

KESKUSTELUALOITTEITA DISCUSSION PAPERS

Jarmo Kontulainen

PORTFOLIOINVESTOINTIEN VAPAUTTAMISEN VAIKUTUS PÄÄOMANLIIKKEISIIN
TANSKASSA, NORJASSA JA ALANKOMAISSA

24.11.1987

VP 7/87

**Suomen Pankin
Valuuttapolitiikan osasto**

**Bank of Finland
Exchange Policy Department**

PORTFOLIOINVESTOINTIEN VAPAUTTAMISEN VAIKUTUS PÄÄOMANLIIKKEISIIN
TANSKASSA, NORJASSA JA ALANKOMAISSA

Jarmo Kontulainen
24.11.1987

TIIVISTELMÄ

Selvityksessä tarkastellaan portfolioinvestointien liberalisoinnin vaikutuksia Tanskassa, Norjassa ja Alankomaissa. Portfolioinvestointien vapauttaminen suhteutetaan kunkin maan rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden kehitykseen ja noudatettuun talouspolitiikkaan. Työssä esitetään maittain liberalisoinnin aikataulu, järjestys, mahdolliset perustelut sekä seuraukset. Selvityksestä ilmenee että vapauttaminen on usein liittynyt vallitsevaan taloudelliseen tilaan. Vapauttamisen järjestys ja suhtautuminen eri instrumentteihin poikkeaa maittain. Käsitykset portfolioinvestointien rahataloudellisesta merkityksestä vaihtelevat. Niiden merkitystä pidetään pienenä kun vapauttaminen suoritetaan. Alankomaissa portfoliosijoituksiin liittyvät pääomanliikkeet ovat kuitenkin huomattavat. Tanskassa niiden määrä ja vaihtelu on kasvanut, mutta ne eivät ole olleet, ehkä obligaatioita lukuunottamatta, senkaltainen rahapolitiikkaa vaikeuttava tekijä kuin mitä liberalisoinnin vastustajat ovat pelänneet. Pääomanliikkeiden liberalisointiin havaitaan liittyvän myös jonkinasteinen murros muussa talouspoliittisessa ajattelussa. Pääomanliikkeiden rekisteröimisestä ei tarkastelluissa maissa ole liberalisoinnista huolimatta kuitenkaan luovuttu.

SISÄLLYS	Sivu
1. Johdanto ja yhteenveto	1
2. Tanska	5
2.1. Yleisesti	5
2.2. Kotimaisten rahamarkkinoiden säännöstely ja sen purkaminen	6
2.3. Ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstely ja sen purkaminen	6
2.3.1. Pääomanliikkeet Tanskaan	7
2.3.2. Pääomanliikkeet Tanskasta	11
2.4. Valuutansäännöstelyn liberalisoinnin perusteluja ja seurauksia	14
2.5. Tanskan valuuttamarkkinat ja ulkomaiset pääomanliikkeet spekulatiotilanteissa	17
3. Norja	21
3.1. Luottojen ja pääomanliikkeiden säännöstely Norjassa ennen liberalisointia	21
3.2. Kotimaisten rahamarkkinoiden säännöstelyn purkaminen	23
3.3. Ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstelyn purkaminen	26
3.4. Raha- ja valuuttamarkkinoiden liberalisoinnin vaikutuksista	32
4. Alankomaat	35
4.1. Yleisesti	35
4.2. Rahapolitiikasta Alankomaissa	36
4.3. Portfolioliikkeet Alankomaiden pääomataseessa 1947 - 1983	36
4.4. Portfolioliikkeet Alankomaiden pääomataseessa 1982 - 1986	39
4.5. Pääomamarkkinoiden säätelyn lieventäminen 1985 - 1986	44
5. Valuuttamääräyksiä 1976 - 1987	46
5.1 Tanska	
5.2 Norja	
5.3 Alankomaat	
Liitteet lukuun 2	60
Liitteet lukuun 3	65
Liitteet lukuun 4	69
LÄHTEET	73

1. Johdanto ja yhteenveto

Tämä selvitys on osa Suomessa käynnissä olevaa keskustelua pääomanliikkeiden säätelystä. Useissa maissahan valuutansäännöstelyn liberalisointiin liittyvä keskustelu on jo käyty ja toimenpiteisiinkin ryhdytty. Tuloksena on ollut yleensä vallitsevan säätelyn purkamisen. Yhteenvetoja toimenpiteistä ja niihin liittyvistä teoreettisista ja käytännön näkökohdista niin koti- kuin ulkomailla ovat esittäneet mm. Hietalahti - Huomo (1987) ja Tarkka (1987).

Tässä selvityksessä tarkastellaan pääomanliikkeiden liberalisointia eräiden maiden antaman esimerkin valossa keskittyen lähinnä portfolioliikkeiden vapauttamiseen. Portfoliointeja käsitellään niin kuin ne kunkin maan julkaisemassa maksutaseessa määritellään, eikä maakohtaisiin eroihin puututa. Käsillä olevat maat on valittu siten, että niissä säätelyn purkaminen on jo tapahtunut ja seurauksia jo nähtävissä. Näin on päädytty kolmeen maahan: Tanskaan, Norjaan ja Alankomaihin. Tanskassa ja Norjassa liberalisointi tapahtui suhteellisen nopeasti ja äskettäin. Alankomaat taas on maa, jossa pääomanliikkeet ovat perinteisesti olleet vapaita. Valuuttakurssin vaihtelumahdollisuus on kaikissa maissa rajoitettu, joten rahapolitiikan autonomiaa ei ole pyritty lisäämään, pääomanliikkeiden vapauttamisesta huolimatta, vapaasti määräytyvällä valuuttakurssilla.

Pääomanliikkeiden kontrolli on Tanskan ja Norjan kaltaisissa pienissä avotalouksissa aikanaan toiminut puskurina ulkoisia häiriöitä vastaan ja mahdollistanut ainakin osittaisen rahapolitiikan autonomian. Samanaikaisesti kotimaiset rahamarkkinat ovat olleet säänneltyjä. Kansainväliseen kauppaan liittyvät pääomanliikkeet ovat kuitenkin molemmissa maissa olleet jo kauan vapaita. Alankomaiden perinteistä kansainvälisenä finanssikeskuksena on seurannut pääomanliikkeiden vapaus. Talous on

integroitunut voimakkaasti muuhun Eurooppaan, erityisesti Länsi-Saksaan.

Portfoliointestointien vapauttamista tarkastellaan yhteydessä kunkin maan rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden kehitykseen ja noudatettuun talouspolitiikkaan. Kunkin maan osalta esitetään niiden liberalisoinnissa noudattama aikataulu, järjestys ja mahdolliset perustelut. Edelleen tarkastellaan toimenpiteiden seurauksia. Ovatko portfoliointestointeihin liittyvät pääomanliikkeet kasvaneet määrällisesti ja onko niiden herkkyyks esimerkiksi korkoeroihin ja valuuttakurssiin lisääntynyt? Ovatko nämä heijastuneet pääomataseeseen ja sitä kautta talouden ulkoiseen asemaan vai ovatko ne vain korvanneet muita pääomanliikkeitä?

Tarkastelun kohteena olevien maiden kokemuksissa on selvityksen perusteella löydettävissä sekä yhtäläisyyksiä että merkittäviä eroja:

1. Pääomanliikkeiden vapauttamisen ajankohta ja eri pääomanliikkeiden vapauttamisjärjestys liittyy läheisesti siihen taloudelliseen tilaan mikä maassa vallitsee. Niinpä Tanska, joka on perinteisesti kärsinyt alijäämäisestä vaihtotaseesta, vapautti maahan suuntautuvat pääomanliikkeet paljon ennen kotimaisten rahamarkkinoiden säätelyn purkua ja ulkomaille suuntautuvia pääomanliikkeitä. Norjassa valtavia summia investointeihinsa vaativien energiainvestointien ja kansainvälisen laivanvarustustoiminnan sekä myöhemmin öljyteollisuuden rahoitus on hoidettu ulkomailta käsin, jonka vuoksi nämä toimialat ovat olleet erikoisasemassa valuuttamääräyksissä. Alankomaiden vaihtotaseen ollessa ylijäämäinen 80-luvun alussa, viranomaiset taas rohkaisivat pääoman maasta vientiä helpottamalla ulkomaisten lainojen liikkeellelaskua kotimaassa.

Kaikissa kolmessa maassa on kuitenkin jouduttu väliaikaisesti rajoittamaan ulkomailta tulevia pääomavirtoja niiden vapauttamisen jälkeen. Vapauttamisen aikana val-

linneet olot ovat muuttuneet tai spekulatio on väliaikaisesti lisääntynyt tai pääomavirrat ovat kasvaneet ylisietorajan jolloin rajoituksiin on jälleen ollut pakko turvautua. Kotimaisten obligaatioiden, erityisesti kiinteäkorkkoisten valtion obligaatioiden, myynti ulkomaille näyttää olevan tässä mielessä herkkä instrumentti: jokaisessa tarkastelluista maista on jouduttu turvautumaan väliaikaisesti obligaatioiden ulkomaille myynnin rajoittamiseen.

2. Pääomanliikkeiden liberalisointi tapahtui Tanskassa ja Norjassa erittäin lyhyen ajan sisällä mutta järjestys ja suhtautuminen eri instrumentteihin on poikennut maiden välillä. Ulkomaisten obligaatioiden ostot on Norjassa määrällisesti rajoitettu, Tanskassa rajoitukset kohdistuvat maturiteettiin. Suorat investoinnit ulkomaille ovat molemmissa maissa luvanvaraisia mutta suhtautuminen anomuksiin on Norjassa ollut liberaalia verrattuna Tanskaan. Kaikissa maissa suoriin investointeihin liittyvät sekä pääomantuonti että -vienti ovat kuitenkin olleet huomattavat. Suhtautuminen ulkomaiseen lainanottoon on sen sijaan ollut Tanskassa vapaampaa kuin Norjassa. Norjalaisten obligaatioiden myynti ulkomaille on kielletty. Alankomaissa valuuttamääräyksillä on helpotettu uusien instrumenttien käyttöä markkinoiden tehokkuuden lisäämiseksi ja kilpailukyvyn säilyttämiseksi muiden kansainvälisten finanssikeskusten kanssa.

3. Käsitys portfolioinvestointien rahataloudellisesta merkityksestä vaihtelee. Niihin liittyviä potentiaalisia pääomanliikkeitä pidetään Norjassa ja Tanskassa raha- ja valuuttapoliittisesti pieninä verrattuna jo vapautettuihin ulkomaankauppaan liittyviin potentiaalisiin pääomavirtoihin, joten liberalisointi on nähty mahdolliseksi. Portfolioinvestointeja, obligaatioita lukuunottamatta, pidetään myös spekulatiotilanteissa vähemmän herkkinä.

Tätä käsitystä portfolioinvestointien roolista voidaan verrata jo pitkään portfolioliikkeisiin vapaasti suhtautuneen Alankomaiden kokemuksiin, jossa portfoliosijoi-

tuksiin liittyvät pääomanliikkeet, sekä osakkeiden että obligaatioiden osalta, ovat merkittäviä pääomataseen eriä ja tuotto-odotuksille herkkiä. Myös Tanskassa ja Norjassa portfolioliikkeiden määrä ja vaihtelu on kasvanut, mutta ne eivät obligaatioita ehkä lukuunottamatta ole olleet senkaltainen destabiloiva tekijä kuin mitä liberalisoinnin vastustajat ovat pelänneet.

4. Kun pääomanliikkeitä liberalisoidaan on myös muussa talouspolitiikassa tapahduttava muutos uuden tilanteen mukaisesti. Talouspolitiikka on rakennettava johdonmukaiseksi jottei ruokittaisi jatkuvaa spekulaatioita. Taustalla on kuitenkin usein käsitys, että valuutansäännöstely on jo menettänyt tehonsa ja siksi se on käynyt entisessä laajuudessa tarpeettomaksi. Siitä seuraavaa rahapolitiikan autonomian näennäistä vähentymistä ei pidetä ongelmana. Talouspolitiikan sopeutumisen osalta Tanska on hyvä, Norja taas ajoittain varoittava esimerkki.

5. Vaikka pääomanliikkeitä on tarkastelun kohteena olleissa maissa vapautettu ei niiden rekisteröinnistä ole luovuttu. Tosin ilmoitusvelvollisuutta sovelletaan vain suurehkojen transaktioiden osalta. Määrältään vähäisten ja koko pääomataseen kannalta merkityksettömien pääomanliikkeiden liberalisointi on kaikissa maissa toteutettu - tosin Tanskassa ja Norjassa vain osin.

2. Tanska

Tanska on esimerkkinä maasta, joka on toimeenpannut lyhyessä ajassa pääomanliikkeiden lähes täydellisen liberalisoinnin. Portfoliosijoitukset ulkomaille vapautettiin vajaan vuoden sisällä 1983 - 84. 1980-luvun puoliväliin mennessä Tanskan valuuttamääräykset olivat OECD-maiden vapaimpien joukossa. Samalla muutettiin talouspolitiikan peruslinjaa. Rahapolitiikassa sallittiin markkinavoimien merkityksen kasvaa ja devalvaatio poistettiin kilpailukyvyn parantamiseen tähtäävien instrumenttien joukosta sekä julkistettiin vakaan valuuttakurssin tavoite. Finanssi- ja tulopolitiikkaa kiristettiin.

2.1 Yleisesti

Tanskan taloudelliselle kehitykselle ominainen piirre on ollut epätasapaino säästämisen ja investointien välillä. Viimeiset 25 vuotta kotimainen luotonkysyntä on ollut tarjontaa suurempaa. Seurauksena on ollut sekä yksityisen että julkisen sektorin kasvava velkaantuminen ulkomaille (ks. liite 1).

