
SUOMEN PANKIN
TIETOPALVELUOSASTON
TYÖPAPEREITA

30.9.1997

2/97

Päivi Tissari

Arvopaperisijoitukset Suomesta ulkomaille

Arvopaperisijoitukset Suomesta ulkomaille

1. Johdanto	1
2. Suomesta ulkomaille tehtyjen arvopaperisijoitusten kehitys	2
2.1. Volyymien kasvu	2
2.2. Sijoitukset sektoreittain	5
3. Arvopaperisijoitukset suhteessa suoriin sijoituksiin	10
4. Kansainvälinen vertailu	12
5. Tulevaisuuden näkymät	15

1. Johdanto

Suomesta ulkomaille tehdyt arvopaperisijoitukset ovat lisääntyneet viime vuosina huomattavasti. Varsinkin vuosien 1996-97 aikana Suomeen ostettujen velkakirjojen ja osakkeiden sijoituskanta on kasvanut erittäin voimakkaasti. Eniten suosiotaan ovat kasvattaneet ulkomaiset joukkovelkakirjalainat.

Ulkomaille suuntautuvan sijoitustoiminnan kasvun taustalla ovat 1980- ja 1990-luvuilla tapahtuneet muutokset Suomen rahoitusmarkkinoilla. Korko- ja valuutansäännöstelyn purkamisen myötä 1980-luvun lopussa rahoitusmarkkinat laajenivat ja kansainvälistyivät nopeasti. Rahoitusmarkkinoilla toimivien osapuolten lukumäärä kasvoi, ja rahoitusvaateiden joukko monipuolistui uusien rahoitusnovaatioiden johdosta. Pääomavirrat Suomeen ja Suomesta ulkomaille lisääntyivät, ja Suomen rahoitusmarkkinat yhdentyivät kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kanssa.

Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen mahdollisti myös kotimaisten arvopaperimarkkinoiden rakenteen kehittymisen. Uusia jälkimarkkinakelpoisia raha- sekä pääomamarkkinainstrumentteja syntyi, ja kaupankäynti niillä selkiytyi keskeisen lainsäädännön luomisen sekä Helsingin Arvopaperipörssin arvo-osuusjärjestelmän käyttöönoton myötä. Velkarahoituksen arvopaperistumista oli osaltaan nopeuttamassa myös tietotekniikan kehitys, joka mahdollisti elektronisen kaupankäynnin. Samoin pankkitalletusten muuttuminen verottomista lähdeveron alaisiksi talletuksiksi oli omiaan siirtämään etenkin piensijoittajien sijoituksia arvopapereihin. Rahoitusmarkkinoiden vapauduttua suomalaisten sijoitukset ovatkin suuntautuneet kasvavassa määrin arvopaperimarkkinoille, kun taas pankkitalletusten osuus rahoitusvaateiden jakaumassa on jatkuvasti vähentynyt.

Suomalaissijoittajien ulkomaisten arvopaperisijoitusten kasvu pohjautuu perimmiltään edellä kuvattuun rahoitusmarkkinakehitykseen. Arvopaperikaupan laajeneminen rajojen yli ja sijoitusvaihtoehtojen monipuolistuminen ovat luoneet mahdollisuuden siirtyä uusiin joustavampiin sijoituskohteisiin, joita on opittu käyttämään hyväksi entistä laajemmin ja ennakkoluulottomammin. Toisaalta muutokset rahoitusmarkkinoilla ovat lisänneet tarvetta suojautua valuutta- ja korkoriskeiltä sekä pörssikurssien muutoksilta, mikä on johtanut riskien hajauttamiseen ulkomaille. Lisäksi pienimmätkin tuottomahdollisuudet kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla pyritään käyttämään mahdollisimman tehokkaasti hyväksi.

Tämän työpaperin tarkoituksena on luoda tilastollinen katsaus Suomesta ulkomaille tehtyjen arvopaperisijoitusten kehitykseen¹. Työssä selvitetään sijoitusten määrän kasvua ja jakautumista sijoittajasektoreittain sekä verrataan arvopaperisijoitusten kehitystä ulkomaille tehtyjen suorien sijoitusten kehitykseen. Lopuksi tarkastellaan Suomen tilannetta kansainvälisten tilastojen valossa. Arvopapereiden osalta käsitellään joukkovelkakirjoja, osakkeita ja rahamarkkinapapereita. Johdannaissopimukset sen sijaan on jätetty tarkastelun ulkopuolelle.

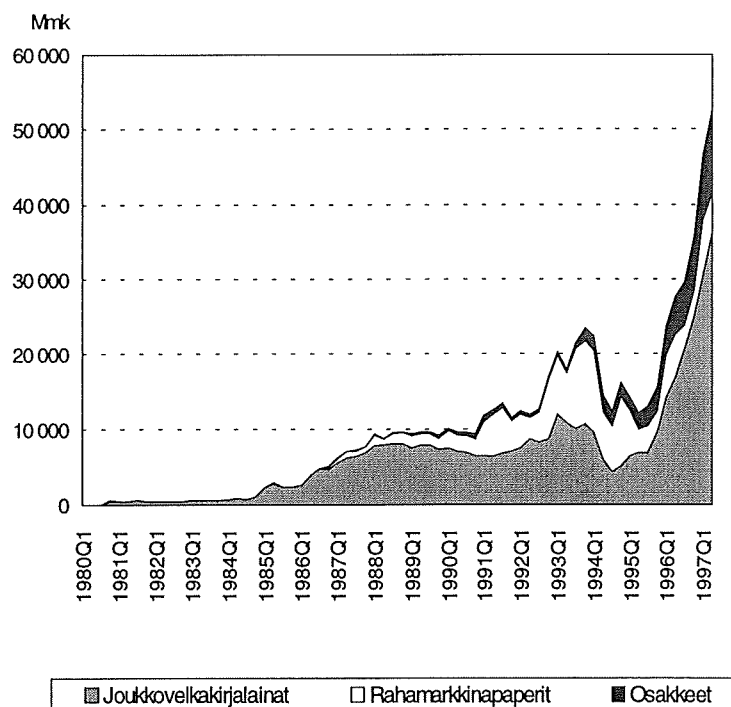
¹Materiaalina työssä on käytetty maksutasekyselyiden perusteella muodostettujen POLTI- ja TAKO-tietokantojen aikasarjoja.

2. Suomesta ulkomaille tehtyjen arvopaperisijoitusten kehitys

2.1. Volyymien kasvu

Suomalaisten sijoitukset ulkomaisiin arvopapereihin alkoivat kasvaa 1980-luvun puolivälissä. Kiinnostuksen kohteena olivat aluksi pelkästään joukkovelkakirjalainat. Sijoitukset lyhyempiin velkakirjoihin yleistyivät vasta 1990-luvun alkupuolella, ja myöskin osakesijoituksia on tehty merkittävässä määrin vasta muutaman viime vuoden ajan.

