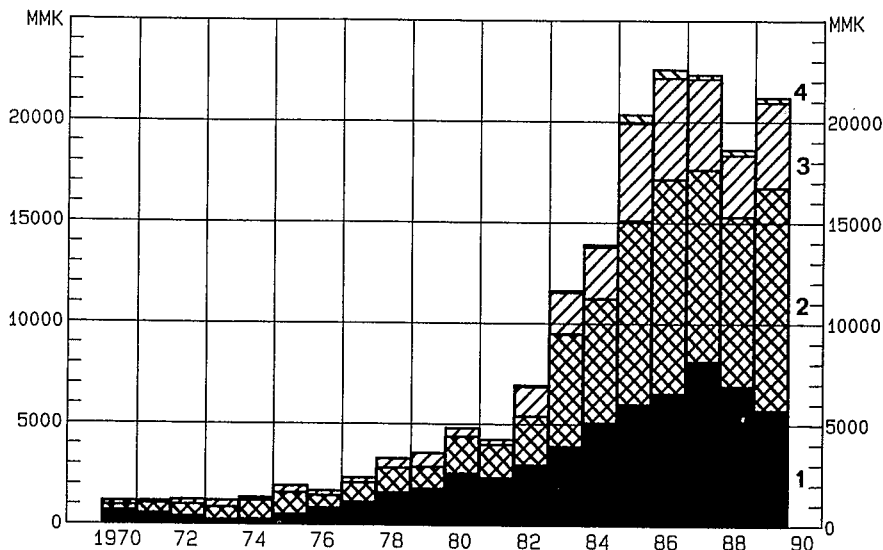
Pankit voivat laskea valtiovarainministeriön luvalla liikkeeseen debentuurilainoja ja ns. muita joukkovelkakirjalainoja, mutta obligaatiolainoja ne eivät saa laskea liikkeeseen. Suurin osa pankkien liikkeeseen laskemista joukkovelkakirjalainoista on debentuurilainoja. Pankkien mieltymys debentuurilainoihin selittyy sillä, että pankkitarkastusvirasto voi antaa pankille tietyin edellytyksin luvan rinnastaa vastuudebentuurit omaan pääomaan. Näin ollen pankit voivat vahvistaa vakavaraisuusasemiaan laskemalla liikkeeseen vastuudebentureja.

Rahoituslaitokset laskivat liikkeeseen vuoden 1989 aikana joukkovelkakirjalainoja noin 11 miljardilla markalla (kuvio 7). Näiden suhteelli-

nen osuus kotimaisista joukkovelkakirjaemissioista on pysytellyt koko 1980-luvun tasaisesti neljänkymmenen ja viidenkymmenen prosentin vaiheilla. Kaikkien rahoituslaitosten liikkeeseen laskemista joukkovelkakirjalainoista oli talletuspankkien debentuurien osuus verraten vähäinen.

KUVIO 7. KOTIMAISET JOUKKVELKAKIRJALAINAEMISSIONIOT

- 1 Valtio (pl. velkasit. lainat)
- 2 Rahoituslaitokset
- 3 Yritykset
- 4 Kunnat

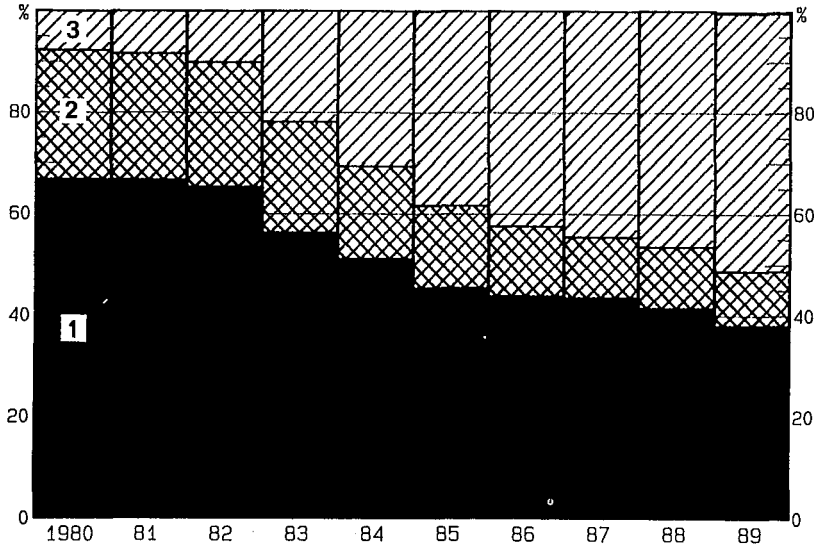


Myös yritykset ovat ryhtyneet toimimaan aktiivisesti joukkovelkakirjamarkkinoilla. Yritysten osuus joukkovelkakirjaemissioista on selvästi kasvanut vuoden 1985 jälkeen, ja vuonna 1989 yritysten yleisölainaemissionit olivat jo noin 4 miljardia markkaa. Yritykset ovat laskeneet liikkeeseen lähinnä verollisia, ns. muita joukkovelkakirjalainoja. Muiden joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskuun laki ei aseta muita edellytyksiä kuin rekisteröintivelvollisuuden, ja siksi niiden liikkeeseenlasku on yksinkertaista. Muiden joukkovelkakirjalainojen osuus koko joukkovelkakirjakannasta on kasvanut voimakkaasti. Kasvu alkoi

samanaikaisesti (vuonna 1983) yritysten joukkovelkakirjaemissioiden kasvun kanssa (kuviot 7 ja 8).

KUVIO 8. KOTIMAISTEN JOUKKVELKAKIRJALAINOJEN KANTA LAINATYYPEITTÄIN, %

- 1 Obligaatiot
- 2 Debentuurit
- 3 Muut jvk-lainat



#### Kotitaloudet ja rahoituslaitokset tärkeimmät sijoittajat

Joukkovelkakirjalainojen omistuksesta ei ole olemassa yksityiskohtaista tietoa, koska joukkovelkakirjalainat ovat haltijapapereita, ja haltijapapereiden omistuksesta ei pidetä rekisteriä. Perinteisesti tärkeimmät sijoittajat ovat kuitenkin kotitaloudet ja rahoituslaitokset. Ennen omaisuustulovähennyksen käyttöönottoa kotitaloudet sijoittivat pääasiassa verottomiin obligaatioihin. Myöhemmin kotitalouksien halukkuus sijoittaa myös verollisiin obligaatioihin on kasvanut. Muihin maihin verrattuna Suomessa on varsin suuri osuus joukkovelkakirjalainoista kotitalouksien hallussa. Tähän ovat olleet syynä lähinnä obligaatioilainoille myönnettyt verohuojennukset.

Ulkomaiset sijoittajat olivat valmiit ostamaan suuria määriä suomalaisia joukkovelkakirjalainoja, koska Suomen korot olivat selvästi kansainvälisiä korkoja korkeammat vuosina 1984 ja 1985. Joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlasku vilkastuikin kiihtyvällä vauhdilla. Suomen Pankki katsoi kuitenkin likviditeetin säätelyn olevan näissä olosuhteissa niin vaikeaa, että se rajoitti ulkomaalaisten oikeutta ostaa Suomesta markkamääräisiä joukkovelkakirjalainoja. Poikkeuksena tästä kiellosta olivat kansainväliset järjestöt, joissa Suomi on jäsenenä. Vuoden 1990 helmikuun alusta Suomen Pankki kuitenkin vapautti yli vuoden pituisten markkamääräisten joukkovelkakirjalainojen myynnin ulkomaalaisille lukuun ottamatta asunto- ja kiinteistöasakeyhtiöiden liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjalainoja. Samasta ajankohdasta lähtien ulkomaalaiset saivat oikeuden laskea Suomessa liikkeeseen markkamääräisiä joukkovelkakirjalainoja.

Tällä hetkellä Suomessa on erillinen joukkovelkakirjalainoja säätelevä laki, mutta vuoden 1989 alussa työnsä päättänyt työryhmä ehdotti, että tämä laki kumottaisiin ja tarpeelliset säännökset liitettäisiin arvopaperimarkkinalakiin. Työryhmän ehdotuksen mukaan joukkovelkakirjalainojen jako obligaatioihin, debentureihin ja muihin joukkovelkakirjalainoihin poistettaisiin. Lisäksi joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskuun ei enää vaadittaisi viranomaisen lupaa. Liikkeeseenlaskija olisi kuitenkin velvollinen laatimaan lainasta ohjeiden mukaisen tarjousesitteen. Joukkovelkakirjalainsäädännön uudistamisen tavoitteena on lähinnä sijoittajan suojan parantaminen ja joukkovelkakirjamarkkinoiden tehostaminen.

#### Valtion velkasitoumusten merkitys

Obligaatioiden lisäksi valtio on hankkinut rahoitusta laskemalla liikkeeseen lyhytaikaisia haltija-arvopapereita, valtion velkasitoumuslainoja. Valtio on myynyt velkasitoumuksia pankeille vuodesta 1982, mutta vasta vuonna 1985 niistä tuli jälkimarkkinakelpoisia, kun valtio antoi luvan myydä niitä edelleen. Vuodesta 1985 lähtien velkasitoumukset on laskettu liikkeeseen tarjoushuutokaupalla. Velkasitoumusten merkitys lyhytaikaisilla rahamarkkinoilla on pysynyt melko vähäisenä. Valtion



kotimaisessa lainanotossa on keskitytty enimmäkseen keskipitkiin verollisiin obligaatioihin, ja lisäksi valtion lainantarve on kokonaisuudessaan pienentynyt. Samaan aikaan kun muiden lyhytaikaisten markkinakelpoisten velkainstrumenttien määrä on moninkertaistunut, velkasitoumusten määrä on vähentynyt.

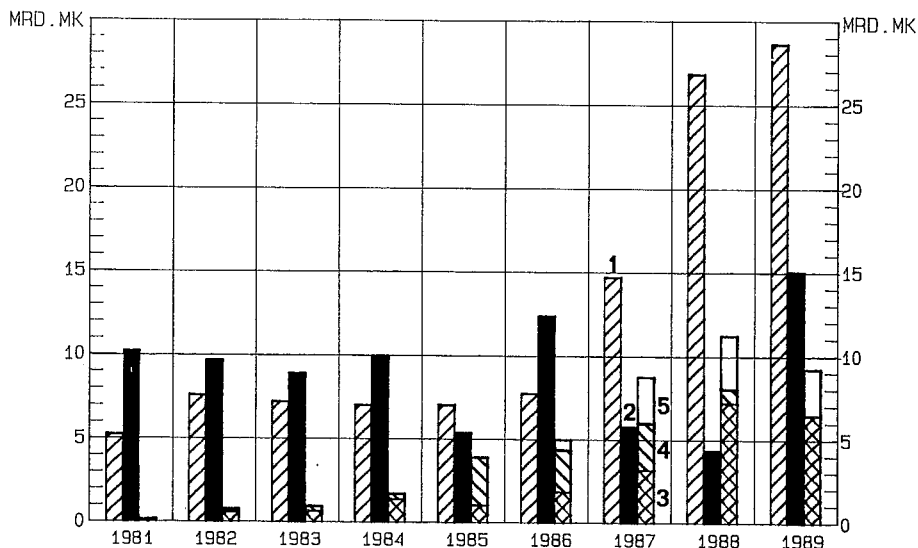
### Yritystodistusten merkitys

Muita markkinakelpoisia velkainstrumentteja ovat yritys- ja kuntatodistukset. Ne poikkeavat toisistaan ainoastaan liikkeeseenlaskijan osalta. Yrityksellä, mm. rahoitusyhtiöllä, on mahdollisuus hankkia markkinahintaista rahoitusta laskemalla liikkeeseen yritystodituksia. Liikkeeseenlasku tapahtuu pankin välityksellä, mutta yrityksen omista nimissä. Yritys- ja kuntatodistusten liikkeeseenlasku alkoi yleistyä varsinaisesti vasta vuonna 1987. Yritystodistukset ovat yleistyneet varsin verkkaisesti, tosin kuntatodistusten volyymi on yritystodistusten volyymia vielä selvästi pienempi. Yritysten uudesta yleisörahoituksesta yritystodistusten osuus on vielä vähäinen, mutta vuonna 1988 se oli kuitenkin jo suurempi kuin joukkovelkakirjalainojen osuus (kuviokuva 9). Rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyys ja yritysten julkisen riskiluokituksen puuttuminen ovat toistaiseksi rajoittaneet yritystodistusmarkkinoiden kasvua Suomessa.

Kansainvälisillä kehittyneillä markkinoilla toimii ns. ratingyrityksiä, jotka ovat erikoistuneet luottoriskien arvioimiseen. Riskien luokittelu pystytään toteuttamaan tehokkaasti ratingtoiminnan avulla, ja tällöin riski näkyy myös tuottoerona. Viime vuosina yleistyneet yrityskaupat ja yritysvaltaukset ovat kuitenkin heikentäneet riskiluokituksen luotettavuutta. Luottokelpoisuusluokitus on luotettava tekohetkellä, mutta yrityskauppa tai -valtaus saattaa muuttaa yrityksen riskiluokituksen hetkessä. Suomessa ratingtoiminta ei ole vielä käynnistynyt, vaikka kansainvälisiä rahoitusmarkkinoita hyväksikäyttävät suuret yritykset ovatkin saaneet kansainvälisiltä ratingtoimistoilta luottokelpoisuusluokituksen. Ratingpalveluiden kehittyminen ja yleistyminen loisivat osaltaan edellytykset markkinakelpoisten velkainstrumenttien käytön kasvulle yrityssektorissa.

## KUVIO 9. YRITYSTEN UUSI NETTORAHOITUS

- 1 Pankkilainat (ml. ostetut jvk:t)  
 2 Muut rahoituslaitosluotot  
 3 Osakkeet  
 4 Joukkovelkakirjalainat (yleisölainat)  
 5 Yritystodistukset (muutos) } Yleisörahoitus



## 3 MARKKINAKORKOJEN MERKITYS

Suomessa säädeltiin pankkien antolainauskorkoja käytännössä 1940-luvulta aina vuoteen 1986 asti. Yksittäisten luottojen koroille asetetun ylärajan lisäksi säädeltiin antolainauksen keskikorkoa. Keskikorkosäätelyä perusteltiin sillä, että pankkien korkotaso pystyttiin näin pitämään alhaisena ja vakaana ja siten yritysten sekä kotitalouksien korkokustannuksia voitiin rajoittaa. Harjoitettu matalan koron politiikka merkitsi kuitenkin varsinkin inflaatiovauhdin kasvaessa tulonsiirtoa säästäjiltä luotonottajille. Nopean inflaation aikana 1970-luvulla reaalikorot olivat selvästi negatiivisia, jolloin pankkien talletustileillä olevien varojen reaaliarvo laski.

1980-luvun alussa Suomeen olivat jo syntyneet vapaan koronmuodostuksen markkinat, joista tuolloin käytettiin nimeä harmaat markkinat. Näiden

markkinoiden synnyn syy oli hyvin luonnollinen. Matalat talletuskorot yhdessä yritysten ja kotitalouksien lisääntyneen likviditeetin ja parantuneen korkotietoisuuden kanssa loivat tarpeen suurempituottoisten rahoitusvaateiden kehittämiseksi.

#### Keskikorkosäätelyn haittavaikutukset

Pankit korvasivat säätelynäistä antolainauksiaan kasvattamalla yritysten liikkeelle laskemien joukkovelkakirjalainojen ostoja ja ottamalla salkkuunsa omien rahoitusyhtiöittensä emittoimia joukkovelkakirjalainoja sekä notariaattilainoja. Pankkien oli myös suhteellisen helppo välttää säätelyä omistamiensa rahoitusyhtiöiden kautta. Korkosäätelyn ulkopuolella oli myös valuuttamääräinen rahoitus, joka lisääntyi valuuttamääräysten sallimissa rajoissa. Lisäksi pankit kehittivät keskikorkosäätelyn alaiseen luotonantonsa ei-koronluonteisia kustannustekijöitä.

Säätelyn kiertäminen aiheutti vinoutumia yritysten rahoitusrakenteessa ja vaikeutti yritysten rahoitussuunnittelua. Ne, jotka pystyivät käyttämään hyväksi säätelyä välttävien ja säädeltyjen markkinoiden välistä korkoeroa, saivat suuria voittoja. Tämän kehityksen seurauksena keskikorkosäätelyn taloudellinen ja talouspoliittinen merkitys uhkasi supistua hyvin vähäiseksi. Jäljelle olisivat jääneet enää lähinnä rahoitusmarkkinoiden tehokasta toimintaa vääristävät piirteet.

#### Keskikorkosäätelyn purku pienin askelin

Rahoitusmarkkinoiden kehittämisen tarve syntyi monipuolisen ja pitkälle kehittyneen tuotantotoiminnan asettamista vaateista. Tehokkaan rahoituksen kohdentumisen takaavat kuitenkin ainoastaan kilpailullisesti ja tehokkaasti toimivat rahoitusmarkkinat. Siksi Suomen Pankki pyrki edistämään kilpailullisilla markkinoilla määräytyvien korkojen roolin korostamista aloittamalla vuonna 1983 antolainauksen keskikorkosäätelyjärjestelmän asteittaisen purkamisen (taulukko 4). Näin yritettiin saada korkosäätelyn ulkopuolella oleva antolainaus pankkien taseisiin.

Keskikorkosäätelyn kattavuuden laajentaminen koskemaan kaikkia mahdollisia kiertomahdollisuuksia olisi lisäksi ollut lähes mahdotonta, koska säätelyn tiukentaminen olisi ainoastaan tehostanut kiertyöryityksiä ja edellyttänyt erittäin raskasta valvontajärjestelmää.

#### TAULUKKO 4. KESKIKORKOSÄATELYN PURKAMISEN VAIHEET

1983/5	40 % vapaan koron muodostuksen markkinoilta hankitun ottolainauksen korkokustannuksista sai siirtää antolainauskorkoihin.  Antolainauksen koron ylärajaa nostettiin puoli prosenttiyksikköä.
1983/10	Korkokustannusten siirto-oikeus korotettiin 50 prosenttiin.
1984/1	Korkokustannusten siirto-oikeus korotettiin 60 prosenttiin.  Yhteisöjen shekki- ja vekseliluottojen koron ylärajaa poistettiin.
1984/9	Antolainauksen keskikorko sai olla korkeintaan Suomen Pankin peruskorko lisättynä 30 prosentilla kustannusvaikutuksesta, joka aiheutuu siitä, että rahalaitoksen koko ottolainauksen keskikorko on suurempi kuin peruskorko miinus 6.5 prosenttiyksikköä.
1986/1	Antolainauksen keskikorko sai olla enintään 1.75 prosenttiyksikköä peruskorkoa korkeampi. Jos markkaottolainauksen keskikorko ylitti peruskoron yli 1.25 prosenttiyksiköllä, rahalaitoksen antolainauksen keskikorko sai olla enintään 0.5 prosenttiyksikköä ottolainauksen keskikorkoa korkeampi.
1986/5	Antolainauksen keskikoron ylärajaa nostettiin suhteessa peruskorkoon 0.25 prosenttiyksiköllä. Antolainauksen keskikorko sai nyt olla enintään 2 prosenttiyksikköä peruskorkoa korkeampi.
1986/6	Suomen Pankki lopetti antolainauksen keskikorkosäätelyn.

Korkosäätelyn purkaminen aloitettiin siten, että pankeille annettiin oikeus periä antolainauksestaan sitä korkeampaa korkoa, mitä enemmän niillä oli markkinarahaa taseessaan. Markkinarahan kustannusten siirto-oikeutta luottokorkoihin kasvatettiin asteittain, ja lopulta elokuussa 1986 Suomen Pankki lopetti koko antolainauksen keskikorkosäätelyn. Pankit saivat nyt luvan hinnoitella uudet luottonsa vapaasti, mutta

vanhojen peruskorkosidonnaisten luottojen korkoa ne eivät saaneet muuttaa muuten kuin peruskoron muuttuessa ja silloinkin peruskoron muutoksen verran.

Keskikorkosäätelyn lakkauttamisen jälkeen Suomen Pankki on antanut pankeille vielä suosituksia korkosidonnaisuuksien käytöstä eri luotto-tarkoituksiin. Aluksi kaikilla pankeilla oli omat viitekorkonsa, mutta vuoden 1987 toukokuussa Suomen Pankki alkoi julkaista ns. heliborkorkoja. Heliborkorot määräytyvät viiden suurimman pankin sijoitustodistuksille antamien ostonoteerausten keskiarvon perusteella. Suomen Pankki ei kuitenkaan vielä sallinut asuntoluottojen sitomista lyhytaikaiseen heliborkorkoon. Asuntoluotot ja yli viiden vuoden pituiset luotot on saanut sitoa markkinakorkoon vasta vuoden 1988 alusta, jolloin Suomen Pankki alkoi julkaista kolmen ja viiden vuoden viitekorkoja. Pitkäaikaiset viitekorot lasketaan verollisille kiinteäkorkoisille kertakuoletus-tyypisille joukkovelkakirjalainoille pankkien antamista noteerauksista. Vuoden 1990 alusta Suomen Pankki täydensi viitekorkosuositustaan antamalla pankeille mahdollisuuden käyttää kunkin pankin omaa primekorkoa viitekorkona kaikessa anto- ja ottolainauksessa.

Markkinakorot mukaan kuvaan

Keskikorkosäätelyn purkamista seurasi nopeasti kilpailullisesti määräytyvien korkojen merkityksen voimakas kasvu. Korkojen määräytymisperuste muuttui hallinnollisesta markkinaperusteiseksi. Samalla luoton saatavuus helpottui selvästi. Nyt pienet ja keskisuuret yritykset, joiden toimintaa oli korkosäätelyn aikana vaikeuttanut luoton heikko saatavuus, saivat haluamansa määrän luottoa. Luotonhakijan ongelmana ei siis enää ensisijaisesti ollut rahoituksen epävarma saatavuus, vaan pikemminkin sen hinta. Määrällisen saatavuuden parantuessa reaalikorot puolestaan nousivat selvästi. Näin ollen yritykset joutuivat karsimaan investointiprojektejaan rahoituskustannusten kasvun vuoksi. Näin Suomessa siirryttiin tilanteeseen, jossa korko tasapainottaa kysyntää ja tarjontaa.

Markkinakorkojen merkityksen kasvu kuvastuu myös siinä, että nykyään Suomen Pankki voi harjoittaa rahapolitiikkaa epäsuorasti korkojen väli-

tyksellä, ei siis enää suoraan pankkien likviditeettiasemaa muuttamalla. Lisäksi korkopolitiikkaa harjoitetaan melko pitkälle nimenomaan markkinakoron avulla, kun aikaisemmin korkopolitiikan muuttaminen vaikutti vain peruskorkoon. Suomen Pankki vaikuttaa lyhytaikaisiin korkoihin myymällä ja ostamalla sijoitustodistuksia. Sijoitustodistusten korkonoteerauksista laskettu heliborkorko vaikuttaa puolestaan markkinakorkoisten talletustilien ja luottojen korkoon.

Yrityksille ja kotitalouksille uusi aikakausi rahoituksen hinnan määräytymisessä merkitsee lisää valintamahdollisuuksia. Esimerkiksi kotitalous voi valita peruskorkosidonnaisen, markkinakorkosidonnaisen tai kiinteäkorkoisen luoton. Valitsemalla kiinteäkorkoisen luoton luotonottaja suojautuu peruskoron ja markkinakorkojen vaihteluilta, koska luoton korko pysyy luotonoton yhteydessä sovitun suuruisena koko lainaajan. Koska pankeilla ei juuri ole ollut kiinteäkorkoista varainhankintaa, kiinteäkorkoinen antolainausta aiheuttaa korkoriskin pankeille. Tästä syystä kiinteäkorkoisia luottoja ei ole kovin yleisesti tarjolla taikka niiden korko on asetettu korkeaksi.

Valitessaan perinteisen peruskorkosidonnaisen luoton sijasta markkinakorkosidonnaisen luoton luotonottajan on varauduttava siihen, että korkokustannukset vaihtelevat aikaisempaa selvästi enemmän. Kunkin koronmaksuperiodin korko määräytyy vallitsevan markkinakoron mukaan. Pääasiassa kulutusluotot ja yritysluotot on sidottu lyhytaikaisiin markkinakorkoihin. Pankit rahoittavat luotonantonsa yrityksille suureksi osaksi markkinahintaisella varainhankinnalla. Siitä seuraavat korkoriskit, joiden hallitsemiseksi pankeilla on tarve sitoa luotokorkonsa markkinahintaisen varainhankinnan kustannuksiin. Markkinapohjaisten viitekorkojen käyttö luotonannossa onkin lisännyt yritysten ja samalla pienentänyt pankkien korkoriskiä.

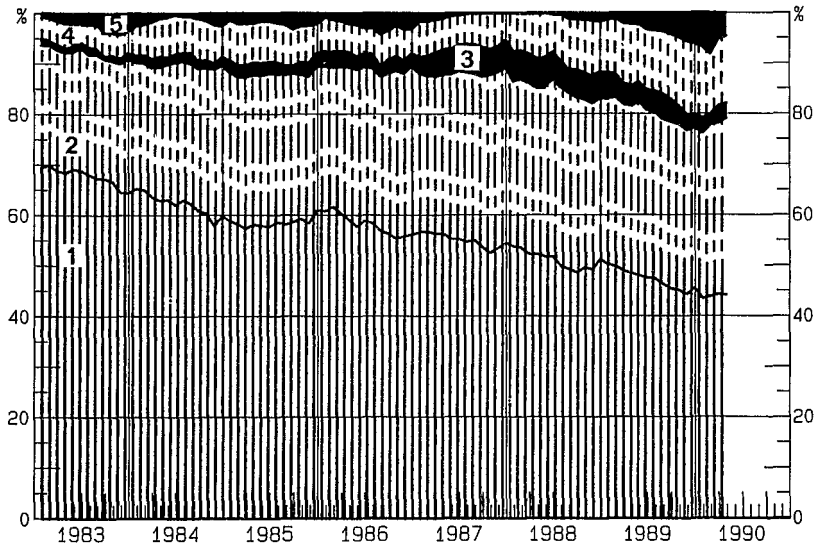
#### Pankkien varainhankinnan rakenne

Rahoitusmarkkinoiden muuttuminen ja nimenomaan markkinakorkojen merkityksen kasvu näkyvät selvästi myös pankkien varainhankinnan rakenteen muutoksessa. Pankkien varainhankinnan muuttuminen alkoi vuoden 1980

alkupuolella, kun terminimarkkinoiden hoito siirtyi pankeille. Enimmillään pankkien tekemät terminisopimukset kotimaisten yritysten kanssa ovat vastanneet kymmentä prosenttia pankkien varainhankinnasta (kuvio 10). Tällä hetkellä niiden osuus on ainoastaan noin pari prosenttia.

KUVIO 10. PANKKIEN VARAINHANKINNAN RAKENNE

- 1 Markkatalletukset
- 2 Ulkomainen velka (ml. valuuttatalletukset)
- 3 Markkavelka valuuttaterminimarkkinoille
- 4 Muu markkinavelka yleisölle
- 5 Keskuspankkivelka



Pankit ovat hankkineet markkinahintaista rahoitusta laskemalla liikkeeseen sijoitustodituksia (liikkeeseen lasketut sijoitustodistukset sisältyvät kuviossa 10 muuhun markkinavelkaan yleisölle). Vuoden 1987 alussa sijoitustodistukset vapautettiin kassavarantovelvoitteesta, minkä jälkeen pankit pystyivät käymään kauppaa sijoitustodistuksilla vähäisin kustannuksin. Sijoitustodistusten osuus varainhankinnasta alkoikin kasvaa selvästi heti vuoden 1987 alussa.

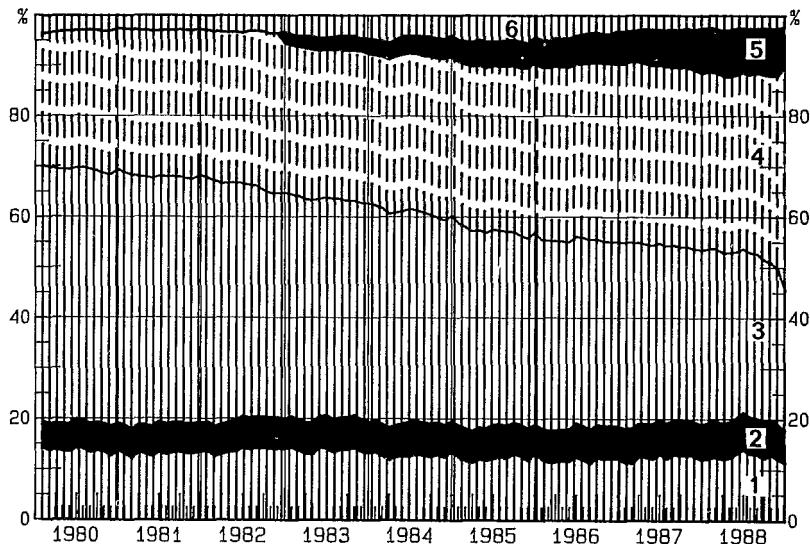
Pankkien varainhankinnan rakenteen tärkeimmät muutokset ovat kuitenkin ulkomaisen velan kasvu sekä markkatalletusten osuuden merkittävä

supistuminen. Pankit alkoivat hyödyntää ulkomaisia lainamarkkinoita vuoden 1984 lopussa. Ulkomaisen velan osuus koko varainhankinnasta on kasvanut viimeisten seitsemän vuoden aikana paristakymmenestä prosentista 35 prosenttiin.

Markkatalletukset ovat edelleen pankkien tärkein varainhankinnan lähde, vaikka niiden osuus koko varainhankinnasta onkin supistunut viimeisten seitsemän vuoden aikana. Vielä vuonna 1983 markkatalletusten osuus koko varainhankinnasta oli peräti 70 %, kun se tällä hetkellä on enää vajaat 50 %. Talletusten rakenne on myös muuttunut 1980-luvulla (kuvio 11). Säästö- ja karttuvien tilien osuus on pienentynyt ja määräaikaistalletusten ja verollisten tilien puolestaan kasvanut.

KUVIO 11. TALLETUSTEN RAKENNE<sup>4</sup>

- 1 Avistatilit
- 2 Käyttötilit
- 3 Säästö- ja karttavat tilit
- 4 Muut verottomat tilit
- 5 Muut verolliset tilit
- 6 Valuuttatilit



<sup>4</sup>Verottomilla ja verollisilla tileillä olevista varoista ei ole saatavissa luotettavia tietoja vuoden 1988 jälkeen.



Vuoden 1988 loppuun asti käyttely- ja määräaikaistileille maksetut korot olivat verottomia, mikäli vähintään kahdella pankkiryhmillä oli niille samanlaiset korko- ja tiliehdot. Tämä esti käytännössä pankkien välisen kilpailun ja mahdollisti hyvin matalien korkojen käytön. Pankeille tämä merkitsi hyötyä siinäkin mielessä, että korkosäätelyn purkautuessa pankit saivat nostaa antolainauksensa korkoja, mutta maksaa samaan aikaan talletuksille pientä korkoa.

Vuoden 1989 alussa tuli voimaan uusi kolmen vuoden määräaikainen talletusten ja obligaatioiden veronhuojennuslaki, jonka mukaan tilin verovapaus ei enää määräydy tilimuodon vaan varoille maksettavan koron mukaan.<sup>5</sup> Koska verottomille tileille määrättiin maksimikorot, kilpailu käydään verollisten tilien koroilla. Heti vuoden vaihteen jälkeen kaikki pankit ryhtyivätkin kehittämään erilaisia verollisia tilejä.