Rahoitusmarkkinoita on luonnehtinut obligaatiomarkkinoiden suuri osuus. Vuonna 1984 liikkeellä olevien obligatioiden kokonaismäärä oli 120 % BKT:sta (vrt. 63 % Ruotsissa, 30 % USA:ssa). Syynä on ollut asuntorahoituksen järjestelyt¹ ja valtion budjettialijäämän rahoitus vuodesta 1976 valtion obligaatioilla. Osakemarkkinat ovat verrattain pienet. Liikkeellä olevien osakkeiden markkina-arvo oli 1984 15 % BKT:sta (vrt. 31 % Ruotsissa, 42 % USA:ssa). Syynä tähän on osittain teollisuuden rakenteen painottuminen pieniin ja keskisuuriin yrityksiin. Osakemarkkinat ovat myös melko ohuet, niiden pörssivaihdon ollessa 1984 20 % osakkeiden kokonaismarkkina-arvosta (31 % Ruotsissa, 38 % Norjassa, 50 % USA:ssa).

¹Asuntorahoituksesta vastaavat suurelta osin kiinnitysluottolaitokset, jotka puolestaan rahoittavat toimintaansa obligaatiomarkkinoiden kautta.

Huolimatta obligaatiomarkkinoiden merkityksestä suurin osa rahoituksesta kulkee pankkisektorin kautta, joka on viime vuosina kasvanut obligaatiomarkkinoita nopeammin.

2.2. Kotimaisten rahamarkkinoiden säännöstely ja sen purkaminen

50-luvulla Tanskassa harjoitettiin luottojen määrällistä säännöstelyä valuuttareservien pienuuden ja maksutase-ongelmien hallitsemiseksi. Valtio osallistui luottojen ohjaamiseen haluttuihin kohteisiin. Varsinkin 60-luvulla valtio puuttui asuntorahoitukseen asumiskustannuksia alentaakseen. 70-luvulle tultaessa perinteisesti liberaalin tradition omaavassa Tanskassa rahoitusmarkkinat olivat muita pohjoismaita vähemmän säädeltyjä.

Luottojen määrällistä säätelyä jouduttiin lisäämään koko 70-luvun ajan kotimaisen luotonannon rajoittamiseksi ja pääomantuonnin rohkaisemiseksi. Pankkien lainanannolle ja kiinnitysluotoille asetettiin määrällinen katto ja myös korkoja säädeltiin. Seuraukset olivat tuttuja. Harmaat markkinat alkoivat kukoistaa, säännöstelyä kierrettiin ja se menetti merkitystään. Kun tämä oli yleisesti tunnustettu, luotonsäännöstelyä lievennettiin poistamalla marraskuussa 1980 yksityisten pankkien luotonantoa koskevat rajoitukset. Koko pankkisektorin kokonaisluotonannon yläraja oli käytössä vuoteen 1985. Korkojen tiukasta säännöstelystä luovuttiin 1981 ja kiinnitysluottojen markkinoita laajennettiin myös muuhun kuin asuinrakentamiseen sekä lisättiin luottojen enimmäismääriä.

2.3 Ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstely ja sen purkaminen

Tanska aloitti tavaroiden ja palvelusten kaupan ja niihin liittyvien maksu- ja luottojärjestelyjen liberalisoinnin Toisen maailmansodan jälkeen tapahtuneen kansainvälisen kaupan kehityksen myötä. Vuonna 1960 Tanskassa kaikki pääomanliikkeet paitsi kv. kauppaan liittyvät olivat rajoitettuja. Asteittainen valuuttamääräysten lieventäminen sai vauhtia Tanskan EC:n jäseneksi liittymisen myötä vuonna 1973. Tanskan pitkäaikainen, lähes krooniseksi

luettava, vaihtotaseen alijäämä on hidastanut kuitenkin Tanskasta ulkomaille suuntautuvien pääomanliikkeiden vapauttamista säätelystä. Pääoman maahantuonnin vapauttaminen asteittain, välillä tosin uudelleen rajoittaen, vuodesta 1968 eteenpäin onkin nähtävä sarjana toimenpiteitä alijäämäisen talouden rahoittamiseksi.

2.3.1. Pääomanliikkeet Tanskaan

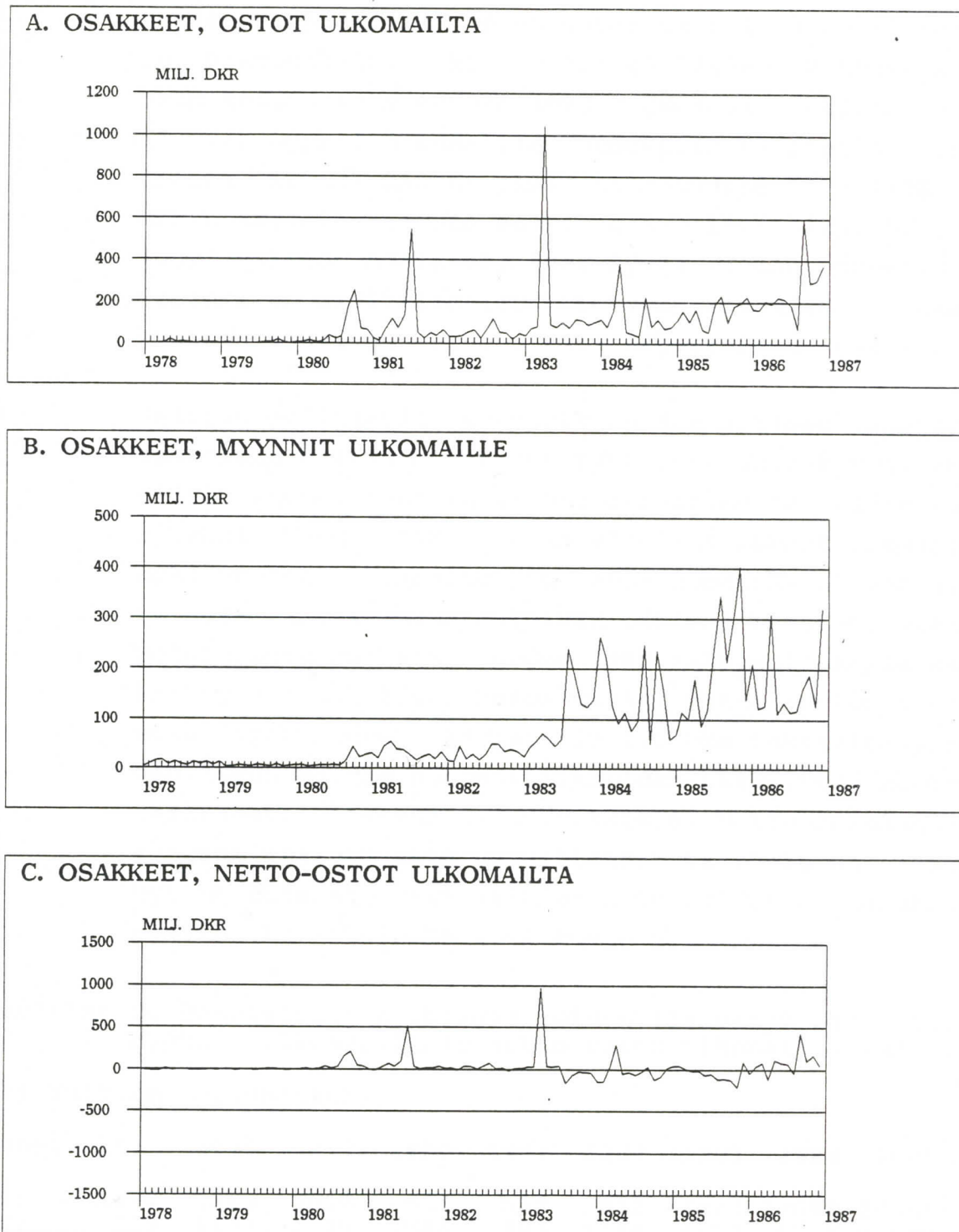
Kesäkuussa 1968 sallittiin teollisuuden ulkomainen pitkäaikainen lainanotto kotimaisiin investointeihin. Näiden lainojen maturiteetin oli oltava vähintään viisi vuotta. Vuonna 1974 lainanotto rajoitettiin ainoastaan kiinteisiin investointeihin lainojen määrän kasvettua jyrkästi. Vuodesta 1971 sallittiin pörssissä noteerattujen krunumääräisten obligaatioiden myynti rajoitetusti ulkomaalaisille.

EEC-jäsenyyden yhteydessä 1973 ulkomaalaisille sallittiin pörssinoteerattujen tanskalaisten osakkeiden osto. Kiinnostus tanskalaisiin osakkeisiin oli kuitenkin laimeata. Tanskalaisten osakkeiden kansainväliset markkinat vilkastuivat vasta vuonna 1983, jolloin myös takaisinostot kasvoivat (ks. taulukko 1 ja kuvio 1). Kaupat ovat kohdistuneet muutamaankansainvälisesti tunnettuun tanskalaiseen yhtiöön. Esim. vuonna 1983 tanskalaisen Nova-yhtiön osakeanti USA:ssa aiheutti huomattavia transaktioita. Vuoden 1985 nettomyynti ulkomaille oli seurausta syksyn jyrkästä osakkeiden hinnannoususta. Koko pääomataseen kannalta tanskalaisten osakkeiden vapaa kauppa ei kuitenkaan ole ollut merkittävä tekijä.

Taulukko 1. Tanskalaisten osakkeiden (1) ostot ulkomailta ja (2) myynnit ulkomaille (milj. DKR).

Vuosi	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
(1)	63	67	62	725	1254	637	2126	1458	1801	2999
(2)	185	128	78	168	383	383	1189	1737	2308	2041
Netto	-122	-60	-16	557	871	254	936	278	-507	958

Kuvio 1. Tanskalaisten osakkeiden (a) ostot ulkomailta, (b) myynnit ulkomaille ja (c) netto-ostot ulkomailta (milj. DKR).



Joulukuussa 1974 ulkomaalaisten sallittiin ostaa vapaasti tanskalaisia obligaatioita, kun vuodesta 1971 voimassa olleet määrälliset rajoitukset poistettiin. Ostot olivat vuosina 1971-74 yleensä jääneet voimassa olleiden rajoitusten alapuolelle, joten vapautus oli helposti tehtävissä. Ulkomaalaisten kiinnostus ei lisääntynytkään kunnes helmikuusta 1979 vuoden 1983 toukokuuhun valtion obligatioiden myynti ulkomaille jouduttiin kieltämään. Obligaatioita virtasi maasta yksin tammikuussa 1979 1128 milj. DKR:n arvosta, joista suurin osa - 1008 milj. DKR - oli juuri valtion obligaatioita. Syynä lisääntyneeseen kiinnostukseen pidettiin luottamuksen kasvamista Tanskan kruunun ulkoiseen arvoon EMS-järjestelmän vakiinnuttua.

Valtion obligaatioiden markkinoiden jälleen vapautuessa toukokuussa 1983 ei suurta ryntäystä esiintynyt. Ensimmäiset kaupat tehtiin kruunumääräisten saatavien suojaamiseksi. Vuoden 1984 alussa alkoivat kaupat lisääntyä koko vuoden pääomantuonnin tässä muodossa olessa 9.3 mrd. kruunua. Kaupat suuntautuivat lähinnä Länsi-Saksaan ja Belgia/Luxemburgiin. Vuoden 1985 alkupuoliskolla kaupat kiihtyivät edullisen koron takia, mutta korkoeron laskiessa loppuvuodesta kirjattiin 1.5 mrd takaisinmyynnit, osoittaen näiden pääomanliikkeiden herkkyyttä muutoksille markkinatilanteessa ja odotuksissa. Nettomääräinen sekä kuukausittainen että vuosittainen vaihtelu on lisääntynyt melkoisesti sekä valtion että muiden obligaatioiden osalta (ks. taulukko 2 ja kuvio 2).

Taulukko 2. Tanskalaisten obligaatioiden (1) ostot ulkomailta, (2) myynnit ulkomaille ja netto-ostot ulkomailta (milj.DKR).

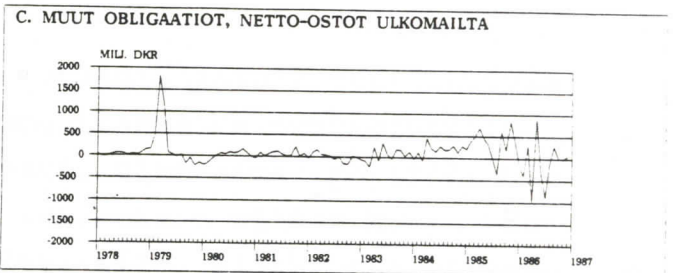
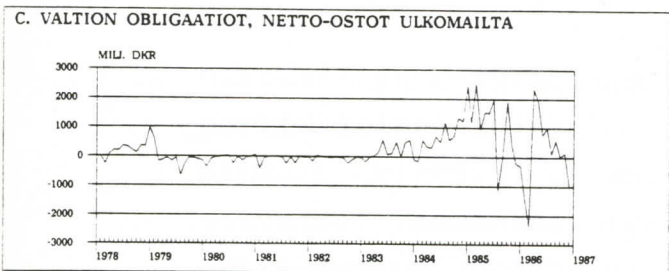
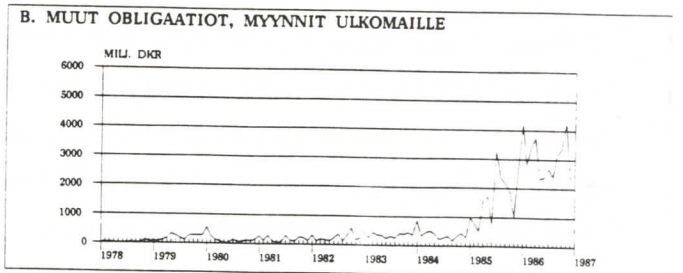
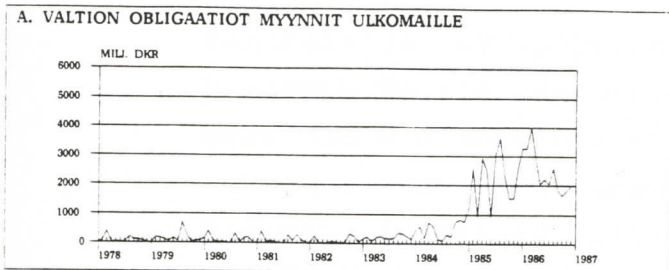
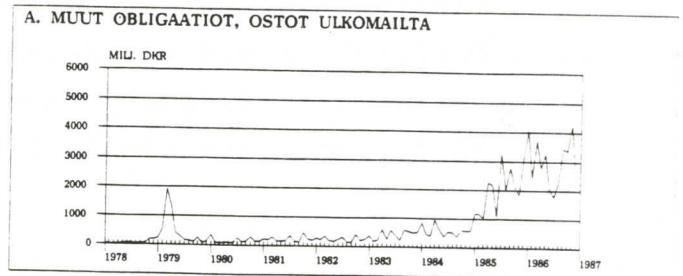
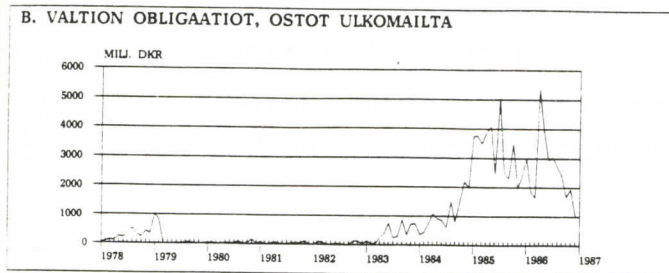
(A) Valtion obligaatiot