Kuva 1. Suomesta ulkomaille tehtyjen arvopaperisijoitusten sijoituskanta, mmk.



Ulkomaille tehtyjen arvopaperisijoitusten kehitys jatkui tasaisena koko 1980-luvun ajan ulkomaisten joukkovelkakirjojen lisääntyessä vähitellen suomalaissijoittajien sijoitussalkuissa. 1990-luvun alkupuolella sijoitusvolyymien kasvua vauhditti ulkomaisia rahamarkkinapapereita kohtaan herännyt kiinnostus, jonka myötä sijoituskanta kaksinkertaistui muutaman vuoden sisällä. Sijoitustoiminnan pitkään jatkunut kasvu taantui kuitenkin jonkin verran vuonna 1994. Syynä olivat ainakin osittain siihen asti innokkaimmin sijoitustoimintaa harjoittanutta pankkisektoria 1990-luvulla koetelleet vaikeudet sekä kannattavien sijoitusmahdollisuuksien lisääntyminen kotimaassa. Kotimaisten joukkolainojen jälkimarkkinat tehostuivat valtion viitelainoille kehitetyn päämarkkinatakaajajärjestelmän myötä, ja lisäksi silloinen pitkien

korkeiden nousu Suomessa oli omiaan houkuttelemaan sijoituksia takaisin kotimaahan. Taantuma oli kuitenkin väliaikainen, ja vuoden 1996 alussa sijoitustoiminta ulkomaille elpyi jälleen. Suomen vaihtotase muuttui ylijäämäiseksi jo vuonna 1994, minkä vaikutukset rahoitusyliäämien kasvuun ja rahoitustaseeseen tulivat nyt näkyviin pienellä viiveellä. Reaali-investointien lähtiessä liikkeelle erittäin hitaasti oli rahoitusyliäämillä positiivinen vaikutus arvopaperisijoitusten kehittymiseen. Varsinkin vuoden 1997 ensimmäisten kuukausien aikana sijoitusten kasvu on ollut todella voimakasta. Kesäkuun lopussa 1997 ulkomaisten arvopapereiden sijoituskanta oli kaikkiaan 52,6 mrd.mk, mikä on miltei 3,5-kertainen määrä vuoden 1996 alkuun verrattuna.

Viime vuosien kasvun takana on erityisesti lisääntynyt sijoittaminen ulkomaisiin joukkovelkakirjalainoihin. Joukkolainojen sijoituskanta on lähes nelinkertaistunut vuoden 1996 alusta lähtien, ja kesäkuun lopussa se oli 36,2 mrd.mk. Ulkomaisten joukkovelkakirjojen suosioon pääoman pitkäaikaisena sijoituskohteena on vaikuttanut mm. se, että rahoitusmarkkinoille on tullut lisääntyvässä määrin suuria institutionaalisia sijoittajia, joilla kynnys pitkäaikaisiin ulkomaisiin sijoituksiin on yksityistä sijoittajasektoria matalampi. Lisäksi niin yksityiset kuin institutionaalisetkin sijoittajat luultavimmin preferoivat ulkomaille sijoittaessaan joukkovelkakirjojen tarjoamaa vakaampaa tuottoa, vaikka tuotto-odotus joukkolainojen kohdalla mahdollisesti jäisi muita sijoituskohteita matalammaksi.

Myös osakesijoitusten määrä on kasvanut myönteisen pörssikehityksen vetämänä vakaasti parin viime vuoden aikana. Absoluuttiset sijoitusvolyymit ovat kuitenkin vielä pieniä joukkolainoihin verrattuna. Kesäkuun lopussa 1997 suomalaisilla oli ulkomaalaisosakkeita hallussaan 11,3 miljardin markan arvosta. Koska Helsingin pörssi on perinteisesti ollut keskimäärin suuria ulkomaisia pörssijä volatilisempi, tarjoavat ulkomaiset osakkeet suomalaiselle osakesijoittajalle hyvän mahdollisuuden osakesalkun riskin hajauttamiseen. Toisaalta kynnys osakesijoittamiseen ylipäättään on varsinkin piensijoittajilla korkeampi osakkeiden riskialttiuden ja joukkovelkakirjoja epävarmemman tuoton vuoksi.

Ulkomaisten rahamarkkinapapereiden osalta sijoituskehitys ei ole ollut yhtä tasaista kuin osakkeiden ja joukkovelkakirjojen, vaan sijoituskannan koko on vaihdellut runsaasti. Kesäkuun 1997 lopussa lyhyiden velkapapereiden sijoituskanta oli 5,2 mrd. markkaa, mutta korkeimmillaan se on noussut jopa 11,0 miljardiin markkaan. Sijoitusmäärien muutoksiin vaikuttaa se, että rahamarkkinapaperit ovat nimenomaan lyhytaikainen, lähinnä likviditeetin tasaamiseen käytettävä sijoitusmuoto. Niiden avulla nopeasti reagoiva sijoittaja voi myös hyötyä äkillisistä rahamarkkina- ja valuuttakurssimuutoksista.

Yllä kuvattuun sijoituskantojen kehitykseen vaikuttavat absoluuttisten sijoitusvolyymien kasvun ohella osakekurssien kehitys ulkomaisissa pörseissä sekä valuuttakurssimuutokset, jotka näkyvät sijoitusten arvonmuutoksina. Arvonmuutoksen suuruutta voidaan karkeasti tarkastella vertailemalla suomalaisten sijoittajien sijoitusten kumuloituja netto-ostoja ja sijoitusten todellista markkina-arvoa. Osakkeiden sijoituskannan markkina-arvo on lähes koko ajan ollut suurempi kuin sijoitusten nettovirtojen summa, mikä kertoo sijoitusten positiivisesta arvonmuutoksesta suomalaisten sijoittajien kannalta². Vuotuiselle keskimääräiselle sijoituskannalle laskettuna arvonmuutos oli negatiivinen ainoastaan vuonna 1994, jolloin

²Tällä tavoin laskettaessa arvonmuutoksen kehitys on riippuvainen siitä, mikä ajankohta valitaan kumuloinnin nollapisteksi. Tässä selvityksessä netto-ostot on kumuloitu vuosittain 1991 lähtien.

markkan voimakas vahvistuminen laskee ulkomaisten sijoitusten arvoa. Sen jälkeen osakesijoituksille arvonnousun muodossa saatu tuotto on vuosittain ollut noin 15%, mitä voidaan pitää varsin kohtuullisena ja ennen kaikkea vakaana tuloksena. Vastaavana aikana vuotuiset muutokset Helsingin pörssin kurssitasoa kehitystä kuvaavassa HEX-indeksissä ovat olleet huomattavasti suurempia.