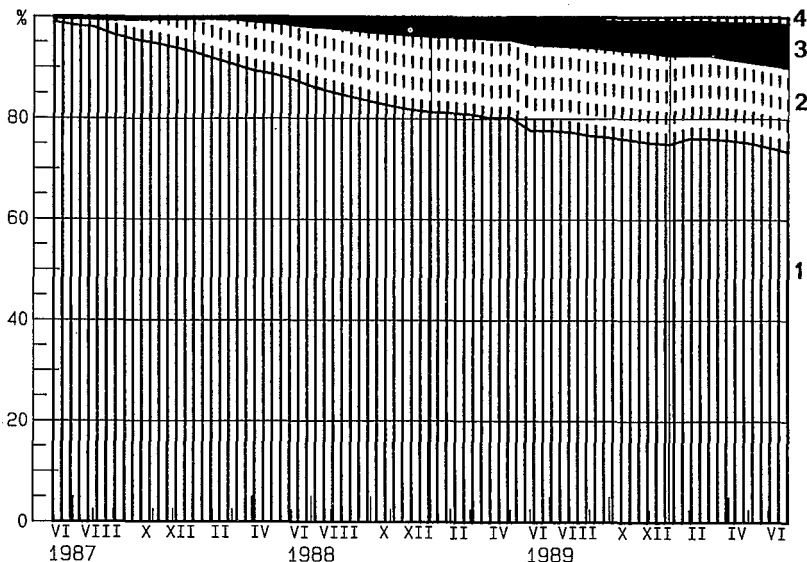
Pankkien antolainauksen rakenne on myös kokenut melkoisen muutoksen viimeisen parin vuoden aikana. Kuten aikaisemmin todettiin pankit voivat sitoa luottoja peruskoron lisäksi markkinakorkoon. Pankit ovatkin käyttäneet tätä mahdollisuutta enenevässä määrin hyväkseen ja sitoneet yhä enemmän antolainaustaan markkinakorkoihin. Yleisöluottojen kannasta peruskorkosidonnaisten luottojen osuus on vuoden 1987 toukokuusta supistunut yli 20 % (kuvio 12). Uusista luotoista markkinakorkosidonnaisia on jo 30 % (kuvio 13).

---

<sup>5</sup>Uuden lain mukaan käyttelytilit ovat edelleen verottomia, mikäli niille maksettava korko on enintään Suomen Pankin peruskorko vähennettynä neljällä prosenttiyksiköllä. Lisäksi kahden vuoden määräaikaistalletukset ovat verovapaita, jos niiden korko on enintään peruskorko vähennettynä kahdella prosenttiyksiköllä.

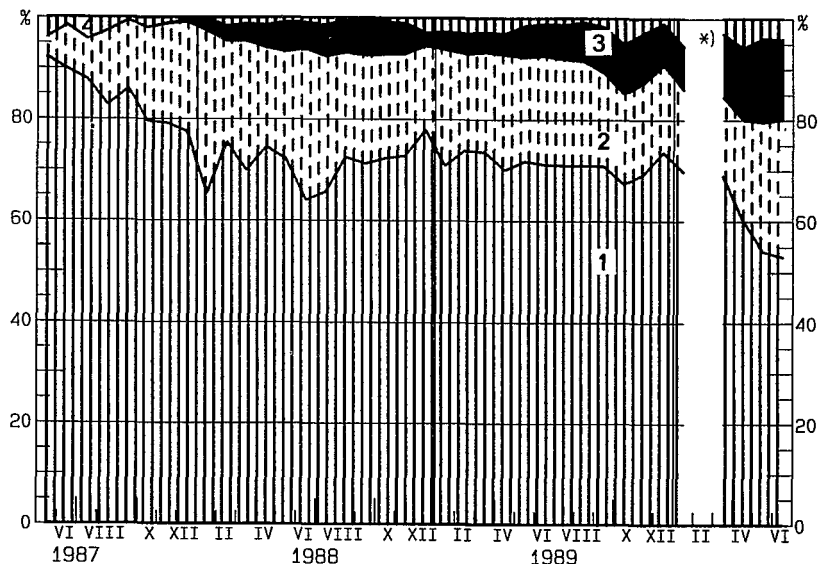
KUVIO 12. YLEISÖLUOTTOJEN KORKOSIDONNAISUUDET  
(PL. JOUKKOVELKAKIRJALAINAT)

- 1 Kiinteäkorkoiset ja peruskorkosidonnaiset
- 2 Heliborsidonnaiset
- 3 Pitkäaikaiseen markkinakorkoon sidotut
- 4 Muihin markkinakorkoihin sidotut



KUVIO 13. UUSIEN YLEISÖLUOTTOJEN KORKOSIDONNAISUUDET  
(PL. JOUKKOVELKAKIRJALAINAT)

- 1 Kiinteäkorkoiset ja peruskorkosidonnaiset
- 2 Heliborsidonnaiset
- 3 Pitkäaikaiseen markkinakorkoon sidotut
- 4 Muihin markkinakorkoihin sidotut



\*) Pankkien työtaistelu 18.1. - 2.3.1990

Markkatalletusten vähenemisen vuoksi pankit joutuvat rahoittamaan antolainastaan markkinarahalla, jolloin pankkien korkomarginaalit kaventuvat. Myös varojen siirtyminen verottomilta tileiltä verollisille tileille merkitsee varainhankinnan kustannusten kasvua. Mitä suurempi ero peruskoron ja markkinakoron välillä on, sitä enemmän paineita kohdistuu varainhankinnan kustannuksiin. Peruskoron nosto parantaakin pankkien kannattavuutta, sillä pankeilla on peruskorkosidonnaista antolainasta enemmän kuin peruskorkosidonnaista ottolainasta.

#### 4 RAHOITUSLAITOKSIIN KOHDISTUVAT MUUTOSPAINEEET

Rahoitusmarkkinat ovat kehittyneet melko lailla samaan suuntaan kaikissa markkinatalousmaissa. Rahoitusmarkkinat ovat kansainvälistyneet, ja viranomaisten säätely on selvästi vähentynyt. Samalla rahoitusmarkkinoiden aktiviteetti ja koko esimerkiksi arvonnäisyyksen osuutena bruttokansantuotteesta ovat kasvaneet. Kaikkialla ollaan menossa myös yhä kilpailullisempaan suuntaan.

Suomessa kilpailua on lisännyt korkosäätelyn purkamisen lisäksi uusien rahoitusmarkkinaosapuolten mukaantulo markkinoille. Ulkomaalaisomisteisten pankkien tulo Suomen rahoitusmarkkinoille vuonna 1982 lisäsi osaltaan kilpailua. Ulkomaisten rahoituslaitosten etabloitumisella ei ole kuitenkaan ollut mainittavaa merkitystä rahoituksen välityksen kannalta, sillä kilpailu on rajoittunut pääasiassa valuutta- ja rahamarkkinoihin, joilla marginaalit ovatkin kaventuneet. Myös pienten- ja keski suurten yritysten ulkomaisten luottojen välityskustannukset ovat pienentyneet.

Myös rahoitusmarkkinoiden eri roolit ovat sekoittuneet. Pankkien asiakkaat ovat tulleet mukaan pankkilpailuun. Yritykset ja yritysten perustamat rahoitusyhtiöt kilpailevat jo nyt pankkien kanssa samoilla markkinoilla. Yritysten omat rahoitusyhtiöt järjestävät yritykselle rahoitusta suoraan ulkomailta sekä kotimaasta. Lisäksi ne toimivat sijoittajina. Myös vakuutusyhtiöt ovat alkaneet kilpailla kotitalouksien säästövarojen hankinnasta pankkien kanssa. Uusien markkinaosapuolten mukaantulo rahoitusmarkkinoille ei ole kuitenkaan romahduttanut pank-

kien asemaa rahoituksen välittäjänä. Edelleenkin pankit hoitavat suurimman osan yleisön rahoituksesta.

Suomalaisilla pankeilla on varsin tiheä konttoriverkosto. Paikallispankkien fuusioiden vuoksi on 1980-luvulla hävinnyt runsaat sata paikallispankkia, mutta konttoreiden ja henkilöstön määrä on kasvanut. Tiheä konttoriverkosto yhdessä yhä kiristyvän kilpailun kanssa asettaakin pankkien kannattavuuden koetukselle.

Pankeille kilpailun kiristyminen merkitsee uusiin haasteisiin vastamista. Niiden on pystyttävä ennakoimaan asiakkaidensa tarpeet ja räätälöimään tuotteensa sen mukaan. Jotta pankit pystyisivät tähän, niiltä vaaditaan yhä tarkempaa ja samalla myös laajempaa yritysten toiminnan tuntemusta. Pankkien on myös varauduttava siihen, että niiden rooli muuttuu, kun rahoitusinstrumentit siirtyvät julkisille arvopaperimarkkinoille. Rahoitusmarkkinoiden arvopaperistuminen merkitseekin, että pankeista tulee yhä suuremmissa määrin välittäjiä ja markkinatakaajia.

Arvopaperimarkkinoilla on vielä käyttämätöntä potentiaalia: esimerkiksi joukkovelkakirjamarkkinat ovat Suomessa vielä hyvin kehittymättömät. Lisäksi oman pääoman merkitys yrityksiänsä pitkän ajan kasvutekijänä kasvaa yhdentyvillä markkinoilla, mikä lisää osakkeiden emissioita. Perinteisten pankkiluottojen korvautuessa suoralla yleisörahoituksella pankit joutuvat kilpailemaan muiden rahoituslaitosten kanssa yhä voimakkaammin markkinaosuudestaan arvopaperinvälityksessä. Viimeisten neljän vuoden aikana on jo arvopaperinvälitys selvästi muuttunut rakenteeltaan. Vielä vuonna 1985 arvopaperinvälitysliikkeiden osuus pörssissä väliteytyistä kaupoista oli noin 20 %, kun se 1980-luvun lopussa oli kasvanut yli 50 prosentin.

[ Kilpailun kiristyminen rahoitusmarkkinoilla voi johtaa tilanteeseen, jossa pankit aliarvioivat riskejä sekä hinnoittelevat luotot liian halvoiksi. Tästä syystä pankkien luottotappiot kasvavat ja pankkien vakavaraisuus voi olla vaarassa. Kun rahoitusmarkkinoiden säätelystä samaan aikaan luovutaan, julkisen valvonnan merkitys korostuu. Kilpailullisten olosuhteiden luomisen lisäksi julkisen vallan on pyrittävä estämään tilanteet, jossa rahoitusmarkkinoiden vakaus olisi uhattuna. ]

## Rahoitusmarkkinalainsäädännön uudistuminen

Tällä hetkellä Suomessa on vireillä laaja rahoitusmarkkinoiden ja rahoituslaitosten toimintaa koskeva lainsäädännön uudistustyö, jonka tarkoitus on parantaa sijoittajan suojaa, markkinoiden vakautta ja antaa kilpailulle pankkisektorissa aikaisempaa tasapuolisemmat lähtökohdat. Rahoitusmarkkinoiden toimintaa säätelevistä laeista ovat jo voimassa sijoitusrahastolaki, laki kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termineillä, arvopaperimarkkinalaki ja laki arvopaperinvälitysliikkeistä. Lain, joka mahdollistaa kiinnitysluottopankin muuttamisen liikepankiksi tai sen fuusioimisen liikepankkiin, on eduskunta hyväksynyt ja presidentti vahvistanut joulukuussa 1989. Ehdotus uudeksi talletuspankkilaksi jätettiin vuoden 1989 lopussa eduskunnalle.

Uudessa talletuspankkilaisissa pyritään korvaamaan eri pankkilakien (liikepankkilaki, säästöpankkilaki, osuuspankkilaki) epäyhtenäisiä säännöksiä. Nykyisin esimerkiksi liikepankkien vakavaraisuusvaatimukset ovat paljon vaativammat kuin paikallispankkien vakavaraisuusvaatimukset. Uuden talletuspankkilain keskeisin uudistus koskeekin vakavaraisuuden säätelyä.

Uudessa laissa pankin vakavaraisuus määriteltäisiin kansainvälisen mallin mukaisesti; tämä malli puolestaan perustuu Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) suositukseen. Sen mukaan pankin vakavaraisuus lasjetaan oman pääoman sekä pankin saamisten ja sijoitusten sekä vastuusitoumusten ja eräiden taseen ulkopuolisten erien suhteena. Määräyksiin sisältyville erille asetetaan oman pääoman vähimmäisvaatimus niiden riskipitoisuuden mukaan. Toisin sanoen mitä riskipitoisempaa pankin toiminta on, sitä enemmän pankilta vaaditaan omaa pääomaa. Pankin toiminnan laajuutta rajoittavat siten pankin oman pääoman määrä ja toiminnan riskipitoisuus. Vakavaraisuusvaatimukset tulevat ehdotuksen mukaan voimaan kansainvälistä pankkitoimintaa harjoittavilla pankeilla vuoden 1993 alusta. Muille pankeille varataan pitempi siirtymäaika.

Vakavaraisuusvaatimusten kiristyttyä pankit joutuvat lisäämään omaa pääomaansa tai supistamaan toimintaansa, jotta niiden vakavaraisuus olisi lain edellyttämä. Lisäksi vakavaraisuusvaatimusten muuttaminen

vaikuttaa pankkien luottojen hinnoitteluun. Saamiset, sijoitukset ja vastuusitoumukset otetaan vakavaraisuutta laskettaessa huomioon niiden riskipitoisuuden mukaan; toisin sanoen niihin kohdistuvat erisuuruiset vakavaraisuusvaatimukset. Erilaiset vakavaraisuusvaatimukset merkitsevät myös erilaisia tuottovaatimuksia. Mitä suurempi on erään kohdistuva vakavaraisuusvaatimus, sitä tuntuvampi on siihen kohdistuva tuottovaatimus. Uusista vakavaraisuusvaatimuksista seuraakin, että luottojen riskipitoisuus näkyy yhä selvemmin niiden koroissa. Liikepankit pystyvät täyttämään uudet vakavaraisuusvaatimukset, mutta paikallispankeille niiden täyttäminen voi tuoda ongelmia. Siksi paikallispankeille onkin varattu pitempi aika sopeutua uusiin vaatimuksiin.

#### Euroopan integraation vaikutus kilpailuun

Kovimmat paineet suomalaisien pankkien sopeutumiselle asettaa Euroopan yhdentyminen. Yhtenä tärkeänä osana Euroopan integraatiossa on pääomanliikkeiden ja rahoituspalveluiden kaupan vapauttaminen. Pääomanliikkeitä on vapautettava Euroopan yhteisössä vuoden 1990 puoliväliin mennessä muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta. Vapaat ja yhtenäiset rahoitusmarkkinat on puolestaan tarkoitus saavuttaa vuoden 1992 loppuun mennessä. Tähän prosessiin ovat EFTA-maat, Suomi mukaan lukien, ilmoittaneet haluavansa osallistua.

Tavoitteena on, että kaikki kaupan ja kilpailun esteet yhteisön sisällä puretaan. Tähän tavoitteeseen pyritään osittain joustavalla toisten maiden säännösten vastavuoroisella hyväksymisellä, mutta myös yksityiskohtiinkin menevällä yhdenmukaistuksella. Luottolaitos, jolla on toimilupa pääkonttorinsa sijaintimaassa, on oikeutettu toimilupansa saatuaan tarjoamaan sivukonttorin kautta tietyn vähimmäislistan mukaisia rahoituspalveluja kaikissa muissakin Euroopan yhteisön jäsenmaissa. Pankkien kilpailuedellytysten tasaamiseksi eri maiden säännökset yhdenmukaistetaan, ja yhteisömaan omia markkinoita koskevat sovitut tiukemmat säännökset koskevat vain maan omia luottolaitoksia.

Pankkien vakavaraisuuden minimivaatimukset perustuvat BIS:n suositukseen. Suomessa valmisteilla olevassa talletuspankkilaissa vakavaraisuusvaati-

mukset ovat eräiltä osin kevyemmät kuin talousyhteisön suositukset. Suomessa on myös ongelmana kansainvälisestä käytännöstä poikkeava kirjanpitolainsäädäntö. Oman pääoman eria ei kaikilta osin pystytä vielä sovittamaan yhteen BIS:n suosittaman jaottelun kanssa. Käytännössä kuitenkin niiden suomalaisten pankkien, jotka ovat tiiviisti mukana kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla, on suorastaan pakko täyttää BIS:n suositukset. Muuten luottamus suosituksen ulkopuolelle jääneiden pankkien riskinkantokykyyn heikkenisi ja niiden ulkomaisen varainhankinnan kustannukset nousisivat.

Yhdentymiskehitys merkitsee suomalaisille pankeille ennen kaikkea kilpailun kiristymistä. Odotettavissa ei kuitenkaan välttämättä ole ulkomaalaisten pankkien ryntäystä Suomeen, sillä Suomen markkinat ovat kansainvälisesti varsin pienet ja lisäksi vähittäispankkitoimintaa hoidetaan Suomessa jo tällä hetkellä ylimitoitettun konttoriverkoston kautta. Kilpailu lisääntyy pikemminkin sitä kautta, että ulkomaalaisten sijoitus- ja rahoitusvaihtoehtojen lisääntyessä kotimaisille pankki-tuotteille syntyy uusia kilpailijoita.

Samalla kun tiheä konttoriverkko on suuri rasitus Suomessa pitkään toimineiden pankkien kannattavuudelle, valmis konttoriverkko tarjoaa merkittävän kilpailuedun ulkomaisiin pankkeihin nähden. Asiakasläheisyydellä ja paikallisuudella on vastaisuudessakin suuri merkitys erityisesti vähittäispankkitoiminnassa. Lisäksi kansallisesti tunnetut pankit pystyvät hyödyntämään asiakassuhteiden jatkuvuutta ja mm. maksupalvelujen kautta saamiaan asiakastietoja.

Yritys- ja sijoituspankkitoiminnan alueella suomalaisten pankkien asiat eivät ole yhtä hyvin kuin yleispankkitoiminnan alueella. Tiheästä konttoriverkosta ei olekaan vastaavaa apua, koska tällä sektorilla voidaan tehokkaasti hyödyntää tietojärjestelmien käyttöä. Varsinainen kilpailun kiristyminen koetaankin yritys- ja sijoitustoiminnan alueella.

Nimenomaan rahoituspalveluiden kaupan vapauttaminen yli rajojen lisääisi kilpailua. Rahoituslaitokset voisivat esteettä tarjota palveluitaan vieraan maan yrityksille ja kotitalouksille perustamatta asiakkaan kotimaahan pysyvää toimipaikkaa. Ne toisin sanoen tarjoaisivat rahoituspalveluja etabloitumatta. Pankkipalveluiden suoramyöntikin voi näin ollen olla tulevaisuudessa arkipäivää.

- LIITE TÄRKEIMMÄT MUUTOKSET VALUUTTAMÄÄRÄYKSISSÄ 1980 - 1989
- 1980 Suomen Pankki vetäytyi vaihdettavien valuuttojen termiini-markkinoilta ja siirsi termiinisopimukset valuuttapankkien hoidettavaksi annettujen terminointiohjeiden mukaisesti.
- 1981 Valuuttapankeille asetettiin tuonnin rahoitusluottoja koskevat kiintiöt.
- Valuuttapankeille myönnettiin lupa välittää suomalaisia obligaatioita ja debenttuureja ulkomailla asuville myös suoraan emissiosta.
- 1983 Valuuttapankkien osallistuminen Financial Futures -markkinoihin omaan tai asiakasyrityksensä lukuun sallittiin.
- Yli 6 kuukauden tuontiluotoista perittäviä yliaikamaksuja pienennettiin niin, että ne olivat 2 - 12 % luoton määrästä luottoajan pituuden mukaan.
- 1984 Tuonnin yliaikamaksuvelvollisuudesta luovuttiin enintään 10 000 markan arvoisten tuontikauppojen ollessa kyseessä.
- Ulkomailla asuvien vaihdettavilla tileillä olevat varat katsottiin pankin ulkomaiseksi luotonotoksi. Näitä varoja saatiin käyttää niihin tarkoituksiin, joihin Suomen Pankki salli lyhytaikaisia ulkomaisia luottoja käytettävän.
- 1985 Valuuttapankkeja kiellettiin rahoittamasta kotimaisia ulkomaanvaluutan määräisiä luottoja eli ns. fenno-luottoja termiinisopimusten katteeksi hankitulla valuutalla tai muilta pankeilta saaduilla valuuttatalletuksilla.
- Yritysten mahdollisuuksia suojautua valuuttakurssiriskeiltä parannettiin siten, että valuuttapankeille annettiin oikeus välittää valuuttaoptioita sekä valuutta- ja korkofutuureita Suomessa asuville. Väilysoikeus ei kuitenkaan koskenut markkaoptioita.



Helsingin Arvopaperipörssissä noteerattujen obligaatioiden, debentuurien ja muiden joukkovelkakirjalainojen myynti ulkomailla asuville kiellettiin toistaiseksi.

Uusilla terminimääräyksillä täsmennettiin aikaisempia määräyksiä. Terminikaupan kaupalliseksi taustaksi hyväksyttiin myös yrityksen valuutta-asema. Nettoaseman laskentaperusteet on erikseen hyväksyttävä Suomen Pankissa. Kuten aikaisemmin, yritykset voivat terminoida vain vähentääkseen valuuttakurssiriskiään.

1986 Valuuttalaki uudistettiin vuoden alusta viideksi vuodeksi. Samalla jatkettiin Suomen Pankin valuutansäännöstelyvaltuuksia ja selvennettiin määräyksiä.

Suomessa asuva saa ostaa valuuttapankilta kahden ulkomaan välisiä valuuttaoptiosopimuksia.

Valuuttapankkien kotimaiset valuuttatalletukset rinnastettiin pankkien ulkomaiseen luotonottoon, eli ns. fennoluotot kiellettiin asteittain.

Valuuttapankkien välittämien tuonnin rahoitusluottojen yläraja poistettiin.

Pitkäaikaisten ulkomaisten vientiluottojen jälleenrahoitusmahdollisuuksia lisättiin.

Tehdasteollisuutta tai varustamotoimintaa harjoittaville yrityksille myönnettiin lupa ottaa vähintään viiden vuoden ulkomaista rahoitus- tai toimitusluottoa oman toimintansa rahoittamiseen joko valuuttapankin tai kiinnitysluottolaitoksen välityksellä tai suoraan ulkomaiselta luotonantajalta.

1987 Aiemmin vain teollisuusyrityksille ja varustamoille myönnettyä oikeutta ottaa oman toimintansa rahoittamiseen vähintään 5 vuoden ulkomaisia luottoja laajennettiin. Tämän

oikeuden saivat nyt muutkin liiketoimintaa harjoittavat yhtiöt ja osuuskunnat lukuun ottamatta rahoitus- ja vakuutuslaitoksia sekä asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöitä.

Valuuttapankit saivat kirjoittaa ja ostaa markkaoptioita. Yritykset ja muut Suomessa asuvat saivat ostaa näitä optioita.

1988 Suomessa asuva saa myydä valuuttapankeille Suomen markan ja ulkomaanvaluutan välisiä optiosopimuksia kurssiriskin kattamisesta aiheutuvien kustannusten vähentämiseksi.

Kunnat ja kuntaenemmistöiset yhtiöt saivat luvan ottaa vähintään viiden vuoden rahoitusluottoja lähinnä tuotannollisia investointeja varten.

1989 Suomessa asuva sai luvan asettaa kahden ulkomaanvaluutan välisiä valuuttaoptiosopimuksia ulkomailla asuvalle. Suomessa asuva saa myös kurssiriskin kattamisesta aiheutuvien kustannusten vähentämiseksi asettaa valuuttapankille Suomen markan ja ulkomaanvaluutan välisiä valuuttaoptiosopimuksia silloin, kun ne liittyvät välittömästi samalta pankilta ostettuihin, samansuuruisiin ja samana päivänä erääntyviin markkaoptioihin.

Valuuttapankkien ja erityisrahoituslaitosten ulkomailta Suomen Pankin luvalla välittämät ns. viiden vuoden luotot siirrettiin kokonaan näiden laitosten hoidettavaksi.

Muiden kuin rahoitus- tai vakuutustoimintaa harjoittavien yritysten ulkomaiset arvopaperi-, tili- ja tavarasijoitukset vapautettiin. Yksityishenkilöiden portfoliosijoitukset vapautuivat 1.7.1990.

Yritykset, lukuun ottamatta rahoitus- ja vakuutustoimintaa harjoittavia yrityksiä sekä asunto- ja kiinteistöyhtiöitä, saavat ottaa yli vuoden pituisia ulkomaisia luottoja. Suo-

men Pankin luvan varaisiksi jäivät vain yritysten suoraan ulkomailta ottamat luotot.

Tuonnin toimitusluotot ja ennakkomaksut vapautettiin kokonaan luvanvaraisuudesta.

1990 Muiden kuin asunto- ja kiinteistöosakeyhtiöiden liikkeeseen laskemia yli vuoden pituisia markkamääräisiä joukkovelkakirjalainoja saa myydä ulkomaille. Aiemmin liikkeeseen laskettujen lainojen myynti yli valuuttarajojen säilyy edelleen kiellettyinä. Ulkomailla asuvat saavat myös laskea Suomessa liikkeeseen markkamääräisiä joukkovelkakirjalainoja.

Vesa Vihriälä

## RAHOITUSLAITOKSET RAHOITUSJÄRJESTELMÄSSÄ

	Sivu
1 JOHDANTO	59
2 RAHOITUSMARKKINOIDEN PERUSKÄSITTEISTÖÄ	61
3 RAHOITUSMARKKINOIDEN KUVAUS	68
3.1 Rahoitusmarkkinoiden koko	68
3.2 Rahoituslaitosten merkitys	73
3.3 Arvopaperistuminen	78
4 RAHOITUSLAITOKSET	80
4.1 Rahoituslaitosten taserakenne	80
4.2 Sitoumuspankkitoiminta	90
4.3 Pankkien koko	95
5 KANSAINVÄLISET RAHOITUSMARKKINAT	96
6 YHTEENVETO	98
KIRJALLISUUS	100
LIITE TAULUKOISSA JA KUVIOISSA KÄYTETYN AINEISTON LÄHTEET	101

## 1 JOHDANTO

Rahoitusmarkkinoihin on kohdistunut kaikkialla runsaasti kiinnostusta viimeisten 10 - 15 vuoden aikana. Tämä kiinnostus on aiheutunut markkinoiden nopeaksi koetusta muutoksesta. Tietotekniikan kehitys, julkisen vallan säännöstelyn väheneminen ja eräät makrotaloudellisen kehityksen piirteet ovat johtaneet rahoitusmarkkinoiden toiminnan muuttumiseen monin tavoin. Olemassa olevien rahoitusvaateiden valikoima on laajentunut ja rahoitusliiketoimien määrä on kasvanut samalla kun rahoitusvaateiden hinnoittelu on monin tavoin muuttunut. Yhdeksi keskeiseksi ilmiöksi on hahmotettu arvopaperistuminen (securitization). Arvopaperistumisella (laveassa mielessä) on tällöin tarkoitettu arvopaperimarkkinoiden merkityksen kasvua rahoituslaitosten kanavoiman rahoituksen kustannuksella.<sup>1</sup>

Arvopaperistumisen on usein arveltu saavan aikaan huomattavan institutionaalisen muutoksen rahoitusjärjestelmässä. Äärimmillen vietyä arvopaperimarkkinoiden kasvun voi jopa ajatella johtavan rahoituslaitosten katoamiseen sellaisina kuin ne on totuttu näkemään. Sen sijaan, että rahoitusta kanavoisivat instituutiot, joilla on taseissaan huomattavan suuria määriä ei-markkinakelpoisia luottoja ja kiinteäarvoisia talletuksia tai muita vastaavia velkoja, rahoituksen kanavoinnin pääväline olisivat markkinakelpoiset arvopaperit. Arvopaperien liikkeeseenlaskua, hinnoittelun perustaksi tarvittavan informaation tuottamista, rahoitussopimuksiin liittyvien maksujen toteuttamista ja arvopaperien jälkimarkkinoiden ylläpitämistä varten saattaisi toki olla instituutioita. Näiden tehtävien suorittaminen saattaisi kuitenkin todennäköisesti olla eriytynyt kokonaan erillisille talousyksiköille, jotka tuskin lainkaan muistuttaisivat nykyisin havaittavia rahoituslaitoksia.

Sen ohella, että rahoitusta välitettäisiin tällaisilla ns. täydellisillä markkinoilla liikkeeseen laskettavin ja ostettavin arvopaperein ilman

---

<sup>1</sup>Suppeassa mielessä arvopaperistumisella on tarkoitettu rahoituslaitosten ei-markkinakelpoisten luottojen muuntamista markkinakelpoisiksi arvopapereiksi, joilla usein saattaa olla joko rahoituslaitoksen tai esimerkiksi julkisen vallan takaus (esimerkiksi Gardener 1986).

nykymuotoisia rahoituslaitoksia, myös maksujen suorittamisen instituutiot olisivat kokonaan erilaiset. Niitä varten ei tarvittaisi nykyisenlaisia pankkeja, vaan maksut selvitettäisiin markkinakelpoisten arvopapereiden (luultavasti elektronisilla) siirroilla talousyksiköltä toiselle.

Ajatus rahoituslaitosten (ml. pankit) merkityksen olennaisesta supistumisesta pohjautuu pitkälle oletukseen, että rahoituslaitosten tähän saakka keskeinen asema on johtunut säännöstelystä ja rahoitusliiketoimiin (ml. maksujen välitys) sovellettavissa olevan tekniikan alkeellisuudesta. Säännöstely on rajoittanut muiden kuin luvan saaneiden rahoituslaitosten välitystoimintaa samalla kun tiettyjä rahoituslaitosten toimintoja on suosittu esimerkiksi verotuksessa. Toisaalta alkeellinen tekniikka on rajoittanut rahoitusinstrumenttien valikoimaa ja kotitalouksien ja yritysten mahdollisuuksia suorittaa tarpeellisia rahoitusliiketoimia suoraan keskenään. Tämän käsityksen mukaan deregulaation myötä puhtaasti taloudelliset tekijät vaikuttavat lisääntyvästi instituutioiden muotoutumiseen ja lisäksi tekninen kehitys vähentää eri tavoin nykymuotoisten rahoituslaitosten kykyä kilpailla rahoitusliiketoimien toteutuksessa.

Tässä selvityksessä tarkastellaan rahoituksen välitystä ja erityisesti rahoituslaitosten (pankkien) merkitystä rahoituksen välityksessä Suomessa verrattuna eräisiin muihin maihin. Ensin esitellään kuitenkin eräitä rahoitusmarkkinoiden peruskäsitteitä.

Selvitys on osa (luvut 1 ja 2 pienin esitysteknisin muutoksin) laajempaa Suomen Pankin keskustelualoitteena syksyllä 1989 valmistunutta tutkimusta,<sup>2</sup> joka lisäksi sisältää mm. katsauksen rahoituslaitoksia koskevaan viimeaikaiseen kirjallisuuteen.

---

<sup>2</sup>Vesa Vihriälä 29.9.1989: Rahoituslaitokset rahoitusjärjestelmässä. Katsaus uuteen teoriaan ja eräitä empiirisiä havaintoja. Suomen Pankin keskustelualoitteita 32/89.

## 2 RAHOITUSMARKKINOIDEN PERUSKÄSITTEISTÖÄ

Rahoitusmarkkinoilla (financial markets) laueassa mielessä tarkoitetaan tässä samaa kuin rahoitusjärjestelmällä. Käsite kattaa siten aidot hyvin organisoituneet huutokauppaluonteiset markkinat, mutta myös markkinat, esimerkiksi pankkiluottomarkkinat, kuvaannollisessa mielessä. Kysymys on rahoituksen välityksestä ja siinä tarvittavia rahoitusvaateita luovista instituutioista. Mukaan luetaan tällöin myös maksuvälineiksi käyvien vaateiden eli rahan luominen ja usein myös maksujen suorittamisessa tarpeellisten järjestelyiden ylläpitäminen eli maksujärjestelmä.

Talouslyksiköt voivat rahoittaa kulutusta ja reaalisijoituksia joko omilla juoksevilla tuloillaan tai myymällä omia sitoumuksiaan muille talouslyksiköille. Talouslyksiköitä, joiden kulutus ja sijoitukset reaaliwaateisiin ylittävät tulot, sanotaan rahoitusaliäämäisiksi. Talouslyksiköitä, joiden kulutus ja sijoitukset reaaliwaateisiin alittavat tulot, sanotaan puolestaan rahoitusyliäämäisiksi. Kulutuksen ja reaalisijoitusten rahoittamista tuloilla on usein kutsuttu sisäiseksi (internal) rahoitukseksi ja rahoittamista omia sitoumuksia myymällä ulkoiseksi (external) rahoitukseksi. Tällaista terminologiaa käyttävät mm. Gurley ja Shaw (1955).

Rahoitusmarkkinat ovat instituutio, jonka avulla talouslyksiköiden rahoitusaliäämät ja yliäämät voidaan tasoittaa. Aliäämäiset talouslyksiköt voivat hankkia rahoitusmarkkinoilta ulkoista rahoitusta, ja vastaavasti yliäämäiset talouslyksiköt voivat tehdä sijoituksia ulkoista rahoitusta tarvitsevien sitoumuksiin. Talouslyksiköiden välisten nettorahoitusvirtojen toteuttamisen ohella rahoitusmarkkinat mahdollistavat rahoitusvaateiden ja velkojen koostumuksen muutokset annetulla nettorahoituksen määrällä. Jälkimmäisen tyyppiset liiketoimet voivat määrältään olla huomattavan suuria talouslyksiköiden nettorahoitusaseman muutoksiin nähden. Ulkoinen rahoitus ja siinä luodut rahoitusvaateet muodostavat rahoitusmarkkinoiden toiminnan perustan.