Vuosi	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
(1)	1497	3064	2018	516	527	613	4877	12982	39065	31609
(2)	307	1153	2025	1544	1482	1196	2619	5769	25899	29731
Netto	1190	1911	-7	-1028	-955	-584	2259	7212	13166	1878

(B) Muut obligaatiot

(1)	614	920	5672	2030	2897	3118	5027	6943	24013	35869
(2)	469	461	2571	1863	2140	3106	4357	4829	19769	37118
Netto	146	459	3101	167	757	13	669	2115	4244	-1249

Kuvio 2. Tanskalaisten obligaatioiden (a) ostot ulkomailta (b) myynnit ulkomaille ja (c) netto-ostot ulkomailta (milj. DKR)



Ulkomaisen lainanoton rajoitus ainoastaan kiinteisiin investointeihin poistettiin tarpeettomana 1983 ja kesäkuusta 1985 ulkomaisen lainanoton maturiteetin minimi alennettiin yhteen vuoteen. Ulkomaisen lainanoton sallimisen katsottiin lisäävän pankkien välistä kilpailua, mutta rajoittavan samalla keskuspankin mahdollisuuksia kontrolloida luotonannon kokonaismäärää (ks. liitteestä 3 toimenpiteistä kokonaisluotonannon säätelämiseksi).

2.3.2. Pääomanliikkeet Tanskasta

Tanskalaiset arvopaperimarkkinat avattiin ulkomaalaisille kymmenen vuotta ennenkuin tanskalaisille myönnettiin oikeus ostaa ulkomaisia arvopapereita. Nykyisin rajoituksen kohteena ovat ainoastaan lyhytaikaiset valtion joukkovelkakirjat (treasury bills) niiden politiikkainstrumentin luonteen vuoksi.

Ulkomaisiin osakkeisiin ja obligaatioihin suuntautuvien portfolioinvestointien vapauttamiseen suhtauduttiin pitkään erittäin varovaisesti. Ulkomaiset portfoliosijoitukset Tanskasta eivät kuitenkaan olleet kovin houkutteleva vaihtoehto sijoittajille, sillä kotimainen korkotaso oli ulkomaista korkeampi. Näin ollen tammi-kuussa 1978 sallittiin sellaisten ulkomaisten obligatioiden ostot, jotka oli laskenut liikkeelle kansainvälinen järjestö, jonka jäsenenä Tanska oli. Kiinnostus oli odotusten mukaisesti verrattain laimeata ja saatujen kokemusten rohkaisemana liberalisointia jatkettiin toukokuussa 1983 sallimalla ulkomaisten pörssissä noteeratujen obligatioiden ostot ilman rajoituksia. Tämänkin toimenpiteen jälkeen kiinnostus ulkomaisiin obligaatioihin oli laimeata, syynä mm. Tanskan ulkomaita korkeammat obligatioiden korot ja vakaa valuuttakurssi. Vuoden 1984 aikana ulkomaisten obligatioiden kauppa kuitenkin vilkastui merkittävästi ja samalla obligaatiokauppoihin liittyvät valuuttavirtojen vaihtelut lisääntyivät huomattavasti (ks. kuvio 3). Vuositasolla ulkomaisten arvopapereiden kauppaan liittyvät pääomanliikkeet ovat osoit-

taneet nettomääräisesti kasvavaa pääoman vientiä (taulukko 3) ollen 1986 18 mrd kruunua (ks. luku 4.5).

Tammikuusta 1984 myös ulkomaisten pörssiosakkeiden hankkiminen ulkomailta sallittiin. Kiinnostus oli ensin verrattain suurta, erityisesti institutionaalisten sijoittajien taholta. Vuoden 1984 ensimmäisen neljänneksen aikana ostettiin ulkomaisia osakkeita 1112 miljoonan DKR:n arvosta. Nettomääräisesti ulkomaisten osakkeiden tase oli vain lievästi negatiivinen vuoden 1984 ja lähes koko vuoden 1985 ajan. Ottaen huomioon, että ulkomaisten osakkeiden osto oli ollut kiellettyä tanskalaisilta yli puoli vuosisataa katsottiin Tanskan keskuspankissa tammikuussa 1986, että markkinoiden reaktio vapauttamiseen oli ollut erittäin laimeaa (ks. taulukko 3 ja kuvio 3).

Vuoden 1985 kesäkuussa myös muiden kuin pörssinoteerattujen ulkomaisten osakkeiden kauppaa koskevat rajoitukset poistettiin. Vuoden 1986 ensimmäisen neljänneksen aikana ostettiin ulkomaisia osakkeita jo 5000 miljoonan kruunun nettoarvosta ja koko vuonna 11.5 miljardilla.

Taulukko 3. Ulkomaalaisten arvopapereiden (1) ostot ulkomailta ja (2) myynnit ulkomaille (milj. DKR).

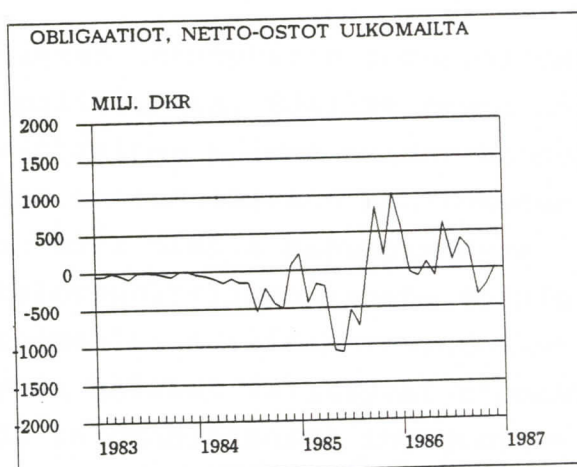
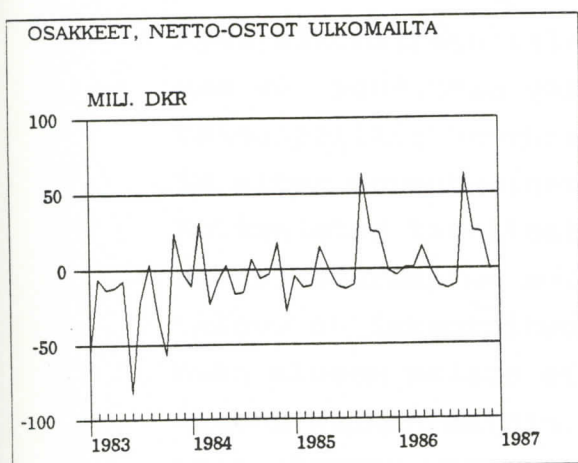
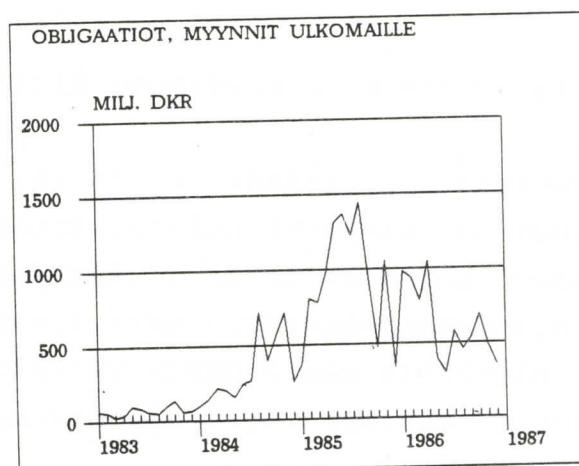
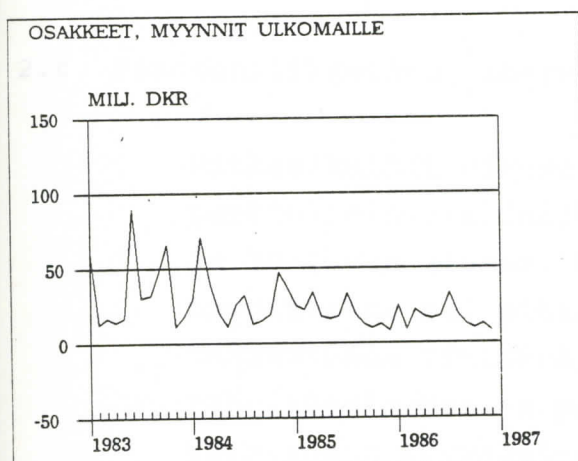
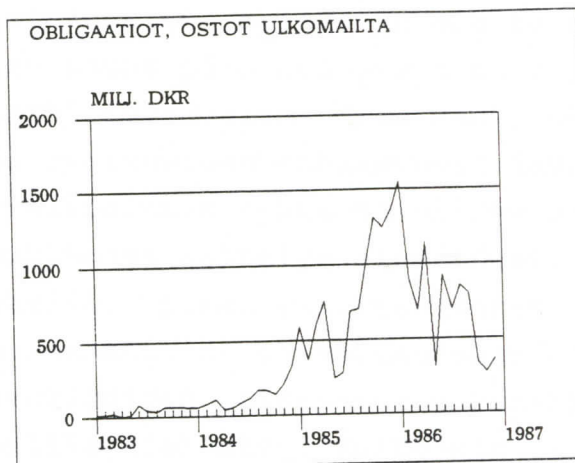
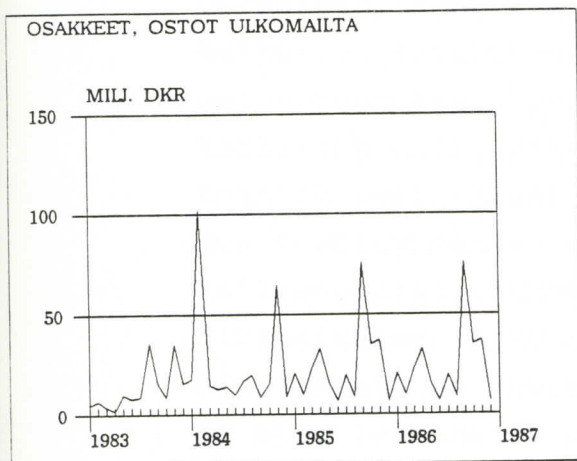
Osakkeet

Vuosi	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
(1)	310	311	136	96	249	629	234	2107	5487	21376
(2)	307	312	120	73	154	186	458	3405	8399	32880
Netto	4	-1	16	23	96	444	-233	-1298	-2912	-11504

Obligaatiot

(1)	397	406	589	618	943	2211	2662	2503	4015	11927
(2)	434	685	641	708	1162	3422	3028	2713	4442	18882
Netto	-37	-279	-52	-89	-220	-1232	-366	-209	-427	-6955

Kuvio 3. Ulkomaisten arvopapereiden (a) ostot ulkomailta, (b) myynnit ulkomaille ja (c) netto-ostot ulkomailta (milj. DKR).



Suorat sijoitukset ulkomaille ovat edelleen luvanvaraisia. Valuuttamääräykset edellyttävät, että investoinnit tehdään pysyvien taloussuhteiden luomisen tarkoituksessa. Näin ollen kurssiepävarmuus tai spekulatio ei pääse vaikuttamaan investointeihin, vaan ne tehdään tuotannollisin perustein. Suorista investoinneista maahan ja maasta aiheutuvien valuuttavirtojen osuus pääomataseesta on ollut melko huomattava erityisesti 60-luvulla. Myös henkilökohtaiset esim. kiinteään omaisuuteen kohdistuvat investoinnit ovat olleet liberalisoinnin kohteena niiden pienen merkityksen vuoksi suhteessa säätelyn aiheuttamiin hallinnollisiin kustannuksiin. Vaikka yrityssektorin pitkäaikainen ulkomainen lainanotto on käytännössä täysin vapaata on yksityishenkilöiden lainanotto ulkomailta ja myös lainananto ulkomaille kielletty. Kuitenkin alle 500 000 kruunun lainat ovat vapaita.

2.4. Pääomanliikkeiden liberalisoinnin perusteluja ja seurauksia

Pitkäaikaiset ulkomaiset lainat ja Tanskaan suuntautuvat portfolioinvestoinnit liberalisoitiin jo 60-luvun lopulla ja 70-luvun alussa. Rahapolitiikan ja valuuttamääräysten tavoitteena oli pitkään yksityisen nettopääomantuonnin takaamiseen tähtäävä politiikka maksutaseen alijäämän rahoittamiseksi ja pääoman viennin rajoittaminen valuuttavarannon turvaamiseksi.