Osakkeiden osalta arvonnousu lienee ollut ulkomaisia sijoituksia motivoiva tekijä. Osakesijoituksista saadut osingot ovat viime vuosina olleet keskimäärin vain yhden prosentin luokkaa, mikä jää jonkin verran pienemmäksi kuin esimerkiksi Helsingin pörssissä kotimaisille arvopaperisijoituksille keskimäärin maksetut osingot³. Sen sijaan joukkovelkakirjasijoituksille ansaittua korkotuottoa voidaan pitää tärkeämpänä sijoituksia houkuttelevana tekijänä kuin sijoitusten odotettua arvonnousua, mikä saattaa vaihdella erittäin voimakkaasti valuuttakurssimuutosten mukaan. Pitkille velkapapereille ulkomailta viime vuosina maksettu korko on vaihdellut keskimäärin 4,5% ja 5,5%:n välillä, mikä on suhteellisen normaali tulos pitkien korkojen tason huomioon ottaen.

³Maksutasetilastoinnissa pienin tilastoituva erä on 0,5 milj.mk, jolloin on mahdollista, että kaikki osinkovirrat eivät tule esiin tilastoissa ja yhteenlasketut osingot jäävät sen vuoksi hieman todellista pienemmiksi.

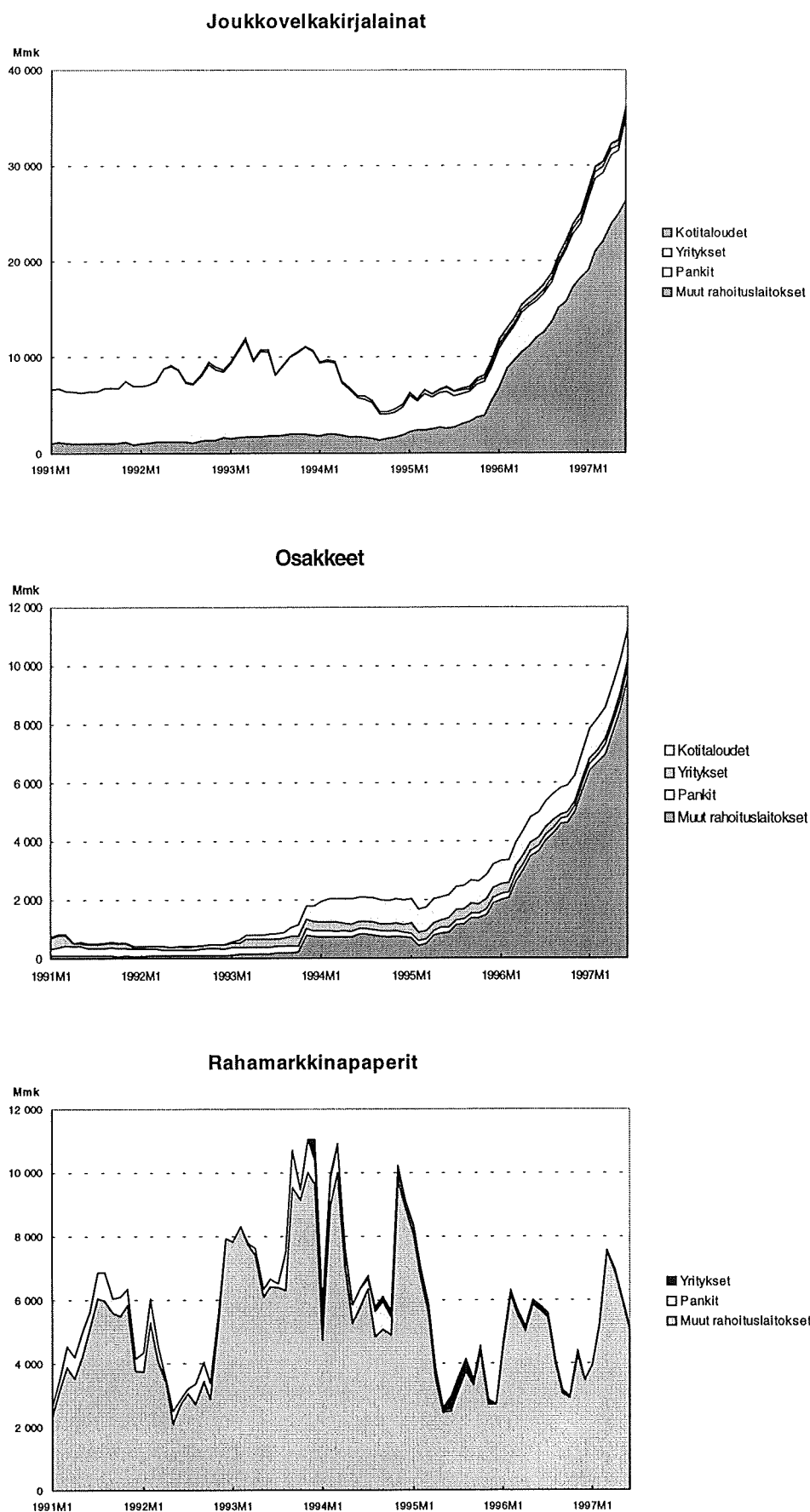
2.2. Sijoitukset sektoreittain

1990-luvun rahoitusmarkkinamuutokset vaikuttivat olennaisesti sijoittajasektorin rakentamiseen ja erityisesti rahoituslaitosten sijoitustoimintaan. Yleisenä piirteenä oli toimijoiden määrän lisääntyminen markkinoilla sekä rahoitustoiminnan kansainvälistyminen. Pankkisektorissa kotimaisten pankkien määrä väheni 1990-luvun alkupuolella Suomen pankkikriisin seurauksena, mutta samanaikaisesti ulkomaiset, etenkin ruotsalaiset, pankit lisäsivät toimintojaan Suomessa. Muiden rahoituslaitosten määrä taas lisääntyi mm. sijoitusrahastojen synnyn vuoksi. Varsin yleisiksi tulivat erilaiset emo- ja tytäryhtiöiden muodostamat kokonaisuudet, jotka tarjosivat mitä moninaisempia rahoituspalveluja. Tytäryhtiöiden perustaminen ulkomaille taas lisäsi niiden ulkomaisia toimintoja.