Ulkoinen rahoitus voidaan jakaa kahteen päätyyppiin. Gurleyn ja Shaw'n terminologian mukaan rahoitusta voidaan kutsua suoraksi rahoitukseksi

silloin, kun se hankitaan myymällä luotu vaade sellaisenaan lopulliselle rahoituksen tarjoajalle, sijoittajalle. Kun vaade taas myydään välitystoimintaan erikoistuneelle talousyksikölle, joka puolestaan rahoittaa sen oston luomalla ja myymällä omia sitoumuksiaan sijoittajalle, on kyse epäsuorasta rahoituksesta. Tällaisessa epäsuorassa rahoituksessa välikätenä toimivia omia vaateita luovia instituutioita kutsutaan rahoituksen välittäjiksi (financial intermediaries).

Suora rahoitus voi toteutua usealla tavalla. Kehittyneillä rahoitusmarkkinoilla rahoituksen hankkija ja tarjoaja harvoin itse etsivät vastapuolen ja luovat tarvittavat rahoitusvaateet. Siltä osin kuin näin tapahtuu, kyse on usein tavarantoimittajan antamasta kauppaluotosta. Pääosa suorasta rahoituksesta kanavoituu arvopaperimarkkinoiden (securities market) kautta.<sup>3</sup> Arvopaperimarkkinoilla kaupattaville rahoitusvaateille on ominaista markkinakelpoisuus, ts. mahdollisuus myydä vaade edelleen pienin transaktiokustannuksin. Tässä esityksessä arvopaperimarkkinoilla kaupattavia, siis markkinakelpoisia vaateita, kutsutaan arvopapereiksi.<sup>4</sup> Arvopaperien luomista ja myyntiä ensimmäisille sijoittajille kutsutaan ensimarkkinoiksi. Myöhemmin tapahtuvaa kauppaa kutsutaan puolestaan jälkimarkkinoiksi.

Sijoittajien ja rahoituksen käyttäjien haluamia liiketoimia varten on sekä ensi- että jälkimarkkinoilla olemassa erillisiä välikäsinä toimivia instituutioita. Rahoituskohteiden ominaisuuksia, erityisesti niiden riskejä koskevia arvioita, tuottavat kehittyneillä rahoitusmarkkinoilla tähän erikoistuneet riskinarviointilaitokset. Arvopaperien liikkeeseenlaskusta huolehtimiseen keskittyneitä instituutioita kutsutaan yleensä

---

<sup>3</sup>Arvopaperimarkkinoista käytetään joskus myös yllä luvetun merkitykseen varattua nimitystä rahoitusmarkkinat. Tämä koskee erityisesti anglosaksista kirjallisuutta.

<sup>4</sup>Termiä arvopaperi käytetään usein sekä tätä lausemaa että suppeamassa merkityksessä. Arvopapereiksi saatetaan kutsua kaikkia rahoitusvaateita mukaan lukien mm. ei-markkinakelpoiset luotot ja talletukset. Toisaalta arvopapereiksi kutsutaan joskus vain pitkäaikaisia markkinakelpoisia vaateita eli joukkovelkakirjoja ja osakkeita.



investointipankeiksi.<sup>5</sup> Pelkästään asiakkaiden laskuun arvopaperien kauppaa harjoittavat välikädet ovat brokereita. Sellaisia välikäsiä, jotka ostavat ja myyvät arvopapereita pitäen niitä jossain määrin myös omassa salkussaan, kutsutaan puolestaan dealereiksi. Dealerit toimivat usein markkinatakaajina (market maker), ts. sitoutuvat ostamaan ja myymään tiettyjä arvopapereita eli huolehtimaan näiden papereiden jälkimarkkinoiden olemassaolosta. Brokereita ja dealereita voidaan kutsua yhteisnimellä arvopaperinvälittäjä.<sup>6</sup>

Arvopaperimarkkinat jaetaan usein myös arvopapereiden luonteen perusteella. Arvopaperien, kuten muidenkin rahoitusvaateiden kannalta on luonnollisesti tärkeä se periaate, jonka mukaan tuotto sijoituksesta määräytyy. Osakemuotoiset arvopaperit ovat vaateita osaan rahoitettavan yrityksen nettotuloksesta sen jälkeen, kun kaikki kulut, ml. velkamuotoisen rahoituksen kulut, on suoritettu. Osakkeen tuotto on mitä ilmeisimmin epävarma etukäteen. Velkasopimuksessa puolestaan määritellään etukäteen sijoittajan saama korvaus (korko), ja sijoittajan kannalta ainoa velallisesta riippuva epävarma asia on, pitääkö velallinen kiinni sitoumuksestaan. Puhtaiden velkasopimusten ja osakesijoitusten väli- maastossa on lukuisa joukko vaateita, joilla on sekä velka- että osakesijoituksen ominaisuuksia. Tässä esityksessä ei tällaisiin vaateisiin kuitenkaan kiinnitetä huomiota, vaan yksinkertaisuuden vuoksi pidäydään jakoon osakkeet - velkasopimukset. Paljon käytetty arvopaperien luokitteluominaisuus on maturiteetti: pitkäaikaisten vaateiden (lähinnä

---

<sup>5</sup>Tämä nimitys (investment bank) on käytössä erityisesti Yhdysvalloissa, jossa vuodelta 1933 peräisin olevan ns. Glass-Steagall Actin mukaan liikepankit eivät saa harjoittaa arvopaperien liikkeeseenlaskua. Englannissa ja Australiassa arvopaperien liikkeeseenlaskuun erikoistuneita instituutioita kutsutaan nimellä merchant bank. Termin pankki kytkeminen arvopapereiden liikkeeseenlaskun järjestämiseen tuskin olisi kovin onnistunutta, jos kyse olisi vain vaateiden teknisestä luomisesta ja jakelusta sijoittajille. Arvopaperien liikkeeseenlaskuun kuuluu kuitenkin olennaisena osana hinnoittelusta päättäminen ja useimmiten myös järjestelijän sitoutuminen arvopaperien ostoon sovitulla hinnalla, ellei niitä kyetä myymään sijoittajille (emissiotakaus). Tämän vuoksi investointipankkitoimintaan liittyy informaation tuottamista ja riskinottoa tavalla, joka vastaa olennaiselta osin muiden pankkien toimintaa.

<sup>6</sup>Joskus rahoituksen välittäjä -termiä käytetään kuvaamaan kaikkia ulkoisen rahoituksen välikäsinä toimivia instituutioita. Tällöin myös brokerit ja dealerit ovat välittäjiä.

osakkeet ja joukkovelkakirjat) markkinoita kutsutaan usein pääomamarkkinoiksi ja lyhytaikaisten vaateiden (sijoitustodistukset, yritystodistukset jne.) markkinoita rahamarkkinoiksi.<sup>7</sup>

Epäsuoraa rahoitusta kanavoivia rahoituksen välittäjiä on usean tyyppiä. Suurin osa välittäjistä on sellaisia, joiden saamiset huomattavalla osin ovat ei-markkinakelpoisia vaateita ja vielä yleensä velkasopimuksia (ei osakkeita). Jatkossa tällaista ei-markkinakelpoista velkasopimusta kutsutaan yleensä lainaksi. Toisaalta veloista pääosa on kiinteäarvoisia sitoumuksia. Kiinteäarvoisuudella tarkoitetaan sitä, että vaade on vaihdettavissa ennakoita täsmällisesti tiedettyyn määrään käteisrahaa sovittuna ajankohtana tai haluttaessa. Rahoituksen välittäjiä, joilla on tällainen taserakenne, voidaan kutsua rahoituslaitoksiksi.<sup>8</sup>

Rahoituslaitokset on tullut tavaksi jakaa kahteen pääryhmään, pankkeihin ja muihin rahoituslaitoksiin. Pankeiksi kutsutaan yleensä rahoituslaitoksia, joiden luomista vaateista osa on talletuksia tai rajoitetummin nimenomaan läheisesti käteisrahaan verrattavissa olevia käteistalletuksia.<sup>9</sup> Talletusten käsite on monien muiden termien tapaan hieman

---

<sup>7</sup>Jälleen termeillä pääomamarkkinat ja rahamarkkinat on myös muita merkityksiä. Esimerkiksi Tobin (1987) käyttää termiä pääomamarkkinat (capital market) kuvaamaan kaikkien rahoitusvaateiden ja kiinteistöjen markkinoita. Rahamarkkinat-termiä käytetään puolestaan usein suppeasti kuvaamaan vain maksuvälineiksi käyvien rahoitusvaateiden markkinoita tai toisaalta hyvin laajasti samassa mielessä kuin rahoitusmarkkinat- tai rahoitusjärjestelmä-termiä on tekstissä käytetty.

<sup>8</sup>Rahoituslaitos-käsitteellä ei ole yksiselitteistä vastinetta esimerkiksi englannin kielessä. Usein, varsinkin teoreettisessa kirjallisuudessa, käytetään termiä pankki (bank) samassa merkityksessä kuin termiä rahoituslaitos tässä. Termi Financial institution voi puolestaan tarkoittaa mitä tahansa rahoitusmarkkinoiden instituutiota (ks. esimerkiksi esim. Bryant 1987).

<sup>9</sup>Talletuksia luovia rahoituslaitoksia voidaan täsmällisemmin kutsua talletuspankeiksi. Tällainen on myös Suomen uudisteilla olevan pankkilainsäädännön terminologia. Se, millaiset instituutiot käytännössä saavat kutsua ja kutsuvat itseään pankiksi, vaihtelee huomattavan paljon maiden välillä. Kriteereitä, joiden perusteella rahoituslaitos voidaan määritellä (tai on käytännössä määritelty) pankiksi, esittelevät esimerkiksi Lewis ja Davis (1987).

epämääräinen. Talletuksille on kuitenkin ominaista kiinteäarvoisuus ja suuri likvidiys.<sup>10</sup> Talletukseksi voidaan siten epäilemättä kutsua sijoitusta shekkitilille, koska tällainen sijoitus voidaan vaadittaessa vaihtaa käteisrahaksi täydestä nimellisarvostaan. Myös eräitä vähemmän likvidejä sijoituksia voi näillä perusteilla kutsua talletuksiksi. Ns. määräaikaistalletukset ovat yleensä nostettavissa ennakolta täysin tiedettyyn nimellisarvoon (sijoituksen arvo lisättyinä korkotuotolla ja vähennettynä kiinteällä nostosanktiolla). Suomessa talletuksiksi saa kutsua vain pankkitarkastusviraston hyväksymille tileille tehtyjä sijoituksia.

Pankit ovat monissa maissa erikoistuneet tavalla, joka oikeuttaa puhumaan eri pankkityypeistä. Useimmissa maissa pankkien päätyypit ovat liikepankki ja säästöpankki (säästökassa, -rahasto). Liikepankit ovat yleensä keskittyneet rahoittamaan yrityksiä lyhyen ja keskipitkän ajan luotoilla, mutta useimmissa maissa liikepankit harjoittavat myös arvopaperien välitystä ja investointipankkitoimintaa. Säästöpankit kana-voivat varansa etupäässä asuntorahoitukseen. Muiden rahoituslaitosten joukko on varsin kirjava, ja laitosten nimitykset ja luonne vaihtelevat huomattavasti maasta toiseen. Tärkeä rahoituslaitosryhmä ovat kuitenkin poikkeuksetta vakuutuslaitokset. Niiden erityispiirre on se, että ne hankkivat varansa vakuutussitoumuksia vastaan.

Kiinnostava rahoitusinstituutio ovat sijoitusrahastot.<sup>11</sup> Sijoitusrahastojen saamiset koostuvat arvopapereista ja velat yksinomaan (markkinakelpoisista) osuuksista kulloiseenkin saamissalkkuun. Sijoitusrahastot ovat siten rahoituksen välittäjiä yllä määritellyssä mielessä. Ne eivät kuitenkaan ole rahoituslaitoksia, jos tämä termi varataan

<sup>10</sup>Myös likviditeetin käsite on hieman hämärä. Sillä tarkoitetaan yleensä mahdollisuutta vaihtaa kyseessä oleva vaade helposti (ns. oikeaan hintaan) muihin varallisuusesineisiin, usein erityisesti rahaksi määriteltäviin varallisuusesineisiin.

<sup>11</sup>Yhdysvalloissa sijoitusrahastoista käytetään nimityksiä mutual fund ja (open ended) investment company, Englannissa vastaavasti unit trust -nimeä. Tällaiset rahastot on syytä pitää erillään suljetuista rahastoista, jotka voivat hankkia sijoitettaviksi varoja muutenkin kuin myymällä sijoitusosuuksia, jolloin rahastoihin tehtyjen sijoitusten arvo ei ole sama kuin rahaston arvopaperien kokonaisarvo.

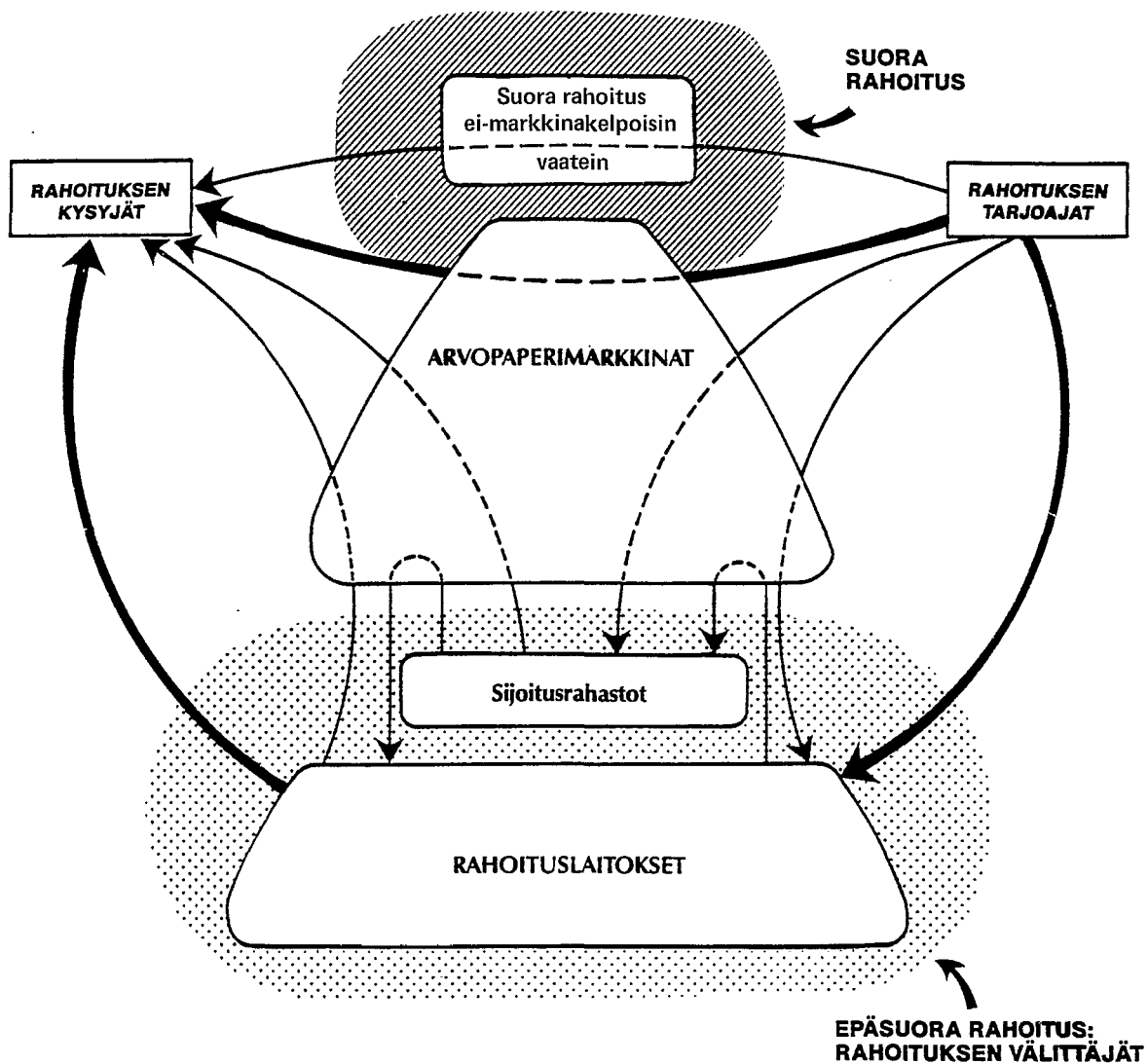
- kuten yllä tehtiin - nimeksi välittäjille, joiden saamisista huomattava osa on markkinakelvottomia ja veloista huomattava osa kiinteä-arvoisia.

Sijoitusrahaston rahoituksen kanavointi on tietyllä tavalla arvopaperimarkkinarahoituksen ja rahoituslaitosrahoituksen välimuoto: instrumentteina ovat pelkästään markkinakelpoiset vaateet, mutta sijoitusrahasto luo lisäksi omia vaateitaan, joiden ominaisuudet poikkeavat sen saamisina olevien yksittäisten arvopaperien ominaisuuksista. Sijoitusrahastot edellyttävät arvopaperimarkkinoiden olemassaoloa, joten ne eivät ole aito vaihtoehto arvopaperirahoitukselle samalla tavalla kuin rahoituslaitokset. Niin kauan kuin sijoitusrahastot eivät olleet merkittävä osa rahoitusjärjestelmää, ei erottelulla rahoituslaitos - rahoituksen välittäjä luonnollisestikaan ollut merkitystä.

Johdannossa todettu arvopaperistuminen laveassa mielessä tarkoittaa arvopaperimarkkinoiden kautta kulkeutuvan rahoituksen kasvua suhteessa kaikkeen rahoitukseen. Ajatus, että kehitys johtaisi rahoituslaitosten merkityksen romahtamiseen, merkitsee sitä, että rahoitus kanavoituisi joko suoraan siten, että sijoittajat ostaisivat rahoituksen käyttäjien tarjoamia markkinakelpoisia vaateita tai epäsuorasti siten, että sijoittajat ostaisivat sijoitusrahastojen tarjoamia vaateita, jotka puolestaan olisivat osuuksia niiden omistamiin rahoituksen käyttäjien liikkeeseen laskemiin arvopapereihin (kuvio 1).

KUVIO 1. KAAVIO RAHOITUSMARKKINOIDEN INSTITUUTIOISTA

## RAHOITUSJÄRJESTELMÄN RAKENNE



### 3 RAHOITUSMARKKINOIDEN KUVAUS

Edellä on kuvattu rahoitusmarkkinoiden käsitteellistä rakennetta. Markkinoiden tai sen osien kokoon sen sijaan ei ole kiinnitetty lainkaan huomiota. Pyrittäessä hahmottamaan rahoitusmarkkinoiden merkitystä ja erityisesti rahoituslaitosten roolia rahoituksen kanavoinnissa on kuitenkin tärkeää, kuinka suurta välitys suhteessa talouden kokoon on, millainen osa rahoituksesta kanavoituu rahoituslaitosten kautta ja millaisia rahoituksen välityksessä käytetyt vaatteet ovat.

Tämän ja seuraavan luvun tarkoituksena on antaa karkea kuva tällaisista kvantitatiivisista seikoista. Kuvauksessa ei pyritä yksityiskohtaisuuteen esimerkiksi juuri Suomen rahoitusmarkkinoiden osalta jonakin ajankohtana eikä toisaalta eri maiden rahoitusjärjestelmien yksityiskohtaiseen vertailuun. Pikemminkin tavoitteena on pääpiirteiden hahmottaminen rahoitusmarkkinoista Suomessa, sen kanssa monin tavoin vertailukelpoisessa Ruotsissa sekä neljässä tärkeimmässä markkinatalousmaassa (Yhdysvallat, Japani, Englanti ja Länsi-Saksa) lähinnä 1970-luvun puolivälin jälkeisenä aikana. Jossain määrin toki Suomen markkinoihin kiinnitetään muiden maiden markkinoita enemmän huomiota. Vertailukelpoisen aineiston saanti sekä ajassa että paikassa pakottaa tyytymään muuttujiin, jotka eivät välttämättä ole niin informatiivisia kuin kustakin maasta jonakin hetkenä ehkä olisi saatavissa. Kansainväliset vertailut perustuvat ensi sijassa OECD:n rahoitustilinpitoon. Taulukoiden ja kuvioiden perustana olevan aineiston lähteet on kuvattu liitteessä.

#### 3.1 Rahoitusmarkkinoiden koko

Rahoitusmarkkinoiden kokoa on mahdollista tarkastella useasta näkökulmasta. Yksi on se, kuinka suuren osan erilaisten rahoitus- ja maksupalveluiden tuottamiseen keskittyneet talousyksiköt tuottavat kokonaistuotannosta, bruttokansantuotteesta ja kuinka suuren osan yhteiskunnan resursseja (esimerkiksi työvoimaa) ne käyttävät. Tässä mielessä rahoitusmarkkinat tai rahoitusektori ei ole tavattoman suuri osa kansantaloutta. Rahoitus- ja vakuutusinstituutioiden kansantuote-

ja työvoimaosuus on verraten pieni kaikkialla (taulukko 1). Tämä ei tietenkään tarkoita, että rahoitusjärjestelmä tässäkin suhteessa olisi triviaalin pieni niin, ettei esimerkiksi sen toiminnallisella tehokkuudella olisi merkitystä. Huomattakoon myös, että rahoitussektorin osuus kansantuotteesta on kasvanut vuoden 1975 jälkeen. Myös työvoimaosuus on kasvanut, joskin vähemmän kuin kansantuoteosuus. Kiinnostavaa myös on, ettei Suomen rahoitus- ja vakuutussektori näytä poikkeuksellisen suurelta.

TAULUKKO 1. RAHOITUS- JA VAKUUTUSSEKTORIN OSUUS KANSANTUOTTEESTA JA TYÖVOIMASTA ERÄISSÄ MAISSA VUOSINA 1975 JA 1986

	BKT-osuus, %		Työvoiman osuus, %	
	1975	1986	1975	1986
Suomi	3.0	4.2	2.3	2.8
Yhdysvallat	3.9	5.2	3.8	4.5
Eurooppa*		6.4		2.9

\* Kahdeksan Euroopan talousyhtiön jäsenmaata vuonna 1985

Edellistä ehkä kiinnostavampi näkökulma rahoitusjärjestelmän kokoon on se, millaisia määriä sijoitus- ja rahoituspäätöksiä rahoitusmarkkinoilla tehdään. Voidaan esimerkiksi kysyä, kuinka suuria ovat yhteensä eri talousyksiköiden rahoitusjäämät, ts. nettosijoitusten tai nettorahoitustarpeen määrät reaalijoiituksiin eli varallisuuden muodostukseen verrattuna. Rahoitusjäämät kuvaavat sitä, missä määrin talousyksiköiden on tarpeen sijoittaa varojaan tai hankkia rahoitusta halutun varallisuuden muodostamiseksi. Voidaan myös kysyä, paljonko talousyksiköt sijoittavat bruttona erilaisiin sijoituskohteisiin ja millaisia bruttomääriä vastaavasti rahoitusta hankitaan. Jotain viitteitä näistä asioista on saatavissa sektoreittain rahoitustilinpäädästä. Talouden pääsektoreiden nettoluotonanto ja rahoitusvaateiden ja velkojen hankinta suhteessa toisiin sektoreihin ilmenevät taulukosta 2.

Taulukosta voidaan havaita ainakin kaksi asiaa. Ensinnäkin nettoluotonanto jo näinkin laajojen sektoreiden välillä on huomattavan suurta suhteessa varallisuuden muodostukseen. Nettoluotonanto sektoreiden välillä on siten olennaisen tärkeää haluttujen reaalijoiitusten toteu-

tumiseksi. Toiseksi rahoitusvaateiden hankinta on huomattavan suurta sekä nettoluotonantoon että varallisuuden muodostukseen verrattuna. Tämä osoittaa, etteivät rahoitusmarkkinat vain kanavoi nettorahoitusta talouden pääsektoreilta toisille, vaan tekevät tätä myös sektoreiden sisällä ja luovat myös kullekin yksittäiselle talousyksikölle tarkoituksemukaisia rahoitussaamisten ja velkojen yhdistelmiä.

TAULUKKO 2. VARALLISUUDEN BRUTTOMUODOSTUS JA RAHOITUSVIRRAT SUOMESSA VUONNA 1986

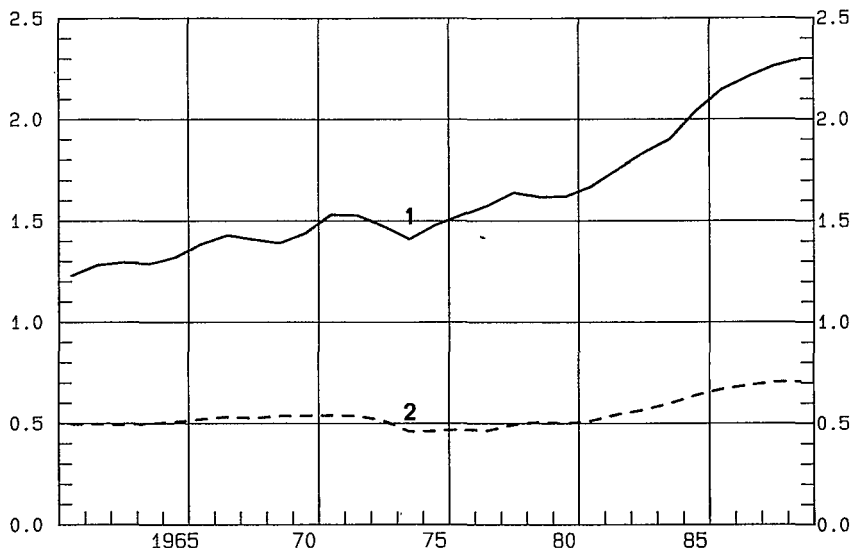
	Varalli- suuden brutto- muodostus, mrd. mk	Rahoitus- vaateiden netto- hankinta, mrd. mk	Velkojen netto- hankinta, mrd. mk	Netto- luoton anto, mrd. mk
Koko talous	81.3	134.4	142.0	-7.6
Yritykset	38.0	12.3	27.1	-14.8
Kotitaloudet	17.7	17.9	14.7	3.2
Valtio	4.9	9.7	6.4	3.3
Kunnat	7.8	3.3	3.5	-2
Voittoa tavoittele- mattomat yhteisöt	8.9	.9	7.9	-7
Rahoituslaitokset	3.9	90.5	78.3	12.2

Rahoitusmarkkinoiden eri talousyksiköiden välille luomien rahoitus-suhteiden määrä näkyy luonnollisesti rahoitustilinpidoissa tilastoitujen rahoitusvaateiden kokonaismäärässä. Tämä rahoitusvaateiden kokonaismäärä suhteutettuna talouden kokoa mittaavaan kansantuotteeseen tai pääomakantaan onkin usein käytetty rahoitusmarkkinoiden koon mittari. Tällöin näkökulma on se, kuinka tiheä rahoitussuhteiden kudelman taloudesta on, ts. kuinka kerrostuneet tai syvät rahoitusmarkkinat ovat (ks. esimerkiksi Shaw 1973). Suomen rahoitusmarkkinoiden kokoa tässä mielessä on kuvattu kuviossa 2 suhteuttamalla kaikkien tilastoitujen rahoitusvaateiden kanta yhtäältä bruttokansantuotteeseen ja toisaalta pääomakantaan (talouden reaali-varallisuus maata lukuun ottamatta). Riippumatta mittarista rahoitusmarkkinoiden koko on selvästi kasvanut tarkasteluajanjaksona. Ainoastaan 1970-luvun alkupuolen nopean inflaation aikana rahoitusvaateiden kannan suhde kansantuotteeseen ja pääomakantaan pieneni.



KUVIO 2. RAHOITUSMARKKINOIDEN KOKO SUOMESSA 1961 - 1989

- 1 Rahoitusvaateet/bruttokansantuote  
2 Rahoitusvaateet/nettopääomakanta



Vaikka Suomen rahoitusmarkkinat ovatkin kasvaneet talouden kokoon nähden (kuvio 2), on hyvin vaikea sanoa, ovatko markkinat syvät vai eivätkö. Ottamatta tässä vaiheessa tarkemmin kantaa siihen, mitä rahoitusmarkkinoiden syvyys merkitsee, on ehkä hyödyllistä verrata Suomen rahoitusmarkkinoiden suhteellista kokoa muihin maihin.

Taulukkoon 3 on koottu Goldsmithin (1985) keräämän aineiston perusteella lasketut, kuvion 2 mittareita vastaavat tunnusluvut kuudesta maasta. Kummallakin mittarilla mitattuna Suomen rahoitusmarkkinat olivat vielä vuonna 1978 (viimeinen Goldsmithin aineistosta saatava vuosi) selvästi pienemmät kuin vertailumaissa. Vaikka Suomen rahoitusmarkkinoiden koko on nopeasti kasvanut tämän jälkeen (kuvio 2), olivat markkinat edelleen vuonna 1986 pienemmät kuin muissa maissa, jos oletetaan muiden maiden suhdelukujen pysyneen ennallaan.

Suhteellisesti suurimmat (syvimmät) markkinat olivat 1970-luvulla kansantuotteeseen verrattaessa Englannissa ja pääomakantaan verrat-

taessa Japanissa. Verrattuna nimenomaan bruttokansantuotteeseen, joka saattaa olla luotettavampi vertailukohta pääomakannan arvostusongelmien takia, rahoitusmarkkinoiden koko vaihtelee melkoisen paljon maasta toiseen, mutta varsin vähän ajallisesti.<sup>12</sup> Varsinkaan jo vuosisadan alussa pitkälle kehittyneiden talouksien (Yhdysvaltojen ja Englannin, ehkä myös Saksan) rahoitusmarkkinoiden kerrostuneisuudessa ei näytä olevan mitään selvää trendiä. Sen sijaan myöhemmin teollistumiseen mukaan tulleiden maiden rahoitusmarkkinat näyttävät syventyneen vielä viime aikoinakin. Vaikka maiden välisten erojen pysyvyys osittain todennäköisesti heijastaa tilastointikäytäntöjen eroja, viitannee havainto myös institutionaalisten erojen verrattain suureen muuttumattomuuteen.

TAULUKKO 3. RAHOITUSMARKKINOIDEN KOKO ERÄISSÄ MAISSA VUOSINA 1913, 1950, 1965 JA 1978

Vuosi	USA	Japani	Englanti	Länsi-Saksa	Ruotsi	Suomi
A: Rahoitusvaateet suhteessa bruttokansantuotteeseen						
1913	3.47	3.40	5.70	5.02	-	-
1950	3.90	2.19	5.71	1.53	-	-
1965	4.42	4.09	4.77	2.00	3.73	1.91
1978	3.90	4.68	6.64	3.83	4.44	2.53
B: Rahoitusvaateet suhteessa pääomakantaan						
1913	1.22	1.07	1.80	0.95	-	-
1950	1.36	1.55	2.14	0.56	-	-
1965	1.63	2.35	1.77	1.11	1.17	0.74
1978	1.25	2.05	1.30	1.07	1.44	0.76

<sup>12</sup>Poikkeuksen muodostavat 1950-luvun Japani ja Saksa. Sotien jälkimainingeissa näissä maissa tuhoutui (inflaation kautta ja ilmeisesti muutoinkin) huomattava osa luoduista rahoitusvaateista.