Myös ulkomaiseen taloudelliseen kehitykseen integroitunut maa voi noudattaa vakaata politiikkaa. Edellytyksenä on talouspolitiikan yhteensovittaminen muiden maiden kanssa ja siten sopeutuminen niiden taloudelliseen kehitykseen. Kotimaisten tavoitteiden on siis oltava sopusoinnussa niiden suurempien maiden talouspolitiikan kanssa joihin talous on integroitunut. Toisaalta kaikissa integroituneen alueen maissa esiintyvät häiriöt välittyvät nopeasti alueen muihin maihin. Myös taloudellisesti integroituneen alueen ulkopuolelta tulee shokkeja. Jos herkkyysshokeille eroaa integroituneissa maissa ei samankaltainen säännöstelystä luopuminen ole kaikkien kannalta yhtä

toivottavaa. Jos lisäksi tavoitteet ovat erilaisia muihin verrattuna ja siten vaativat erilaista politiikkaa, on integroituminen maan kannalta epäsuotavaa edellyttäen, että oman politiikan noudattaminen katsotaan ylipäättään mahdolliseksi.

Motiivina vuoden 1983 - 1985 liberalisoinnille voidaan nähdä Tanskan keskuspankissa pitkään vallinnut näkemys, että valuutansäännöstely oli menettänyt tehonsa ja merkityksensä. Pienet ulkomaankaupan maksujen siirrot ovat riittäviä aikaansaamaan huomattavia valuuttavirtoja ja muutoksia reserveissa säännöstelystä riippumatta. Kysymyksessä ei ollut ainoastaan muutos suhtautumisessa portfolioinvestointeihin ulkomaille, vaan perusteellisempi koko raha- ja valuuttapolitiikka koskenut uudelleenarviointi. Kilpailukykyistä noudatetusta säännöllisesti toistuviin devalvaatioihin perustuvasta politiikasta siirryttiin vakaan kurssin politiikkaan. Tanskan ollessa EMS-järjestelmän piiriin kuuluva maa merkitsee tämä käytännössä kurssin (ja koron) sitomista Länsi-Saksan markkaan. Kilpailukyvyn turvaamiseksi päähuomio suunnattiin kotimaisiin kustannustekijöihin. Samalla finanssi- ja tulopolitiikkaa tiukennettiin.

Myös tehokkuusnäkökulma on ollut esillä keskustelussa. Voidaanhan pääomaliikkeiden vapauttamista perustella samoilla hyvinvointinäkökohdilla kuin kansainvälistä vapaata kauppaa. Se ei ole kuitenkaan ollut päämotiivina valuutansäännöstelystä luopumiselle vaikka sen on katsottu sitä tukevankin.

Pienen avotalouden tapauksessa voidaan myös argumentoida, että pääomanliikkeiden vapauttaminen vahvistaa kotimaan valuutan asemaa kansainvälisenä maksuvaluuttana. Ulkomaalaisten hallussa olevan kotimaan valuutan suuri määrä voi spekulatiotilanteessa aiheuttaa tavallistakin suurempia pääomanliikkeitä. Pienen avotalouden kannalta tämä valuutan arvostukseen liittyvä seikka ei siten välttämättä ole haluttavaa.

Viime vuosina on kaikkialla maailmassa ollut havaittavissa kehitys kohti voimakkaampia ja nopeampia pääomanliikkeiden vaihteluja erityisesti silloin, kun luottamus noudatettuun talouspolitiikkaan ja sen kykyyn säilyttää kotimaan valuutan ulkoinen arvo entisellään on horjunut. Tästä johtuen on myös Tanskassa arveltu, että valuutansäännöstelystä luopumisen jälkeen on niiden pääomanliikkeiden osuus lisääntynyt, jotka spekulatiotilanteessa voivat uhata reservejä. Erityisesti on mainittu ulkomailta olevat kruunumääräiset obligaatiot ja niiden suuri määrä. Keskuspankista on kuitenkin huomautettu, että sen aktuaaliset ja potentiaaliset valuuttareservit, joihin sisältyy mm. rajoittamaton lyhytaikainen velka muilta EMS-mailta, ovat niin suuret, että ainakaan lyhyellä aikavälillä ei likviditeetti-ongelmia ilmaannu.

Säännöstelystä luopuminen on lisännyt uskoa valtiiovallan kykyyn ja tahtoon pitää kruunun ulkoinen arvo vakaana ja mahdollistanut korkotason sopeuttamisen kansainväliselle tasolle.

Thygesen² ei pidä kaikkia liberalisoinnin vaikutuksia virallisesta kannasta poiketen yksinomaan positiivisina. Erityisesti hän kiinnittää huomiota voimakkaaseen kotimaisen kulutus- ja investointikysynnän kasvuun, jonka seurauksena vaihtotase on huonontunut entisestään (3.5 % bkt:sta 1985). Hän pitää säännöstelystä luopumista liian nopeana. Liian nopea koron lasku ja siitä seurauksena ollut voimakas ekspansiivinen kehitys ei ole ollut sopuisuudessa Tanskan rakenteellisesti heikon ulkoisen aseman kanssa. Thygesen kysyy onko julkisella vallalla enään jäljellä tarpeeksi talouspoliittisia instrumentteja vaihtotaseen vajauksen poistamiseen yhdessä tuotannon ja työllisyyden tason hoidon kanssa.

Mutta myös hän huomauttaa, että Tanskan vaihtotase oli myös ennen vuoden 1983 uudistuksia alijäämäinen, eikä

²Kööpenhaminan yliopiston professori Niels Thygesen käsittelee (Skandinaviska Enskilda Banken Kvartalsskrift nr.3, 1985) artikkelissaan valuutansäännöstelyn kehitystä Tanskassa.

silloisellakaan raha- ja valuuttapoliittisen autonomian suuremmalla tasolla oltu pystytty sitä parantamaan. Finanssi- ja tulopolitiikalla on mahdollista vaikuttaa tehokkaammin reaalitaloudellisiin tavoitteisiin kuin aikaisemmalla devalvaatiopolitiikalla.

2.5. Tanskan valuuttamarkkinat ja ulkomaiset pääamanliikkeet spekulatiotilanteissa³

Vuosina 1969 - 75 yksityinen sektori rahoitti n. 60 % maksutaseen alijäämästä. Obligaatioiden inflaatio- ja valuuttakurssikorjattu korkoero Länsi-Saksaan oli 1 - 2 %. Vaihtotase heikkeni voimakkaasti vuoden 1976 aikana lisääntyneen kotimaisen kysynnän seurauksena. Korkotaso nousi jyrkästi, korkoeron kasvaessa 5 %:iin. Yksityinen nettopääomantuonti kattoi kuitenkin edelleen n. 60 % vajauksesta. Korkoero pysyi suurena vuosina 1979-82 huolimatta kilpailukykyyn ja tavaroiden ja palvelusten taseen kohentumisesta. Epäluottamus kruunun ulkomaiseen arvoon johti yksityisen nettopääoman vientiin.

Vuoden 1983 politiikanmuutoksen seurauksena jo vuosina 1979 - 82 parantunut kilpailukyky alkoi näkyä. Obligaatioiden tuotto aleni ensin 21 %:sta 14 - 15 %:iin ja vuoden 1985 aikana 10 - 11 %:iin. Myös korjattu korkoero pieneni 3.5 prosenttiin. Syyt korkotason ja pitkäaikaisen obligaatioiden tuoton alenemiseen eivät ole kuitenkaan yksin Tanskan politiikassa. Tämä erittäin nopesti tapahtunut sopeutuminen on monen samaan suuntaan vaikuttavan tekijän yhteisvaikutusta. Kansainvälinen korkotaso oli laskenut merkittävästi vuoden 1982 aikana. Korot Tanskassa olivat samanaikaisesti poikkeuksellisen korkeita, heijastellen poliittista epävarmuutta, valuuttakurssiodotuksia ja ennustuksia valtion budjettialijäämän ja velan kasvusta. Uuden politiikan vaikutuksia olivat inflaatio-odotusten heikentyminen, maltillinen palk-

³Tanskan keskuspankin katsauksessa (Monetary Review - February 1986) tarkastellaan pääomanliikkeitä spekulatiotilanteissa ja suhteessa korkoeroon ja kilpailukykyyn Länsi-Saksaan verrattuna (ks. liite 3).

kojen nousu ja omaksuttu tiukka asenne valuuttakurssipolitiikassa. Pääomanliikkeiden liberalisointi ja parantunut ulkoinen asema vahvistivat myös odotuksia kotimaisen korkotason laskusta. Huolimatta korkotason laskusta yksityisen pääoman maahantuonti jatkui voimakkaana, kattaen 40 - 50 % maksutaseen alijäämästä.

Pitkääikaisten valtion obligaatioiden tuotto on kuitenkin edelleen selvästi korkeampi kuin esim. USA:ssa ja Länsi-Saksassa heijastellen Tanskan vaihtotaseen vajausta. Tämä korkoero on pääsyitä siihen, että ulkomaisten hallussa olevien tanskalaisten obligaatioiden määrä on koko ajan kasvanut.

Tanskan kruunun ulkoisen arvon ollessa uhattuna ovat muutokset virallisissa reserveissa heijastusta kauppaluottojen ja pankkien termiinikauppojen muutoksista. Muilla pääomanliikkeillä ei spekulatiotilanteessa ole ollut merkitystä lukuunottamatta ulkomaisten obligaatioiden ostoja syys- ja lokakuussa 1982. Tyypillistä on ollut lisäksi, että kun tilanne kruunun ympärillä on lauennut ovat poistuneet reservit palautuneet nopeasti takaisin. Tämä oli siis keskuspankin näkemys vuoden 1986 alussa.

Tarkastellaan seuraavaksi vuotta 1986 ja vuoden 1987 ensimmäistä neljänestä. Tanskan kruunu oli lähes koko vuoden 1986 devalvaatiopaineiden alaisena. Tilanteen huipentuessa joulutammikuussa ja lauetessa tammikuun 10. EMS-järjestelmän puitteissa tehtyihin järjestelyihin, joiden seurauksena kruunu devalvoitui 0.45 % suhteessa ECU:uun.

Korkoero Länsi-Saksaan verrattuna alkoi vuonna 1986 jälleen kasvaa, oltuaan huhtikuussa alhaisimmillaan 3 %, mutta vuoden lopussa jo yli 5 %, heijastaen odotuksia maksutaseen vajauksen kasvamisesta tulevaisuudessa. Korkoeron suurenemisesta huolimatta pääomavirta ulkomaille ei tyrehtynyt koko vuonna ja kruunu oli toukokuusta 1986 tammikuuhin 1987 EMS-valuuttaputken

alarajalla. Kasvanut korkoero liittyynee epäluottamukseen talouspolitiikkaa kohtaan eikä rahapolitiikan autonomiaan; vaihtotaseen vajeesta huolimatta keskuspankki pyrki mm. alentamaan pitkää korkoa.

Keskuspankki toteaa⁴, että vuodenvaihteen 1986 - 87 Tanskan kruunuun kohdistunut spekulatio suhteessa Saksan markkaan ei ole tuottanut voittoa sitä harrastaneille. D-markan revalvaatio 3 %:lla suhteessa kruunuun on korvautunut muiden EMS-valuuttojen samanaikaisilla keskinäisillä arvomuutoksilla siten, että kruunun ja D-markan suhde järjestelyjen jälkeisenä päivänä oli jopa alhaisempi kuin edellisenä päivänä. Lisäksi spekuloiden todetaan kärsineen korkotappioita ja tappioita transaktiokustannusten muodossa.

Portfoliointestointien osuudesta spekulatiotilanteessa voidaan todeta taulukon 4 pohjalta, että niihin liittyvät pääomanliikkeet maasta olivat melko huomattavat. Mutta portfoliointestointien suhteellinen stabiilisuus, verrattuna tanskalaisten yritysten lainanotossa tapahtuneeseen siirtymään kruunuista ulkomaan valuuttaan, osoittaa, että portfoliointestointien liberalisointi ei ole ollut sellainen destabiloiva tekijä kuin sitä kritisoineet ovat pelänneet⁵.

Ulkomaalaiset myivät jonkin verran tanskalaisia arvopapereitaan vuoden ensimmäisenä ja viimeisenä neljänneksenä, mutta toimivat koko vuosi huomioon ottaen stabiiloivasti, sillä heidän kokonaisvaikutuksensa pääomataseeseen oli +1.0 mrd. kruunua. Vuoteen 1985 mennessä ulkomaalaisten hallussa oli 17 - 18 mrd:n arvosta tanskalaisia valtion obligaatioita. Pelättyä massiivista obligatioiden takaisinmyyntiä ei kuitenkaan tapahtunut. Ulkomaalaisten nostot lisääntyivät nopeasti

⁴Monetary Review - February 1987

⁵ks. Thygesen, Monetary Review - May 1987, joka toteaa myös, että vapaamielinen suhtautuminen pääomanliikkeisiin yhdessä kiinteään kurssiin nojaavan politiikan kanssa on tärkeä tekijä Tanskan kansainvälisen luottokelpoisuuden edistäjä.

vuoden 1987 ensimmäisellä neljänneksellä tilanteen lauettua.

Taulukko 4. Tanskan liikepankkien keskuspankkivelka, viralliset reservit, kauppaluotot, rahoitusluotot, ulkomaalaisten ostamat tanskalaiset arvopaperit (1) ja tanskalaisten ostamat ulkomaalaiset arvopaperit (2), netto (milj. DKR).

Vuosi	kk	Liike- pankkien kp.velka	Viralli- set reser- vit	Lainat		Portfolioinves- toinnit		
				Kaup- pa	Rahoi- tus	(1)	(2)	
1986	1	5547	48746					
	2	4638	46474					
	I	3	778	43762	-1246	15569	-4443	-6668
		4	2080	42169				
		5	2123	40113				
	II	6	-3621	37839	577	2704	4383	-7779
		7	-3154	30808				
		8	-3849	38959				
	III	9	-9681	34361	-4162	-2547	1413	-3239
		10	-10302	35349				
		11	-22813	41862				
IV	12	-22310	36453	741	-2422	-375	-753	
	1987	1	-30832	27996				
I	2	-28237	36342					
	3	-17732	49497	-4463	1021	6485	452	

Tanskalaiset sijoittajat ostivat huomattavia määriä ulkomaisia arvopapereita jo vuoden 1985 lopusta alkaen (ks. liite 1). Suurimmillaan valuuttavirta ulkomaille tätä kautta oli vuoden 1986 toisella neljänneksellä, jolloin tanskalaiset ostivat ulkomaisia osakkeita 5.1 mrd:n ja obligaatioita 2.7 mrd:n kruunun arvosta. Vuoden 1986 aikana portfoliosijoitukset ulkomaille olivat kaikkiaan 18.8 mrd kruunua.