Arvopapereiden suosio sijoituskohteena kasvoi nopeasti kaikissa sijoittajasektoreissa. Pankit kasvattivat omia sijoituksiaan niin koti- kuin ulkomaisiin arvopapereihin, ja lisäksi ne tehostivat arvopaperinvälitystoimintaansa lisäämällä arvopaperipalvelujaan muille sijoittajille. Arvopaperivälittäjinä toimivien pankkiiriliikkeiden määrä kasvoi, ja muiden arvopaperikauppaan erikoistuneiden rahoituslaitosten, kuten sijoitusrahastojen, toiminta tehostui. Varsinkin yritysten ja kotitalouksien arvopaperisijoittamiseen tällä oli merkittävä vaikutus, sillä ne pystyivät nyt huomattavasti helpommin kanavoimaan rahojaan ammattimaisten välittäjien kautta tuottaviin sijoituskohteisiin myöskin ulkomaille.

Sektoreittain tarkasteltuna silmiinpistävin piirre ulkomaisten arvopaperisijoitusten kehityksessä on muiden rahoituslaitosten osuuden kasvu. Muiden rahoituslaitosten ryhmään kuuluu tässä tarkastelussa lähinnä vakuutusyhtiöitä sekä joitakin sijoitusrahastoja ja erityisluottolaitoksia. Näiden institutionaalisten sijoittajien lisääntyneen osuuden merkitys käy selväksi, kun tarkastellaan ulkomaisten sijoitusten jakautumista sijoittajasektoreiden kesken eri vaadelajien osalta:

Kuva 2. Arvopaperisijoitukset Suomesta ulkomaille sektoreittain. Sijoituskanta, mmk.



Muiden rahoituslaitosten sijoitukset ulkomaisiin arvopapereihin ylittävät tällä hetkellä selvästi muiden sektoreiden sijoitusvolyymit kaikkien instrumenttien osalta. Muutaman viime vuoden aikana niiden sijoitukset ulkomaisiin joukkovelkakirjoihin ja osakkeisiin ovat molempien vaateiden osalta yli kymmenkertaistuneet, mikä on hyvin pitkälti syy siihen, että näiden sijoitusten määrä kääntyi erittäin voimakkaaseen nousuun vuoden 1996 alussa. Markkamääräisesti muut rahoituslaitokset sijoittavat eniten joukkovelkakirjoihin. Kesäkuussa 1997 niillä oli hallussaan pitkiä korkopapereita 26,4 mrd. markan ja osakkeita 9,6 mrd. markan arvosta. Institutionaalisten sijoittajien sijoitusvolyymien kasvu on ollut paljon nopeampaa kuin muiden sijoittajasektoreiden. 1990-luvun alkupuolella niiden osuus pitkäaikaisista ulkomaisista sijoituksista oli vielä alle viidenneksen, mutta tällä hetkellä ryhmän osuus joukkolainasijoituksista on noussut jo 73 prosenttiin, ja osakesijoitusten kohdalla vastaava luku on vieläkin korkeampi, 85%. Sen sijaan lyhyiden ulkomaisien velkapapereiden markkinoilla muut rahoituslaitokset ovat olleet ainoa merkittävä sijoittajaryhmä koko 1990-luvun ajan.

Muut rahoituslaitokset-ryhmän ulkomaisia arvopaperisijoituksia on kasvattanut ryhmän sijoitusvolyymien kasvun ohella ryhmään kuuluvien instituutioiden määrän lisääntyminen. Uusina instituutioina rahoituslaitossektoriin ovat ilmestyneet mm. sijoitusrahastot. Arvopaperisijoitusten yleistymisen myötä rahastojen kautta suoritettavaan sijoittamiseen kohdistuva kiinnostus on lähtenyt voimakkaaseen nousuun, sillä sijoitusrahastot tarjoavat piensijoittajille juuri niiden kaipaamaa edullista ja tehokkaasti riskejä hajauttavaa ammatti- maista arvopaperisijoittamista. Merkittävä osa kotitalouksien sijoituksista ulkomaisiin arvopapereihin tehdään juuri sijoitusrahastojen kautta, jolloin kotitalouksien sijoitukset näkyvät myös osana muiden rahoituslaitosten sijoituksia⁴. Vuodesta 1994 lähtien sijoitusrahastot ovat voineet sijoittaa varojaan vapaasti koti- ja ulkomaisiin arvopapereihin. Ulkomaisista arvopapereista kiinnostuivat ensimmäisenä osakerahastot, mutta sittemmin myös korkorahastot ovat alkaneet hajauttaa sijoituksiaan ulkomaisiin joukkovelkakirjoihin. Sijoitusrahastot ovat tähän asti olleet ensisijaisesti nimenomaan pitkäaikaisen sijoittamisen muoto, sillä ulkomaisiin rahamarkkinapapereihin on sijoitettu rahastojen kautta toistaiseksi vielä erittäin vähän.

Institutionaalisiin sijoittajiin myöskin lukeutuvat vakuutusyhtiöt eivät ole uusia tekijöitä rahoitusmarkkinoilla, mutta niiden sijoitustoiminta on kokenut merkittäviä muutoksia viime vuosien aikana. Aiemmin valtaosa vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnasta suuntautui lakisääteiseen TEL-takaisinlainaukseen. Lisäksi muita sijoituksia säädeltiin erilaisin tuottovaatimuksin ja likvidisyyismääräyksin. Säännösten lieventäminen 1990-luvun puolivälissä mahdollisti vakuutusyhtiöille sijoitustoiminnan laajentamisen. Kun TEL-takaisinlainaus muuttui samanaikaisesti vähemmän kilpailukykyiseksi vaihtoehdoksi kotimaisen matalan korkotason vuoksi, oli vakuutusyhtiöiden osittain myöskin pakko suuntautua ulkomaille, sillä TEL:stä vapautuville pääomille oli kotimaassa vaikea löytää vaihtoehtoisia sijoituskohteita, varsinkin kun useimpien vakuutusyhtiöiden salkut alkoivat jo olla täynnä valtion viitelainoja. Ensimmäisenä ulkomaille ehtivät vahinkovakuutusyhtiöt, joiden kynnys ulkomaisiin sijoituksiin oli niiden muiden ulkomaan toimintojen vuoksi matalampi. Sittemmin myös henki- ja eläkevakuutusyhtiöt ovat jonkin verran hajauttaneet sijoituksiaan ulkomaille. Erityisesti ulkomaiset joukkovelkakirjat ovat lisääntyneet vakuutusyhtiöiden sijoitussalkuissa.

⁴Tämä koskee nimenomaan Suomeen rekisteröityjä rahastoja. Sen sijaan arvopaperisijoitukset, jotka on tehty suoraan ulkomaisiin rahastoihin, tilastoituvat sijoittajan sektorin mukaan.