### 3.2 Rahoituslaitosten merkitys

Aluksi tarkastelen rahoituslaitosten kokoa suhteessa arvopaperimarkkinoihin. Taulukossa 4 on esitetty kaikkien tilastoitujen joukkovelkakirjalainojen arvon suhde rahoituslaitosten saamisten arvoon. Osakkeet sivuutetaan kahdesta syystä. Ensinnäkin niiden arvostuskäytäntö vaihtelee maasta toiseen siinä määrin, että kunnollinen vertailu on hankalaa. Toisaalta erityisesti osakkeiden markkina-arvo heijastaa yhtiöiden arvoa, josta vain verraten pieni osa koostuu aiemmin hankitusta ulkoisesta osakerahoituksesta. Vaikka luvut eivät tilastointikäytäntöjen eron vuoksi ole täysin vertailukelpoisia, eräitä havaintoja voidaan silti tehdä.<sup>13</sup> Ensinnäkin kaikkialla rahoituslaitosten saamisten kokonaismäärä on selvästi suurempi kuin joukkovelkakirjojen yhtenlaskettu arvo. Toiseksi maiden välillä on eroja, jotka tuskin kokonaan johtuvat tilastokäytäntöjen eroista. Joukkovelkakirjamarkkinat ovat Suomessa selvästi pienemmät kuin muissa maissa (Englantia lukuun ottamatta). Kolmanneksi joukkovelkakirjamarkkinat näyttäisivät laajentuneen verraten systemaattisesti kaikissa maissa.<sup>14</sup>

TAULUKKO 4. OSAKKEIDEN JA JOUKKOVELKAKIRJALAINOJEN ARVO RAHOITUSLAITOSTEN SAAMISISTA ERÄISSÄ MAISSA VUOSINA 1975, 1980 JA 1986, %

	Yhdys- vallat	Englanti	Japani	Länsi- Saksa	Ruotsi	Suomi
	(N)	(M)	(N)	(N)	(M)	(N)
1975	38.8	11.3	19.3	21.9	31.9	13.9
1980	35.8	15.6	20.9	26.7	43.8	17.6
1986	39.7	12.5	31.3	32.5	43.3	20.6

M = arvopaperit arvostettu markkina-arvoon

N = arvopaperit arvostettu nimellisarvoon

<sup>13</sup>Kyseessä ovat periaatteessa kaikki osakkeet ja joukkovelkakirjalainat riippumatta siitä, ovatko ne asiallisesti vaihdettavissa organisoiduilla markkinoilla.

<sup>14</sup>Koska laskentaperusteet kunkin maan sisällä eivät ole olennaisesti muuttuneet, on tällainen eri ajankohtien välinen vertailu luotettavampaa kuin maiden välinen vertailu.

Taulukon 4 luvut antavat parhaimmillaankin vain viitteitä arvopaperimarkkinoilla periaatteessa kaupattavien velkasopimusten kokonaismäärästä suhteessa rahoituslaitosten kokoon. Ne eivät kerro vielä mitään siitä, missä määrin rahoituslaitossektorin ulkopuoliset sektorit (kotitaloudet ja yritykset eli yleisö ja julkinen sektori) käyttävät rahoituslaitoksia rahoituksen lähteenä tai sijoituskohteena. Tarkastellaan seuraavaksi tätä kysymystä Suomen rahoitustilinpidon avulla. Taulukossa 5 on kuvattu yleisösektorin (Tilastokeskuksen muut kotimaiset sektorit: kotitaloudet, yritykset, voittoa tavoittelemattomat yhteisöt) saamisten ja velkojen määrät ja niiden jakautuminen 1970-luvun puolivälistä lähtien.<sup>15</sup>

Tarkastelu osoittaa selvästi rahoituslaitosten hallitsevan aseman sekä yleisön sijoitusten kohteena että rahoituksen lähteenä. Vuonna 1986 yli 70 prosenttia yleisön saamisista ja veloista kohdistui rahoituslaitoksiin. Saamisten joukossa olivat vallitsevina sijoitukset pankkeihin, kun taas velkaa oli huomattavasti myös muilta rahoituslaitoksilta (lähinnä vakuutusyhtiöiltä). Yleisösektoriin kuuluvien talousyksiköiden kaikista veloista vain vajaa neljännes oli suoraan muilta saman sektorin talousyksiköiltä. Kiinnostavaa on huomata, että rahoituslaitosten merkitys yleisösektorin rahoittajana ja sijoituskohteena on velkasuhteiden osuuksilla mitattuna 1970-luvun puolivälin jälkeen systemaattisesti kasvanut. Tämä kasvu on tapahtunut ennen kaikkea muut-sektorin (valtio, kunnat, sosiaaliturvarastot ja ulkomaat) kustannuksella.

---

<sup>15</sup>Rahoituslaitokset on tämän luvun empiiristen kuvausten yhteydessä ymmärrettävä tilastojen tällaisiksi luokittelemiksi instituutioiksi. Tilastoviranomaisten rahoituslaitoskäsitteeseen lukemat instituutiot saattavat luonnollisesti poiketa jossain määrin siitä teoreettisesta rahoituslaitoksen käsitteestä, jota luvussa 2 kuvattiin.

TAULUKKO 5. YLEISÖN SAAMISET JA VELAT SEKTOREITTAIN SUOMESSA  
1975 - 1986

	Yhteensä, Mmk	Jakautuminen, %			
		Pankit	Muut rahoitus- laitokset	Yleisö	Muut
<b>SAAMISET</b>					
1975	78907.1	55.8	7.6	13.1	23.3
1976	83435.4	57.2	5.7	13.6	23.3
1977	94906.2	55.2	6.7	15.6	22.3
1978	109896.9	55.7	7.2	17.3	19.7
1979	127655.4	56.4	7.1	17.9	18.4
1980	146235.2	57.3	7.5	17.6	17.4
1981	167197.4	58.2	8.4	17.4	15.9
1982	189019.1	58.9	8.8	17.2	14.9
1983	204629.8	63.5	3.6	18.9	13.8
1984	230438.4	66.4	3.9	17.2	12.4
1985	271690.4	65.0	5.0	19.5	10.3
1986	295547.7	65.2	5.8	20.6	8.3
<b>VELAT</b>					
1975	127789.3	37.5	16.8	31.2	14.4
1976	149399.1	36.0	17.2	33.6	13.0
1977	171147.2	35.4	17.9	34.2	12.3
1978	188765.9	35.8	18.4	34.2	11.4
1979	211307.1	37.6	20.0	31.2	11.1
1980	243537.3	38.4	20.8	30.1	10.4
1981	275148.8	38.9	21.9	29.4	9.6
1982	311791.9	39.8	23.0	27.9	9.0
1983	324367.2	43.9	26.0	29.6	0.3
1984	391570.9	41.5	25.1	25.9	7.3
1985	446909.2	43.7	25.0	24.9	6.2
1986	495108.6	45.2	26.5	23.2	5.0

Suomen rahoitusmarkkinoita on pidetty poikkeuksellisen rahoituslaitoskeskeisinä. Tämän vuoksi on hyödyllistä arvioida rahoituslaitosten roolia muissakin maissa. Taulukossa 6 on esitetty, miten kotitalouksien, yritysten ja julkisen sektorin nettovarainhankinta lainoilla, rahamarkkinavaateilla, joukkovelkakirjalainoilla<sup>16</sup> ja osakerahoituksella on

<sup>16</sup>Mukana ovat kaikki yli vuoden pituiset markkinakelpoiset joukkovelkakirjalainat riippumatta siitä, onko niitä noteerattu arvopaperipörsseissä vai ei.

jakautunut näiden vaadetyyppien mukaan. Kyse on siten kuvion 1 termein siitä, miten rahoituksen käyttäjiin kuuluvat kotitaloussektori, yrityssektori ja julkinen sektori yhteensä jakavat hankkimansa rahoituksen tarkasteltujen instrumenttien kesken. Vaateista muut paitsi lainat ovat sellaisia, joiden avulla rahoitusta voidaan hankkia arvopaperimarkkinoilta. Lainarahoituksen voi sen sijaan olettaa ensi sijassa rahoituslaitosten ei-markkinakelpoisia vaateita vastaan tarjoamaksi rahoitukseksi. Rahoituslaitosten roolista tarkasteltujen arvopaperien ostajana taulukko ei kerro mitään; sitä kysymystä tarkastellaan tuonnempana erikseen.

Yleisölle ja julkiselle sektorille lainat ovat olleet hallitseva rahoitusmuoto ei vain Suomessa vaan kaikissa tarkastelluissa talouksissa (taulukko 6). Tämän ohella joukkovelkakirjalainoja on useimmissa maissa käytetty huomattavan suuressa määrin kotitalouksien, yritysten ja julkisen sektorin rahoituksen hankinnassa. Osake-emissioilla hankittu rahoitus on sen sijaan ollut poikkeuksetta varsin merkityksetöntä.<sup>17</sup> Havainnoista voidaan päätellä, että ainakin tarkastellusta näkökulmasta Suomen rahoitusmarkkinoiden rahoituslaitoskeskeisyyttä on pidetty ehkä tarpeettoman poikkeuksellisenä. Itse asiassa kaikissa vertailumaissa kotitaloudet, yritykset ja julkinen sektori ovat yhteenlaskettuna painottaneet rahoituksen hankintansa markkinakelvottomiin lainoihin, joiden myöntäjiksi voidaan olettaa pääosin rahoituslaitokset.

---

<sup>17</sup>Pari yksityiskohtaa ansaitsee erityiskommentin. Suomen tiedoissa ei ole eroteltu (vasta varsin äsken käyttöön tulleita) rahamarkkina-vaateita. Sen sijaan osakerahoituksesta on tarkasteltu erikseen pörssi-yhtiöiden uuden riskipääoman hankintaa. Pääosa muusta osakerahoituksesta on kiinteistö- ja asunto-osakeyhtiöiden osakekantaa, kuntien osuuksia kuntainliitoissa jne., ts. vaateita, jotka eivät ole täysin verrattavissa likeyritysten osakerahoitukseen. Yhdysvaltain osakerahoituksen miinusmerkkinen luku 1980-luvun puolivälissä heijastanee ensi sijassa osakeyhtiöiden muuttamista yritysvaltausten yhteydessä yksityisiksi yhtiöiksi. Nämä osakkeiden lunastukset on rahoitettu erimuotoisella velkarahoituksella.

TAULUKKO 6. ERI RAHOITUSMUOTOJEN OSUUS YLEISÖN JA JULKISEN SEKTORIN NETTOVARAINHANKINNASTA ERÄISSÄ MAISSA, KESKIARVOT 1975 - 1980, 1981 - 1986

	Lainat	Raha- markkina- vaateet	Joukko- velkakir- jalainat	Osakkeet	Pörssi- yhtiöiden osakkeet
<b>Yhdysvallat</b>					
1975 - 1980	58.7	8.65	30.7	1.9	
1981 - 1986	55.6	9.7	39.3	-4.6	
<b>Japani</b>					
1975 - 1980	62.4	3.8	31.1	2.6	
1981 - 1986	65.2	0.6	30.6	3.4	
<b>Englanti</b>					
1975 - 1980	64.9	0.8	30.5	3.6	
1981 - 1986	69.5	2.2	21.9	6.2	
<b>Länsi-Saksa</b>					
1975 - 1980	87.7	0.3	8.9	2.9	
1981 - 1986	74.2	0.3	21.2	4.0	
<b>Ruotsi</b>					
1981 - 1986	55.2	9.1	28.3	7.2	
<b>Suomi</b>					
1975 - 1980	70.9	-	8.5	20.5	1.1
1981 - 1986	65.7	-	13.0	21.2	2.9

Ilmeistä on paitsi se, että Suomessa rahoituslaitokset ovat hallitsevassa asemassa yleisön rahoitusliiketoimien vastapuolena, myös pankkien keskeinen asema rahoituslaitosten joukossa tässä suhteessa (taulukko 5). Onko tämä poikkeuksellinen ilmiö? Asiaa valaisee taulukko 7, jossa on esitetty OECD:n tilastoissa pankeiksi luokiteltujen rahoituslaitosten saamisten osuus kaikista rahoituslaitosten saamisista yleisöltä.<sup>18</sup> Taulukon perusteella Suomi lukeutuu yhdessä Yhdysvaltojen kanssa pankki-keskeisten maiden joukkoon. Taulukosta havaitaan myös, että useimmissa tarkastelluista maista - Suomi mukaan lukien - pankkien merkitys suhteessa muihin rahoituslaitoksiin näyttäisi pienenneen viimeisten 15 vuoden aikana.

<sup>18</sup>Länsi-Saksan tapauksessa OECD:n rahoitustilasto ei sisällä lainkaan muita rahoituslaitoksia kuin pankit, joten suhdetta ei voitu laskea.

TAULUKKO 7. PANKKIEN OSUUS RAHOITUSLAITOSTEN SAAMISISTA YLEISÖLTÄ ERÄISSÄ MAISSA VUOSINA 1970, 1980 ja 1986

	USA	Japani	Englanti	Ruotsi	Suomi
1970	71.6	57.5	28.9	49.5	68.3
1980	68.9	47.1	39.4	44.8	64.9
1986	62.4	51.4	29.1	34.7	62.6

### 3.3 Arvopaperistuminen

Ei-rahoituslaitossektorin rahoitus ei näytä olennaisesti arvopaperistuneen 1970-luvun jälkipuoliskolta 1980-luvun alkupuoliskolle tultaessa: lainat eivät ole menettäneet systemaattisesti osuuttaan (taulukko 6). Niinpä havaittu joukkovelkakirjalainojen määrän suhteellinen kasvu (taulukko 4) liittyyneen pitkälle rahoituksen välittäjien lisääntyneeseen joukkovelkakirjalainojen käyttöön varainhankinnassaan ja keskinäisessä rahoituksen kanavoinnissaan.<sup>19</sup> Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, etteikö arvopaperistumista lainkaan olisi tapahtunut.

Periaatteellisesti ehkä kiinnostavin ilmiö ovat sijoitusrahastot. Sijoitusrahastojen kautta kulkeva rahoitushan on epäsuorasti luonteeltaan arvopaperirahoitusta. Varsinkin Yhdysvalloissa sijoitusrahastojen koko on selvästi kasvanut 1980-luvulla. Vuosikymmenen alussa kasvu keskittyi ns. rahamarkkinarahastoihin, myöhemmin kasvua on ollut ennen kaikkea osakkeisiin ja valtion pitkäaikaisiin velkapapereihin sijoitavissa varsinaisissa sijoitusrahastoissa (taulukko 8). Suomessa sijoitusrahastojen merkitys on vielä vähäinen. Näiden 1987 toimintansa aloittaneiden instituutioiden kaikkien saamisten yhteismäärä oli vuoden 1988 lopussa 450 miljoonaa markkaa, mikä on vähemmän kuin promille pankkien taseiden loppusummasta.

Vähintäänkin yhtä tärkeä arvopaperistumisilmiö kuin varsinaiset sijoitusrahastot on Yhdysvalloissa yleistynyt, etupäässä asuntorahoitukseen

<sup>19</sup>Tämän päätelmän kanssa on sopusoinnussa myös Davisin (1986) Yhdysvaltoja, Japania, Englantia ja Länsi-Saksaa koskenut analyysi, jonka aineisto tosin loppuu vuoteen 1984.



käytettyjen kiinnitysluottojen muuntuminen eri tavoin markkinakelpoiksi arvopapereiksi. Suurimmaksi osaksi tämä on tapahtunut siten, että kiinnitysluottoja on koottu yhdistelmiksi (mortgage pool). Samalla on luotu arvopapereita, jotka oikeuttavat osuuteen tällaisen yhdistelmän tuottamasta kassavirrasta. Yksittäiset kiinnitysluotot eivät näin muodostu markkinakelpoiksi kaupankäynnin kohteiksi vaan sellaisia ovat kiinnitysluottojen yhdistelmään kohdistuvat vaateet. Mortgage pooleihin kohdistuvien arvopaperivaateiden määrä on nopeasti kasvanut: kun vielä vuonna 1980 tällaisia arvopapereita oli liikkeessä noin 113 miljardin dollarin arvosta (alle 8 % kiinnitysluottojen kannasta), oli määrä vuonna 1988 yli 800 miljardia dollaria (25 % kiinnitysluottojen kannasta). Koska kiinnitysluotot ovat lähes puolet kaikista yksityisen sektorin luotoista, on kysymys kokonaisuudessaankin tärkeästä ilmiöstä.

TAULUKKO 8. SIJOITUSRAHASTOT YHDYSVALLOISSA

	Varsinaiset sijoitusrahastot		Rahamarkkinarahastot		
	Mrd. \$	% yleisön veloista	Mrd. \$	% yleisön veloista	% käteisrahasta ja käteistalletuksista
1975	43.0	2.3	3.7	0.2	1.1
1976	46.5	2.3	3.7	0.1	1.0
1977	45.5	2.0	3.9	0.1	1.0
1978	46.0	1.8	10.8	0.4	2.6
1979	51.8	1.7	45.2	1.5	10.0
1980	61.8	1.9	76.4	2.4	16.2
1981	59.8	1.7	186.2	5.4	37.2
1982	46.9	2.1	219.8	6.0	40.9
1983	112.1	2.7	179.4	4.4	31.0
1984	136.7	2.9	233.6	5.1	37.3
1985	240.2	4.6	243.8	4.6	34.4
1986	413.5	7.1	292.1	5.0	34.9
1987	460.1	7.2	316.1	4.9	37.6
1988	475.2	6.9	338.0	4.9	38.3

Myös Suomessa voidaan sanoa tapahtuneen arvopaperistumista. Tarkasteltaessa yleisösektorin (jo perinteisesti joukkovelkakirjarahoitukseen turvautunut julkinen sektori ei siis ole mukana) nettovarainhankintaa rahoituslaitosluotoin ja arvopaperimarkkinoilla liikkeeseen lasketuin

vaatein (joukkovelkakirjalainoista on tilastoitu pankkiluotoiksi ns. erillislainat, jotka taulukossa 6 sisältyvät joukkovelkakirjalainoihin), vaikutelma on hieman erilainen kuin aiemmin esitetyn (taulukko 6) perusteella voisi päätellä. Erimuotoinen arvopaperirahoitus on systemaattisesti lisännyt osuuttaan yleisön markkarahoituksen lähteenä 1980-luvulla, vaikka vielä 1988 yli neljä viidesosaa kaikesta yleisön nettoluotosta olikin peräisin rahoituslaitoksista (kuvio 3A). Yhteisömuotoisten yritysten varainhankinnassa arvopaperirahoituksen osuus on kasvanut vielä selvemmin (kuvio 3B).<sup>20</sup>

#### 4 RAHOITUSLAITOKSET

##### 4.1 Rahoituslaitosten taserakenne

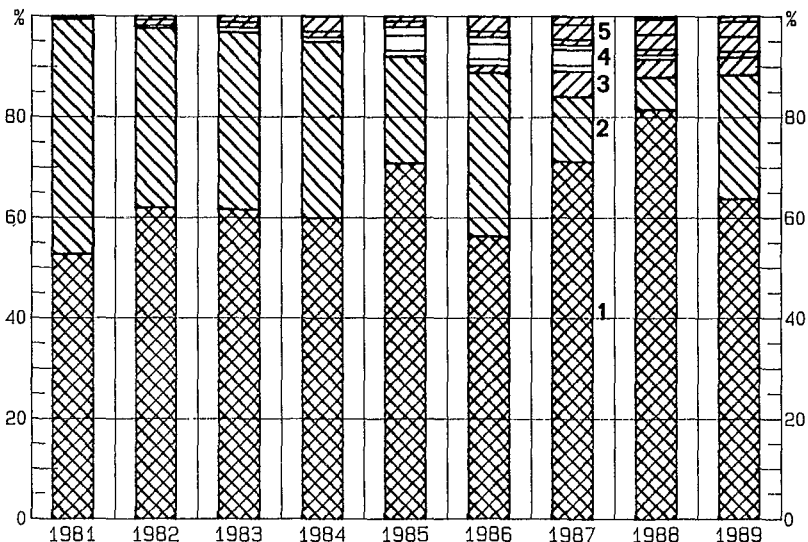
Rahoituslaitosten luonne rahoituksen kanavoijana näkyy niiden taseissa, ts. saamisten ja velkojen kokonaisuudessa. Seuraavassa pyritään kuvaamaan rahoituslaitosten taserakennetta pitäen silmällä lähinnä kahta asiaa. Yhtäältä ollaan kiinnostuneita rahoituslaitosten kytkeytymisestä arvopaperimarkkinoihin eli siitä, missä määrin rahoituslaitokset toimivat operoijina arvopaperimarkkinoilla, ts. hankkivat varoja laskemalla liikkeeseen omia markkinakelpoisia sitoumuksiaan ja toisaalta sijoittavat muiden talousyksiköiden markkinakelpoisiin papereihin. Toinen näkökulma on velkojen luonne eli se, missä määrin rahoituslaitosten velat koostuvat talletuksiksi kutsutuista kiinteäarvoisista sitoumuksista, ja erityisesti, miltä osin rahoitus koostuu maksujen suorittamiseen soveltuvista käteistalletuksista.

<sup>20</sup>Muistettakoon myös, että yritykset ovat nopeasti lisänneet ulkomaanrahan määräisten luottojen käyttöä vuoden 1987 alkupuolelta lähtien ulkomaisten luottojen ottoon kohdistuneiden rajoitusten lievennyttyä 1986.

KUVIO 3. MARKKAMÄÄRÄISEN NETTORAHOITUKSEN LÄHTEET SUOMESSA, KOKO YLEISÖSEKTORI JA YHTEISÖYRITYKSET 1970 - 1988

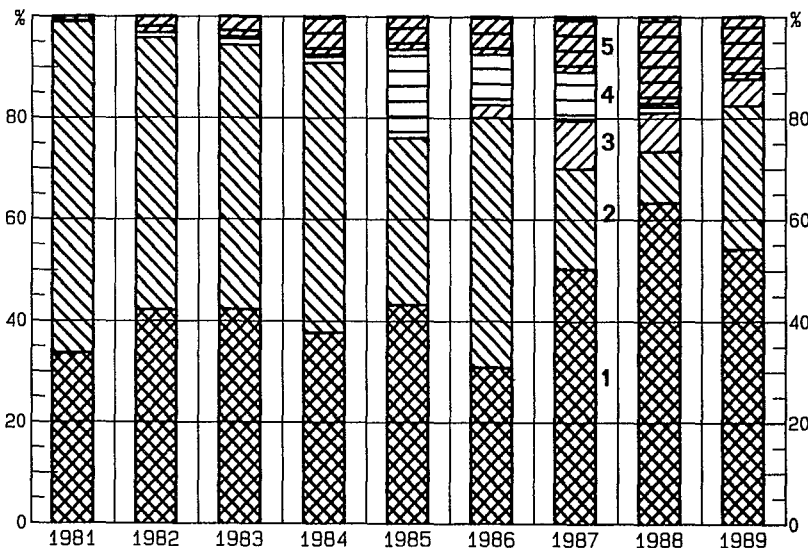
A. YLEISÖN UUDEN NETTORAHOITUKSEN JAKAUTUMINEN

- |   |   |
|---|---|
| 1 Pankkiluotot (ml. ostetut jvk:t)              | 3 Yritystodistukset (muutos)            |
| 2 Muut rahoituslaitosluotot (ml. ostetut jvk:t) | 4 Joukkovelkakirjalainat (yleisölainat) |
|   | 5 Osakkeet                              |



B. YRITYSTEN UUDEN NETTORAHOITUKSEN JAKAUTUMINEN

- |   |   |
|---|---|
| 1 Pankkiluotot (ml. ostetut jvk:t)              | 3 Yritystodistukset (muutos)            |
| 2 Muut rahoituslaitosluotot (ml. ostetut jvk:t) | 4 Joukkovelkakirjalainat (yleisölainat) |
|   | 5 Osakkeet                              |



Taulukossa 9 on kuvattu rahoituslaitosten nettovarainhankinnan jakautuminen viiteen pääryhmään: käteistalletuksiin (OECD:n rahoitustilinpidoissa siirtokelpoisiin talletuksiin), muihin talletuksiin, joukkovelkakirjalainoihin, osakkeisiin ja muuhun varainhankintaan. Taulukossa 10 on vastaavasti nettosijoitusten jakautuminen lainoihin, joukkovelkakirjalainoihin, osakkeisiin ja muihin sijoituksiin.<sup>21</sup>

TAULUKKO 9. RAHOITUSLAITOSTEN VELKOJEN NETTOLISÄYKSEN JAKAUTUMINEN ERI VAATEISIIN ERÄISSÄ MAISSA, KESKIARVOT 1975 - 1980 JA 1981 - 1986

	Siirto- kel- poiset tal- le- tukset	Muut tal- le- tukset	Joukko- velka- kirja- lainat	Osakkeet	Muut velat
Yhdysvallat					
1975 - 1980	7.8	33.5	20.2	0.5	37.8
1981 - 1986	7.6	24.5	27.3	6.5	33.9
Japani					
1975 - 1980	11.8	53.8	7.3	0.3	26.6
1981 - 1986	6.2	43.6	10.5	0.2	39.2
Englanti					
1975 - 1980	10.0	58.0	8.0	1.5	22.3
1981 - 1986	11.2	49.9	9.2	2.7	26.8
Länsi-Saksa					
1975 - 1980	11.9	45.8	18.5	0.9	22.7
1981 - 1986	11.9	40.7	21.9	1.1	24.2
Ruotsi					
1981 - 1986	6.2	26.2	25.1	4.8	37.5
Suomi					
1975 - 1980	20.1	49.0	6.5	1.7	22.5
1981 - 1986	24.8	30.8	11.4	2.5	30.3

<sup>21</sup>Taulukoissa tarkastellaan tase-erien nettomuutoksia, koska niistä on saatavissa parasta yhdenmukaista tietoa OECD:n rahoitustilinpidoista. Vaateiden sisältö on luonnollisesti eri tilastoviranomaisten päätös, joten esimerkiksi talletusten käsite ei välttämättä ole samanlainen kaikissa maissa eikä ehkä aina vastaa luvun 2 määritelmää talletuksista.

TAULUKKO 10. RAHOITUSLAITOSTEN SAAMISTEN NETTOLISÄYKSEN JAKAUTUMINEN ERI VAATEISIIN ERÄISSÄ MAISSA, KESKIVARVO 1975 - 1980 JA 1981 - 1986

	Lainat	Joukko- velkakirja- lainat	Osakkeet	Muut
Yhdysvallat				
1975 - 1980	46.9	35.0	4.3	13.6
1981 - 1986	40.5	41.1	5.2	13.0
Japani				
1975 - 1980	63.6	27.7	2.9	5.6
1981 - 1986	59.1	22.6	5.0	13.1
Englanti				
1975 - 1980	45.6	17.7	7.7	28.8
1981 - 1986	43.6	16.8	9.7	29.7
Länsi-Saksa				
1975 - 1980	74.1	15.0	1.2	9.6
1981 - 1986	67.5	19.9	2.2	10.3
Ruotsi				
1981 - 1986	50.5	28.9	2.6	17.9
Suomi				
1975 - 1980	72.0	5.9	3.8	18.1
1981 - 1986	64.9	8.6	5.1	21.2

Osakemuotoinen varainhankinta arvopaperimarkkinoilta edustaa hyvin pientä osaa kaikesta rahoituslaitosten rahoituksesta (taulukko 9). Eräissä maissa joukkovelkakirjarahoitus on sen sijaan varsin huomattavaa; näin on erityisesti ollut Yhdysvalloissa ja Ruotsissa. Keskeinen varainhankinnan muoto kaikissa maissa ovat kuitenkin erimuotoiset talletukset. Pääosa talletuksista on poikkeuksetta muita kuin siirtokelpoisia talletuksia.<sup>22</sup> Kyse on tällöin pääasiassa tietyksi ajaksi

<sup>22</sup>OECD:n rahoitustilinpäädössä siirtokelpoiset talletukset sisältävät shekki- ja postisiirto- yms. tilit sekä käteisen rahan (keskuspankit luetaan rahoituslaitoksiin) ja vaihdellen eräitä muita eriä. Suomen tapauksessa siirtokelpoisiin talletuksiin on luettu käteisen ja shekki- ja postisiirtotalletusten lisäksi mm. kaikki ulkomaisten talousyksiköiden talletukset. Niinpä ainakin viimeksi mainituilta osin luku yliarvioiden maksujen suorittamisessa käyttökelpoisten talletusten osuutta. Toisaalta mukaan ei ole luettu säästötilejä ja kertyviä tilejä, mikä merkittävästi aliarvioi maksujen suorituksen käyttökelpoisten talletusten osuutta.

tehdystä määräaikaistalletuksista pankeissa. Kaikissa maissa rahoituslaitosten velkoihin kuuluu suuri joukko tarkemmin määrittelemättömiä sitoumuksia, mm. rahamarkkinavelkoja ja vakuutusyhtiöiden vastuunvelkaa (jota rahoituslähteenä rahoitusvirtoja ajateltaessa vastaa vakuutusmaksutulo).

1970-luvun lopulta 1980-luvun alkupuolelle tultaessa varainhankinnan rakenne on muuttunut lähinnä siten, että talletusten (erityisesti muiden kuin siirtokelpoisten talletusten) osuus on pienentynyt ja joukkovelkakirjalainojen ja tarkemmin määrittelemättömän muun varainhankinnan osuudet ovat kasvaneet. Varainhankinnassa näyttäisi siten tapahtuneen muutos arvopaperivarainhankinnan suuntaan, kuten edellä arveltiin.

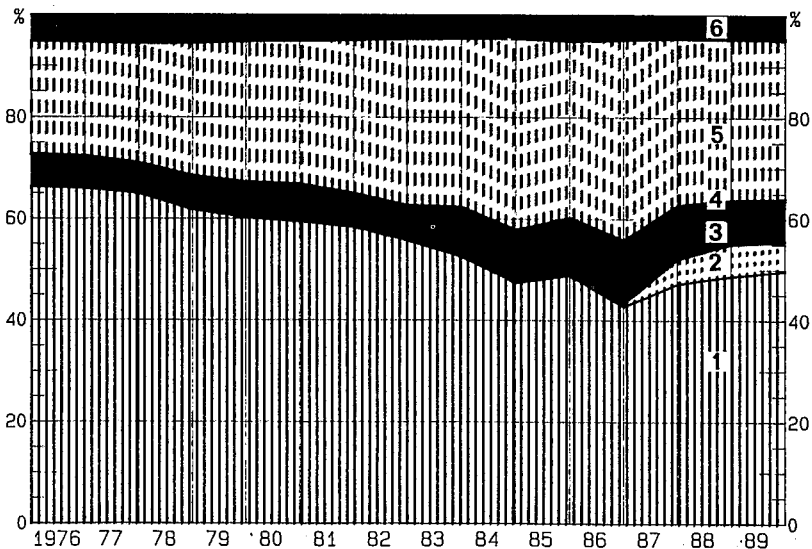
Rahoituslaitosten saamisten joukossa ovat hallitsevassa asemassa lainat. Tämän ohella rahoituslaitokset sijoittavat useimmissa maissa huomattavasti varoja myös joukkovelkakirjalainoihin; joukkovelkakirjalainojen vähäinen osuus Suomessa on poikkeus. Sen sijaan osakesijoitusten merkitys aggregaattitasolla on kaikissa maissa vähäinen. Saamisten jakauma on 1970-luvulta 1980-luvulle muuttunut siten, että luottojen osuus on kaikkialla lievästi pienentynyt ja arvoapaperisijoitusten sekä määrittelemättömien muiden sijoitusten osuudet ovat kasvaneet. Siten myös taseen tällä puolella on havaittavissa jonkinasteista arvopaperistumista.

Rahoituslaitoksista tärkeimmät, pankit, ansaitsevat hieman lähemmän tarkastelun. Aineiston saatavuusongelmien takia tarkastelussa keskitytään Suomeen. Kuviossa 4A on esitetty Suomessa toimivien liikepankkien ja kuviossa 4B paikallispankkien (osuuspankit ja säästöpankit) saamisten rakenne. Kuvioissa 5A ja 5B ovat vastaavasti liike- ja paikallispankkien velkojen rakenteet. Tase-eristä ei ole puhdistettu pankkien keskinäisiä velkasuhteita.