Kauppaluottojen muodossa pääomaa virtasi vuoden aikana maasta 4.1 mrd ja rahoitusluottojen kautta vuoden 1986 kolmantena ja neljäntenä neljänneksenä 2.5 mrd kruunua kunakin. Koko vuoden pääomanliikkeet maahan rahoitusluottojen muodossa olivat 13.6 mrd verrattuna yli 34 mrd:iin vuonna 1985. Tämä merkitsi, että vuoden 1986 34.5 mrd:n kruunun maksutaseen alijäämä oli rahoitettava julkisella pääomantuonnilla, joka oli 36.7 mrd yksityisen nettopääomanviennin ollessa 16.3 mrd kruunua.

3. Norja

Norjassa pääomanliikkeiden liberalisointia pohdittiin perusteellisesti 80-luvun alussa. Keskustelun tuloksena portfolioinvestoinnit maasta ja maahan vapautettiin, mutta ulkomainen lainanotto säilyi säännösteltynä. Päinvastoin kuin Tanskassa muuta talouspolitiikkaa ei uudistettu avoimia rahoitusmarkkinoita vastaavasti. Talouspolitiikka onkin ajoittain kärsinyt konsistenttisuuden puutteesta.

3.1. Luottojen ja pääomanliikkeiden säännöstely Norjassa ennen liberalisointia

Norjassa valuutta- ja pääomanliikkeet ovat perinteisesti olleet tiukasti säännösteltyjä. Usean vuosikymmenen ajan alhaisen ja vakaan korkotason saavuttaminen oli keskuspankkipolitiikan tärkeä tavoite. Luotonsäännöstelyn avulla luottoja ohjattiin ensisijassa näille prioriteetin omaaville aloille samalla kun korkoja säädeltiin hallinnollisesti. Alhaisen korkotason tavoitetta pidettiin suotavana myös tulonjakopoliittisista syistä. Lisäksi sodan aikana kertynyt julkisen sektorin velka puolsi alhaista korkotasoa. Kotimaisen säännöstelyn motiivina on ollut pääomien ohjaaminen haluttuihin kohteisiin. Näin turvattiin Toisen maailmansodan jälkeen jälleenrakennus erityisesti perusteollisuuden, asuntojen ja energiantuotannon osalta.

Luotonsäännöstelyn harjoittamisen puitteet on joka vuosi ilmaistu valtion tulo- ja menoarvion yhteydessä julkais tavalla "luottobudjetilla". Siinä ilmoitetaan erilaisten rahoituslaitosten luotonantoa sitovat tavoitteet suhteessa koko kansantalouden vuotuisen luotonannon tavoitteeseen.

Tiukalle luotonsäännöstelyn ajalle Norjassa oli ominaista myös valtion pankkijärjestelmä, joka vuoteen 1979 mennessä vastasi noin puolesta kotimaisesta luotonannosta. Val-

tion pankkien luotonannon katot määrätään vuosittain budjetissa ja niiden luottoehdot ovat jonkin verran yksityisiä luotonantajia edullisempia. Muiden pankkien lainanantoa kontrolloitiin pääasiassa kolmella instrumentilla: ensisijaisilla ja toissijaisilla kassavarantotalletuksilla sekä keskuspankkivelan ehdoilla. Kassavarantotalletukset ovat poikenneet toisistaan alueellisesti ja riippuen siitä minkä tyyppisestä rahalaitoksesta on kysymys. Luotonantoa on kontrolloitu säätelemällä myös keskuspankkirahoituksen korkoa, jonka täydennyksenä on ollut suora pankkien luotonannon määrän rajoitus. Ns. toissijaisilla kassavarantotalletuksilla on aika ajoin velvoitettu pankki tallettamaan keskuspankkiin koko ylimääräinen lainanantonsa korottomina talletuksina.

Norjalaiset obligaatiomarkkinat ovat olleet tuikasti säädellyt sekä tarjonnan että kysynnän osalta. Hallitus asetti korkotason (tuoton) ja katon lainojen kokonaismäärälle. Obligaatoita laskivat liikkeelle lähinnä valtio, kunnat, keskuspankki ja eräät järjestöt, jotka lainoittivat rahoitustoimintaa ja asuntotuotantoa. Muilla rahoitusinstituutioilla ei ollut oikeutta ja ei-rahoitussektorilla ainostaan rajoitettu oikeus laskea liikkeelle obligaatiolainoja. Näin julkinen valta ohjaili rahoitusta asunto- ja energiatuotantoon. Koska obligaatioiden korot olivat alle markkinakoron oli yksityisillä pankeilla, henkivakuutusyhtiöillä ja eläkerahastoilla velvollisuus sijoittaa tietty osa varallisuuden kasvustaan obligatioihin.

Sodanjälkeisinä vuosina pääomanliikkeet ulkomaille olivat voimakkaasti säädellyt. Ensisijainen syy tälle oli pyrkimys taata riittävät reservit ei-korvattavissa olevien ulkomaisten tavaroiden tuonnille siltä varalta, että viennissä tapahtuisi yllättävä nopea lasku. Pääomanliikkeiden säännöstely maksutasesyistä väheni oleellisesti Norjan öljytulojen kasvaessa 70-luvun loppua kohden. Ulkomaankaupan voimakkaan kasvun myötä ja norjalaisten yritysten kansainvälistyessä liberalisoitiin

kauppaan liittyvät transaktiot. Muiden pääomanliikkeiden vapautus säännöstelystä on tapahtunut hitaammin.

Useita vuosia luotonsäännöstelyn politiikka toimi menestyksellisesti. Pitkään jatkunut säännöstely loi kuitenkin yhdessä rahoitusinnovaatioiden kehittymisen myötä pikkuhiljaa laajentuvat vaihtoehtoiset markkinat joilla säännöstelyä kierrettiin. Lopputuloksensa oli, että viranomaiset menettivät otettaan luottoekspansioista ja luottojen jakautumisesta. Raha- ja valuuttapolitiikan uudistamista pohdittiinkin vuosina 1979 - 1983 kolmessa virallisessa tutkimuksessa⁶. Kaikki kolme päätyivät tulokseen, että luotonsäännöstelyn purkaminen helpottaisi rahamarkkinoiden ohjailua ja tehostaisi resurssien allokaatiota. Tärkein argumentti säännöstelyn purkamiselle oli näkemys, että se on välttämätöntä raha- ja luottopolitiikan tehon säilyttämiseksi osana koko talouspolitiikkaa. Korkopolitiikasta tulonjaon välineenä luovuttiin. Valuutansäännöstelyn katsottiin olevan tarpeellista ainoastaan suoraan kotimaiseen likviditeettiin vaikuttavilta osin.

3.2. Kotimaisten rahamarkkinoiden säännöstelyn purkaminen

Ensimmäinen askel säännöstelyn lieventämiseksi oli korkopoliittisen komitean suositusten osittainen toimeenpano vuonna 1980. Päämääränä oli korkojen hallinnollinen ja poliittinen säätely markkinoilla vallitsevan kysynnän ja tarjonnan mukaan. Korot jaettiin lyhytaikaisten lainojen korkoihin sekä pitkäaikaisiin korkoihin. Molemmille asetettiin keskimääräisen korkotason tavoite. Pankeille jätettiin mahdollisuus päättää yksittäisten luottojensa koroista. Alle vuoden korot sidottiin keskuspankin markkinakorkoihin. Yli vuoden korkojen toivottiin muodostuvan samanaikaisesti vapautettavilla obligatiomarkkinoilla. Lyhyttä korkoa oli tarkoitus muuttaa

⁶Ensimmäinen 1979 ilmestynyt pohti luottomarkkinoiden rakenneongelmia ja kokonaisluotonsäännöstelyn hallinnan kysymyksiä. Vuonna 1980 valmistui selvitys korkopolitiikasta ja 1983 osin edellisiin perustuen pääasiassa rahapolitiikan tavoitteita ja instrumentteja käsittelevä tutkimus.

rahamarkkinoiden kulloisenkin tilan mukaisesti. Kuntien lainanoton, asuntolainojen ja valtion takaamien lainojen osalta säätely pidettiin edelleen voimassa.

Obligaatiomarkkinoilla säännöstelyn purkamisen ensimmäinen askel sisälsi joitakin lievennyksiä markkinoille pääsyyn ja obliigaatioiden tuoton vapaamman määräytymisen markkinoilla kysynnän ja tarjonnan mukaan. Motiivina obliigaatiomarkkinoiden liberalisoinnissa oli paitsi vertailukelpoisen markkinakoron tarjoaminen pitkäaikaiselle lainanotolle myös viranomaisten halu luoda mahdollisuudet tehokkaiden avomarkkinaoperaatioiden harjoittamiseen. Kolmantena motiivina oli pitkäaikaisen velkarahoituksen tarjonnan lisääminen.

Säännöstelystä luopumisen yhteydessä pyrittiin Tanskan tapaan luomaan korvaavia instrumentteja talouden kokonaislikviditeetin säatelemiseksi. Keskuspankki otti 1978 käyttöön sen ja pankkien välisille markkinoille kolmen kuukauden lainapaperin, joilla pyrittiin kontrolloimaan lyhyen aikavälin vaihteluita pankkien likviditeetissä. Muita käytettäviä instrumentteja olivat keskuspankkilainan ehtojen muutokset ja valuuttamarkkinoilla termiini- ja swap-transaktiot syksystä 1979.

Vuoden 1980 uudistukset kotimaisilla rahamarkkinoilla epäonnistuivat johtuen osin talouspolitiikan tavoitteiden ristiriitaisuudesta, osin samanaikaisista voimakkaista hinta- ja kustannuspaineista taloudessa. Kun halutaan noudattaa tiukkaa rahapolitiikkaa ja samanaikaisesti asetetaan sekä korkotavoite että lainanannon määrällisiä tavoitteita ja myös valuuttakurssi halutaan kiinnittää joudutaan säännöstelemättömillä markkinoilla pakostakin luopumaan jostakin. Käytännössä osoittautui, että markkinat toimivat kuten ennen uudistusta 1979, mutta säännöstelyä sen sijaan jouduttiin koko ajan lisäämään. Huippu saavutettiin 1983 jolloin kaikki säädeltävissä olevat luottomarkkinat olivat suoran kontrollin piirissä (ks. liite 1). Säännöstelemättömät harmaan rahan markkinat paisuivat samalla voimakkaasti.

Norjan Pankki alkoi vuoden 1983 lopulla voimakkaasti vaatia liian tiukasta korkotavoitteesta luopumista ja kotimaisen likviditeetin tason säätelyä (ks. liite 1). Taloudellista tilannetta pidettiin otollisena säännöstellyn purkamiselle. Korkosäännöstelystä luopumista auttaisi markkinakorkojen lasku tasolle, joka paremmin vastaa julkisen vallan asettamia tavoitteita. Rahapolitiikan välitavoitteiksi esitetään kotimaista luotontarjontaa, kotimaista likviditeettiä, joka osoittaa harjoitettavan finanssi- ja rahapolitiikan vaikutuksen kokonaislikviditeettiin ja rahan tarjonnan kasvua (M2). Jos määrälliset tavoitteet eivät kuitenkaan ole saavutettavissa hyväksyttävillä koroilla on sekä tavoitteita että politiikka sopeutettava tasapainon saavuttamiseksi. Keskuspankin kannanotot saivat laajaa kannatusta ja viitoittivat tietä säännöstelystä luopumiseen lopullisesti.

Obligaatiomarkkinat kehittyivät ensimmäiseksi. Niiden kehitystä luonnehti vuoden 1980 uudistuksen jälkeen valtion obligaatioiden alhainen korkotaso ja kysynnän romahdaminen. Vuoden 1983 aikana markkinat alkoivat kuitenkin toimia valtion nostettua obligaatioidensa korkoja ja jälkimarkkinoiden kehityttyä. Tällöin voitiin luopua rahoituslaitosten velvollisuudesta sijoittaa osa varoistaan obligaatioihin ja helpottaa luottolaitosten oikeutta laskea liikkeelle obligaatioita (tammikuussa 1985). Keskuspankki alkoi käyttää valtion obligaatioiden jälkimarkkinoita avomarkkinaoperaatioissaan jo vuoden 1984 aikana. Samalla on luotu markkinat sijoitustodistuksille (pankkien, yritysten ja rahoitusluottolaitosten) aina 12 kuukauden maturiteettiin asti. Tammikuussa 1985 keskuspankki laski liikkeelle myös omia kolmen ja 12 kuukauden sijoitustodistuksia ja luopui kolmen kuukauden markkina-paperista.

Tammikuussa 1984 luovuttiin suorasta pankkien lainanannon kontrollista. Syyskuussa 1985 uudistettiin jälleen korkopolitiikkaa. Julkisen vallan korkoja ohjaava politiikka tapahtuu tämän jälkeen sijoitustodistusten ja obligaa-

tioiden markkinoilla. Tietyt asuntolainat ja valtion teollisuudelle takaamat ympäristönsuojeluun tai tehokkuuden parantamiseen tarkoitettut lainat jäävät edelleen säätelyn piiriin. Päätöksen taustalla oli, kuten aikaisemmin, pyrkimykset hallita luotontarjonnan ja rahan tarjonnan määrää. Koska korkotaso pyrittiin edelleen pitämään halutulla (alhaisella) tasolla merkitsi tämä, että keskuspankki joutui operoimaan markkinoilla huomattavassa määrin. Kotimainen luotontarjonta lisääntyi nopeasti ja jälleen turvauduttiin säätelypolitiikkaan, lähinnä kassavarantovelvollisuuksia kiristämällä⁷.