Muut rahoituslaitokset-ryhmän osuus kaikista ulkomaisista arvopaperisijoituksista on kasvanut näin huomattavasti kuitenkin vasta viime vuosina. Kun sijoitukset ulkomaisiin joukkovelkakirjoihin alunperin yleistyivät 1980-luvun puolivälissä, olivat asialla ensimmäisinä etupäässä suurimmat pankit. Vielä 1990-luvun alkupuolella pankkien sijoitukset muodostivat yli puolet ulkomaisten joukkovelkakirjojen sijoituskannasta. Samoin osakesijoituksista, jotka silloin vielä olivat markkamääräisesti erittäin vähäisiä, noin puolet oli pankkien tekemiä. 1990-luvun pankkikriisi ja sen seuraukset vaikuttivat kuitenkin olennaisesti suomalaisten pankkien sijoitustoimintaan ja yleensäkin pankkisektorin rakenteeseen. Kun muut rahoituslaitokset alkoivat vuosien 1994-95 aikana lisätä omia sijoituksiaan ulkomaille, pankkien sijoitustoiminta pikemminkin taantui, minkä seurauksena pankkien suhteellinen osuus kaikista ulkomaisista sijoituksista on viime vuosina koko ajan vähentynyt.

Pankkien joukkovelkakirjasijoittaminen on sittemmin päässyt vuoden 1994 taantumun jälkeen uudelleen vauhtiin, mutta osakkeiden kohdalla sijoitusten kasvu on ollut minimaalista. Tällä hetkellä pankeilla on salkuissaan ulkomaisia joukkovelkakirjoja 8,6 mrd. markan arvosta, mikä kattaa noin neljänneksen koko sijoituskannasta. Ulkomaisiin osakkeisiin on kuitenkin sijoitettu vain 0,3 mrd.mk. Rahamarkkinapapereita pankeilla oli hallussaan vielä vähäisiä määriä 1990-luvun alussa, mutta niistä luovuttiin vuoden 1995 aikana, jonka jälkeen pankit ovat sijoittaneet lyhyen rahan markkinoilla aktiivisemmin interbank-talletuksiin.

Pankkien ja muiden rahoituslaitosten ohella ulkomaisiin arvopapereihin sijoittavat jonkin verran myös yritykset ja kotitaloudet. Kotitalouksilla ei tässä yhteydessä tarkoiteta pelkästään yksityishenkilöitä, joiden pääomat kanavoituvat ulkomaille suurimmaksi osin sijoitusrahastojen kautta, vaan tähän sektoriin lasketaan kuuluvaksi myös voittoa tavoittelemattomat yhteisöt kuten erilaiset säätiöt, yhdistykset ja järjestöt. Yritysten ja kotitalouksien ulkomaisiin arvopapereihin sijoittamat pääomat ovat vielä melko pieniä ja niiden suhteelliset osuudet kaikista sijoituksista siten vähäiset. Yritysten ulkomaiset arvopaperisijoitukset suuntautuivat vielä 1990-luvun alussa pääosin osakkeisiin, mutta nyttemmin sijoitustoiminnan painopiste on siirtynyt joukkovelkakirjalainoihin. Tällä hetkellä yritysten pitkäaikaisten korkopapereiden sijoituskanta ulkomaille on 0,6 mrd.mk, mutta suunta on koko ajan kasvava. Saman verran ulkomaisia joukkovelkakirjoja on myös kotitalouksien hallussa. Huomattavasti enemmän kotitaloudet, pääasiassa erilaiset säätiöt, kuitenkin sijoittavat tällä hetkellä ulkomaisiin osakkeisiin, joita niillä oli kesäkuun lopussa omistuksessaan 1,1 mrd. markan arvosta eli miltei kaksinkertainen määrä joukkovelkakirjalainoihin verrattuna. Kotitalouksien osakesijoitukset kattavatkin 10% koko ulkomaisesta osakekannasta, mikä on enemmän kuin pankkien ja yritysten osuus yhteensä.

Erityisen merkille pantavaa yksityisen sektorin osalta on juuri kotitaloudet-ryhmän sijoituskäyttäytymisen kehitys. Sijoitusten kasvu viime vuosina on ollut huomattavaa, kun otetaan huomioon, että sijoitusvolyymit lähtivät 1990-luvun alkupuolella nousuun lähes nollassa. Erityisen voimakasta kasvu on ollut lamavuosien jälkeisenä aikana 1994 loppupuolelta alkaen. Viimeaikainen sijoitusinnostus ulkomaille osoittaa piensijoittajien olevan nykyisin entistä valistuneempia arvopaperikaupan suhteen ja uskaltavan yhä useammin valita ulkomaisen sijoitusvaihtoehdon kotimaisen sijaan. Toisaalta kotitalouksien käyttäytyminen on selvä merkki Suomen talouden parantuneesta tilasta ja sijoitettavissa olevien varojen lisääntymisestä. Markkinoilla on havaittavissa ylimääräistä likviditeettiä, jolle on vaikea löytää tuottavia sijoitusvaihtoehtoja kotimaasta.

Kesäkuun lopussa 1997 ulkomaiset arvopaperisijoitukset jakautuivat eri sijoittajaryhmien kesken seuraavasti:

Taulukko 1. Ulkomaisten arvopaperisijoitusten jakautuminen sektoreittain.

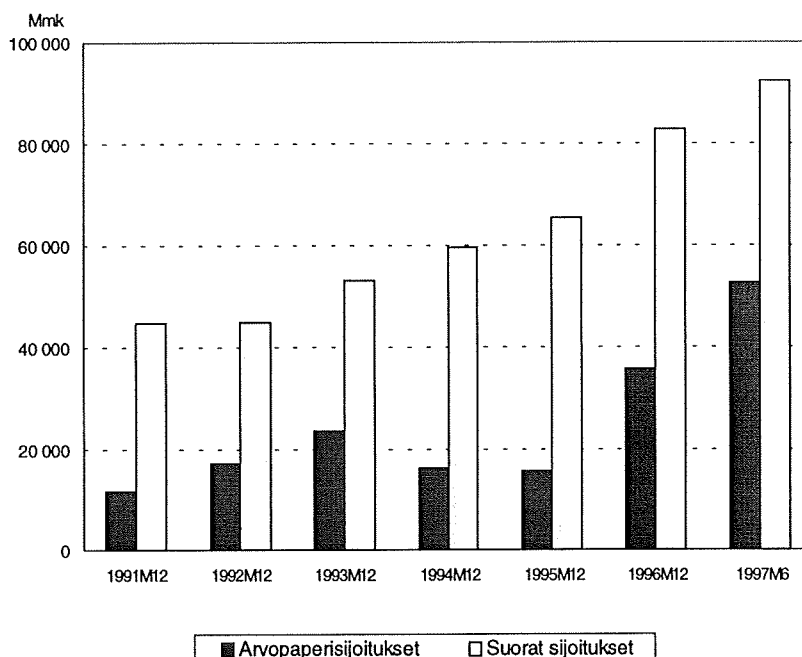
	Joukkovelka- kirjat	Osakkeet	Rahamarkkina- paperit
Muut rahoituslaitokset	73 %	85 %	98 %
Pankit	24 %	3 %	0 %
Yritykset	2 %	2 %	2 %
Kotitaloudet	2 %	10 %	0 %