KUVIO 4. PANKKIEN SAAMISTEN RAKENNE SUOMESSA 1975 - 1989

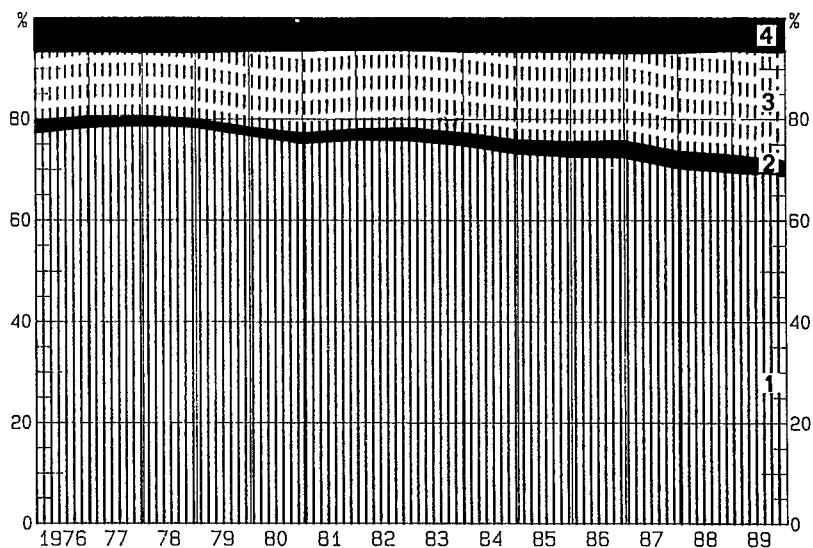
## A. LIIKEPANKKIEN SAAMISTEN RAKENNE SUOMESSA

- |                          |  |
|--------------------------|--|
| 1 Luotot yleisölle       | 4 Osakkeet ja osuudet                        |
| 2 Rahamarkkinavaateet    | 5 Muu rahoitus-, vaihto- ja sijoitusomaisuus |
| 3 Joukkovelkakirjalainat | 6 Käyttöomaisuus, muut erät                  |



## B. PAIKALLISPANKKIEN SAAMISTEN RAKENNE SUOMESSA

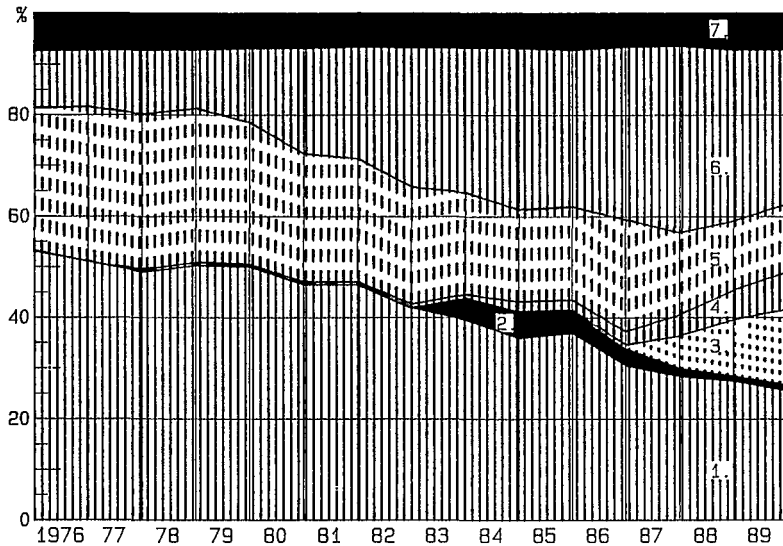
- |                          |  |
|--------------------------|--|
| 1 Luotot yleisölle       | 3 Muu rahoitus-, vaihto- ja sijoitusomaisuus |
| 2 Joukkovelkakirjalainat | 4 Käyttöomaisuus, muut erät                  |



KUVIO 5. PANKKIEN VELKOJEN RAKENNE SUOMESSA 1975 - 1989

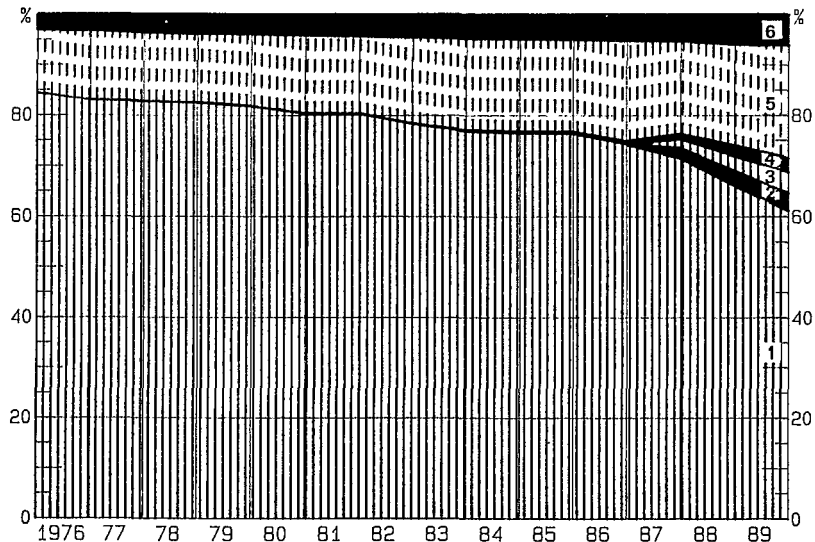
## A. LIIKEPANKKIEN VELKOJEN RAKENNE SUOMESSA

- |   |                                       |
|---|---------------------------------------|
| 1 Yleisön talletukset                     | 4 Joukkovelkakirjalainat              |
| 2 Ei-markkinakelpoinen erityisottolainaus | 5 Muu kotimainen vieras pääoma        |
| 3 Sijoitustodistukset                     | 6 Muu ulkomainen vieras pääoma        |
|   | 7 Arvostuserät, varaukset, oma pääoma |



## B. PAIKALLISPANKKIEN VELKOJEN RAKENNE SUOMESSA

- |   |                                       |
|---|---------------------------------------|
| 1 Yleisön talletukset                     | 4 Joukkovelkakirjalainat              |
| 2 Ei-markkinakelpoinen erityisottolainaus | 5 Muu vieras pääoma                   |
| 3 Sijoitustodistukset                     | 6 Arvostuserät, varaukset, oma pääoma |



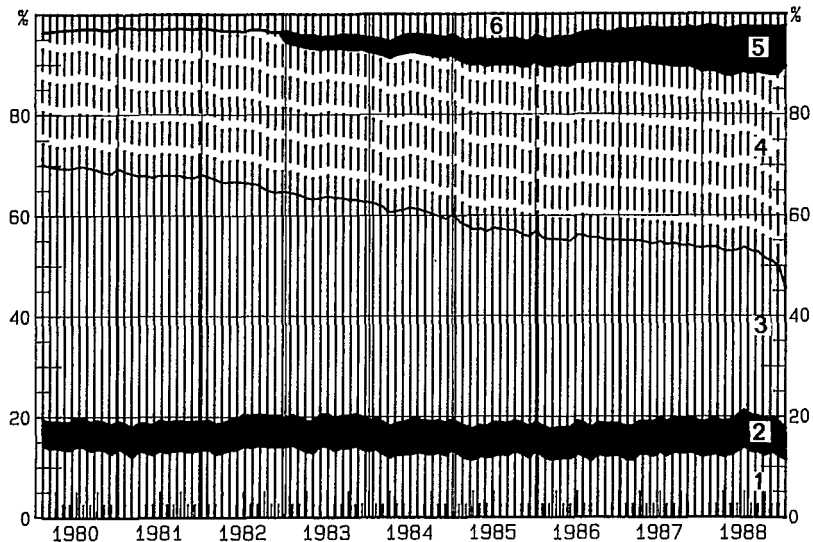


Kaikilla pankeilla luotot (lainat) yleisöille (luotot eivät sisällä rahoituslaitoksille tai julkiselle sektorille myönnettyjä luottoja) ovat suurin yksittäinen saamiserä. Paikallispankeilla tämä erä on täysin hallitseva. Kaikilla pankeilla luottojen osuus on kuitenkin supistunut vuoden 1975 jälkeen. Liikepankeilla, joilla supistuminen on alun perin ollut nopeampaa, luottojen osuus alkoi kuitenkin uudelleen kasvaa. Tämä heijastanee luottojen korkosäätelyn loppumista vuonna 1986. Osaksi luotot ovat liikepankeilla korvautuneet rahamarkkina-vaateilla (sijoitustodistukset, yritystodistukset, valtion velkasitoumukset, kuntatodistukset) ja joukkovelkakirjalainoilla. Pääosin (paikallispankeilla täysin luottojen osuuden supistuminen kuitenkin selittyy tarkemmin erittelemättömän muun rahoitus-, sijoitus- ja vaihto-omaisuuden kasvulla (kuviot 4A ja 4B). Tämä erä pitää sisällään mm. ei-markkinakelpoiset saamiset muilta rahoituslaitoksilta ml. saamiset keskuspankilta. Kasvustaan huolimatta arvopaperimarkkinoilla kaupattavien vaateiden osuus oli vielä vuoden 1988 lopussa verraten vähäinen eli liikepankeilla noin 15 % ja paikallispankeilla noin 3 % kaikista saamisista.

Paikallispankkien rahoitus koostuu pääosin, joskin vähenevässä määrin, erilaisista yleisön talletuksista. Talletusrahoitus on osaksi korvautunut rahamarkkina- ja joukkovelkakirjalainoilla sekä muulla (kotimaisella) vieraalla pääomalla. Liikepankkien varainhankinnassa talletukset ovat menettäneet aikaisemman hallitsevan asemansa. Osuuttaan ovat selvästi lisänneet rahamarkkina- ja joukkovelkakirjavelat (käytännössä 1980-luvun alun nolhasta prosentista 18 prosenttiin vuoteen 1988 mennessä). Arvopaperistuminen on siten havaittavissa suomalaisten pankkien varainhankinnassakin. Muun vieraan pääoman sisällä on tapahtunut selvä muutos: kun pankkien tällainen velka aiemmin kohdistui kotimaahan, on se 1980-luvun lopulla valtaosin ulkomaista alkuperää.

KUVIO 6. TALLETUSTEN RAKENNE SUOMESSA 1980 - 1988

- |                              |                         |
|------------------------------|-------------------------|
| 1 Avistatilit                | 4 Muut verottomat tilit |
| 2 Käyttötilit                | 5 Muut verolliset tilit |
| 3 Säästö- ja karttuvat tilit | 6 Valuuttatilit         |



Pankkitalletusten sisältö, jota kuviossa 5 ei ole eritelty, ei suinkaan ole pysynyt muuttumattomana. Kuviossa 6 on esitetty kaikkien Suomessa toimivien talletuspankkien talletusten koostumuksen kehitys 1980-luvulla. Varsinaiset käteistalletukset (shekki- ja muut avistatilit) sekä käyttötilit ovat edustaneet varsin vakaasti noin viidennestä pankkien kaikesta talletusvarainhankinnasta. Sen sijaan rajoitetummin maksuliikekäyttöön soveltuvien säästö- ja karttuvien tilien osuudet ovat suhteellisesti pienentyneet. Niiden sijasta kasvava osa varoista sijoitettiin vuoden 1988 loppuun saakka verottomille määräaikaistileille ja erilaisille verollisille tileille.

Vaikka verraten pieni osa kaikkien rahoituslaitosten ja jopa pankkien varainhankinnasta on maksujen suorittamiseen soveltuvia, vaadittaessa irti sanottavia käteistalletuksia, rahoituslaitoksille ja varsinkin pankeille on tyypillistä se, että velat ovat lyhyempi aikaisia kuin saamiset. Suomalaisten talletuspankkien osalta tämä maturiteettitransformaatioksi kutsuttu ilmiö on todettavissa taulukosta 11, jossa on esitetty talletuspankkien saamisten ja velkojen jakautuminen vaateen maturiteetin mukaan. Yleisön tekemistä talletuksista lähes 60 % voidaan luokitella kuukauden sisällä nostettavissa oleviksi, kun taas yleisön luotoista yli 60 prosentilla jäljellä oleva juoksuaika on yli kaksi vuotta. Pankkien saamiset ja velat muilta kuin yleisösektoriin kuuluvilta lieventävät mutta eivät poista pankkien kaikkien saamisten ja velkojen maturiteettien eroa.

TAULUKKO 11. TALLETUSPANKKIEN MARKKASAAMISTEN JA -VELKOJEN JAKAUTUMINEN MATURITEETTILUOKITTAIN SUOMESSA 31.12.1988

		Maturiteetti				
		alle 1 kk	1 kk - 1 v	1 - 2 v	2 - 5 v	yli 5 v
<b>SAAMISET</b>						
Rahoitus-, sijoitus- ja vaihto-omaisuus yhteensä	mrd. mk %	82.1 20.6	62.6 15.7	38.6 9.6	82.1 20.6	33.3 33.4
siitä: luotot koti- maiselle yleisölle	mrd. mk %	12.9 5.2	43.9 17.3	34.3 13.5	70.8 27.9	91.4 36.1
<b>VELAT</b>						
Vieras pääoma yhteensä	mrd. mk %	185.2 50.0	90.1 24.3	65.2 17.6	13.0 3.5	16.8 4.5
siitä: kotimaiset yleisön talletukset	mrd. mk %	133.0 59.2	29.0 12.9	61.8 27.5	0.8 0.3	0.0 0.0

#### 4.2 Sitoumuspankkitoiminta

Rahoituslaitosten toimimista rahoituksen välittäjänä on edellä tarkasteltu taseiden avulla. Tämä antaa kuitenkin puutteellisen kuvan rahoituslaitosten roolista rahoituksen välittäjänä. Rahoituslaitokset ovat nimittäin osallistuneet rahoituksen välitykseen myös taseen ulkopuolella. Joko muun pankkitoiminnan yhteydessä tai erillisinä investointipankeina monet rahoituslaitokset ovat harjoittaneet arvopaperien liikkeeseen laskemista rahoituksen käyttäjien puolesta. Samoin rahoituslaitokset ovat toimineet arvopaperikauppiaina. Nämä toiminnot ovat merkinneet rahoituslaitoksille sitoumuksia toimia ainakin tilapäisesti rahoituksen tarjoajina, ellei markkinoilta löydy ostajaa rahoituksen käyttäjän liikkeeseen laskemille tai omistamille arvopapereille. Tällainen jo perinteisesti harjoitettu toiminta monipuolistui kuitenkin 1980-luvulla ja ilmeisesti laajeni monissa maissa merkittävästi.

Pankkien taseissa näkymätön toiminta sisältää varsin laajan joukon erilaisia toimintoja. Vaikka osa niistä liittyy vain vähän rahoituksen välitykseen, monet toiminnot palvelevat välitystä tavalla tai toisella. Näiden toimintojen hahmottamiseksi on hyödyllistä tarkastella Lewisin (1988) esittämää pankkien taseen ulkopuolisten toimintojen jaottelua (taulukko 12).

Ehdollisten sitoumusten luominen liittyy tavalla tai toisella kokonaan rahoituksen välitykseen. Ehdollisten sitoumusten avulla rahoituslaitos voi eri tavoin toimia rahoitussopimuksen toisen osapuolen korvaajana, jos tällainen tarve ilmaantuu. Esimerkiksi takauksen avulla rahoituslaitos huolehtii luoton takaisinmaksusta ja koroista, jos luotonottaja ei tähän kykene. Luotonantositoumuksilla rahoituslaitos puolestaan varmistaa rahoituksen saatavuuden rahoituksen kysyjälle, mikäli tämä ei pysty myymään velkojaan suoraan sijoittajille. Swap- ja suojausoperaatioilla rahoituslaitos sallii sopimusosapuolille rahoitussopimuksen korko- ja valuuttaehtoien muuntamisen alkuperäisessä sopimuksessa määrätystä.

## TAULUKKO 12. PANKKIEN TASEEN ULKOPUOLISET TOIMINNOT

## EHDOLLISET SITOUKSET

## Luotonantositoumukset

## Esimerkiksi:

- käyttämätön shekkiluotto ja muut peruutettavissa olevat luottolimiitit
- lyhytaikaisten velkapaperien emissio-ohjelmat
- ohjelmien lisäluottojärjestelyt
- erilaiset muut luottolimiitit
- vaateiden myynti takaisinostositoumuksin

## Takaukset

## Esimerkiksi:

- takuut
- vekselivastuut
- vaateiden myynti sitoutuen samalla takaisinostoon ostajan niin halutessa

## Swap- ja suojausoperaatiot

## Esimerkiksi:

- valuuttojen terminisopimukset
- valuuttaswapit
- valuuttaoptiot
- korkoswapit
- korko-optiot

## Investointipankkitoiminta

## Esimerkiksi:

- arvopaperien emissiotakaukset
- arvopaperien kauppa/jakelu
- arvopaperien markkinatakaus

## RAHOITUSPALVELUT

## Luottoihin liittyvät palvelut

## Esimerkiksi:

- luottosopimuksen laadinta
- luottosopimuksiin liittyvien maksujen hoito
- vaateiden myynti ilman takaisinostovelvollisuutta
- syndikoitujen luottojen järjestelijänä toimiminen

## Notariaatti- ja neuvontapalvelut

## Esimerkiksi:

- arvopaperisalkkujen hoito
- sijoitusneuvonta
- yrityskauppojen järjestely

## Välityspalvelu

## Esimerkiksi:

- osakkeiden ja joukkovelkakirjalainojen välitys
- sijoitusrahaston hoito
- vakuutusten välitys

## Maksuliikennepalvelut

## Esimerkiksi:

- tietoverkkojen ylläpito
- clearingpalvelut
- luottokortit
- maksupäätteet

## Tuonti- ja vientipalvelut

## Esimerkiksi:

- kirjeenvaihtopankkitoiminta
- kaupan vakuutuspalvelut

Yhteistä kaikille ehdollisiin sitoumuksiin kuuluville pankkitoiminnan muodoille on se, että ne merkitsevät pankille usein verraten pitkäaikaista velvoitetta, joka lisäksi merkitsee monessa suhteessa luottosopimukseen verrattavissa olevia riskejä pankille ilman, että pankki välittämättä varsinaisesti rahoittaa rahoituksen käyttäjää, ts. ilman, että se luovuttaa eri tavoin hankkimiaan varoja rahoituksen käyttäjälle. Vaikka osa sitoumuksista on peruutettavissa ja vaikka osaan esimerkiksi velkapapereiden liikkeeseenlaskuohjelmista ei sisälly eksplisiittistä vaatimusta liikkeeseen laskettavan paperin ostamisesta, asiallisesti myös tällaiset sopimukset aiheuttavat rahoituslaitokselle velvoitteita. Siksi kaikkea ehdollisten sitoumusten luomista kutsutaan jatkossa Karekenia (1987) seuraten sitoumuspankkitoiminnaksi.<sup>23</sup>

Rahoituspalveluiksi kutsutut taseen ulkopuoliset toiminnot eivät ehdollisten sitoumusten tavoin aiheuta rahoituslaitoksille velvoitteita, joihin liittyisi taseen kautta kulkevaan rahoitukseen rinnastettavia riskejä. Siltä osin kuin nämä toiminnot liittyvät rahoituksen välittämiseen (luottoihin liittyvät palvelut), kyse on verraten yksinkertaisista teknisistä suoritteista.

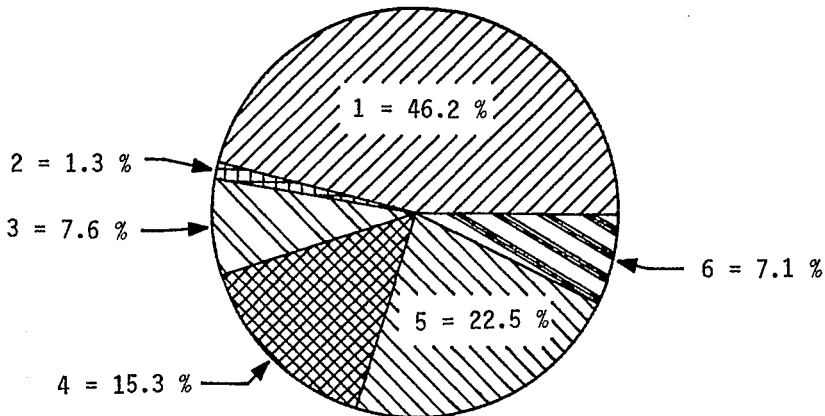
Taseen ulkopuolisen toiminnan ja varsinkin sitoumuspankkitoiminnan uusien muotojen laajuudesta on olemassa vähän systemaattista tietoa. Tämä johtuu mitä ilmeisimmin siitä, että lainsäätäjät ja viranomaiset ovat pitkään pitäneet näitä toimintoja epäolennaisina. Pankkitoiminnan keskeiset ilmiöt on ajateltu voitavan hahmottaa taseesta ja tulolaskelmasta, jotka - kuten todettiin - eivät yleensä sisällä edellä kuvattuja ehdollisia sitoumuksia. Hajanaisten saatavissa olevien tietojen valossa kyse ei kuitenkaan ole aivan mitättömästä aktiviteetista.

---

<sup>23</sup>Karekenin englanninkielinen termi on contingent commitment banking. Tämän ohella taseen ulkopuolisesta (off-balance sheet) toiminnasta (eri laajuudessa) on käytetty ainakin nimityksiä invisible banking tai assetless banking.

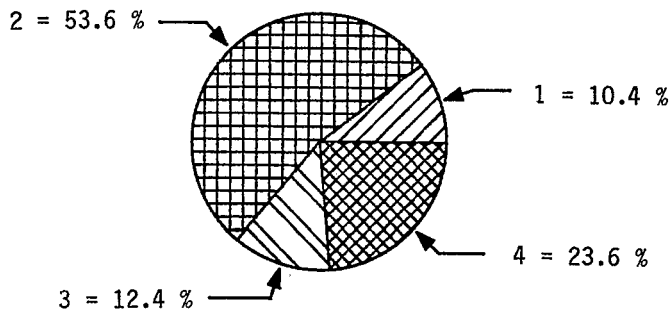
KUVIO 7. LIIKEPANKKIEN (ML. POSTIPANKKI) LUOTONANTOSITOUMUKSET SUOMESSA 31.12.1988

A. MARKKAMÄÄRÄISET YHTEENSÄ 31 796 MMK



- 1 = Yritystodistusohjelmat
- 2 = Muut sitovat luottotussopimukset
- 3 = Interbanksopimukset
- 4 = Nostamattomat luotot
- 5 = Käyttämättömät shekki-, vekseli- yms. luotot
- 6 = Muut erät

B. VALUUTTAMÄÄRÄISET YHTEENSÄ 12 414 MMK



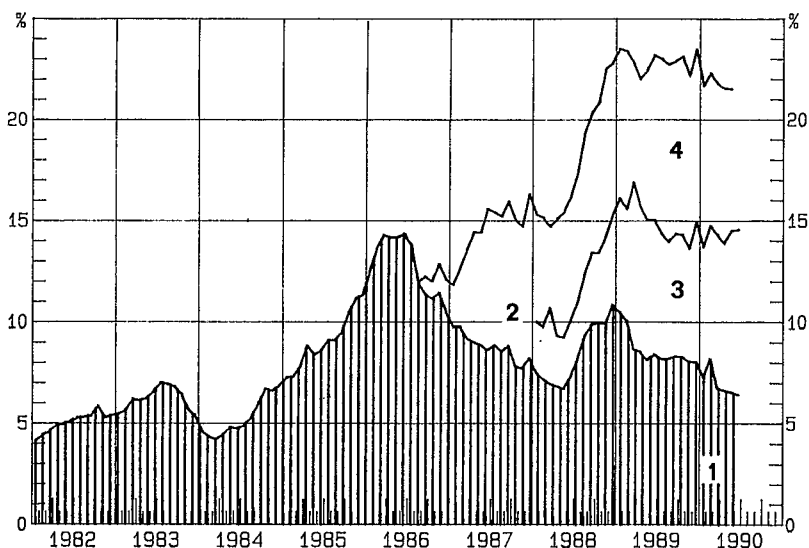
- 1 = Valmiusluotot
- 2 = Sitovat luottolupaukset
- 3 = Emissiotakaukset ja vastaavat järjestelyt (NIF yms. järjestelyt)
- 4 = Muut sitoumukset

Suomen talletuspankkien erilaiset vastuusitoumukset ovat olleet noin 30 % pankkien taseiden loppusummasta viimeisten 15 vuoden aikana. Valtaosa näistä sitoumuksista on takauksia (liikepankeilla 112 mrd. markkaa vuoden 1988 lopussa). Erilaisia luotonantositoumuksia on ollut selvästi vähemmän (liikepankeilla noin 44 mrd. mk vuoden 1988 lopussa). Liikepankkien luotonantositoumukset jakautuvat kuvion 7 osoittamalla tavalla. Tärkein yksittäinen erä ovat yritystodistusohjelmat. Vuoden 1988 lopulla näiden ohjelmien käyttämätön osa oli noin 15 mrd. mk.

Suomessa pankkien taseiden ulkopuolella kulkenut, mutta selvästi pankkien organisoima lyhytaikainen rahoitus oli vuoteen 1986 saakka lähinnä ns. notariaattivälitystä, ts. bilateraalisia rahoituksen kysyjän ja tarjoajan välisiä sopimuksia, jotka välittäjäpankki yleensä takasi. Vasta tämän jälkeen ovat yritystodistukset, joilla yleensä ei ole pankin takausta, tulleet notariaattivälitykseen verrattavaksi taseen ulkopuoliseksi rahoitusmuodoksi (kuvio 8).

KUVIO 8. LIIKEPANKKIEN JÄRJESTÄMÄ NOTARIAATTI- JA YRITYSTODISTUS-RAHOITUS VUOSINA 1982 - 1990

- 1 Notariaattivälitys
- 2 Yritystodistukset, kaikki
- 3 Yritystodistukset, muut kuin tytäryhtiöt
- 4 Yritystodistukset, tytäryhtiöt





### 4.3 Pankkien koko

Rahoituslaitoksille yleensä ja pankkitoiminnalle erityisesti on tyypillistä hyvin erikokoisten yksiköiden olemassaolo. Kuitenkin lähes poikkeuksetta verraten harvalukuinen joukko suuria instituutioita vastaa huomattavasta osasta välitystoimintaa. Pankkitoiminta on toisin sanoen hyvin keskittynyt tuotannonala. Ainoa merkittävä poikkeus on Yhdysvallat. OECD:n keräämien tietojen mukaan esimerkiksi vuonna 1984 seitsemässä neljästätoista teollistuneesta maasta viiden suurimman pankin osuus kaikista talletuksista oli yli 50 prosenttia. Vain Yhdysvalloissa viiden suurimman pankin talletusosuus jäi alle 20 prosentin (taulukko 13). Tämän lisäksi pankit ovat suuria asiakkaidensa sijoitukseen ja luottoihin nähden. Pienenkin pankin luottojen ja talletusten määrä on suuri (Suomessa pankeilla oli esimerkiksi vuonna 1985 yhteensä lähes 3 miljoonaa luottosopimusta ja noin 14 miljoonaa talletustiliä).

TAULUKKO 13. VIIDEN SUURIMMAN PANKIN OSUUS TALLETUKSISTA ERÄISSÄ MAISSA 1984

Australia*	64
Belgia	45
Espanja	43
Hollanti	97
Irlanti	69
Italia	36
Itävalta	36
Japani	33
Kreikka	83
Länsi-Saksa	26
Portugali	55
Ruotsi	89
Suomi	97
Tanska	57
Yhdysvallat*	13

\* Vain kotimaiset saamiset mukana

## 5 KANSAINVÄLISET RAHOITUSMARKKINAT

Edellä on kuvattu rahoitusmarkkinoiden keskeisiä piirteitä Suomessa ja eräissä muissa maissa. Tällaisten kansallisten markkinoiden rinnalla puhutaan kuitenkin usein kansainvälisistä rahoitusmarkkinoista, pääomamarkkinoista ja pankkitoiminnasta. Vaikka terminologia onkin hieman horjuva, tarkoitetaan tällöin yleensä rahoituksen kanavoitinta, joka ylittää joko valuutta- tai kansallisuusrajan. Esimerkiksi Bryant (1987) määrittelee kansainvälisen rahoituksen välityksen rahoituslaitoksen tai arvopaperimarkkinaosapuolen vaateeksi tai sitoumukseksi, jolla on tällainen ominaisuus ylittää valuutta- ja kansallisuusraja. Pankkitoiminnassa kansainväliseksi on usein kutsuttu vain sellaisia pankin saamia tai velkoja, joissa sitoumuksen valuuttadenominaatio on kyseessä olevan pankin kannalta ulkomaanvaluutta ja sitoumuksen toinen osapuoli on ulkomaalainen. Joukkovelkakirjamarkkinat esimerkiksi OECD jakaa ulkoisilla (external) emissioilla hankitun rahoituksen kansainväliseen (international) ja perinteiseen ulkomaiseen (traditional foreign) rahoitukseen. Kansainvälinen emissio on tällöin sellainen, joka on laskettu liikkeeseen vähintään kahden maan pääomamarkkinoilla ja jonka valuuttadenominaation ei tarvitse olla minkään liikkeesenlaskumaan valuutta.

Yksi rahoitusmarkkinoiden kiistattomia ilmiöitä ainakin viimeisten 20 vuoden aikana on ollut kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden nopea kasvu riippumatta siitä, mitä käsitteellä täsmälleen tarkoitetaan. Esimerkiksi kansainvälisen pankkitoiminnan volyyymi (pankkien kansainväliset saamiset) on systemaattisesti kasvanut selvästi nopeammin kuin maailman kokonaistuotanto tai maailmankauppa. Tämä käy ilmi Bryantilta peräisin olevasta taulukosta (14).

Kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla arvopaperistuminen on ollut selvästi havaittava, joskaan ei täysin systemaattinen kehityssuunta. Tämä käy ilmi taulukosta 15, jossa on esitetty kansainvälisiltä markkinoilta hankitun rahoituksen (bruttovirta) jakautuminen instrumenteittain. Kun vielä 1980-luvun alussa puolet kaikesta tilastoidusta rahoituksesta oli ns. syndikoituja luottoja, ts. useiden pankkien muodostamien yhteensiittymien myöntämiä pankkiluottoja, vuonna 1988 näiden osuus oli 27 %. Väliällä (1985) syndikoitujen luottojen osuus oli jopa vain vajaat 13 %.

Erilaiset joukkovelkakirjalainat ovat vuosikymmenen alun jälkeen olleet selvästi tärkein rahoitusinstrumentti kansainvälisillä markkinoilla.<sup>24</sup> Kiinnostava ilmiö ovat erilaiset lyhytaikaisten arvopaperien liikkeeseenlaskuohjelmat. Näiden merkitys kasvoi nopeasti vuosikymmenen puoliväliin saakka. Sen jälkeen kasvu on pysähtynyt ja kääntynyt lieväksi pienenemiseksi. Ohjelmien sisällä näyttäisi kehitys käyneen tarkasteluajanjakson lopulla lisääntyvästi ilman takausta oleviin euro-yritystodistuksiin muiden järjestelyiden sen sijaan vähentyessä.

TAULUKKO 14. KANSAINVÄLINEN PANKKITOIMINTA, MAAILMAN KOKONAISTUOTANTO JA MAAILMANKAUPPA 1965 - 1985

	Miljoonaa dollaria				Vuotuinen kasvuvauhti (korkea korolle)			
	1964	1972	1980	1985	1964 - 72	1972 - 80	1980 - 85	1964 - 85
Kokonaistuotanto	1.605	3.336	10.172	12.825	9.6	15.0	4.7	10.4
Maailmankauppa	188	463	2.150	2.190	12.0	21.2	0.4	12.4
Kansainvälinen pankkitoiminta								
Pankkiluottojen virta (BIS)	12	122	810	1.485	33.6	26.7	12.9	25.8
Pankkirahoituksen kokonaismäärä (Morgan Guaranty)	20	208	1.559	2.598	34.0	28.6	10.8	26.1

<sup>24</sup>Joukkovelkakirjalainojen laaja käyttö kansainvälisessä rahoituksessa ei kuitenkaan ole uusi ilmiö, jos ajassa mennään riittävästi taaksepäin. Esimerkiksi Lewisin (1988) mukaan 1800-luvulla valtaosa kaikesta kansainvälisestä rahoituksesta toteutettiin joukkovelkakirjalainojen avulla.

TAULUKKO 15. RAHOITUKSEN JAKAUTUMINEN KANSAINVÄLISILLÄ PÄÄOMA-MARKKINOILLA 1981 - 1988, % BRUTTOVIRRASTA

	1981/82	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Joukkovelkakirjalainat	37.7	50.1	56.5	59.8	58.6	46.1	49.7
Osakkeet	-	-	-	1.0	3.0	4.6	1.7
Euroyrittödistukset	-	-	-	4.5	15.2	14.2	12.7
Takauksettomat järjestelyt	-	-	-	3.8	2.2	3.9	4.3
NIF-järjestelyt	2.9	4.4	8.8	12.3	6.4	7.4	2.9
Muut järjestelyt	2.8	1.8	5.8	3.0	1.1	0.5	0.5
Syndikoititut luotot	56.6	34.4	23.2	12.8	13.5	20.9	27.0
Muut luotot	-	9.3	5.7	2.5	-	2.4	1.2

## 6 YHTEENVETO

Niin Suomessa kuin muuallakin rahoitussektori tuottaa verraten pienen, joskaan ei olemattoman osan kansantuotteesta. Tässä mielessä pienet rahoitusmarkkinat kanavoivat kuitenkin kokonaistuotantoon tai pääomanmuodostukseen nähden huomattavan paljon rahoitusta talousyksiköiltä toisille. Suomen rahoitusmarkkinat ovat nopeasti laajentuneet (rahoitusvaateiden yhteismäärä on kasvanut suhteessa talouden kokoon) viimeisten 25 vuoden aikana. Erityisen nopeaa kasvu on ollut viimeisten 10 vuoden aikana. Tästä huolimatta markkinoiden koko ei vielä ole lähellä suurimpien teollisuusmaiden markkinoiden kokoa.