3.3 Ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstelyn purkaminen

Ulkomaankauppaan liittyvät pääomien transaktiot vapautettiin sitä mukaan kun Norjan ulkomaankauppa laajeni ja yritykset kansainvälistyivät. Muiden pääomanliikkeiden vapauttamisessa on edetty hitaammin noudattaen IMF:n säädöksiä ja OECD:n pääomanliikkeiden vapauttamisen koodia. Tyypillistä pääomanliikkeiden säätelylle Norjassa on ollut ulkomaisen lainanoton vuosittaiset kiintiöt sekä energia- ja laivanvarustussektoreiden ja sittemmin myös öljyteollisuuden erilliskohtelu. Tarkastellaan ensin valtuutussäännöstelyn tilaa Norjassa 80-luvun alkuun mennessä ja sen jälkeen varsinaisesti alkanutta liberalisointiprosessia.

Suorat investoinnit ulkomaille ovat olleet luvanvaraisia, mutta vuodesta 1979 käytännöllisesti katsoen yhtään ano-

⁷Kesäkuussa 1987 muutettiin pankkien keskuspankkivelan sääntöjä. Pankeille tarjotaan tietyn pituisia kiinteäkorkoisia lainoja. Tämä järjestelmä korvaa käytössä olleet päiväkohtaiset lainat. Järjestelyllä pyritään vakaampaan likviditeetin tarjontaan pankeille ja toivotaan että, pankkien pitkäaikaisen lainanannon korkojen vaihtelut olisivat paremmin suojattuja lyhyen markkinarahnan koron muutoksilta. Samalla poistettiin pääasiallinen kassavarantovelvoite pankeilta ja henkivakuutusyhtiöiltä ja sitä alennettiin muiden rahoituslaitosten osalta. Toissijainen kassavarantovelvoite, joka on siis sidottu luotontarjonnan määrään on sen sijaan edelleen voimassa.

musta ei ole hylätty. Kansalaisilla ei ole ollut oikeutta ostaa ulkomaalaisia arvopapereita (osakkeita tai obligatioita) paitsi rajoitetuilla ulkomaalaisten arvopapereiden kauppaan tarkoitetuilla markkinoilla. Näillä nk. "vaihtomarkkinoilla" ennen lokakuun 1. 1966 hankittujen ulkomaalaisten arvopapereiden kauppa on vapaata.

Ulkomaalaisten oikeutta ostaa pörssinoteerattuja norjalaisia arvopapereita on lisätty vähitellen vuodesta 1973. Suurinta sallittua ostojen määrää nostettiin lokakuussa 1979 50000 kruunusta 1 miljoonaan kruunuun. Norjalaisten osakkeiden osalta kauppa vapautettiin kokonaan helmikuussa 1982. Norjalaisten obligaatioiden ostokatto ulkomaille säilyi tällöin edelleen 1 milj. kruununa. Liberalisointi tapahtui OECD:n suositusten pohjalta ja oli askel viranomaisten pyrkimyksissä osakemarkkinoiden stimuloimiseksi. Aikaisemmat rajoitukset heijastelivat (a) halua suojata kotimaiset pääomanmarkkinat korko- ja kurssimuutoksista aiheutuvilta pääomanliikkeiltä, (b) pyrkimystä estää ulkomaalaisia hankkimasta osake-enemmistöjä norjalaisissa yrityksissä⁸.

Laivanvarustusteollisuus ja Norsk Hydro A/S-yhtiö ovat olleet ulkomaalaisten osakekauppoja koskevien valuuttamääräysten ulkopuolella. Valtioenemmistöisen Norsk Hydron osakkeita on noteerattu myös ulkomaalaisissa pörseissä. Laivanvarustukseen liittyviä osakekauppoja ulkomaille kontrolloi kauppaministeriö. Ulkomaalaisilla vakuutusyhtiöillä on ollut oikeus sijoittaa norjalaisille arvopaperimarkkinoille (lähinnä haltijavelkakirjoihin) muista valuuttasäädöksistä poiketen, kuitenkin vain nk. teknisistä syistä.

⁸Muu lainsäädäntö asettaa tälle mahdollisuudelle kuitenkin tiukat rajat. Ulkomaalaisten osakeomistus on rajoitettu 20 %:iin yhtiön osakkeista ja 10 %:iin yksittäisen sijoittajan osalta, ellei poikkeavaa lupaa yksittäistapauksessa ole myönnetty. Norjalaisten pankkien osalta ulkomaalaisomistus on rajoitettu 10:een %:iin. Lisäksi yksittäiset yhtiöjärjestykset asettavat lisärajoituksia ja jotkut yhtiöt eivät salli ulkomaalaisten omistaa osakkeitaan lainkaan.

Seuraavassa (taulukko 1.) on esitetty luvan saaneet osakekaupat portfolioinvestointien Norjaan vapautuessa ja sen jälkeen. Luvuista on jätetty pois laivanvarustukseen liittyvät ja Norsk Hydron osakkeisiin kohdistuvat kaupat. Suluissa ovat kaikki norjalaisiin osakkeisiin liittyvät kaupat.

Taulukko 1. Norjalaisten osakkeiden luvanvaraiset ostot ulkomaille ja Norjaan (milj. kruunua)

Vuosi ja neljännes	Ostot ulkomaille	Ostot ulkomailta
1978	2.6 (64.9)	2.8 (37.9)
1979:1-3	3.0 (390.1)	2.4 (108.3)
1979:4	16.5	2.2
1980:1	67.7 (451.5)	3.8 (81.4)
1980:2	18.1	6.7
1980:3-4	113.5 (108.3)	17.5 (61.4)
1981:1-2	243.6 (314.9)	41.4 (250.0)
1981:3-4 ¹⁾	196.6	71.5

1) lokakuun loppuun

Kiinnostus norjalaisiin osakkeisiin kasvoi liberalisoinnin myötä selvästi suuntautuen lähinnä teollisuusosakkeisiin. Kysyntä ei ole osoittanut vaihtelua kuukausittain, vaan on ollut vakaata, lukuunottamatta tiettyjä erityisen voimakkaan kysynnän jaksoja. Takaisinostot ovat myös osoittaneet nousevaa trendiä. Taulukossa esillä olevana periodina lupia on myönnetty 650 milj. kruunun arvosta, takaisinostojen ollessa 140 milj. kruunua. Nettomyynti ulkomaille on ollut siis 500 milj. kruunua. Tämän periodin aikana 80 % ostoista ulkomaille on ollut teollisuusosakkeita ja loput obligaatioita.

Ulkomaalaisomistukselle muutoin asetetut rajat ovat tulleet vastaan jo näinkin lyhyessä ajassa. Tämä on varmasti edesauttanut liberalisointia edelleen, kun ulkomaalaisille myönnettiin oikeus ostaa myös pörssin ulkopuolisia osakkeita vuonna 1984. Norjan keskuspankki on arvioinut (vuonna 1982), että potentiaalisten osakkeita koskevien portfolioinvestointien määrä ulkomaille on vain n. 1.5 - 1.6 mrd. kruunua, jos pääomanliikkeet olisivat täysin

vapaat. Norjan valuuttavaranto oli 1982 39.91 mrd. kruunua.

Valuuttamääräysten uudistamista pohdittiin tammikuussa 1981 ja toisessa maaliskuussa 1982 asetetussa komiteassa. Joulukuussa 1983 julkaistu komitean loppuraportti⁹ käynnisti liberalisoinnin, joka sitten toteutettiin pääosin vuonna 1984. Komitea painotti valuuttamääräysten jatkuvaa käyttöä talouden ohjaamisessa. Komitean suositukset pohjautuivat Norjan kruunun ulkoisen arvon määrittelyyn edelleenkin valuuttakorin avulla.

Komitea esitti mm. seuraavia näkökohtia valuutansäännöstelystä: Valuutansäännöstelyn tarve kurssi- ja maksutasesyistä on tänään paljon vähäisempi kuin aikaisemmin. Jos korkopolitiikka Norjassa ei poikkea liikaa Norjan kannalta tärkeiden maiden (joiden valuutat ovat Norjan kruunun kannalta vaihtoehtoisia sijoituskohteita) politiikasta, voidaan valuuttakurssi- ja maksutaseongelmat välttää riippumatta pääomanliikkeistä. Mutta tilanteessa, jossa kruunuun ulkoiseen arvoon kohdistuu paineita, olisi pääomanliikkeiden suora säännöstely tärkeä lisätuki keskuspankin tällöin harjoittamalle interventioille valuutta- ja rahamarkkinoilla, koska se vähentäisi destabiloivia pääomanliikkeitä. Tämä ei kuitenkaan edellytä valuutansäännöstelyä nykyisessä määrin. Osa määräyksistä liittyy transaktioihin, jotka ovat verrattain vähäisiä huolimatta niihin kohdistuvasta säännöstelyn asteesta. Osa liittyy odotuksiin valuuttamarkkinoilla ja vaativat sen vuoksi suoraa säännöstelyä, joten on tärkeämpää säädellä lyhyen aikavälin kuin pitkän aikavälin pääomanliikkeitä.

Komitea olettaa, että säännöstelystä luopuminen lisää riippuvuutta muista maista jonkin verran, esittämättä kuitenkaan sen tarkempaa arviota suuruusluokista. Se katsoo, että norjalaisen teollisuuden kansainvälistyminen ja öljyteollisuuden kasvava merkitys Norjan taloudelle vä-

⁹NOU 1983:54, Om revisjon om valutareguleringen.

hentää joka tapauksessa kotimaisen rahapolitiikan tehoa ja mahdollisuuksia suojata luottomarkkinat säännöstelyn avulla. Valuutansäännöstelyä voidaan sen mielestä kuitenkin lieventää joiltakin osin ilman, että rahapolitiikan autonomia oleellisesti vähenee.

Komitean suosituksia toteutettiin verrattain nopeasti jo vuoden 1984 aikana. Nopealle aikataululle loi lisäksi perustaa valuuttavarannon kasvu (ks.liite 2), vaihto- ja kauppataaseen ylijäämä ja ulkomaisen velan pienuus. Taloudellinen tilanne oli näin ollen suotuisa liberalisoinnin toteuttamiselle. Taustalla oli myös toivomus, että kotimaista luottoekspansiota hillitsisi mahdollinen nettopääomavirta ulkomaille.

Seuraavassa tärkeimmät muutokset ja suluissa muutokseen mahdollisesti liittyvät komitean perustelut:

- Kansalaisille sallittiin ulkomaisten pörssien listoilla olevien osakkeiden ostot ja luvanvaraisesti noteeraamattomien osakkeiden ostot (vanhojen osakkeiden nk.vaihtomarkkinat poistuisivat, voidaan rinnastaa suoriin sijoituksiin ulkomaille).
- Ulkomaalaiset saivat ostaa norjalaisia sekä pörssissä noteerattuja että pörssin ulkopuolisia osakkeita (muu lainsäädäntö ja yhtiöjärjestysten ulkomaalaispykälät tarjoavat riittävän säätelyn).
- Suoriin sijoituksiin Norjaan tarvittava lupavaatimus poistettiin, mutta ilmoituvelvollisuus säilyi.
- Alle viiden vuoden ulkomaista kauppaluottoa koskeva kieltö kumottiin (säätelyä voidaan helposti kiertää luotoilla ulkomaisista rahoituslaitoksista ulkomaiselle tavarantoimittajalle).
- Matkavaluutan nostoa koskeva katto poistettiin (lähes kaikki muutkin tavaroiden ja palvelusten kauppaan liittyvät transaktiot ovat säännöstelystä vapaat ja on vähän syitä kohdella turismia erilailla).
- Kiinteän omaisuuden hankintaa ulkomailta helpotettiin (säätely merkityksetöntä raha- ja valuuttapolitiikan kannalta).

Vuonna 1985 tehtiin vielä seuraavat uudistukset:

- Norjalaisten yritysten oikeutta pitää valuuttatilejä laajennettiin.
- Yksityisten yritysten oikeutta ostaa ulkomaisia obligatioita laajennettiin, kun se tapahtuu valuuttakurssiriskiltä suojautumisen tarkoituksessa ja kansalaisten sallittiin ostaa eurokruunu-obligatioita niiden jälki-markkinoilta riippumatta velan asettajasta.

Valuuttamääräyksiä liberalisoitiin siis huomattavasti lyhyessä ajassa. Pääoman maahantuontia on kuitenkin edelleen rajoitettu. Ulkomainen lainanotto on säännösteltyä ja oikeus hankkia ulkomaalaisia obligatioita on kielletty. Tämä sen vuoksi, että niiden kaupan katsotaan sisältyvän erityisen suuren riskin kotimaisia valuutta-, luotto- ja rahamarkkinoita destabiloivien pääomanliikkeiden muodossa. Voidaankin todeta, että valuutansäännöstely on suunnattu pääomantuontiin yksityiselle sektorille poisluettuna öljy- ja laivanvarustusteollisuus. Valuutansäännöstely kohdistuu lähes ainoastaan niihin pääomanliikkeisiin, joilla katsotaan olevan merkitystä kotimaisen luotto- ja rahapolitiikan kannalta. Näitä ovat rahoitusluotot maasta ja maahan, ulkomaiset pankkitilit ja koti- ja ulkomaisten obligatioiden kauppa.

Samanaikaisesti sääntelyn purkamisen kanssa valuutansäännöstelyä jouduttiin myös kiristämään. Ulkomaalaisten oikeus ostaa norjalaisia obligatioita miljoonalla kruunulla kumottiin marraskuussa 1984. Oikeus oli ollut voimassa lokakuusta 1979. Toimenpiteeseen oli syynä voimakkaasti lisääntynyt norjalaisten obligatioiden kysyntä ulkomaille syksyllä 1984. Tämä oli ristiriidassa harjoitettavan raha- ja luottopolitiikan kanssa.

Päinvastoin kuin portfolioinvestointeja ei pitkäaikaista ulkomaista lainanottoa ole liberalisoitu. Niitä rajoittavat vuosittain asetettavat määrälliset ylärajat. Obligaatiolainojen liikkeellelaskuun ulkomaille tarvitaan valtiovarainministeriön lupa. Ulkomaisten pankkien osallistumista lainajärjestelyihin on lupaehdoissa rajoitet-

tu. Poliitikkana on ollut, että laivanvarustus- ja öljyteollisuuden rahoitus tapahtuisi ulkomailta. Näin on haluttu välttää näiden toimialojen valtavien investointien johdosta mahdollisesti kotimaisille rahamarkkinoille välittyviä häiriöitä.