3. Arvopaperisijoitukset suhteessa suoriin sijoituksiin

Tarkasteltaessa Suomen koko kansantalouden nettovarallisuusasemaa suhteessa muuhun maailmaan arvopaperisijoitukset muodostavat vain pienen osan kaikista ulkomaille suuntautuvista rahavirroista. Kotimaan ja ulkomaiden välistä tilinpitoa kuvaavassa maksutaseessa arvopapereiden lisäksi muita saamispuolen eriä ovat suorat sijoitukset, lainat, kauppaluotot ja muut sijoitukset sekä keskuspankin valuuttavaranto. Näistä mielenkiintoisimman vertailukohteen arvopaperisijoituksille muodostavat suorat sijoitukset, jotka ovat maksutaseen suurin yksittäinen saamiserä (pl. keskuspankin valuuttavaranto). Suorat sijoitukset eroavat arvopaperisijoituksista siinä, että suoran sijoituksen tehdessään sijoittaja pyrkii luomaan pitkäaikaisen taloudellisen suhteen sijoituskohteeseen ja saavuttamaan pysyvää vaikutusvaltaa kohteen päätöksenteossa (sijoittajan omistusosuus tai äänivalta sijoituskohhteessa vähintään 10%). Arvopaperisijoittaja taas on kiinnostunut pääasiassa sijoituspääomansa mahdollisesta arvonnoususta sekä sijoituksen tuottamasta osinko- tai korkotulosta.

Pääoman vienti Suomesta ulkomaille suorien sijoitusten muodossa alkoi osoittaa kasvun merkkejä jo kymmenisen vuotta ennen kuin kiinnostus ulkomaisiin arvopaperisijoituksiin heräsi. Sijoitettavat pääomat olivat kuitenkin vielä pieniä, ja varsinaisesti suorien sijoitusten kasvu pääsi vauhtiin vasta 1980-luvun puolivälissä eli samoihin aikoihin kuin arvopaperisijoitukset ulkomaille yleistyivät. Suorien sijoitusten määrä on sen jälkeen koko ajan pysynyt moninkertaisena arvopaperisijoituksiin verrattuna. Pääomasijoitusten osuus kaikista ulkomaisista saamisista (pl. valuuttavaranto) on 1980-luvun loppupuolelta lähtien jatkuvasti yltänyt lähemmäs 30 prosenttia, kun taas arvopaperisijoitusten osuus on harvemmin noussut edes 10 prosenttiin.

Kuva 3. Ulkomaille tehdyt arvopaperisijoitukset suhteessa ulkomaille tehtyihin suoriin sijoituksiin, sijoituskannat mmk.



Kesäkuun lopussa 1997 suorien sijoitusten sijoituskanta ulkomailla oli 92,4 mrd.mk, kun taas ulkomaisiin arvopapereihin oli sijoitettu yhteensä 52,6 mrd.mk. Myös suorien sijoitusten volyymit ovat kasvaneet tasaisesti koko tarkasteluperiodin ajan, joten arvopaperisijoittamisen lisääntymisen ei voida sanoa johtuvan siitä, että sijoittajat olisivat siirtyneet sijoituslajista toiseen. Suorien sijoitusten substituointi arvopaperisijoituksilla olisikin epätodennäköistä sijoitusten täysin erilaisen luonteen huomioon ottaen. Pikemminkin kyse on muutoksesta yleisessä sijoitusaktiiviteetissa. Suomen taloudellisen tilanteen kohentumisen myötä sijoitettavissa olevat pääomat ovat kasvaneet, mikä on rohkaissut sijoittajia kanavoimaan sijoituksiaan ulkomaille niin suorien sijoitusten kuin arvopaperisijoitusten muodossa.

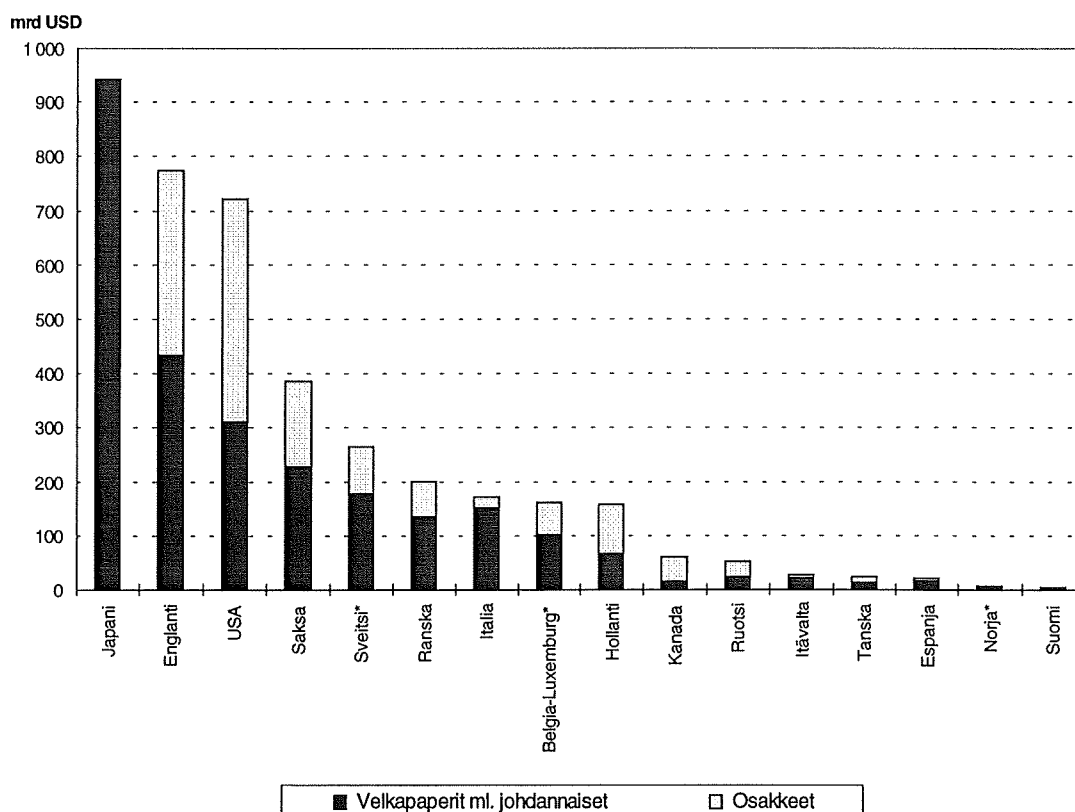
Ainoastaan aivan viime aikoina arvopaperisijoitusten voimakas kasvupiikki on aiheuttanut sen, että niiden kasvuvauhti on ylittänyt suorien sijoitusten kasvuvauhdin. Tämän johtuu ainakin osittain sijoittajasektorissa tapahtuneista muutoksista. Markkinoille tulleet uudet sijoittajat, niin yksityiset kuin institutionaalisetkin, ovat keskittyneet lähinnä arvopaperisijoituksiin. Esimerkiksi sijoitusrahastoilla sen enempää kuin yksityisillä piensijoittajillakaan ei ole tarvetta hankkia päätösvaltaa ulkomaisissa yrityksissä. Niille tärkeintä on ainoastaan löytää sijoitettavissa oleville varoille mahdollisimman tuottavia mutta toisaalta pysyviä pääomasijoituksia huomattavasti likvidimpejä kohteita, mitä jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit nimenomaan edustavat.