Rahoituksen välittäjät ja nimenomaan rahoituslaitokset vastaavat kaikkialla valtaosasta kaikesta rahoituksen kanavoinnista talousyksiköiden välillä. Arvopaperimarkkinoiden kautta kulkevan rahoituksen merkitys on kuitenkin 1980-luvulla ja erityisesti aivan viime vuosina selvästi kasvanut. Tällä arvopaperistumisella laajassa mielessä on monia ilmenemismuotoja. Tärkeä osa sitä on joka tapauksessa rahoituksen välittäjien lisääntynyt turvautuminen arvopaperimarkkinoihin rahoituksen lähteenä ja sijoituskohteena ja tämän osana erityisesti sijoitusrahastojen kasvu eräissä maissa.

Rahoituslaitosten joukossa talletuksia tarjoavat pankit ovat keskeinen välittäjäinstituutio. Pankkien osuus rahoituslaitosten välittämästä

rahoituksesta on kuitenkin ollut pienenemään päin niin Suomessa kuin muuallakin viimeisten 15 vuoden aikana. Pankkitoiminnan tyypillinen piirre on ollut yksiköiden suuri koko, ts. verraten harvalukainen joukko pankkeja vastaa valtaosasta pankkien yhteenlasketusta rahoituksen välityksestä.

Vaikka arvopaperien merkitys rahoituslaitosten varainhankinnassa ja sijoituskohteena onkin lisääntynyt, pääosa rahoituslaitosten ja varsinkin pankkien kaikesta varainhankinnasta on kiinteäarvoisia talletuksia ja pääosa sijoituksista ei-markkinakelpoisia luottoja. Nämä piirteet ovat hallitsevia varsinkin pankkien toiminnassa. Toisaalta talletuksista vain verraten pieni osa on sellaisia, joita tallettajat voivat käyttää maksujen suorittamiseen. Pääosa on pitempiaikaisia määräaikaistalletuksia. Tästä huolimatta pankkien välitystoiminnan olennainen piirre on ns. maturiteettitransformaatio. Pankkien saamiset ovat toisin sanoen selvästi pitempiaikaisia kuin niiden velat.

Edellä jo todettu rahoituslaitosten lisääntynyt turvautuminen arvopapereihin rahoituksen välineenä on luonnollisesti pienentänyt ei-markkinakelpoisten luottojen ja toisaalta talletusten osuuksia rahoituslaitosten taseissa. Tämän ohella rahoituslaitoksille on kuitenkin syntynyt lisääntyvästi taseen ulkopuolelle kirjattavia sitoumuksia, jotka monessa suhteessa vastaavat taseessa näkyvän välityksen aiheuttamia sitoumuksia.

## KIRJALLISUUS

BRYANT, R. (1987) International Financial Intermediation. The Brookings Institution, Washington D.C.

DAVIS, E. (1986) Portfolio Behaviour of the Non-Financial Private Sectors in the Major Economies. BIS Economic Papers No. 17, Basle.

GARDENER, E. (1986) Securitization and the Banking Firm. Institute of European Finance, Research Paper 86/15, Bangor.

GOLDSMITH, R. (1985) Comparative National Balance Sheets. University of Chicago Press, Chicago.

GURLEY, J. ja E. SHAW (1955) Financial Aspects of Economic Development. American Economic Review 45, 515 - 538.

KAREKEN, J. (1987) The Emergence and Regulation of Contingent Commitment Banking. Journal of Banking and Finance 11, 359 - 377.

LEWIS, M. (1988) Off-Balance Sheet Activities and Financial Innovation in Banking. Banca Nazionale Del Lavoro Quarterly Review, December, 387 - 410.

LEWIS, M. ja K. DAVIS (1987) Domestic and International Banking. Philip Allan, Oxford.

SHAW, E. (1973) Financial Deepening in Economic Development. Oxford University Press, New York.

TOBIN, J. (1987) Financial Intermediaries. Teoksessa The New Palgrave. A Dictionary of Economics. Macmillan Press Ltd, London.

## LIITE TAULUKOISSA JA KUVIOISSA KÄYTETYN AINEISTON LÄHTEET

Seuraavassa on lyhyesti lueteltu taulukoissa ja kuvioissa käytetyn aineiston lähteet ja eräitä tietoja muuttujien konstruoinnista.

## Taulukot:

- 1 Suomi ja Yhdysvallat: OECD National Accounts 1974 - 1986; Eurooppa: Emerson ym. (1988)  
Rahoitussektori sisältää rahoituksen ja vakuutuksen.
- 2 Tilastokeskus (TK), Rahoitustilinpito 1986
- 3 Muut kuin Suomi: Goldsmith (1985), pääomakanta: "reproducible tangible assets"  
Suomi: Rahoitusvaateet: TK, Rahoitusmarkkinatilastoa, eri numeroita; kaikki sektorit, kaikki vaateet  
Pääomakanta: TK, Suomen pääomakanta 1960 - 1986, käypähintainen nettopääomakanta (yritystoiminta, julkinen toiminta, voittoa tavoittelematon toiminta).
- 4 OECD, Financial statistics, part 2, eri numeroita. Joukkovelkakirjalainat: taulu 22.B, total bonds. Rahoituslaitosten saamiset: taulu 31.B, total claims
- 5 TK, Rahoitusmarkkinatilastoa, eri numeroita. Sektori: muut kotimaiset sektorit.
- 6 OECD, Financial statistics, part 2, eri numeroita. Taulu 21.F, sektori: non-financial domestic sectors.
- 7 Federal Reserve System, Flow of funds account, financial assets and liabilities. Yleisön velat: total credit market debt claims against domestic non-financial sector.
- 8 OECD, Financial statistics, part 2, eri numeroita. Taulu 31.B, pankit: monetary institutions, sisältö vaihtelee maasta toiseen.
- 9 OECD, Financial statistics, part 2, eri numeroita. Taulu 31.F, net increase in liabilities. Käsitteiden sisältö vaihtelee maittain, Suomessa esimerkiksi: siirtokelpoiset talletukset: cash and other transferable deposits, muut talletukset: other deposits, joukkovelkakirjalainat: bonds and debentures, osakkeet: shares, muut: residuaali.
- 10 Kuten 9, net acquisition of financial assets. Käsitteiden sisältö vaihtelee maittain, Suomessa esimerkiksi: luotot: bills + overdrafts + promissor note loans + other loans, joukkovelkakirjalainat: bonds and debentures, osakkeet: shares, muut: residuaali.
- 11 Suomen Pankin riskienseurantaosaston pankeilta keräämä aineisto.

- 12 Lewis (1988)
- 13 OECD, Committee on financial markets, Competition in banking, Draft 26th August 1988.
- 14 Bryant (1987)
- 15 OECD, Financial market trends, eri numeroita.

Kuviot:

- 2 Kuten taulukko 3.
- 3 Pankkien kuukausi-ilmoitukset Suomen Pankille, TK:n rahoitusvirtatilasto.
- 4 Pankkien kuukausi-ilmoitukset Suomen Pankille. Konsolidoimattomat taseet.
- 5 Kuten kuvio 4.
- 6 Pankkien kuukausi-ilmoitukset Suomen Pankille.
- 7 Suomen Pankin riskienseurantaosaston keräämät tiedot.
- 8 Pankkien kuukausi-ilmoitukset Suomen Pankille.



Timo Hämäläinen

RAHOITUSMARKKINAT JA RAHOITUSSÄÄSTÄMINEN 1980-LUVULLA

	Sivu
1 JOHDANTO	105
2 RAHOITUSMARKKINOIDEN INSTITUTIONAALISEN YMPÄRISTÖN MUUTOKSET	105
2.1 Korkosäännöstelystä luopuminen	106
2.2 Valuutansäännöstelyn purkaminen	106
2.3 Markkinavoimien hyväksikäyttö rahapolitiikassa	107
3 SÄÄSTÄMINEN, INVESTOINNIT JA RAHOITUSSÄÄSTÄMINEN KANSANTALOUDESSA	108
3.1 Kansainvälinen vertailu	108
3.2 Säästäminen ja investoinnit sektoreittain	112
4 KOTITALOUKSIEN KULUTUS- JA SÄÄSTÄMISKÄYTTÄYTYMINEN 1980-LUVULLA	115
4.1 Varallisuuden vaikutuksista kotitalouksien säästämiseen	116
4.2 Verojärjestelmät ja rahoitusmarkkinoiden liberalisointi	120
4.3 Väestörakenteen vaikutus kotitalouksien säästämiseen	124
4.4 Korkeiden vaikutuksesta säästämiseen	125
5 RAHOITUSLAITOSTEN SÄÄSTÄMINEN	126
6 YRITYSTEN SÄÄSTÄMINEN	128
7 JULKISEN SEKTORIN SÄÄSTÄMINEN	129
8 YHTEENVETO	131
KIRJALLISUUS	132

## 1 JOHDANTO

Rahoitusmarkkinoiden toimintaa liberalisoitiin sekä Suomessa että maailmanlaajuisesti melko nopeasti 1980-luvun aikana. Tämän kirjoituksen tarkoituksena on selvittää, miten rahoitusmarkkinoiden liberalisointi on vaikuttanut säästämiseen ja investointeihin ja edelleen näiden erotukseen eli ns. rahoitussäästämiseen. Lisäksi tarkastellaan, mitä muita syitä löytyy säästämässä, investoinneissa ja sijoitusten rakenteessa tapahtuneisiin muutoksiin. Selvityksen tarkastelukulma on sektorikohtainen, ts. artikkelissa keskitytään kansantalouden eri sektoreiden säästämis- ja investointikehityksen tarkasteluun.

Luvussa 2 esitetään yhteenveto rahoitusmarkkinoiden muutoksista, jotta näiden vaikutuksia säästämiseen ja investointeihin ja edelleen rahoitussäästämiseen ja sektoreittaisiin portfolioihin voidaan arvioida. Luvussa 3 vertaillaan Suomen säästämistä ja investointeja kansainväliseen kehitykseen sekä tarkastellaan kansantalouden sektoreittaisessa tilinpidossa esiintyviä puutteita ja epätarkkuuksia. Seuraavissa luvuissa käsitelläänkin kutakin sektoria erikseen, eli luvussa 4 tarkastellaan kotitalouksien säästämistä ja investointeja, luvussa 5 rahoituslaitoksia - pankkeja, muita rahoituslaitoksia ja Suomen Pankkia - luvussa 6 yrityksiä ja luvussa 7 julkista sektoria. Lopuksi esitetään lyhyt yhteenveto. Kotitalouksilla on keskeinen asema rahoitussäästämässä. Tämän vuoksi tarkastelu painottuu kotitaloussektoriin.

## 2 RAHOITUSMARKKINOIDEN INSTITUTIONAALISEN YMPÄRISTÖN MUUTOKSET

Rahoitusmarkkinoiden institutionaalisen ympäristön muutokset voidaan ryhmitellä karkeasti neljään alueeseen: korkosäännöstelystä luopumiseen, valuutansäännöstelystä vapautumiseen, markkinavoimien hyväksikäyttöön rahapolitiikassa ja eri rahoitusvälineitä ja -laitoksia koskevan lainsäädännön kehittämiseen. Lisäksi julkinen valta vaikuttaa markkinoiden toimintaan verotuksen kautta.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup>Jaana Rantama tarkastelee rahoitusmarkkinoiden muutoksia yksityiskohtaisemmin tämän julkaisun ensimmäisessä osassa.

## 2.1 Korkosäännöstelystä luopuminen

Korkosäännöstely on jatkunut Suomessa melko pitkään ja on osin vieläkin voimassa talletusten ja joukkovelkakirjojen verottomuuden ehtona. Antolainauksen korkojen säännöstelyä lievennettiin 1970-luvun alussa, mutta kun tämä johti pankkien korkomarginaalien laajenemiseen, sääntelyä kiristettiin jälleen 1970-luvun lopulla. Kun korkosäännöstelyn pitävyys alkoi purkautua ns. markkinarahan lisääntymisen myötä, ryhdyttiin korkosäännöstelyä aktiivisesti purkamaan vuodesta 1983 lähtien. Pankkien antolainauksen keskikorkorajoite poistettiin vuonna 1986. Vuoden 1989 alusta tuli voimaan määräaikainen laki, jolla talletusten ja obligaatioiden verottomuus sidottiin peruskorkoon. Lain voimassaolo päättyy vuoden 1991 lopussa. Aiemmin verottomuuden ehtona oli pankkien keskinäinen sopimus yhteneväisistä talletustiliehdoista.

## 2.2 Valuutansäännöstelyn purkaminen

Tavarakaupan tulleista luovuttiin pääosin 1960- ja 1970-luvulla EFTA- ja EY-järjestelyjen yhteydessä. Keskuspankki pyrki vielä 1980-luvulla puuttumaan tavarakaupan maksuaikoihin, mutta rajoitusten vaikutus jäi todennäköisesti vähäiseksi. Myös ulkomaankaupan valuuttakurssiriskien suojaamiseen liittyvät pääomanliikkeet ovat nykyisin täysin vapaita.

Pitkäaikaisten pääomanliikkeiden luvanvaraisuus on jatkunut aivan viime vuosiin saakka ja jatkuu osittain edelleenkin. Lupapolitiikka on kuitenkin ollut liberaalia, eikä säännöstelyllä ole ollut olennaista vaikutusta pääoman tuontiin. Merkittävimpiä toimenpiteitä säännöstelyn purkamisessa on ollut yritysten yli 5 vuoden pituisten valuuttaluottojen luvanvaraisuuden asteittainen poistaminen muutaman viime vuoden aikana. Vuoden 1989 syyskuusta alkaen luvanvaraisuus koskee enintään yhden vuoden pituisia valuuttaluottoja.

Suorat sijoitukset Suomeen ovat rahoitus- ja vakuutussektorilla edelleenkin luvanvaraisia. Uusien markkamääräisten joukkovelkakirjalainojen myynti ulkomaalaisille sallittiin helmikuun alusta 1990. Tämä oli vapaata vuoden 1985 puoliväliin saakka, kunnes myynti jouduttiin kiel-

tämään rahoitusmarkkinoiden tasapainon säilyttämiseksi. Vuoden 1990 heinäkuusta lähtien kotitaloudet ovat voineet vapaasti sijoittaa varojaan ulkomaille. Sen sijaan ulkomaanrahan määräisten luottojen ottaminen ei ole vielä sallittua kotitalouksille.

### 2.3 Markkinavoimien hyväksikäyttö rahapolitiikassa

Rahapolitiikan hoito perustui vielä 1980-luvun alkupuolelle saakka luotonsäännöstelyyn. Koska pankkien anto- ja ottolainauskorot sidottiin joko suoraan tai muiden korkojen välityksellä Suomen Pankin peruskorkoon, esiintyi rahoitusmarkkinoilla lähes jatkuva ylikysyntä luotoista. Yleisöluottojen määrää säädeltiin pankkien keskuspankkirahoituksen ehtoja muuttamalla, ts. vaikuttamalla pankkien kannattavuuteen.

Rahapolitiikan ohjausmekanismissa markkinavoimille annettiin kuitenkin tilaa sitä mukaa kuin korkosäätelyä rahoitusmarkkinoilla purettiin. Pankkien keskuspankkiluoton kiintiöinnistä siirryttiin aluksi päivämarkkinoiden hyväksikäyttöön, jolloin pankeilla oli mahdollisuus saada keskuspankista lyhytaikaista yön yli -luottoa tai tehdä talletuksia keskuspankin asettamaan korkoon. Sittemmin järjestelmää kehitettiin siten, että yön yli -luotoista siirryttiin määräaikaisiin 1 - 3 kuukauden luottoihin, joita huutokaupattiin pankeille.

Vuoden 1987 alusta rahapolitiikan ohjausjärjestelmä kehittyi nykyiseen muotoonsa, joka on - ei kuitenkaan aina täysin samanlaisena - käytössä myös useimmissa markkinatalousmaissa. Tähän vaikutti kassavarantovelvoitteen poistaminen pankkien sijoitustodistuksilta, minkä myötä yritysten aikaisemmin pankkien taseen ulkopuolisena notariaattirahana olleet lyhytaikaiset talletukset siirtyivät pankkien sijoitustodistuksiksi. Sijoitustodistuksia kaupataan pankkien välisillä markkinoilla, joihin myös keskuspankki osallistuu. Alkuvaiheessa keskuspankki myi runsaasti myös omia sijoitustodistuksiaan. Keskuspankin markkinaoperaatiot ovatkin pääasiallinen väline lyhytaikaisten korkojen määrittämisessä, mutta pankkien likviditeetin sitomiseksi kerätään myös

kassavarantotalletuksia.<sup>2</sup> Keskuspankin päivämarkkinat toimivat enää vain tilapäisten likviditeettihäiriöiden tasaamisessa.

### 3 SÄÄSTÄMINEN, INVESTOINNIT JA RAHOITUSSÄÄSTÄMINEN KANSANTALOUESSA

#### 3.1 Kansainvälinen vertailu

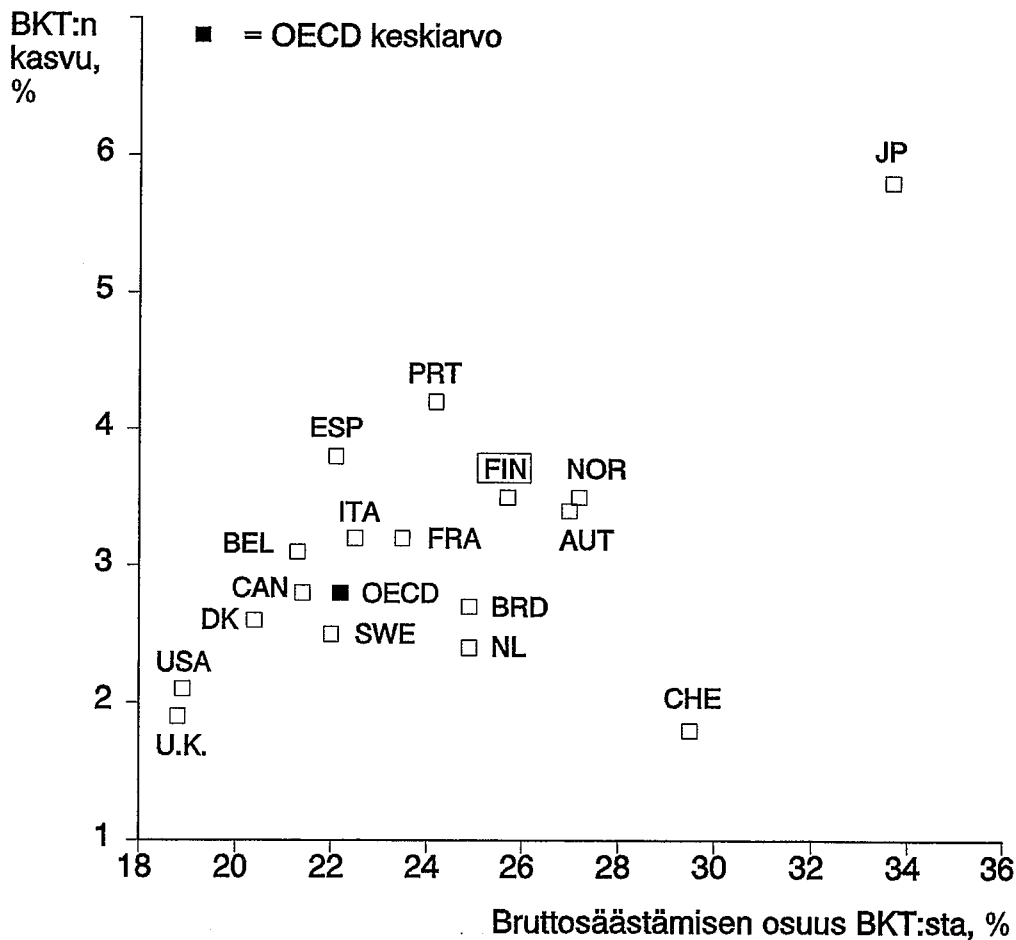
Kansantalouden bruttosäästämällä tarkoitetaan kansantalouden tulojen ja kulutuksen erotusta. Kun bruttosäästämistä vähennetään pääomakannan kulumisesta aiheutuneet poistot, saadaan kansantalouden nettosäästäminen. Säästämistä käytetään investointien rahoitukseen. Säästämisen ja investointien erotuksena saadaan kansantalouden rahoitusjäämä eli vaihtotase.

Kansainvälisesti sekä säästämisen että investointien osuudet tuloista eli säästämis- ja investointiasteet ovat Suomessa suuria. Meillä säästettiin ja investoitiin 1980-luvulla keskimäärin noin neljäsosa kokonaistuotannon arvosta. Bruttosäästämisaste Suomessa on likipitään samansuuruinen kuin Saksan liittotasavallassa ja Itävallassa; ainoastaan Japanissa ja Sveitsissä säästämisaste on selvästi suurempi. Tuntuva säästämisestä huolimatta investoinnit ovat olleet vielä suuremmat, mikä on johtanut lähes pysyvään vaihtotaseen vajaukseen. Taloudellinen kasvu on kuitenkin Suomessa ollut ehkä investointien ansiosta samanaikaisesti nopeampaa kuin edellä mainituissa maissa Japania lukuun ottamatta ja myös nopeampaa kuin OECD-maissa keskimäärin. Kansainvälinen vertailu viittaa siihen, että säästämisasteen noustessa myös talouden kasvu on ollut voimakkaampaa (kuvio 1).

---

<sup>2</sup>Kassavarantotalletuksia rahapolitiikan välineenä on kuvattu tarkemmin kirjoituksessa Juha Tarkka - Timo Hämäläinen; Kassavarantovelvoite rahapolitiikan välineenä, teoksessa Kassavarantotalletukset ja rahapolitiikka, Suomen Pankin julkaisu nro A:70, 1989, s. 35 - 50.

KUVIO 1. SÄÄSTÄMINEN JA TUOTANNON KASVU OECD-MAISSA



Säästämis- ja investointiasteet laskivat 1980-luvulla lähes kaikissa OECD-maissa ja varsinkin Keski-Euroopassa. Tähän vaikutti sekä julkisen sektorin että kotitalouksien säästämisen väheneminen. Erot maiden välillä ovat kuitenkin suuria. OECD-maiden bruttosäästämisaste oli vielä 1960-luvulla keskimäärin runsaat 23 prosenttia, mutta vuosina 1981 - 1987 se on alentunut noin 3 prosenttiyksikköä. Investointiaste alentui samanaikaisesti 2 prosenttiyksikköä.

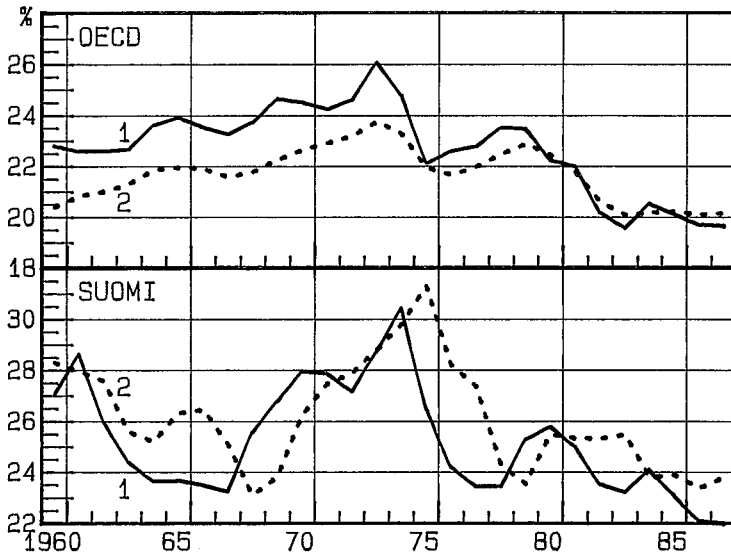
Kotitalouksien säästämisaste nousi OECD-maissa 1970-luvulla mm. öljykriisien aiheuttaman epävarmuuden ja voimistuneen inflaation vuoksi.

Kotitalouksien säästämisaste laski kuitenkin 1980-luvulla jo peräti alle 1960-luvulla vallinneen tilanteen. Näin tapahtui mm. Pohjoismaissa, Englannissa ja Yhdysvalloissa. Osa kotitalouksien säästämisasteen laskusta on korvautunut yrityssektorin säästämisasteen nousulla, kun yritysten kannattavuus on kohentunut 1980-luvulla.

Lähes kaikissa OECD-maissa kotitalouksien säästämisen vähenemistä voidaan selittää mm. demografisilla tekijöillä sekä kotitalouksien asuntoinvestointien vähenemisellä. Varallisuuden kasvu on toisaalta mahdollistanut lainanoton lisäämisen ja täten ennakkosäästämistarpeen merkittävän vähentämisen. Viime aikoina kotitalouksien säästämisastetta on alentanut useissa OECD-maissa myös rahoitusmarkkinoiden samankaltainen liberalisointi kuin Suomessa.

KUVIO 2. SÄÄSTÄMIS- JA INVESTOINTIASTEET SUOMESSA JA OECD-MAISSA, % BRUTTOKANSANTUOTTEESTA

- 1 Säästämisaste
- 2 Investointiaste



Kansainvälisten pääomamarkkinoiden vapautumisen jälkeen kansallisen säästämis-/investointitasapainon ylläpitäminen ei ole ollut yhtä keskeistä kuin aikaisemmin, sillä investoinnit voidaan pitkän ajan kuluessa rahoittaa ulkomaisella pääomalla. Pääomanliikkeiden vapauttamisesta saatava hyötyhän jäisi toteutumatta, jos yli- tai alijäämiä ei sallittaisi kansainvälisessä kaupassa. Vaihtotaseen tasapaino ei siis ole tässä mielessä talouspolitiikan ensisijainen tavoite, kuten hyvä työllisyys tai vakaa rahan arvo, eikä siten kelpaa kokonaistaloudellisen tasapainon välittömäksi mittariksi.

Vaihtotaseen ali- tai ylijäämä voikin, tilanteesta riippuen, olla yhtä hyvin joko kansantalouden heikkouden tai vahvuuden merkki. Esimerkiksi 1800-luvun lopulla ja ennen ensimmäistä maailmansotaa Englanti ja Saksa olivat pysyvästi vaihtotaseylijäämäisiä ja Kanada, Australia ja Pohjoismaat alijäämäisiä. Vaihtotasealijäämät olivat tällöin siis kansantalouksien potentiaalisen kasvuvoiman, eivät niinkään heikkouden heijastumia. Tosin on muistettava, että tuolloin rahajärjestelmä perustui kultakantaan, joten valuuttakurssiriski ei rajoittanut pääoman liikkuvuutta yli rajojen.

Suomessa vaihtotase on kuitenkin heikentynyt viime vuosina melko tuntuvasti, ja sen syitä ja seurauksia on pyritty selvittämään. Vaihtotaseen vajeen paisuminen näyttää olevan jokseenkin selvä osoitus kokonaistaloudellisen tasapainon pitkän ajan heikkenemisestä, ei niinkään sen potentiaalisesta vahvistumisesta, vaikka investoinnit ovatkin viime aikoina lisääntyneet tuntuvasti. Ongelmana on kuitenkin se, että investoinnit eivät ole kohdistuneet riittävässä määrin ns. avoimeen sektoriin. Näin ollen velkaannumme entistä enemmän ulkomaille, ja taloudellisen kasvun näkymät ovat heikommat kuin kuluneella vuosikymmenellä on totuttu. Tämä johtuu siitä, että pääomat ovat liikkumis-



vapaudestaan huolimatta sittenkin kansallisia.<sup>3</sup> Suuri ja pysyvä säästämismisvajausta heijastuu näin ollen korkotasoon ja mahdollisesti myös valuuttakursseihin ja edelleen taloudelliseen suorituskykyyn eli kasvuvauhtiin.

### 3.2 Säästäminen ja investoinnit sektoreittain

Kansantalouden tilinpito mahdollistaa säästämisen ja investointien tarkastelun sektoreittain. Tarkasteltavia sektoreita ovat tavallisesti valtio, kunnat, yritykset, kotitaloudet, julkiset sosiaaliturvarahastot, rahoituslaitokset ja ulkomaat. Kussakin sektorissa syntyy säästämisen ja investointien erotuksena kunkin sektorin rahoitusjäämä. Jos säästäminen ylittää investoinnit, voidaan syntyvä rahoitusjäämä käyttää rahoitusvajauksellisten sektoreiden alijäämien kattamiseen. Mikäli rahoitusylijäämäisten sektoreiden luotonanto yhteensä ei riitä kattamaan rahoitusvajauksellisten sektoreiden rahoitusvajetta, syntyy koko kansantalouteen rahoitusaliäämä eli vaihtotaseen vajoaus. Suomessa rahoitusaliäämäisiä sektoreita ovat olleet yritykset ja kotitaloudet, kun asunto-osakeyhtiöt sisällytetään kotitaloussektoriin, ja rahoitusylijäämäisiä lähinnä rahoituslaitokset sekä julkinen sektori (kuvio 3).

---

<sup>3</sup>Pääoman liikkuvuuden esteitä voivat olla seuraavat:

- Maa- ja valuuttariskit poikkeavat eri maissa toisistaan.
- Pääomavirratt eivät reagoi kovin selvästi pääoman tuottoeroihin eri maissa.
- Tullit ja muut kaupan esteet vaikuttavat eri maihin tehtäviin suuriin sijoituksiin.
- Yrityskohtaiset markkinointimahdollisuudet vaikuttavat sijoituspäätöksiin.
- Vaihtotaseen tasapaino oli talouspolitiikan tavoitteena kiinteän valuuttakurssijärjestelmän vallitessa 1970-luvun alkuun saakka.



Kansantalouden säästämisen tarkastelu sektoreittain sisältää kuitenkin joukon määritelmällisiä ongelmia. Kotitalouksiin sisällytetään usein varsinaisten kotitalouksien lisäksi myös voittoa tavoittelemattomat yhteisöt, kuten asunto-oskeyhtiöt. Varsinaisten kotitalouksien säästäminen on perinteisesti ylittänyt niiden investoinnit muulloin paitsi vuonna 1988, kun taas voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen, siis lähinnä asunto-osakeyhtiöiden, investoinnit ovat luonnollisesti suu-remmat kuin niiden säästäminen.

Toisena ongelmana on, pitäisikö eläkerahastoihin kertyneitä säästöjä käsitellä rahoituslaitosten vai kotitalouksien säästöinä. Kansantalouden tilinpidossa eläkerahastot ovat rahoituslaitosten säästämistä. Eläkerahastot ovat kuitenkin osa tuloja, jotka tulevat käytettäväksi eläkkeelle pääsyn jälkeen. On myös ilmeistä, että kotitaloudet ottavat tulevan eläketulonsa huomioon tämän hetken säästämissä päätöksiä tehdessä. Näin ollen rahoituslaitoksien kautta tapahtuva eläkesäästäminen tulisi mahdollisesti ottaa huomioon kotitalouksien säästämistä tarkasteltaessa.

Säästämisen ja investointien jakaminen sektoreihin voidaan asettaa kyseenalaiseksi myös teoreettisin perustein. Rationaalisen kotitalouden tulisi ottaa huomioon se, että julkisen velan lisäys lisää tulevaa verotaakkaa. Tästä syystä rationaalinen kotitalous lisää säästämistään, jos julkinen sektori lisää rahoitusaliäämäänsä. Tämäntyyppinen rationaalisuus ja sen tosiasiallinen merkitys ovat parhaillaan laajan tutkimuksen kohteena.

Jakamattomat voitot ovat yritysten säästämistä. Suomessa osinkotulo on ollut tähän saakka osittain kaksinkertaisen verotuksen kohteena, mikä on lisännyt jakamattomien voittojen osuutta yritysten tuloksesta. Kansainvälisesti jakamattomien voittojen osuus onkin Suomessa melkoisen suuri. Yrityksiin kertyvä varallisuus näkyy kuitenkin kotitalouksien säästämisessä.

Yhtä maata koskevia ajallisia vertailuja on kuitenkin mahdollista tehdä sektoritarkasteluun liittyvistä ongelmista huolimatta. Suomessa koko kansantalouden sekä säästämis- että investointiaste laski trendinoma-

sesti lähes koko 1980-luvun ajan aina vuosiin 1986 - 1987 saakka (kuvio 3). Sen jälkeen vuosina 1987, 1988 ja 1989 investointiaste on noussut melko huomattavasti, mutta myös säästämisaste on lisääntynyt jonkin verran.