3.4. Raha- ja valuuttamarkkinoiden liberalisoinnin vaikutuksista

Rahapolitiikka on Norjassa kokenut verrattain lyhyessä ajassa suuria muutoksia, joiden kaikkia vaikutuksia ei vielä ole nähtävissä. Periaatteena on ollut markkina-voimien vaikutuksen lisääminen ja kokonaisluottoekspansion hillitseminen. Poliitiikan muutoksen seurauksena keskuspankin rooli säätelijänä on muuttunut merkittävästi. Joustavat korot säätelevät luoton kysyntää ja rahapolitiikan tehokkuus riippuu aikaisempaa enemmän sen korkojoustavuudesta.

Ulkomaisten pääomanliikkeiden korkoherkkyys on liberalisoinnin seurauksena kasvanut. Korkea kotimainen korkotaso on houkutellut ulkomaista pääomaa maahan ja vaikeuttanut kokonaisluottoekspansioon hallintaa. Tämä onkin johtanut osittain säännöstelyn uudelleen kiristämiseen. Ulkomaisten oikeus hankkia kotimaisia obligaatioita jouduttiin kieltämään marraskuussa 1984 ja lokakuussa kansalaisten ulkomaista lainanottoa jouduttiin rajoittamaan. Koska ulkomaankauppaan sidotut pääomanliikkeet ovat kuitenkin käytännössä säännöstelemättömiä ja talouden avoimuus on myös muiden pääomanliikkeiden liberalisoinnin seurauksena kasvanut on näiden toimien vaikutus rajallinen. Rahapolitiikan autonomia on Norjassa siten selvästi vähentynyt varsinkin kun valuuttakurssipolitiikassa on noudatettu kiinteän kurssin järjestelmää (tosin aika ajoin devalvoiden). Finanssipolitiikan osuus on näin ollen korostunut.

On ilmeistä, että pääomanliikkeiden liberalisointi ei lähiaikoina tule jatkumaan Norjassa, vaan paineita on pikemminkin toiseen suuntaan. Valuutansäännöstelyä on pidetty kotimaista säätelyä merkittävämpänä tekijänä

talouteen vaikuttamisessa. Keskuspankista on kuitenkin varoitettu, että mahdollisilla valuutan- ja pääomanliikkeiden säätelytoimilla ei enää ole toivottua vaikutusta markkinoihin. Finanssimarkkinoiden uusia innovaatioita ei voida hallita säännöstelyllä.

Pitkäaikaisen pääoman tuonti ja vienti on kasvanut merkittävästi kuten seuraavasta taulukosta nähdään.

Taulukko 2. Pitkäaikaisen pääoman tase, yksityinen sektori (mrd. kruunua)

Vuosi	1982	1983	1984	1985	1986
Maahan	38.7	34.1	48.9	46.6	63.3
Lainat	23.7	19.4	27.2	22.2	19.9
Julkisyrietykset	4.2	4.6	10.0	7.8	1.7
- Laivanvarustusyhtiöt	9.3	7.0	9.7	5.4	2.4
- Muu yksityinen sektori	10.3	7.8	7.5	9.0	6.9
Suorat sijoitukset Norjassa	12.1	9.9	10.5	11.4	19.0
Suorat sijoitukset ulkomaille	0.6	0.6	0.8	1.2	8.4
Lainojen takaisinmaksut	0.7	0.3	0.6	0.3	0.2
Muut pääomanliikkeet ¹⁾	1.5	3.9	9.8	11.5	15.8
Maasta	25.7	31.9	49.2	59.8	58.8
Lainat	12.2	18.2	24.6	25.7	16.1
- Julkisyrietykset	3.0	4.1	10.7	6.5	4.1
- Laivanvarustusyhtiöt	5.2	4.5	6.5	8.0	6.3
- Muu yksityinen sektori	3.9	9.6	7.4	11.2	5.7
Suorat sijoitukset Norjaan	9.4	7.5	12.2	12.0	12.1
Suorat sijoitukset ulkomaille	2.7	3.2	5.3	9.9	16.0
Lainojen takaisinmaksut	0.3	0.3	0.3	1.2	2.5
Muut pääomanliikkeet ²⁾	2.2	2.7	6.9	11.1	12.2
Netto	13.0	2.2	-0.3	-13.2	4.5
Netto ³⁾ , (koko talous)	2.7	-10.8	0.0	-9.0	24.2

1) Sisältää norjalaisten arvopapereiden ostot ulkomaille

2) Sisältää norjalaisten arvopapereiden takaisinostot

3) Koko talouden pitkäaikaisen pääoman nettotase

Taulukosta 2 nähdään:

- Nettopääomanvirrat ovat kasvaneet ja vaihtelu lisääntynyt.
- Pitkäaikaiset lainat maahan eivät ole kasvaneet.
- Suorat sijoitukset ulkomaille kasvoivat enemmän kuin suorat sijoitukset Norjaan.
- Ulkomaalaisten norjalaisten osakkeiden ostot ja myynnit kasvoivat huomattavasti.

Ulkomainen lainanotto ei ole lisääntynyt huolimatta kasvaneesta korkoerosta Norjan ja muun maailman välillä. Tämä on ollut seurausta muuhun kuin öljy- ja laivanvarustusaloihin kohdistuvasta tiukasta ulkomaisen lainanoton rajoittamisesta. Arvopapereiden osuuden kasvu on suoraa seurausta näiden transaktioiden liberalisoinnista vuonna 1984. Erityisesti on huomattava, että pääomanvirrat ovat kasvaneet myös nettomääräisesti. Pääomanliikkeiden vapautustoimet ovat lisänneet koko talouden pitkäaikaisen pääomantaseen vaihteluita, silti pitkäaikaiset pääomanliikkeet, kuten portfolioinvestoinnit ulkomailta norjalaisiin osakkeisiin, ovat Norjan keskuspankin kokemuksen mukaan helpommin hallittavissa kuin lyhytaikaisen spekulatiivisen pääoman liikkeitä, erityisesti kasvaneiden termiinimarkkinoiden vuoksi (ks. liite 3). Vuonna 1985 muun kuin öljy- ja laivanvarustusalojen osuus koko talouden nettoalijäämästä oli 50 %.

Koko talouden pitkäaikainen pääomantase on ollut alijäämäinen vuosina 1979-85 lukuunottamatta vuotta 1982. Tämä on ollut seurausta lähinnä valtion ulkomaanvelan takaisinmaksuista samanaikaisesti, kun uusista veloista on pidättäydytty. Vuoteen 1985 mennessä valtio oli maksanut käytännöllisesti katsottuna koko ulkomaan velkansa pois. Yksityinen sektori sen sijaan on ollut nettolainanottaja vuosina 1981-84. Vuonna 1986 koko talouden pitkäaikaisen pääoman nettotase muuttui jyrkästi, ylijäämän ollessa 24.2 mrd. kruunua. Julkisen sektorin otti lainaa kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta ensi kerran sitten vuoden 1979. Suurin osa pääoman maahantuonnista kulki kuitenkin öljy-yhtiöille (9.6 mrd. NKR) ja muulle yksityiselle sektorille, lähinnä rahoituslaitoksille (19.8 mrd. NKR). Suuri osa rahoituslaitosten ulkomaisesta lainanotosta tapahtui laivanvarustusyhtiöiden maksaessa ulkomaista velkaansa lainaamalla norjalaisilta pankeilta, jotka vuorostaan rahoittivat nämä lainat ulkomailta.

4. Alankomaat

Alankomaat poikkeaa kahdesta muusta tarkastelun kohteena olevasta maasta, Tanskasta ja Norjasta, olemalla esimerkiksi vapaita pääomanliikkeitä suosivasta maasta. Portfoliosijoituksia maahan ja maasta ei ole millään tavalla rajoitettu. Valuuttamääräykset ja niiden kehittäminen on yhteydessä markkinoiden mahdollisimman tehokkaaseen toimintaan ja kilpailukyvyyn säilyttämiseen suhteessa muihin kansainvälisiin finanssikeskuksiin.

4.1. Yleisesti

Alankomaiden taloudelliselle kehitykselle ovat lyöneet voimakkaan leiman 50-luvun lopulla löydetyt luonnonkaasuesiintymät. Nämä ovat luoneet maahan kestävän infrastruktuurin, eräitä voimakkaita teollisuuden aloja sekä korkean elintason kansalaisille. Niillä on ollut myös talouden kehitystä vääristävä puolensa, joka talousteoriansa on opittu tuntemaan nimellä "Dutch disease". Luonnonvaroihin perustuva voimakas kasvu köyhdyttää talouden muita sektoreita ja voi johtaa jopa deindustrialisaatioon¹⁰.

Toinen Alankomaiden talouden tyypillinen piirre on sen avoimuus. Kansainvälisen kaupan osuus on yli 50 % BKT:sta. Kauppatase on yleensä ollut alijäämainen ja palvelutase ylijäämainen. Maan suhteellinen etu kansainvälisessä kaupassa on keskittynyt korkean ammattitaidon omaavaan työvoimaan, luonnonvaroihin (maatalous ja väliaikaisesti energiatuotanto) ja sen historiaan kansainvälisen kaupan keskuksena sekä sijaintiin Euroopan kauppaväylien risteyksessä. Vaihtotaseella ja portfolioinvestoinneilla on varsinkin 60-luvun puolivälin jälkeen ollut

¹⁰Alankomaiden taloudellisia ongelmia ovat olleet heikkenevä kasvu, työttömyys ja teollisuuden rakennemuutoksesta aiheutuvat ongelmat, joita kaikkia voidaan ainakin osittain selittää kaasuvaroilla (ks. Kremers J.J.M : The Dutch Disease in The Netherlands kirjassa Natural Resources and the Macroeconomy, toim. Neary ja van Wijnbergen, 1986)

taipumus liikkua vastakkaisiin suuntiin, edellisen ollessa ylijäämäinen toinen on ollut alijäämäinen ja päinvastoin.

4.2. Rahapolitiikasta Alankomaissa

Rahapolitiikan merkitystä Alankomaissa on talouden avoimuus luonnollisesti vähentänyt. Se on voimakkaasti riippuvainen ulkomaankaupasta ja on vakaan valuuttakurssin kannattaja. Alankomaiden valuutta kuuluu EMS-järjestelmän piiriin ja guilderin sitominen Saksan markkaan on ollut tietoinen politiikan valinta. Keskuspankki seuraa päivittäin guilderin ja D-markan välistä suhdetta. Näin on pyritty vakaisiin kaupan oloihin ja rajoittamaan inflaatiota. Pääomanliikkeet ovat herkkiä lyhyiden korkojen eroille. Tämän vuoksi korkoero Länsi-Saksan lyhyisiin korkoihin pyritään päivittäin pitämään pienenä. Koska rahapolitiikan autonomia lyhyellä aikavälillä on olemamaton, keskuspankki on asettanut pitemmän aikavälin tavoitteen. Pääavoite on lavean rahan (M2) ja netto- kansantulon välisen suhde eli kotimainen likviditeettisuhde.

4.3. Portfoliosijoitukset Alankomaiden pääomataseessa 1947 - 1983¹¹

Amsterdamin pörssi on ollut jo 1600-luvulta lähtien kansainvälisen arvopaperikaupan keskuksia. Portfolioinvestoinnit maasta ja maahan Hollannissa ovat luonnollisesti tällöin olleet verrattain vapaita. Ajanjaksona 1947 - 83 ulkomaalaiset ovat ostaneet alankomaalaisia arvopapereita 46.5 mrd. guilderin arvosta, joista Sveitsin kautta 37 % ja Englannin 16.6 %. USA:n osuus on ollut merkittävä varsinkin ajanjakson alussa (ja myös viime aikoina ks. taulukko 4). Samana ajanjaksona Alankomaiden vaihto-

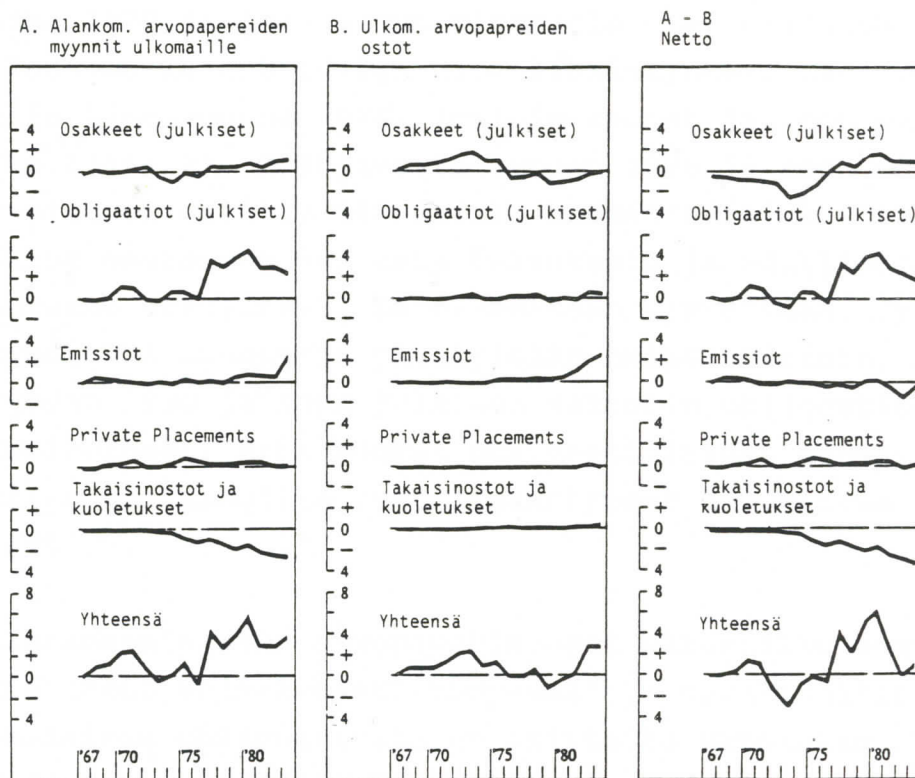
¹¹ks. External security transactions of the Netherlands, De Nederlandsche Bank N.V, Quarterly Bulletin, 1984:2.

taseen kumulatiivinen alijäämä oli 18.5 mrd. guilderia¹².