4. Kansainvälinen vertailu

Suomesta ulkomaille suuntautuneiden arvopaperisijoitusten viime vuosien kasvu vastaa yleistä kehitystrendiä muissa teollisuusmaissa. Kehitys Suomen rahoitusmarkkinoilla on kuitenkin tapahtunut pienellä viiveellä muun maailman kehitykseen verrattuna. Markkinoiden toiminta on niiden myöhäisen vapauttamisen johdosta päässyt käyntiin muita maita hitaammin, ja markkinoilla toimijoiden määrä on lisääntymisestäään huolimatta vielä melko vähäinen. Myös ulkomaiset arvopaperisijoitukset ovat meillä lähteneet käyntiin muita maita myöhemmin. Nopeasta kasvustaan huolimatta suomalaisten sijoitukset ovat siten kansainvälisessä mittakaavassa edelleen miltei olemattomia.

Kuva 4 havainnollistaa eroja Suomen ja muiden teollisuusmaiden absoluuttisten sijoitusvolyymien välillä. Vaikka kuvan tiedot ovat kahden vuoden takaa, ei tilanne nykyisellään ole suhteellisesti juurikaan muuttunut. Lisäksi vaikka tähän kuvaan sijoitettaisiin Suomen osalta vuoden 1997 tiedot (sijoituskanta kesäkuun lopussa dollareiksi muutettuna 10,1 mrd.USD), ei se juurikaan muuttaisi tilannetta.

Kuva 4. Ulkomaisten arvopaperisaamisten kansainvälinen vertailu, sijoituskannat vuoden 1995 lopussa, mrd.USD.



*Sveitsin ja Norjan osalta uusimmat ulkomaisista arvopaperisijoituksista saatavissa olevat tiedot ovat vuodelta 1993, Belgia/Luxemburgista vuodelta 1994.

Lähde: IMF, Balance of Payments Statistics Yearbook 1996.

Ylivoimaisesti eniten rahaa virtaa ulkomaille sijoitusmielessä Japanista. Japanilaisten ulkomaisten arvopaperisijoitusten sijoituskanta oli vuoden 1995 lopussa 940 mrd.USD, kun vastaava luku Suomen kohdalla oli vain 3,2 mrd.USD. Suomalaisten ulkomaille tekemien sijoitusten määrä ei siis vastannut edes yhtä prosenttia japanilaisten sijoitusaktiiviteetista. Japanin kanssa tilaston kärkipäähän sijoittuvat Englanti ja USA, jotka molemmat yltyvät yli 700 miljardin dollarin sijoituskantoihin.

Suomalaisten tekemien sijoitusten instrumenttijakauma poikkeaa myös useimmista muista maista. Kuvassa 4 arvopaperisijoitukset on jaoteltu rahoitusvaateittain osakkeisiin ja velkapapereiden ryhmään, joka pitää sisällään joukkovelkakirjat, rahamarkkinapaperit sekä joissakin maissa myös johdannaissopimukset⁵. Suomalaisten sijoitukset ulkomaisiin osakkeisiin ovat perinteisesti jääneet paljon ulkomaisia velkapaperisijoituksia vähäisemmiksi. Useimmissa muissa maissa osakkeiden osuus kokonaiskannoista taas on varsin huomattava siitäkin huolimatta, että velkapapereiden ryhmä käsittää useita eri rahoitusvaateita. USA:ssa osakesijoitusten määrä jopa ylittää joukkovelkakirja- ja rahamarkkinapaperisijoitusten yhteenlasketun määrän. Valitettavasti suurimmasta sijoittajasta, Japanista, ei saada vertailukohtaa vaateiden puutteellisen jaottelun takia.

Arvopaperisijoitusten sijoitusvolyymien ja maan kokonaistuotannon vertailu kertoo maan sijoitusaktiiviteetista suhteutettuna sen sijoitusmahdollisuuksiin. Eri maiden ulkomaisten arvopapereiden sijoituskannat vuoden 1995 lopussa sekä arvopaperisijoitusten bruttokansantuoteosuudet on listattu taulukossa 2:

Taulukko 2. Ulkomaille tehty arvopaperisijoitukset suhteutettuna bruttokansantuotteeseen 1995.

	Sijoitusvolyymit, mrd USD	Arvopaperisij./BKT, %
Japani	942,9	18,4 %
Englanti	773,0	70,2 %
USA	721,8	10,4 %
Saksa	386,1	16,0 %
Sveitsi (-93)	266,3	114,8 %
Ranska	200,6	13,0 %
Italia	171,8	15,8 %
Belgia-Luxemburg (-94)	161,3	66,1 %
Hollanti	157,8	39,9 %
Kanada	60,5	10,8 %
Ruotsi	52,9	22,9 %
Itävalta	27,6	11,8 %
Tanska	23,4	13,5 %
Espanja	20,5	3,7 %
Norja (-93)	5,8	5,0 %
Suomi	3,2	2,6 %

⁵Johdannaisten osuus on kuitenkin niin häviävän pieni, ettei niillä ole merkitystä tulosten tarkastelun kannalta.