Sektoreittainen tarkastelu osoittaa, että yrityssektori vastaa suuressa määrin investointiasteen noususta, mutta myös kotitalouksien investointiaste eli asuntoinvestoinnit nousivat vuosina 1988 ja 1989. Merkittäväntä kuitenkin on, että kotitalouksien säästämisaste ei ole viime vuosina kuitenkaan noussut samalla tavoin kuin esimerkiksi yritysten investointiaste. Julkisen sektorin säästämisasteen nousu on jossain määrin kompensoinut kotitalouksien säästämisen vähenemistä, mutta tämä ei ole riittänyt estämään vaihtotaseen alijäämää, joka on kasvanut melko tuntuvasti viime vuosina. Missä määrin kotitalouksien säästämisasteen lasku johtuu rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnista ja missä määrin mahdollisesti muista tekijöistä, on seuraavan kotitalouksien säästämistä ja investointeja koskevan tarkastelun kohteena.

#### 4 KOTITALOUKSIEN KULUTUS- JA SÄÄSTÄMISKÄYTTÄYTYMINEN 1980-LUVULLA

Kansantaloustieteessä yleisesti käytetyn elinkaariteorian mukaan kotitaloudet käyttäytyvät siten, että kulutuksesta saatava hyöty maksimoidaan elinajan kuluessa. Kun kotitaloudet pidättäytyvät tämän hetken kulutuksesta ja sijoittavat yli jäävän tulonsa reaali- tai rahoitusomaisuuteen, ne voivat vaikuttaa elinäkaisen kulutuksensa ajoittumiseen. Kotitalouksien rahoitus- ja reaalivarallisuuden tekemät sijoitukset lisäävät kotitalouksien kulutusmahdollisuuksia tulevaisuudessa. Tämän mukaan kotitalouksien kulutus määräytyy ajan mittaan nettovarallisuuden ja odotettujen elinikäisten tulojen nykyarvon perusteella.

Säästämisen ja velkaantumisen avulla epätasainen tulovirta pyritään muuntamaan tasaisemmaksi kulutusvirraksi. Kulutusvirran tasaaminen edellyttää kehittyneitä rahoitusmarkkinoita. Todellisuudessa havaittu käyttäytyminen poikkeaa teorianmukaisesta käyttäytymisestä mm. institutionaalisten ja kulttuuritekijöiden vuoksi. Tällaisia tekijöitä ovat mm. lainansaannin rajoitukset ja sijoitusmahdollisuuksien puutteet.

Kotitalouksien säästämismotiivit ovat siten moninaisemmat kuin pelkkä henkilökohtaisen kulutusvirran tasaaminen yli koko eliniän.

Myös käytännön tilastoinnissa poiketaan teoreettisesta lähtökohdasta. Teoriassa kestokulutushyödykkeiden ostot katsotaan investoinneiksi. Sen sijaan kestokulutushyödykkeistä saatavat palvelut ovat kulutusta. Tilastoissa asuntojen ostot ja asumispalvelut käsitellään teorian mukaisesti, mutta kestokulutushyödykkeiden ostot tilastoidaan suoraan kulutukseksi eikä niistä saatavaa palveluvirtaa arvioida lainkaan. Tämä merkitsee sitä, että esimerkiksi autokannan kasvun kiihtyessä kulutus tulee yliarvioituksi, sillä ajokilometriä määrä tuskin lisääntyy yhtä nopeasti.

Odotetut tulot ja niihin liittyvä riski ovat tärkeimmät kotitalouksien säästämiseen ja kulutukseen vaikuttavat tekijät. Sosiaaliturva, varallisuuden arvon muutokset, verotus, korko ja rahoitusmarkkinarajoitukset vaikuttavat myös kulutus- ja säästämissäpäätöksiin. Kansantalouden kannalta keskeisiä tekijäryhmiä ovat myös väestön kasvu ja muu demografinen kehitys, sillä esimerkiksi nuoret ottavat velkaa odotettavissa olevia tulojaan vastaan ja vanhat ovat säästäjiä ja lainanantajia. Säästämismotiivit vaihtelevat ikäryhmittäin systemaattisesti. Kuitenkaan ei voi olettaa, että säästäminen olisi eri aikoina samanikäisillä ihmisillä samankaltaista, sillä asenteet ja arvot muuttuvat ajan kuluessa.

Seuraavassa kotitalouksien säästämistä tarkastellaan erikseen varallisuustekijöiden, tulon ja tulo-odotusten, rahoitusmarkkinoiden vapautumisen, korko- ja verotustekijöiden sekä demografisten tekijöiden kannalta.

#### 4.1 Varallisuuden vaikutuksista kotitalouksien säästämiseen

Asuntojen, kiinteistöjen ja osakkeiden hintojen nousu on kasvattanut kotitalouksien varallisuuden arvoa nopeasti varsinkin 1980-luvulla. Luottomarkkinoiden vapautuminen on eittämättä vaikuttanut varallisuus-esineiden hintojen nopeaan nousuun, mahdollistanut luottorahoituksen käytön ja kysynnän lisääntymisen nopeasti kohteissa, joiden tarjonta

on lyhyen ajan kuluessa joustamatonta. Finanssikierro eli velkojen ja varallisuuden yhtäaikainen kasvattaminen sekä toisaalta verojärjestelmän epäneutraalius ovat myös saattaneet vaikuttaa hintojen nousuun. Verojärjestelmän epäneutraalius tarkoittaa mm. sitä, että pääomatulot ovat olleet lievemmin verotettuja kuin työtulot. Finanssikierroon motiivina ovat saattaneet olla myös hintojen nousuodotukset sekä verojärjestelmän epäneutraaliudesta johtuva veroarbitraasi. Veroarbitraasi tarkoittaa tässä tapauksessa sitä, että pankkilainojen korkomenot vähennetään verotuksessa samalla kun varat talletetaan verovapaalle tileille pankkeihin.

Kotitalouksien varallisuuden nimellisarvo kasvoi 1980-luvulla keskimäärin 16 prosenttia vuodessa (taulukko 1). Finanssivarallisuuden keskimääräinen vuosikasvu oli 18 prosenttia ja velkojen vuosikasvu 17 prosenttia. Kiinteän omaisuuden arvon nousulla ei välttämättä ole kovin suurta vaikutusta kulutus- tai säästämissäpäätöksiin, sillä kiinteän omaisuuden realisointi eli rahaksi muuttaminen on usein verrattain hidaskas prosessi. Sen sijaan finanssivarallisuus on likvidimpi eli helpommin ja nopeammin realisoitavissa ja tähän liittyvä ostovoima vastaavasti helpommin kohdistettavissa kulutukseen tai velkojen vähentämiseen tai muihin sijoituskohteisiin. Tehokkaasti toimivien pääomamarkkinoiden tapauksessa kiinteän omaisuuden ja finanssivarallisuuden erittelyllä ei ole merkitystä.

Pääomavoittoja ei tilastoja laadittaessa kirjata tuloksi eikä myöskään säästämiseksi. On kuitenkin ilmeistä, että pääomavoitoista aiheutuvan varallisuuden lisäyksen kotitaloudet ainakin jossain määrin rinnastavat säästämisestä syntyvään varallisuuteen. Näin ollen osakkeiden hinnannoususta vuosina 1987 - 1989 syntyneet pääomavoitot ovat saattaneet vähentää kotitalouksien tilastoitua säästämistä. Vastaavasti osakurssien laskiessa säästäminen voi lisääntyä.

TAULUKKO 1. KOTITALOUKSIEN VARALLISUUS 1980 - 1988<sup>1</sup>

	1980		1982		1984		1986		1988	
	mrd. mk	%	mrd. mk	%	mrd. mk	%	mrd. mk	%	mrd. mk	%
Asunnot	294	61.5	426	63.8	612	66.2	708	64.5	1040	66.5
Peltokiinteistöt	31	6.5	37	5.5	54	5.8	62	5.7	65	4.2
Metsäkiinteistöt	79	16.5	103	15.4	118	12.8	138	12.6	175	11.2
Osakkeet	4	0.8	7	1.0	14	1.5	19	1.7	42	2.7
Joukkovelkakirjat	5	1.0	9	1.3	15	1.6	25	2.3	38	2.4
Pankkitall. + raha	65	13.6	86	12.9	111	12.0	145	13.2	205	13.0
YHTEENSÄ	478	100.0	668	100.0	924	100.0	1097	100.0	1565	100.0
Finanssivarall.	74	15.5	102	15.3	140	15.2	189	17.2	285	18.2
VELAT	67	14.0	90	13.5	117	12.7	152	13.9	220	14.1
NETTOVARALLISUUS	411	86.0	578	86.5	807	87.3	945	86.1	1345	85.9

<sup>1</sup> Risto Herrala: Miksi säästämisaste laskee, VM:n keskustelualoitteita nro 18. Suomen Pankin rahoitustilinpito.

Arvot ovat vain suuntaa antavia, koska hinnat ovat epävarmoja. Taulukosta puuttuu kestokulutushyödykkeiden muodostama varallisuus, jonka kertaluokka esimerkiksi henkilöautojen osalta on 70 mrd. mk (rekisterissä 1.8 milj. henkilöautoa, keskimääräinen arvo 40 000 mk). Asuntojen ollessa kyseessä taulukossa on koko asuntokannan arvo.

Samanaikaisesti kotitalouksien varallisuuden arvon kanssa ovat myös kotitalouksien velat kasvaneet viime vuosina nopeasti varsinkin suhteessa tuloihin (taulukko 2 ja kuvio 4). Velkojen kasvu on läheisesti liittynyt rahoitusmarkkinoiden liberalisointiin ja innovaatioihin. Velkakannan kasvu johtuu sekä asuntoluottojen että kulutusluottojen lisääntymisestä. Asuntoluotto on useimpien kotitalouksien suurin velkaerä sekä Suomessa että useimmissa OECD-maissa. Aikaisemmin laaja asuntoluottojen säännöstely on lähes kokonaan kadonnut. Rahoitusmarkkinoiden liberalisointi sekä kilpailu rahoitusmarkkinoilla ovat vähentäneet aiemmin vaadittua ennakkosäästämistä, ja samalla myös kuoletussuunnitelmat ovat olennaisesti helpottuneet.

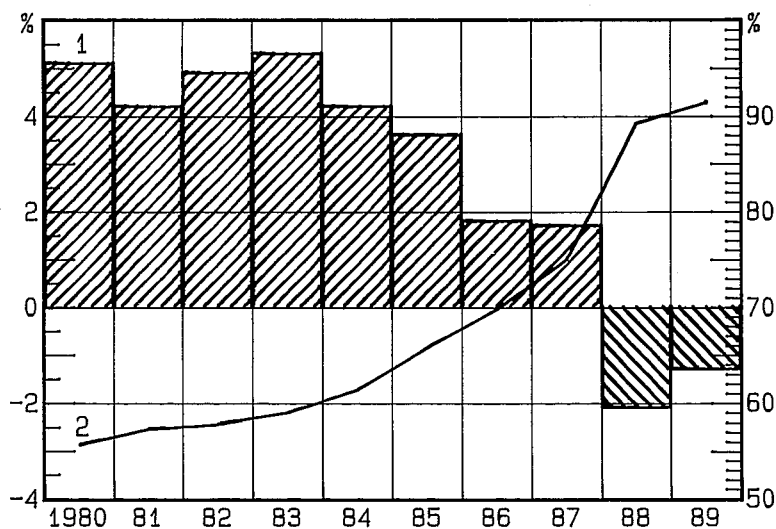
TAULUKKO 2. KOTITALOUKSIEN JA VOITTOA TAVOITTELEMATTOMIEN YHTEISÖJEN  
VELKA VUOSINA 1980 - 1988<sup>1</sup>, MRD. MK

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Asuntovelka	42.8	49.5	57.3	65.8	73.9	84.6	93.0	106.6	130.6
Muu velka	24.0	27.7	32.5	37.0	42.5	50.8	58.7	71.7	89.6
pankit.	20.8	23.8	28.2	32.1	36.7	43.8	50.8	61.9	78.9
muut rahoitusl.	2.1	2.7	3.0	3.5	4.3	5.3	6.2	7.8	8.5
valtio	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.7	2.0	2.2
YHTEENSÄ	66.8	77.2	89.7	102.8	116.5	135.4	151.7	178.3	220.2
kannan kasvu, %	15.5	15.6	16.2	14.5	13.3	16.2	12.0	17.5	23.5
luottovirran kasvu, %	3.7	16.4	19.9	4.3	5.7	37.1	-13.6	63.0	57.6

<sup>1</sup> Suomen Pankin rahoitustilinpito.

KUVIO 4. KOTITALOUKSIEN SÄÄSTÄMIS- JA VELKAANTUMISASTE  
(ML. VOITTOA TAVOITTELEMATTOMAT YHTEISÖT)

- 1 Säästämisen osuus käytettävissä olevista tuloista, %  
2 Velkojen osuus käytettävissä olevista tuloista, %





Kotimaisen rahoituksen tarjonta on suuntautunut entistä enemmän kotitalouksille, sillä yritykset ovat varsinkin viime vuosina siirtyneet merkittävästi ottamaan luottoja ulkomailta. Yritysten ulkomaisiin luottoihin ei vaadita enää Suomen Pankin erityislupaa. Sekä korkoero kotimaisen ja ulkomaisten korkojen välillä että luottamus markan ulkoiseen arvoon ovat näin ollen aikaansaaneet mittavaa pääomantuontia. Toisaalta Suomen Pankki on vähentänyt kotitalousluottojen säätelyä poistamalla asuntolainoihin liittyvän ennakkosäästövelvoitteen. Kotitalouksien luoton käyttöä on lisännyt myös se, että luottoehdot on räätälöity mahdollisimman hyvin vastaamaan luottoasiakkaan odotettavissa olevan maksukyvyyn kehitystä.

Kansantalouden tilinpidossa kotitalouksien asuntoluottojen kasvu ja säästämisasteen lasku liittyvät toisiinsa siten, että kotitalouden säästämisaste laskee välittömästi asunnon oston jälkeen. Säästämisaste nousee kuitenkin jälleen, kun korkomenot suhteessa pääoman kuoletuksiin vähenevät. Näin ollen on odotettavissa, että kotitalouksien säästämisaste tulee nousemaan asuntoluottojen kuoletusten lisääntyessä.

#### 4.2 Verojärjestelmät ja rahoitusmarkkinoiden liberalisointi

Verojärjestelmien säästämistä ja investointeja suuntaava vaikutus on tullut lisääntyvän kiinnostuksen kohteeksi. Periaatteessa verotus voidaan kohdistaa joko tuloihin tai menoihin. Kun verotus kohdistuu pääasiassa tuloihin, puhutaan tuloverojärjestelmästä ja kun verotus kohdistuu yksinomaan menoihin, puhutaan menoverojärjestelmästä. Tuloverojärjestelmän vallitessa pääomasijoitusten veron jälkeiset tuotot pienenevät niihin kohdistuvan verotuksen vaikutuksesta. Tämä luonnollisesti rankaisee säästämistä verrattuna kulutukseen, vaikka kulutukseen kohdistuvat huomattavat välilliset verot jossain määrin lieventävät tätä vaikutusta. Sitä, miten suuri vaikutus tuloverojärjestelmällä on säästämiseen, on vaikea arvioida, sillä missään maassa ei ole vielä sellaista järjestelmää, joka käsittelisi kaikkia tulolajeja yhtäläisellä tavalla, eikä missään maassa ole siirrytty menoverojärjestelmään, joka vapauttaisi säästämiseen ja pääomatulot kokonaan verotuksesta.

Monissa maissa verotusjärjestelmä tarjoaa säästämiskiihokkeita joillekin rahoitussäästämisen muodoille, erityisesti eläkesäästämiselle. On kuitenkin epäselvää, missä määrin tällaiset veroedut lisäävät kokonaisuusäästämistä ja missä määrin ne vain siirtävät säästämistä muista kohteista veroetuuksien piiriin.

Sijoitukset omistusasuntoihin saavat huomattavia verohelpotuksia useissa maissa. Näin on myös Suomessa. Veroedut kanavoituvat asuntoluottojen korkojen verovähennysoikeutena, asunnon myyntivoittojen verottomuutena sekä laskennallisen asuntotulon verottomuutena. OECD:n sihteeristön mukaan ainoastaan Kanadassa, Uudessa-Seelannissa ja Turkissa ei salli verohelpotuksia asuntoluottojen koroista.

Taloudellisen tehokkuuden kannalta korkomenojen verovähennysoikeus olisi oikeutettu, jos myös asuntoinvestoinneista koitua tulo olisi veronalaista. Kuitenkin pääomavoitot ja laskennallinen asuntotulo, jos niitä yleensä on verotettu lainkaan, ovat ainoastaan kevyesti verotettuja useimmissa maissa, kuten myös Suomessa. Omistusasumisen veroetuuksia on perusteltu sillä, että ne suosivat ensiasunnon ostajia. Tämä ei ole kuitenkaan itsestään selvää, sillä veroedut lisäävät kysyntää ja nostavat edelleen asuntojen sekä maan hintaa. Liialliset asuntoinvestoinnit johtavat tehottomuuteen myös siinä mielessä, että ne vähentävät yritysten tuotannollisiin investointeihin käytettävissä olevia varoja.

Kulutusluottojen korkojen verovähennysoikeus suosii selvästi velkarahoitteista kulutusta, joskin kulutuksen melko raskas verotus osin kompensoi tätä. Kulutusluottojen korot ovat verovähennyskelpoisia kuitenkin vain harvoissa OECD-maissa. Suomessa kulutus- ja sijoitusluottojen korot ovat vähennyskelpoisia tiettyyn ylärajaan saakka. Kulutus- ja asuntoluottojen erottaminen toisistaan on usein kuitenkin vaikeaa ja asuntoluottoja saatetaankin monesti käyttää osin kulutustavaroiden tai finanssisijoitusten hankkimiseen.

Pääomasijoitusten ja toisaalta lainapääoman veron jälkeiset efektiiviset korot ovat vaikeasti toisiinsa verrattavissa. Verojen lisäksi efektiiviseen tuottoon tai kustannuksiin vaikuttavat sijoituksen tai velan määrä

sekä velanottajan marginaaliveroaste. Koska sijoitukset ja velat ovat usein usean vuoden mittaisia, säästämisen- ja velkaantumispäätöksiin vaikuttavat odotukset inflaatiosta, tuloista ja veroista.

Suomessa finanssisijoitusten suhteelliset tuotot muuttuivat verouudistuksen ensimmäisen vaiheen yhteydessä tuntuvasti. Verottomien kohteiden tuotot pienenevät, ja tämän lisäksi verottomien, lähinnä valtion obligaatioiden tarjonta supistui. Pankit markkinoivat vuoden 1988 aikana huomattavasti 24 kk:n verottomia tilejä sillä perusteella, että tallettajat saavat verohyödyn peruskoron mukaisella korkotasolla vielä kaksi vuotta eteenpäin. Uuden, vuosina 1989 - 91 voimassa olevan lain mukaan verottomille 24 kk:n talletuksille maksettava korko sai olla enintään peruskorko vähennettynä 2 prosenttiyksiköllä. Tämä sekä pääomavoittojen verotuksen kiristämisen synnyttämät yrityskaupat vuoden 1988 lopulla johtivatkin siihen, että 24 kk:n talletukset kasvoivat räjähdysmäisesti. Vuoden 1989 lopulla korkoero pienennettiin yhteen prosenttiyksikköön, jotta verottomien 24 kk:n tilien suosio ei romahtais.

Pääomatulojen verotuksessa omaisuustulovähennys muuttui vuoden 1989 alussa melkoisesti. Nykyisen säännön mukaan kaikkien omaisuustulojen kokonaan veroton raja on 2 000 mk. Tämän yli menevältä osalta puolet lasketaan verotettavaan tuloon aina 18 000 mk saakka. Aiemmin vuokratulon vähennys oli 7 200 mk ja muiden omaisuustulojen vähennyksen yläraja 3 800 mk. Omaisuustulovähennyksen enimmäismäärä korotettiin 20 000 markkaan vuoden 1990 verotuksessa, mutta kokonaan vapaan omaisuustulon määrä pysyy edelleen 2 000 markkana.

Korkotulot saattavat vaikuttaa eräissä tapauksissa kansaneläkkeen suuruuteen, joten kokonaan veroton ja siksi ilmoitusvelvollisuudesta vapautettu talletustili voi näissä tapauksissa olla omaisuustulovähennyksestä huolimatta edullisempi kuin verollinen tili ja korkotulosta tehtävä vähennys. Yleensäkin vapautuminen ilmoitusvelvollisuudesta näyttää lisäävän verottomien tilien suosiota koron alhaisuudesta huolimatta.

Asuntoluottojen korkovähennys on vuonna 1990 enimmillään 29 000 mk ja muiden luottojen eli kulutus- ja sijoitusluottojen korkovähennys enin-

tään 10 000 mk. Korkomenojen omavastuu on 1 000 markkaa ja omavastuun ylittävältä osalta korkojen vähennyskelpoinen osuus on 85 %. Nykyisen omaisuustulojen verotuksen ja korkovähennyksen vuoksi omistusasunto on ollut erittäin kannattava sijoituskohde. Hyvätuloisten kannattaa lähes aina pitää asuntovelkaa ja parantaa asumistaan.

Verotuksen maksimikorkovähennysten tehneiden määrä on kasvanut nopeasti. Vuonna 1988 asuntoluottojen maksimivähennyksen teki 45 000 henkeä ja kulutusluottojen vastaavan vähennyksen lähes 79 000 henkeä (taulukko 3).

TAULUKKO 3. KORKOVÄHENNYKSIÄ TEHNEIDEN LUKUMÄÄRÄT VUOSINA 1980 - 1988

	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Vakinaisesta asunnosta vähennyksiä tehneet	579 047	617 306	653 136	687 928	675 687	691 783	717 931	745 440	798 654
siitä maksimiväh. tehneet	680	1 768	2 602	4 479	8 959	12 767	21 043	17 997	45 113
Muista lainoista korkoväh. tehneet	724 646	769 935	835 886	917 753	696 886	695 247	769 517	959 377	1 061 765
siitä maksimiväh. tehneet	2 503	6 245	8 286	13 094	11 453	30 365	28 038	46 720	79 051

Lähde: verohallitus

Korkojen verovähennysoikeus ei ole yleisesti ottaen uusi piirre verojärjestelmissä, mutta rahoitusmarkkinoiden vapautuminen on eliminoinut tai vähentänyt luotonsäännöstelyä siten, että kotitalouksien on ollut mahdollista hyötyä asuntojen tai kulutustavaroiden oston tuomista veroeduista enemmän kuin aikaisemmin ja sijoittaa nämä hankinnat elinkaaren aiempaan vaiheeseen. Myös muut tuloverotuksen vääristymät ovat lisänneet lainanottoa asuntojen ja kulutustavaroiden ostoihin.

Kaiken kaikkiaan luoton saatavuuden helpottuminen samanaikaisesti kun veroetudet ovat säilyneet ennallaan, on saattanut johtaa asuntotuo-  
tannon ylikuumenemiseen. Aluksi olemassa olevan asunto- ja muun varal-

lisuuden arvo on noussut, mikä on sekin osaltaan lisännyt asuntoinvestointien määrää. Asuntoinvestointien määrä kasvoikin vuonna 1988 yli 15 prosenttia Englannissa, Australiassa ja Suomessa, joissa rahoitusmarkkinoiden liberalisointi sekä verotuksen vääristymät ovat selvimminkin kytkeytyneet toisiinsa.

Kotitalouksien luotonoton lisääntyminen ja kotitalouksien säästämisasteen aleneminen ovat edelleen heijastuneet vaihtotaseeseen. Voidaankin sanoa, että rahoitusmarkkinoiden liberalisointi on pahentanut olemassa olevien vääristymien vaikutuksia ja johtanut tasapainottomuuksiin muualla talouselämässä. Tämä ei kuitenkaan merkitse sitä, että säännöstely pitäisi aloittaa uudelleen. Mieluummin on edettävä verouudistuksen tiellä ja sovitettava se yhteen rahoitusmarkkinoiden kehityksen kanssa.

#### 4.3 Väestörakenteen vaikutus kotitalouksien säästämiseen

Säästämisalttius vaihtelee iän mukana säästämisen elinkaarihypoteesin mukaisesti, ja näin ollen myös koko väestön ikäjakauma vaikuttaa säästämiseen. Tämän lisäksi myös sekä ruokakuntien määrällä että rakenteella on vaikutuksensa säästämiseen. Myös erot eri sukupolvien välisessä käyttäytymisessä voivat olla suuria. Sotien jälkeisten sukupolvien arvioidaankin kaikissa elämänvaiheissaan suuntautuvan enemmän kulutukseen kuin aikaisemmat säästämään tottuneet sukupolvet.

OECD:n suuria maita koskevan tutkimuksen mukaan väestön ikääntyminen on vähentänyt säästämistä. Samalla kun vanhusväestön osuus on kasvanut, tämän väestöryhmän taloudellinen asema on parantunut. Tämä on saattanut vähentää kokonaissäästämistä. On kuitenkin epäselvää, missä määrin pakollinen sosiaaliturva ja eläkesäästäminen vaikuttavat kulutuksen ajoitukseen ja siten säästämiseen. Toisten tutkijoiden mukaan tällä on selväkin vaikutus, kun taas toisten mukaan vaikutus on vähäinen. Joka tapauksessa on selvää, että ainakin Suomessa eläkeläiset säästävät paljon.

Jos muissa maissa suoritettujen tutkimusten tuloksia sovelletaan Suomen odotettavissa olevaan ikärakenteeseen, on demografisten tekijöiden

vaikutus yksityiseen säästämiseen jokseenkin vaatimaton seuraavien 20 vuoden aikana. Sen jälkeen voi tapahtua dramaattisiakin muutoksia. Tällaisiin mekaanisiin laskelmiin on kuitenkin syytä suhtautua varauksin.

Uusien asuntojen tarpeen väheneminen saattaa vaikuttaa säästämiseen myös Suomessa. Noin viidennes Suomen kotitalouksista asuu nykyisin perintönä saadussa asunnossa. Taloudellisen suunnittelukeskuksen laskelmien mukaan nykyisenä säilyvän rakennusvilkkauden ja kuolleisuuden vallitessa vuonna 2000 jo puolet ihmisistä voisi asua perintönä saamassaan asunnossa. Vuosituhannen vaihteessa asuntoja tarvitsevien ikäluokka on kuitenkin selvästi pienempi, joten asuinrakentaminen voisi 1990-luvulla supistua melkoisestikin demografisten syiden vuoksi. Toisaalta maan sisäinen muuttoliike, tulojen kasvu ja asuntokustannusten kehittyminen voivat kuitenkin vaikuttaa tähän lopputulemaan. Lisäksi ei voida olla varmoja, että asuntosäästämissä väheneminen mahdollistaisi rahoitussäästämisen lisääntymisen, sillä osa asuntorahoituksesta on edellyttänyt pakkosäästämistä.

#### 4.4 Korkojen vaikutuksesta säästämiseen

Rahoitusmarkkinoiden liberalisointi on saanut aikaan sen, että korkojen muutoksilla on entistä suurempi rooli kansantalouden kokonaiskysynnän ja -tarjonnan tasapainottamisessa. Teoreettisesti ei voida kuitenkaan aina suoraan päätellä, kuinka korot vaikuttavat säästämiseen. Tämä johtuu siitä, että koron muutoksella on sekä tulo- että substituutiovaikutus. Tulovaikutus syntyy siitä, että korkeammat korot lisäävät korkotuloja, ja tulojen kasvu puolestaan lisää sekä kulutusta että säästämistä. Substituutiovaikutus puolestaan tarkoittaa sitä, että korkeamman koron vaikutuksesta kulutusta vähennetään ja säästämistä lisätään.

Koron muutosten vaikutuksia säästämiseen on tutkittu paljon ja melko monissa tutkimuksissa koron noston säästämistä lisäävälle vaikutukselle on myös saatu vahvistusta. Taulukossa 4 on esitetty laskelmia siitä, miten korkojen yhden prosenttiyksikön noston tulovaikutus kohdistuisi kansantalouden eri sektoreihin. Laskelmista havaitaan, että koti-

talouksien tulot lisääntyvät huomattavassa määrin ja varsinkin, jos otetaan verovähennysten vaikutus huomioon. Yritysten korkomenot lisääntyvät myös huomattavasti. Valtio kärsii menetettyinä verotuloina, ja pankit voittavat jonkin verran koron nostosta.

TAULUKKO 4. KORON YHDEN PROSENTTIYKSIKÖN NOSTON VAIKUTUS ERI SEKTOREIDEN KORKOTULOIHIN JA -MENOIHIN VUONNA 1987

	Korko- tulot mrd. mk	Korko- menot mrd. mk	Verotuksen muutos <sup>1</sup> mrd. mk	Nettokorko- tulot mrd. mk
Kotitaloudet	2.8	2.2	+1.1	1.7
Yritykset	2.1	4.3		-2.2
Valtio ja kunnat	0.7	0.7	-1.1	-1.2
Pankit	3.4	3.8		-0.4
Muut rahoituslait.	1.7	0.6		1.1
Suomen Pankki ja ulkomaat	1.9	0.9		1.0
Yhteensä	12.5	12.6	0	0

<sup>1</sup> 50 prosentin marginaalivero

Lähde: Suomen Pankin rahoitustilinpito

Kotitalouksien tulojen lisääntyminen koron noston johdosta lisää kotitalouksien säästämistä myös siitä syystä, että korkotuloja saavien säästämisaste on yleensä suurempi kuin korkoja maksavien. Suomen Pankkiyhdistyksen kyselyn mukaan säästämisalttius korkotuloista on 50 - 60 prosentin välillä, kun puolestaan säästämisaste palkkatuloista on 20 prosentin tuntumassa.

## 5 RAHOITUSLAITOSTEN SÄÄSTÄMINEN

Rahoituslaitosten säästämistä yli puolet koostuu pakollisesta eläkesäästämisestä. Eläkevakuutusrahastot ovat pääosin yksityisessä omistuksessa ja lainaavat eläkemaksuja suorittaville yrityksille takaisin yli puolet saamistaan maksuista. Takaisinlainauksen korko on edullisempi kuin markkinoilla vallitseva korko. Loput työeläkerahastoista investoidaan muiksi lainoiksi.

Takaisinlainausjärjestelmä ei ole myönteinen ilmiö rahoitusmarkkinoiden kehittämisen kannalta, koska se sitoo suuren osan pitkäaikaiseen markkinaehtoiseen rahoitukseen käytettävissä olevista varoista. Takaisinlainausjärjestelmä saattaa vinouttaa myös tuotantoresurssien kohdentumista.

Rahoituslaitosten säästäminen pitää sisällään myös julkisen sosiaalivakuutusjärjestelmän säästämisen. Tämän vaikutus kokonaissäästämiseen on kuitenkin häviävän pieni, sillä Kansaneläkelaitokseen ja muihin julkisiin rahastoihin kertyneet sosiaalivakuutusmaksut palautetaan suurimmaksi osaksi heti takaisin sosiaalivakuusetuuksina ja eläkkeinä. Vaikka julkisen sektorin osuus rahoituslaitosten säästämisestä on pieni, valtio kuitenkin vaikuttaa ratkaisevasti rahoituslaitosten säästämiseen määräämällä pakollisen eläke- ja sairausvakuutusmaksun suuruuden.

Julkisen eläkejärjestelmän ja yleensä koko sosiaaliturvan vaikutusta kotitalouksien säästämiseen on tutkittu runsaasti. Elinkaarihypoteesin perusteella kuluttaminen ja säästäminen riippuvat lähinnä elinkaaritulosta. Näin ollen eläkejärjestelmä vaikuttaa säästämiseen vain, mikäli se vaikuttaa elinkaarituloon. Tämä riippuu taas eläkejärjestelmän luonteesta. Jos tietty sukupolvi odottaa saavansa eläkkeenä enemmän kuin se maksaa eläkemaksuja, sen kulutus todennäköisesti kasvaa. Kulutuksen kasvu riippuu kuitenkin mm. pääomamarkkinoiden toiminnasta. Suomen tilanteesta tehdyt laskelmat osoittavat, että tietyillä oletuksilla palkansaajat hyötyvät jossain määrin nykyisestä eläkejärjestelmästä, toisin sanoen heidän elinkaarivarallisuutensa nykyarvo kasvaa. Vaikutus on kuitenkin varsin lievä.