Taulukosta nähdään, ettei japanilaisten sijoitusaktiivisuus koko kansantalouden kokoon suhteutettuna ole poikkeuksellisen suuri. Sama pätee USA:n kohdalla. Sen sijaan Englanti ja pienistä Keski-Euroopan maista Sveitsi, Belgia/Luxemburg ja Hollanti vievät varojaan ulkomaille huomattavasti suuremmissa määrin kansantalouden koon huomioonottaen. Sveitsiläisten arvopaperisijoitukset jopa ylittävät talouden vuosittaisen kokonaistuotannon määrän. Arvopaperisijoitusten suhteuttaminen bruttokansantuotteeseen ei muuta tilannetta Suomen osalta, vaan myös tässä tarkastelussa se jää vertailun hännille. Suomalaisten sijoitusaktiivisuudella olisi siis varaa kasvaa reilusti kansantalouden potentiaaliset mahdollisuudet huomioon ottaen.

Arvopapereiden pitkään jatkuneen säännöstelyn vuoksi Suomesta on perinteisesti viety pääomaa ulkomaille huomattavasti enemmän suorien sijoitusten muodossa. Kansainvälisessä tarkastelussa tilanne on useimmilla vähäisten arvopaperisijoitusten mailla sama, eli sijoitusaktiiviteetti on niissä suuntautunut pikemminkin suoriin sijoituksiin. Sen sijaan lähes kaikissa niissä maissa, jotka sijoittavat paljon ulkomaisiin arvopapereihin, suoria sijoituksia on suhteellisesti huomattavasti vähemmän. Esimerkiksi Japanissa, jossa ulkomaisten sijoitusten kanta oli suurin, arvopaperisijoitusten osuus kaikista ulkomaisista sijoituksista (pl. valuuttavaranto) oli vuoden 1995 lopussa 35% ja suorien sijoitusten vain 12%. Suomessa vastaavat luvut olivat 7% ja 32%. Ainoan poikkeuksen suurimpien sijoittajien joukossa muodostaa USA, jossa arvopaperisijoitusten paljoudesta huolimatta kaikista ulkomaisista saamisista vieläkin suurempi osa on suoria sijoituksia.

5. Tulevaisuuden näkymät

Arvopaperisijoitukset Suomesta ulkomaille lähtivät erittäin voimakkaaseen kasvuun vuonna 1996, ja viimeisen 1½ vuoden aikana niiden määrä on peräti kolminkertaistunut. Varsinkin ulkomaille tehtyjen joukkovelkakirjasijoitusten kasvu on ollut nopeaa. Ulkomaisten arvopaperisijoitusten kehitys Suomessa seuraa yleistä kansainvälistä kehitystä. Kansainvälisesti vertaillen sijoitusten määrä on kuitenkin edelleen mitättömän pieni, vaikka suhteellinen kasvuvauhti on tähän asti ollut erittäin nopeaa muuhun maailmaan verrattuna. Kasvun voimakkuuteen on luonnollisesti vaikuttanut se, että ulkomaille suuntautuvien sijoitusten taso on Suomessa perinteisesti ollut huomattavan matala.

Ulkomaisten arvopaperisijoitusten kasvutrendin voidaan olettaa jatkuvan tulevaisuudessakin. Sijoitusten kasvun takana ovat tähän asti olleet lähinnä institutionaaliset sijoittajat, joiden lukumäärä rahoitusmarkkinoilla on lisääntynyt ja joiden sijoitusvolyymit ovat lyhyen ajan sisällä moninkertaistuneet. Tosin suotuisa taloudellinen tilanne kotimaassa ja vaihtotaseen ylijäämä ovat houkutelleet muitakin sijoittajia kanavoimaan pääomiaan ulkomaille. Talouden kohentumisen myötä markkinoilta löytyy sijoitettavaa likviditeettiä, mutta potentiaaliset sijoitusmahdollisuudet ovat kotimaassa suhteellisen vähäiset ja riskin hajauttaminen kotimaan ulkopuolelle siten välttämätöntä. Lisäksi kotimaisen korkotason mataluus on saanut sijoittajat kasvattamaan valuuttapositiotaan. Koska institutionaalisia sijoittajia tulee markkinoille koko ajan lisää, koska yksityisten tietoisuus ulkomaille sijoittamisesta jatkuvasti lisääntyy, ja koska taloudellisten olosuhteiden odotetaan edelleenkin pysyvän suotuisina, ei sijoitusten kasvua haittaavia tekijöitä ole näkyvissä lähitulevaisuudessa.

Ulkomaisten arvopaperisijoitusten kehitykseen voimakkaimmin vaikuttava tekijä on kuitenkin euroalueen synty vuoden 1999 alussa. Suuren likvidin kotimarkkinan syntymisen voidaan odottaa lisäävän sijoituksia Suomesta ulkomaille merkittävästi. Arvopaperistuminen euroalueella kiihtyy ja arvopapereiden jälkimarkkinakauppa voimistuu. Yhteisvaluutan myötä sijoittaminen ulkomaille yksinkertaistuu huomattavasti, sijoitusvaihtoehdot monipuolistuvat ja hintojen ja tuottojen vertailu helpottuu. Valuuttakurssiriski häviää euroalueelta kokonaan, ja lyhyet markkinakorot yhtenäistyvät lähes identtisiksi. Pitkien korkojen osalta maakohtaisen luottoriskin merkitys korostuu valuuttariskin vähentyessä. Joukkovelkakirjamarkkinoiden likviditeetti lisääntyy huomattavasti, kun yhteisvaluutalla toimijoiden määrä moninkertaistuu, ja sijoitukset joukkolainoihin tulevat siten kasvamaan edelleen erittäin voimakkaasti. Käytännössä suurin osa pääomista hakeutuu sinne, missä markkinat ovat suurimmat ja likvideimmät, kuten esimerkiksi Saksan valtion joukkolainoihin. Osakesijoitusten kehittymiseen vaikuttaa puolestaan elektronisen kaupankäynnin tehostuminen edelleen. Pörssien verkottuminen tuo Keski-Euroopan suuret pörssit lähemmäs suomalaissijoittajia ja mahdollistaa sijoituskohteiden löytämisen toiselta puolen euroaluetta.

Yhteisvaluutta euro ja valuuttakurssiriskin poistuminen tekee arvopapereiden ostamisen koko euroalueella yhä houkuttelevammaksi ja nykyistä turvallisemmaksi vaihtoehdoksi. Suomalaisille sijoittajille on tulevaisuudessa yhtä lailla mahdollista hankkia niin ranskalaisia osakkeita kuin italialaisia obligaatioita. Euromarkkinoiden synty on siis omiaan voimistamaan Suomessa jo alkanutta ulkomaille suuntautuvien arvopaperisijoitusten kasvu-suuntausta.