Suomessa on eri sektoreilla omat työeläkejärjestelynsä. Lisäksi Suomessa on kaikille kuuluva kansaneläke, jonka rahoitukseen osallistuvat palkansaajat, työnantajat ja valtio. Työeläkkeiden rahoitus ja osittainen rahastointi on yksityisen sektorin työeläkejärjestelmässä työnantajien vastuulla. Kunnallissektorilla siirryttiin osittain rahastoiivaan järjestelmään vuoden 1989 alusta. Myös valtion eläkemenoihin tullaan varautumaan eläkemaksujen rahastoinnilla. Suurin osa valtion eläkkeistä kuitenkin rahoitetaan edelleen suoraan veroilla.



Perinteisesti julkisen sektorin eläketurva on ollut laaja ja hyvä-tasoinen. Sen sijaan yksityisen sektorin eläketurva ei aluksi vastannut julkisen sektorin eläketurvaa, mutta uudistusten jälkeen myös sen eläketurvaa on pidettävä hyvänä. Yksityisessä työeläkejärjestelmässä täysi eläke on 60 prosenttia viimeisten neljän työvuoden kahden keskimäisen vuoden ansioista. Lisäksi voimassa olevat eläkkeet on indeksisuojustu siten, että puolet eläkkeiden määrän nostosta aiheutuu hintojen muutoksesta ja puolet palkansaajien reaaliensioiden muutoksesta. Mikäli hinnat eivät nousisi lainkaan, eläkkeet kohoaisivat tällöin puolella palkansaajien ansioiden noususta.

Suomessa noin yhteen viidesosaan tulevista eläkkeistä on varauduttu rahastoinnilla. Rahoituslaitosten säästäminen eli lähinnä työeläkejärjestelmän kautta tapahtunut säästäminen on tasaisesti lisääntynyt (kuvio 3). Ajan mittaan tämä on ehkä saattanut hieman vähentää kotitalouksien säästämistä, mutta jo kuvionkin (3) perusteella on selvää, että viimeaikainen kotitalouksien säästämistason lasku ei ole selitettävissä rahoituslaitosten tai työeläkejärjestelmän säästämisen muutoksella.

## 6 YRITYSTEN SÄÄSTÄMINEN

Yritysten bruttosäästäminen (poistot luetaan säästämiseksi) muodostaa huomattavan osan investointien rahoituksesta, useimmissa maissa noin puolet yksityisestä säästämisestä. Määritelmällisesti yritysten säästäminen tarkoittaa samaa kuin niiden jakamattomat voitot. Yritysten säästäminen on yleensä noudattanut suhdannekehityksen mukaista aalto- liikettä.

Jakamattomien voittojen osuus yritysten toiminnallisesta tuloksesta on Suomessa verrattain suuri ehkä osin siitä syystä, että osinkotuloihin on kohdistunut kaksinkertainen verotus. Tämä kuitenkin loppui vuonna 1990, kun ns. *avoir fiscal* -järjestelmä tuli voimaan. Toisaalta yritykset ovat aikaisemminkin voineet käyttää hyväkseen osingonjakovähennystä henkilökohtaisessa verotuksessa. Myös etupainotteiset poisto-oikeudet suosivat jakamattomia voittoja.

Yritysten kannattavuus ja säästäminen heikkenivät huomattavasti ensimmäisen öljykriisin jälkeen 1970-luvun jälkipuoliskolla. Yritysten kannattavuutta suosiva eli ns. tarjonnan talouspolitiikka 1970-luvun lopulla palautti yritysten säästämisen sellaiseksi kuin se on ollut koko 1980-luvun ajan. Suhteessa bruttokansantuotteeseen yritysten säästäminen on nyt kuitenkin vähäisempää kuin 1960-luvulla ja 1970-luvun alussa.

Rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnilla ei ole todennäköisesti ollut kovin suurta vaikutusta suurimpien teollisuusyritysten investointeihin, sillä kotimainen rahoitusmarkkinajärjestelmä on suosinut yritysten investointien rahoittamista myös säännöstelykauden vallitessa ja yritykset ovat voineet turvautua ulkomaiseen rahoitukseen. Pienyritysten sekä suljetun sektorin investointeihin pääomantuonnin vapauttaminen on sen sijaan vaikuttanut. Vaikka rahoitusmarkkinoiden liberalisointi on johtanut kotimaisten korkojen nousuun, yritykset ovat hyötäneet samanaikaisesta pääomanliikkeiden vapauttamisesta ja pystyneet rahoittamaan investointinsa halvemalla ulkomaisella pääomalla. Lisäksi osakemarkkinoiden vilkastuminen on saanut aikaan sen, että yritykset ovat voineet rahoittaa enenevässä määrin investointejaan verraten edullisesti uusien osake-emissioiden kautta. Yritysten voitot kasvoivat parin viime vuoden korkeasuhdanteen aikana, mutta jatkossa yritykset eivät todennäköisesti tule paljon helpottamaan kansantalouden rahoitustasapainoa, sillä odotettavissa olevan suhdannetaantumana aikana myös yritysten voitot pienenevät.

## 7 JULKISEN SEKTORIN SÄÄSTÄMINEN

Julkisen sektorin säästäminen on muuttunut parina viime vuosikymmenenä eniten. Julkisen sektorin bruttosäästäminen oli 1960-luvulla enemmän kuin 5 prosenttia bruttokansantuotteesta eli lähes neljännes koko kansantalouden bruttosäästämisestä sellaisissa maissa kuin Japanissa, Länsi-Saksassa, Itävallassa, Norjassa ja Suomessa. Ensimmäisen öljykriisin jälkeen 1970-luvun alkupuolella julkisen sektorin säästäminen väheni kansantalouden aktiviteetin hidastuessa, mutta julkiset menot jatkoivat kasvuaan osin lukkoonlyötyjen sosiaalimenojen lisäysten

vuoksi. Myös elvyttävällä talouspolitiikalla ja julkisten menojen lisäyksellä pyrittiin monissa maissa lieventämään ensimmäisen öljykriisin vaikutuksia.

Julkisen velan kasvu ja korkeat korot lisäsivät edelleen 1980-luvulla julkisten menojen kasvua monissa maissa. Samanaikaisesti pyrittiin kuitenkin julkisen velan kasvun rajoittamiseen. Näin on tapahtunut mm. Länsi-Saksassa ja Ruotsissa. Myös Suomessa on viime aikoina pyritty julkisen sektorin rahoitusylijäämän kasvattamiseen sekä kotitalouksien säästämisen vähenemisen korvaamiseksi että korkeasuhdanteen hillitsemiseksi. Pääasiallisesti tämä on kuitenkin tapahtunut ns. automaattisten stabilisaattorien ansiosta: julkiset menot on pidetty ennallaan, mutta verotulot ovat kasvaneet kansantalouden kasvun mukana, kun veroasteikot on pidetty ennallaan. Jossain määrin on pyritty myös harkinnanvaraisin toimin lisäämään julkisen sektorin säästämistä.

Julkisen sektorin säästämisen suora vaikutus yksityiseen säästämiseen on epäselvä. Julkinen sektori vaikuttaa yksityisen sektorin säästämissä päätöksiin lähinnä verotuksen välityksellä. Julkisen velan ns. neutraalisuushypoteesin mukaan julkisen velan kasvattaminen nähdään tulevien veromenojen lisäyksenä. Tämän näkemyksen mukaan ei ole merkitystä sillä, rahoitetaanko julkiset menot veroilla vai velkarahoituksella; rahoitustavan valinta ei vaikuta korkoihin tahi yksityisen sektorin säästämis- ja investointipäätöksiin. Kansainvälisissä empiirisissä tutkimuksissa on havaittu, että Yhdysvalloissa ja Kanadassa julkisen ja yksityisen sektorin säästämiset riippuvat jossain määrin toisistaan, ei kuitenkaan velan neutraalisuushypoteesin edellyttämällä tavalla. Sen sijaan Belgiassa ja Italiassa, joissa julkinen velka on erittäin suuri, velan neutraalisuushypoteesille on saatu jonkin verran näyttöä. Tanskassa ja Englannissa vaihtotase ei ole kuitenkaan reagoinut valtiontalouden kiristystoimiin.

Näyttää siltä, että julkisen säästämisen lisäys olisi vähentänyt kotitalouksien säästämistä (kuvio 3). Tämän perusteella ei voida kuitenkaan väittää, että velan neutraalisuushypoteesi pätsisi Suomessa, sillä julkisen säästämisen kasvu on nähtävä lähinnä automaattisten stabilisaattorien ansioksi. Kotitalouksien säästämisen väheneminen on johta-

nut kansantalouden tulojen ja edelleen julkisen sektorin verotulojen kasvuun, joten syy-seuraussuhde on ainakin osittain päinvastainen, eli kotitalouksien rahoitustasapaino on vaikuttanut julkisen sektorin rahoitustasapainoon.

## 8 YHTEENVETO

Kansantalouden rahoitustasapaino on viime vuosina selvästi heikentynyt. Sektoreittaisen tarkastelun mukaan tämä on näkynyt nimenomaan kotitalouksien säästämisen vähenemisenä ja investointien eli lähinnä asuntoinvestointien kasvuna. Julkisen sektorin rahoitussäästämisen lisääntyminen on vain pieneltä osin kompensoinut yksityisen sektorin velkaantumista.

Kotitalouksien rahoitussäästäminen on vähentynyt monen tekijän yhteisvaikutuksesta. Viime vuosien korkeasuhdanteen luomat tulo-odotukset ja väestörakenteen muutokset lienevät kuitenkin voimakkaimmin vaikuttaneita tekijöitä. Rahoitusmarkkinoiden liberalisointi näyttää vaikuttaneen kotitalouksien säästämisen ainakin väliaikaiseen vähenemiseen ja investointien lisääntymiseen. Luottojen saatavuus on korkosäätelyn purkamisen myötä helpottunut samanaikaisesti kun veroetuudet, lähinnä korkojen verovähennysoikeus, ovat säilyneet ennallaan.

Yrityssektorissa rahoitusmarkkinoiden ja pääomanliikkeiden vapauttaminen on ennen kaikkea merkinnyt ulkomailta otettujen luottojen osuuden kasvua yritysten kaikista luotoista. Pääomanliikkeiden vapauttamisella on mitä todennäköisimmin ollut vaikutusta pienten ja keskisuurten yritysten investointeihin. Kotimaisten tai ulkomaisten luottojen saatavuus ei aikaisemminkaan ole ollut ongelma suurille yrityksille.

Kansantalouden rahoitustasapainon voidaan odottaa asteittain kohen-tuvan, kun taloudenpitäjät ovat sopeuttaneet investointinsa ja säästä-misensä uusiin markkinaehtoisiin oloihin ja verotuksen aiheuttamia vääristymiä on vähennetty. Tämä edellyttää myös, ettei julkisen sekto-rin tuloylijäämien anneta vastaavassa määrin supistua.

## KIRJALLISUUS

AALTO, E. (1989) Korkvähennys henkilöverotuksessa, Työväen taloudellinen tutkimuslaitos, Katsaus nro 4/1989, s. 63 - 70.

ALHO, K., GRÖNLUND, P., KUKKONEN, P., PARMANNE, P. ja PUUMANEN, K., puheenvuorot (1989) Vaihtotasevajaus - millä lääkkeellä tasapainoon? Vaihtotaseen taustat, Unitas nro 3/1989, s. 79 - 98.

DEAN, A., DURAND, M., FALLON, J. and HOELLER, P. (1989) Saving Trends and Behaviour in OECD Countries, OECD, Department of Economics and Statistics, Working Papers No. 67.

KOSONEN, K. (1989) Saving and Economic Growth from a Nordic Perspective, Työväen taloudellinen tutkimuslaitos, Tutkimuslauseita 88.

KOSTIAINEN, S. (1989) Kotitaloudetko uhkana vaihtotaseen tasapainolle? Työväen taloudellinen tutkimuslaitos, Katsaus nro 4/1989, s. 52 - 62.

KOSTIAINEN, S. (1989) Saving in Finland: Trends, Problems and Prospects, Bank of Finland Monthly Bulletin No. 9/1989.

LEHMUSAAARI, O-P. (1989) Rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn purkaminen ja säästäminen Pohjoismaissa, KOP Taloudellinen katsaus nro 3/1989, s. 11 - 20.

SMITH, R.S. (1990) Factors Affecting Saving, Policy Tools, and Tax Reform: A Review, IMF Staff Papers Vol. 37, No. 1, March 1990, s. 1 - 70.

Säästämistyöryhmän väliraportti (1989) Työryhmämuistio 1989: VM18.

Säästämistyöryhmän loppuraportti (1990) Kotitalouksien säästämisen rakenne ja siihen vaikuttavat tekijät, 1990: VM5.

## SUMMARY

## THE DEVELOPMENT OF THE FINANCIAL MARKETS IN FINLAND IN THE 1980S

by Jaana Rantama, Vesa Vihriälä and Timo Hämäläinen

Pressures for change towards a more market-oriented system began to emerge in the financial markets in Finland at the end of the 1970s. The process which got under way then is still continuing - only now has the integration of national financial markets in Europe started in earnest. Hence, the 1980s became a decade of change both in Finland and in many other countries.

This publication examines the changes which have taken place so far in the Finnish financial markets. They are viewed from three, complementing angles: Jaana Rantama examines the financial markets from the point of view of their functioning, Vesa Vihriälä from the point of view of the different institutions operating in them and the various market segments and Timo Hämäläinen from the point of view of saving. All three authors are research officers at the Bank of Finland.

The article by Jaana Rantama describes the increase in the supply of financial instruments and in the role of market rates of interest. She concludes by assessing the pressures for change in financial institutions.

The first changes took place in the market for short-term funds, i.e. the money market. Even though a money market proper did not emerge in Finland until 1987, a decade of evolution preceded it. The initial spur to the emergence of the money market was provided by the acceleration in inflation during the 1970s, which together with low bank deposit rates resulted in real deposit rates which were clearly negative. Hence, companies sought more productive investment outlets for their cash funds. This coincided with a large, unsatisfied demand for credit. Initially, a 'grey market' sprung up between companies, but before long banks began to intermediate this finance, which was outside the scope of regulation, through their trust departments and finance companies owned by them.

After some initial hesitation, the Bank of Finland adopted the goal of step-by-step deregulation of the financial markets. Lending rate controls

were removed in 1983-1986, and the Bank of Finland began to replace its administrative instruments of monetary control with market-oriented instruments. In 1987, open market operations were introduced as an instrument of monetary policy.

The Bank of Finland began the deregulation of capital movements in 1980 by liberalizing the forward market. Banks were permitted to use foreign credit or deposits to cover their forward purchases and sales. As a result, domestic money market rates became more dependent on foreign interest rates, thereby providing a strong impetus to the development of the domestic money market.

Short-term trade-related capital movements had already been relatively free for a long time. In the late 1980s, long-term foreign borrowing was gradually deregulated. Previously, the prior approval of the Bank of Finland had been necessary for raising foreign long-term credit, though as a rule, this was not a problem for large industrial companies.

Among the most important liberalization decisions in recent times have been the lifting of the ban on the sale abroad of markka bonds of over one year's maturity with effect from February 1, 1990, and the removal of the controls on foreign investment by households as from July 1, 1990. The major remaining restrictions concern short-term, non-commercial capital movements and foreign borrowing by households.

Up until the 1980s, the securities market in Finland was underdeveloped. Tax-exempt bonds issued by the government and mortgage banks dominated the market. There were few share issues and the performance of companies was poorly reflected in share prices.

The share market expanded and developed rapidly during the 1980s. Contributing to this was the favourable performance of the economy throughout the decade. Measures taken by the Government also supported investment in shares. Improved opportunities for loan financing were probably a factor adding to demand during periods of rising share prices. The application of new technology has also promoted trade in shares. At the close of the decade, the Helsinki Stock Exchange introduced an

automatic trading and information system (the Helsinki Stock Exchange Automated Trading and Information Systems).

Foreign investors became interested in Finnish shares in the early 1980s. Finnish share prices were quoted abroad for the first time in 1982.

Derivative market operations got under way in Finland in 1987. Since the stock options and futures markets provide a means of risk management, they can be expected to promote the development of the stock market in the longer term.

One of the major developments in the Finnish financial markets in recent times has been securitization. The proportion of marketable instruments in total financial assets has increased. Companies are issuing more and more bonds and commercial paper. Even though the bond market in Finland grew markedly in the 1980s, it is still modest and underdeveloped in comparison with bond markets in many other countries. In addition, the secondary market for bonds in Finland is still very small. A large part of bond issues consists of private placements, for which there is no secondary market.

A salient feature of the changes is that the role of interest rates as a factor balancing the supply for and demand of finance has been enhanced. For companies and households, this has meant improved access to credit and more lending and investment opportunities. The share of credit granted at market-related interest rates has increased. Previously, almost all bank loans were linked to the Bank of Finland's base rate. Market rates are now also beginning to be applied to tax-exempt deposits by the public.

In addition to deregulation of interest rates and capital movements, competition has sharpened in Finland with the entry of new participants in the financial markets. The entry of foreign-owned banks in 1982 led to stiffer competition in the foreign exchange and money markets. Companies have increased their transactions in the financial markets and insurance companies have started to compete with banks for household



savings. The entry of new participants in the financial markets and the development of the securities market have not, however, undermined the banks' position as financial intermediators. Banks still provide the public with the major part of its financing.

The integration of the financial markets in Europe will lead to even fiercer competition. The Finnish banks, which have dense branch networks and high operating costs, will have to continue to adapt to the new conditions.

The article by Vesa Vihriälä analyzes financial intermediation and, in particular, the role of financial institutions (banks) in financial intermediation in Finland in comparison with some other countries. To start with, however, the author introduces a few basic concepts pertaining to the financial markets. The article is part of a more comprehensive study published in Finnish only in the Bank of Finland's Discussion Papers series in autumn 1989 and including a survey of recent literature on financial institutions.

The financial sector accounts for only a relatively small - though not insubstantial - part of GDP both in Finland and in other countries. Although small measured in this way, the financial markets channel considerable amounts of finance from one economic unit to another in relation to total output or capital formation. The financial markets in Finland have expanded rapidly (i.e. the total amount of financial assets has grown in relation to the size of the economy) over the past twenty-five years. Growth has been particularly rapid during the past ten years. Nevertheless, the Finnish financial markets have not yet reached the size of those in the largest industrial countries.

Financial intermediaries - financial institutions, in particular - channel the bulk of finance between economic units in all the countries considered. However, the importance of finance intermediated through the securities markets grew markedly in the 1980s and especially in the last few years of the decade. In a broad sense, securitization takes many different forms. An essential element of it is, however, the fact that financial intermediaries resort to the securities markets as a source of

finance and an investment outlet to a greater extent than before. An example of this is the growth of unit trusts in a number of countries.

Among the financial institutions, the deposit banks play a key role in financial intermediation. Over the past fifteen years, however, the banks' share in financial intermediation has been diminishing both in Finland and elsewhere. A typical feature of banking in Finland is large unit size; in other words, a relatively small number of banks account for the bulk of total financial intermediation.

Although securities nowadays play a more important role in financial institutions' funding and investment, the major part of financial institutions' funding, and that of banks in particular, takes the form of fixed-rate deposits while the major part of their investment is in the form of non-negotiable loans. These are the dominant features particularly where banks' operations are concerned. On the other hand, only a relatively small proportion of deposits are such that depositors can use them for payment purposes. The majority are long-term fixed-rate deposits. Notwithstanding this, an essential feature of financial intermediation by banks is maturity transformation. In other words, banks' assets are of noticeably longer maturity than their liabilities.

The tendency noted above for financial institutions to rely increasingly on securities as financial instruments has of course reduced the share of non-negotiable loans and of deposits in financial institutions' balance sheets. In banks' funding, deposits have partly been replaced by CDs (certificates of deposit). In addition to securitization, financial institutions have accrued increasingly more off-balance sheet commitments which in many respects are comparable with on-balance sheet obligations.

The section dealing with financial market concepts notes that financial intermediation by unit trusts is, in a sense, an intermediate form between securities financing and financing by financial institutions: only negotiable assets are used as instruments, but unit trusts create assets of their own with properties different from those of the individual securities underlying their claims. The operation of unit trusts presupposes the existence of a securities market and so do they

not offer a genuine alternative to securities financing in the same way as financial institutions do.

The article by Timo Hämäläinen considers how developments in the financial markets and changes in taxation may have caused saving to decrease and investment to increase, thus narrowing the difference between them, i.e. financial saving. It also examines other factors which may have been responsible for changes in saving, investment and the structure of investment.

The approach used is a sectoral analysis. Households occupy a central position in financial saving and, thus the analysis focusses on this sector. The other sectors are the corporate sector, the public sector, and financial institutions, comprising banks, other financial institutions and the Bank of Finland.

The financial balance of the economy has weakened markedly in recent years. According to the sectoral analysis, this is evident above all in a fall in household saving in relation to income and a rise in household investment, mainly housing investment, in relation to income. The increase in financial saving by the public sector has offset the higher indebtedness of the private sector to only a small extent.

The fall in financial saving by households is the result of many factors. The most important are, however, probably the income expectations created by the cyclical upswing of the past few years and changes in the population structure. Deregulation of financial markets seems to have given rise to at least a temporary fall in household saving in relation to income and an increase in investment in relation to income. With the relaxation of interest rate controls, credit has become more readily available at the same time as tax benefits, primarily the tax deductibility of interest expenses, have remained unchanged.

In the corporate sector, the main effect of deregulation of financial markets and capital movements has been an increase in the share of foreign credit in companies' total borrowing. The liberalization of capital movements has, most likely, affected investment by small and

medium-sized companies. The availability of domestic or foreign credit has never been a problem for large companies.

The financial balance of the economy can be expected to gradually improve as economic agents adjust their investment and saving to the new market-orientated conditions and the distortions caused by taxation are reduced. This also requires that financial surpluses in the public sector are allowed to a corresponding degree.

SUOMEN PANKIN JULKAISUJA

Sarja A (ISSN 0355-6034)

- (1 - 35. Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, "Taloudellisia selvityksiä", artikkelikokoelmia vuosilta 1942 - 1972, suomeksi ja ruotsiksi, ISSN 0081-9514)
36. TUOMAS SUKSELAINEN Finnish Export Performance in 1961 - 1972. A Constant-Market-Shares Approach. 1974. 74 s. (ISBN 951-686-018-4)
  37. SIRKKA HÄMÄLÄINEN Palkansaajatalouksien säästämisestä. Suomen Pankin säästämistiedustelu vuodelta 1969. 1974. 53 s. (ISBN 951-686-020-6)
  38. HEIKKI KOSKENKYLÄ - ILMO PYYHTIÄ Energiavaltaisuus investointikriteerinä. 1974. 52 s. (ISBN 951-686-021-4)
  39. HEIKKI KOSKENKYLÄ - ILMO PYYHTIÄ Pääomakerroin, työn tuottavuus ja työpaikan hinta Suomen teollisuudessa vuosina 1960 - 1973. 1975. 71 s. (ISBN 951-686-025-7)
  40. ALPO WILLMAN Suhdanneherkkyys, omavaraisuus ja ympäristövaikutusten kriteeri investointikriteereinä. (Lisälukuna J.P. CUNNINGHAM Energy-intensity as an Investment Criterion.) 1975. 89 s. (ISBN 951-686-026-5)
  41. REINO AIRIKKALA - TUOMAS SUKSELAINEN (toim.) Suomen maksutaseen kehityslinjat vuosina 1950 - 1974. 1976. 120 s. (ISBN 951-686-027-3)
  42. HEIKKI KOSKENKYLÄ - ILMO PYYHTIÄ Kokonaistaloudellisten ja liiketaloudellisten investointikriteerien merkitys kasvu- ja rakennepolitiikassa. 1976. 67 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-034-6)
  43. TAPIO PEURA Suomen ulkomaankaupan hinnat vuosina 1950 - 1974. 1977. 87 s. (ISBN 951-686-037-0)
  44. TERHI KIVILAHTI Suomen kaupasta ja maksujärjestelmästä muiden itäryhmän maiden kuin SNTL:n kanssa. 1977. 126 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-038-9)
  45. SIMO LAHTINEN Tuotanto, työ ja energia Suomen teollisuudessa vuosina 1900 - 1975. 1977. 78 s. (ISBN 951-686-040-0)
  46. Koroista ja korkopolitiikasta Suomessa (RALF PAULI Suomen korkojärjestelmän pääpiirteet ja korkopolitiikka vuosina 1960 - 1975; OLAVI RANTALA Korkotaso ja korkorakenne Suomessa vuosina 1960 - 1975; JORMA HIETALAHTI Teollisuuden korkomenot ja velkojen korkotaso vuosina 1960 - 1973). 1978. 77 s. (ISBN 951-686-041-9)
  47. JARMO PESOLA - TIMO TYRVÄINEN Palveluelinkeinojen investoinnit vuosina 1953 - 1975. 1978. 107 s. (ISBN 951-686-047-8)

48. HEIKKI KOSKENKYLÄ - KARI PEKONEN Työttömyys ja tuotannon rakenne Suomen kansantaloudessa. 1979. 122 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-051-6)
49. INKERI HIRVENSALO Suomen ja SNTL:n välinen clearingmaksujärjestelmä. 1979. 125 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-053-2)
50. TAPIO PEURA Teollisuuden kansainvälinen kilpailukyky. 1979. 128 s. (ISBN 951-686-055-9)
51. ALPO WILLMAN Julkiset menot vuosina 1950 - 1977. Kasvu- ja rakennepoliittinen tarkastelu. 1980. 125 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-062-1)
52. HANNU HALTTUNEN - JUHANI HIRVONEN - HEIKKI KOSKENKYLÄ - ALPO WILLMAN Yhteenvedo Ruotsin kansantalouden pitkän aikavälin näkymistä tehdyistä selvityksistä. 1981. 165 s. (ISBN 951-686-065-6)
53. TOM NORDMAN Vientä koskevat erityisjärjestelyt Suomessa. 1981. 181 s. (ISBN 951-686-070-2)
54. JUHANI LAURILA Ulkomaiset pääomanliikkeet 1970-luvulla. 1982. 117 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-078-8)
55. KAARLO V. JÄNNÄRI Euroopan valuuttajärjestelmä. 1983. 54 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-084-2)
56. JORMA HIETALAHTI Pitkäaikaisten ulkomaisten rahoituslainojen kustannuskehitys 1970 - 1981. 1984. 69 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-089-3)
57. EERO LEHTO Korot ja korkojärjestelmä Suomessa. 1984. 64 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-090-7)
58. JUKKA PEKKARINEN - TAPIO PEURA Hintakilpailukyyn käsite ja mittaaminen. 1984. 74 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-099-0)
59. VESA VIHRIÄLÄ Alueellinen rahapolitiikka. Kokemuksia alueellisesta rahapolitiikasta Norjassa ja näkökohtia sen toteuttamisesta Suomessa. 1985. 62 s. (ISBN 951-686-102-4)
60. KERSTIN HEINONEN Systemet med särskilda dragningsrätter - dess utveckling, egenskaper och framtid. 1985. 65 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-112-1)
61. Koron vaikutuksista kansantaloudessa (SIXTEN KORKMAN Rahoitusmarkkinoiden muutokset, korko ja investointikehitys; HEIKKI KOSKENKYLÄ - PAAVO PEISA Koron ja muiden rahoitustekijöiden vaikutukset investointeihin: katsaus Suomessa tehtyyn tutkimukseen; PENTTI PIKKARAINEN - JUHA TARKKA - ALPO WILLMAN Korkojen kokonaistaloudellisista vaikutuksista BOF3-mallin mukaan) 1985. 110 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-113-X)

62. ALEXANDER K. SWOBODA Ongoing Changes in Finnish Financial Markets and Their Implications for Central Bank Policy/  
Suomen rahoitusmarkkinoiden muutokset ja niiden vaikutukset  
keskuspankkipolitiikkaan. 1986. 57 p./s. (ISBN 951-686-117-2)
63. VEIKKO SAARINEN Liikepankkien keskuspankkirahoituksen ehdot,  
määrä ja kustannukset 1950 - 1984. 1986. 307 s. (Englannin-  
kielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-120-2)
64. Suomen rahoitusmarkkinat. 1986. 134 s. (ISBN 951-686-126-1).
65. ESKO SYDÄNMÄKI Kansainvälinen valuuttayhteistyö ja IMF. 1986.  
133 s. (ISBN 951-686-128-8)
66. JUHA TARKKA Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden liberalisoin-  
nista esitetyjä näkökohtia. 1987. 65 s. (ISBN 951-686-129-6)
67. JORMA HIETALAHTI - AHTI HUOMO Pääomanliikkeiden säätely Suo-  
messä ja muissa OECD-maissa. 1987. 116 s. (ISBN 951-686-131-8)
68. VESA VIHRIÄLÄ Rahoitusmarkkinoiden vakaus. 1988. 69 s.  
(ISBN 951-686-139-3)
69. URHO LEMPINEN - REIJA LILJA Keskuspankki kehittyvässä  
maksujärjestelmässä. 1988. 81 s. (ISBN 951-686-143-1)
70. Kassavarantotalletukset ja rahapolitiikka (VESA VIHRIÄLÄ  
Mihin kassavarantojärjestelmää tarvitaan?; TARJA HEINONEN  
Kassavarantojärjestelmä eri maissa; JUHA TARKKA - TIMO HÄMÄLÄINEN  
Kassavarantovelvoite rahapolitiikan välineenä; VEIKKO SAARINEN  
Pankkien kassavarantotalletusten ehdot, määrät ja kustannukset  
vuosina 1955 - 1987. 1989. 152 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.)  
(ISBN 951-686-191-1)
71. Suomalaisten ja ulkomaisten pankkien tilinpäätöskäytäntö  
(toimittaneet Liisa Halme ja Paula Launiainen). 1989. 215 s.  
(ISBN 951-686-192-X)
72. Pankkitoiminnan kannattavuus, tehokkuus ja riskit Suomessa  
(VEIKKO SAARINEN Pankkitoiminnan kannattavuus Suomessa  
1960 - 1987; KJELL HEMBERG Suomalaisten pankkikonsernien  
kannattavuus vuonna 1987 - kansainvälinen vertailu;  
SAMPO ALHONSUO - JUHA TARKKA Rahoitustoiminnan tuottavuus ja  
tehokkuus Suomessa; MONICA AHLSTEDT - LIISA HALME - EEVA-LIISA  
RAITANEN Pankkitoiminnan riskit ja niiden valvonta Suomen  
Pankissa). 1989. 146 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.)  
(ISBN 951-686-200-4)
73. ARI AALTONEN - ESKO AURIKKO Keskuspankkipolitiikka Suomessa.  
1989. 108 s. (ISBN 951-686-201-2). Toinen, uusittu painos 1990.  
114 s. (ISBN 951-686-240-3)
74. MARKKU MALKAMÄKI Rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen.  
Kansainvälistymistä edistäneet tekijät, rakenteellinen muutos,  
markkinoiden toiminta ja säätely. 1990. 75 s. (Englanninkielinen  
tiivistelmä.) (ISBN 951-686-232-2)

75. Neuvostotalous muutoksessa (VESA KORHONEN Neuvostoliiton talous ja ulkomaankauppa; SEIJA LAINELA Neuvostoliiton ulkomaankauppa-järjestelmän uudistus ja sen vaikutukset clearingkauppaan; PAULA LÄHDEMÄKI Neuvostoliiton kokonaistaloudelliset käsitteet kansantalouden tilinpidon pohjalta tarkasteltuna). 1990. 245 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-236-5)
76. ESKO SYDÄNMÄKI Kansainvälinen velkaongelma. 1990. 68 s. (ISBN 951-686-243-8)
77. Pankkitoiminnan lähtökohdat kansainvälisessä kilpailussa (JUHA SAVELA Pankkien vakavaraisuusvaatimusten uusiminen; SAMPO ALHONSUO Liikepankit Suomessa ja Euroopan yhteisön maissa - tehokkuuden ja kannattavuuden vertailu; SAMPO ALHONSUO - JOHANNA PENSALA Pankkien ja vakuutusyhtiöiden yhteistoiminta ja toimialaliukuminen; TOM KOKKOLA - MATTI VIRÉN Keskuspankin kustannusrasitus eri maissa). 1990. 151 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-245-4)
78. Suomen rahoitusmarkkinoiden kehitys 1980-luvulla (JAANA RANTAMA Rahoitusmarkkinoiden keskeiset muutokset; VESA VIHRIÄLÄ Rahoituslaitokset rahoitusjärjestelmässä; TIMO HÄMÄLÄINEN Rahoitusmarkkinat ja rahoitussäästäminen 1980-luvulla). 1990. 139 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-257-8)