Alankomaalaisten osakkeiden ostot ulkomaille ovat kohdistuneet pääasiassa ns. kansainvälisesti markkinoituihin osakkeisiin (kuten AKZO, Hoogevens, Royal Dutch, Philips, Unilever). Tämä merkitsee, että tehdyt kaupat eivät ole välttämättä heijastelleet kansantalouden kulloistakin tilaa, vaan myös kyseessä olevan yhtiön sen hetkistä kehitystä.

Alankomaiden maksutaseessa ovat portfolioinvestoinnit tarkemmin jaoteltuina vuodesta 1967. Kuviossa 1. on erien kehitys vuosina 1967 - 1983.

Kuvio 1. Portfolioinvestointien jakautuminen Alankomaissa, 1967-83 (mrd. guilderia). Lähde: Quarterly Bulletin, 1984/2.



Alankomaalaisten osakkeiden osalta tase on ollut positiivinen vuodesta 1976. Alankomaalaisten obligaatioiden myynti ulkomaille on lisääntynyt merkittävästi 70-

¹²Em. luvut ovat vain suuntaa antavia, sillä ulkomaalaisten hallussa olevien arvopapereiden nykyarvo on muuttunut sekä niiden oman arvon että valuuttakurssin vaihteluiden myötä.

luvun puolivälin jälkeen, jonka seurauksena takaisinos-
tot ovat vastaavasti kumulatiivisesti kasvaneet. Ulko-
maisten obligaatioiden ostot Alankomaihin ovat sen sijaan
tänä ajanjaksona olleet vähäisiä. Alankomaalaisten osak-
keiden myynti ulkomaille on 70-luvun puoliväliin asti
ollut suurempaa kuin ulkomaisten osakkeiden ostot maahan,
jonka jälkeen tilanne on kääntynyt päinvastaiseksi.
Arvopapereiden annit ovat lisääntyneet vasta jakson viime
vuosina.

Alankomaiden maksutaseessa ulkomaiset pääomanliikkeet
kirjataan myös sen maan mukaan mihin transaktioon liit-
tyvät maksut aluperin suoritetaan. Varsinkin Sveitsiin
kohdistuvat transaktiot ovat olleet suuria. Vuosina 1969-
71 ostot ulkomaille nousivat niin paljon, että obligaa-
tioiden kaupat ulkomaille kiellettiin. Tästä syystä vuo-
sina 1972 ja 1973 eivät ulkomaalaisten hallussa olevat
alankomaalaiset obligatiot lisääntyneet. Kielto kumot-
tiin tammikuussa 1974, jolloin kaupat jälleen elpyivät
(ks.liite 2). Erityisesti vuoden 1976 jälkeen obligaa-
tioita on ostettu ulkomaille huomattavia määriä. Tämä on
ollut seurausta vahvasta valuutasta ja edullisesta
korosta erityisesti Länsi-Saksaan verrattuna. Kysyntä
kohdistui alunperin yksityisiin obligaatioihin, mutta
vuoden 1980 jälkeen julkisen sektorin obligatiot ovat
dominoineet. Myös suorat obligaatiolainat kansainväli-
sille markkinoille ovat lisääntyneet 1980-luvun alusta
lähtien.

Alankomaalaisten arvopaperikaupat ulkomaille ovat koh-
distuneet voimakkaasti Yhdysvaltain markkinoille. Ulko-
maalaisia obligaatioita on emittoitu varsinkin 80-luvulla
huomattavia määriä myös Hollannin markkinoilla edullisen
koron houkuttelemana. Myös viranomaiset suosivat pääoman
maasta vientiä helpottamalla valuuttamääräyksiä ulkomais-
ten lainojen liikkeellelaskun Alankomaissa osalta. Syynä
tähän oli vaihtotaseen ylijäämä 80-luvun alussa, josta
syystä kompensoivia pääomanliikkeitä ulkomaille pidettiin
tervetulleina.

4.4 Portfoliosijoitukset Alankomaiden pääomataseessa 1982 - 86

Tarkastellaan pääomataseen kehitystä Alankomaissa vuosina 1982 - 86 taulukoiden 1 - 6 ja liitteissä 2 - 4 olevien maksutaseen eriä 1976 - 86 esittävien kuvioiden valossa. Pääoman vienti on ollut voimakkaasti suurempaa kuin tuonti koko tämän ajanjakson, mikä on johtunut yksityisen pitkäaikaisen pääoman maasta viennistä. Myös lyhytaikaisen pääoman tase on ollut vientivoittoinen, mutta merkitykseltään vähäisempi.

Taulukko 1. Alankomaiden pääomatase ja vaihtotase (mrd. guilderia)

	1982	1983	1984	1985	1986
Pääomansiirrot	-0.66	-0.28	-0.31	-0.29	-0.25
Yksityinen, pitkä pääoma	-6.31	-3.60	-10.7	-10.0	-19.1
Maahan	6.02	7.58	2.65	11.2	8.03
-Osakkeet	1.07	1.47	-0.21	3.58	1.98
-Obligaatiot	1.81	2.51	2.65	5.04	2.27
-Suorat invest.	2.04	1.97	1.79	1.30	4.73
-Lainat	0.88	1.52	-1.66	1.25	-1.02
-Muut	0.22	0.11	0.08	0.03	0.07
Maasta	12.3	11.2	13.3	21.2	27.1
-Osakkeet	-0.10	0.13	-1.89	0.32	5.77
-Obligaatiot	2.90	2.82	4.86	6.70	10.8
-Suorat invest.	6.49	5.78	8.66	10.7	8.12
-Lainat	2.47	1.99	1.95	3.09	1.99
-Muut	0.54	0.48	-0.28	1.35	0.42
Yksityinen, lyhyt pääoma	-1.89	-0.07	-1.30	-1.59	-1.34
Julkinen pääoma	0.30	0.01	-0.43	0.12	-0.67
-Pitkä	-0.01	0.13	-0.37	-0.02	-0.56
-Lyhyt	0.31	-0.12	-0.06	0.14	-0.11
Pääomatase	-8.56	-3.94	-12.7	-11.8	-21.4
Vaihtotase	10.5	7.85	13.2	14.7	9.27
Ei-rahoitussektorin tase	1.54	4.45	1.56	3.30	-15.0

Vuosina 1982 - 85 suurin pääoman vientiin liittyvä erä on ollut yksityiset suorat sijoitukset. Suurimmillaan nettoinvestoinnit maasta olivat 1985 (9.38 mrd). Katso

myös liitteen 4 kuvioista suorien sijoitusten kehitys vuosina 1976 - 86.

Portfoliointeihin liittyvät pääomanvirrat kasvoivat huomattaviksi vajauksen aiheuttajiksi 1986. (Portfoliointientien erittely on liitteen 5 kuvioissa). Arvopaperikauppoihin liittyvät pääomanliikkeet ovat perinteisesti olleet tuontivoittoisia (vrt. kuvio 1) lukuunottamatta vuoden 1984 0.5 mrd:n vientiä. Vuonna 1985 ulkomaalaiset ostivat alankomaalaisia osakkeita 8.6 miljardilla guilderilla. Syynä pidettiin osakkeiden aliarvotusta verrattuna niiden tuottoon sekä revalvaatiospekulaatioita.

Portfoliosijoitukset ulkomaille ovat vuoden 1983 jälkeen kohdistuneet pääasiassa obligaatioihin, joiden vienti on ollut tuontia suurempi koko tarkasteluperiodin. Vuonna 1986 sijoitukset ulkomaisiin arvopapereihin kasvoivat huomattavasti sekä osakkeiden (5.8 mrd.) että obligatioiden (10.8 mrd.) osalta aiheuttaen yhdessä suorien investointien (8.1 mrd) kanssa ennätysellisen 21.4 mrd:n vajeen pääomataseessa.

Taulukko 2. Alankomaiden pankkisektorin pääomaliikkeet sekä viralliset reservit (mrd guilderia)

	1982	1983	1984	1985	1986
Pankkisektori, netto	3.20	-4.96	-1.62	-1.19	14.05
-Pitkäaikainen	-2.85	-3.03	0.93	-1.85	-0.91
-Lyhytaikainen	-2.69	0.31	0.61	-1.19	-4.86
-Käteissaatavat ulkomailta	8.74	-2.23	-3.16	1.86	19.82
Viralliset reservit	4.75	-0.52	-0.07	2.09	-1.00
-Joista: Vaihdettavat valuutat	2.56	-0.09	-1.15	1.65	1.31

Keskuspankki on kompensoinut vaihto- ja pääomataseista aiheutuvat pääomanliikkeet neutraloimalla niiden vaikutukset reserveihin, mikä näkyy myös liitteen 2 kuvioista. Yksityisen sektorin pääomanvienti on rahoitettu pankkisektorin pääomantuonnilla, mikä näkyy taulukosta 2

vuosina 1983-86 verrattaessa pankkisektorin ja ei-pankkisektorin pääomatasetta. Vuosina 1982 ja 1986, jolloin pääomatase on ollut voimakkaasti alijäämäinen ovat pankkien ulkomaiset käteissaatavat vastaavasti kasvaneet.

Taulukko 3. Alankomaiden pääomatase ja vaihtotase 1985 - 1986 (mrd. guilderia)

	1985				1986			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Pääomansiirrot	-0.06	-0.01	-0.08	-0.13	-0.01	-0.10	-0.02	-0.16
Yksityinen, pitkä pääoma	-1.46	-0.94	-5.57	-2.06	-5.13	-5.35	-6.49	-2.14
Maahan	3.22	2.29	0.76	4.92	1.41	2.67	-0.19	4.13
-Osakkeet	2.17	0.31	-0.67	1.77	-1.02	0.89	0.17	1.95
-Obligaatiot	1.52	1.52	0.54	1.42	1.78	1.11	-1.43	0.82
-Suorat invest.	-0.79	0.52	0.54	1.03	0.82	1.70	0.98	1.24
-Lainat	0.31	-0.08	0.34	0.68	-0.19	-1.04	0.10	0.11
-Muut	0.01	0.02	0.01	0.02	0.02	0.01	-0.01	0.01
Maasta	4.69	3.23	6.33	6.98	6.53	8.02	6.31	6.28
-Osakkeet	-0.89	-0.30	0.74	0.77	1.62	2.88	0.94	0.32
-Obligaatiot	1.65	0.87	1.99	2.19	2.43	3.05	2.21	2.96
-Suorat invest.	2.83	2.41	2.59	2.86	1.67	1.67	2.54	2.25
-Lainat	1.03	0.34	0.85	0.88	0.69	0.41	0.36	0.54
-Muut	0.07	0.09	0.16	0.28	0.12	0.01	0.26	0.21
Yksityinen, lyhyt pääoma	0.20	-1.16	-0.65	0.02	0.24	-1.91	0.80	-0.47
Julkinen pääoma	-0.20	-0.11	-0.03	0.26	-0.32	-0.06	-0.15	-0.19
-Pitkä	-0.06	-0.10	-0.02	-0.04	-0.02	-0.10	-0.14	-0.36
-Lyhyt	-0.14	-0.01	-0.01	0.30	-0.30	0.04	-0.01	0.17
Pääomatase	-1.53	-2.01	-6.33	-1.93	-5.18	-7.42	-5.82	-2.96
Vaihtotase	6.23	5.56	2.42	0.40	5.62	3.55	0.60	-0.49
Ei-rahoitussektorin tase	5.13	2.81	-3.23	-1.44	-0.85	-1.89	-7.66	-4.65

Arvopaperitransaktioiden osalta (ks. taulukko 3) kehitystä luonnehtii melko voimakas vuoden sisäinen vaihtelu. Vaikka pääomatase v. 1985 - 86 oli voimakkaasti alijäämäinen, myös kunakin vuosineljänneksenä tarkasteltuna, mahtuu vuoden sisään arvopapereiden osalta myös neljänneksiä jolloin pääomaa on tuotu maahan. Pääomataseen

suurimmat vajeet ovat vuoden 1985 toisella ja vuoden 1986 kolmannella neljänneksellä. Vuoden 1986 alussa sijoitukset ulkomaisiin osakkeisiin kasvoivat suuriksi ja kotimaisten osakkeiden myynti ulkomaille väheni. Ulkomaisten obligaatioiden kysyntä on ollut voimakasta koko tarkasteluperiodin ajan. Nettomääräisesti v. 1985 arvopapereiden vienti oli jopa tuontia suurempaa. Vuoden 1986 voimakkaaseen alijäämään pääomataseessa on arvopapereiden transaktioilla merkittävä osuus. Suorat sijoitukset ajoittuvat nettomääräisesti mitattuna tasaisesti yli koko vuoden. Kokonaisuutena voidaan sanoa, että ulkomaisten arvopapereiden kysyntä on noussut verrattuna ulkomaisten osoittamaan kiinnostukseen alankomaalaisiin arvopapereihin.

Arvopaperitransaktioihin kuuluu lisäksi ns. "private placing" -sijoitukset, arvopapereiden anteihin ja obligaatioiden takaisinostoihin liittyvät pääomanliikkeet (ks. taulukko 4). Viimeinen erä on ollut kumuloituvasti alijäämäinen noin vuodesta 1972 alkaen ulkomaalaisten hallussa olevien obligaatioiden lisääntymisen myötä. Vuonna 1986 takaisinostot alankomaalaisista obligatioista olivat 4.7 mrd. Ulkomaalaisten obligaatioiden takaisinostoista aiheutuvat pääomanliikkeet ovat kasvaneet 80-luvun alusta alkaen ollen 1986 1.2 mrd guilderia. Arvopapereiden anteihin liittyvät pääomanliikkeet ovat yleensä suuntautuneet maasta pois. Private-placement -markkinoiden sijoitukset ovat olleet arvopaperitransaktioiden vähämerkityksellisin erä.

Taulukko 4. Arvopaperitransaktiot 1985 - 86, netto (milj. guilderia)

	1985				1986			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Osakkeet	3020	592	-1661	435	-2687	-2783	-771	1620
Oblig.	291	1506	501	-499	574	-2069	-1634	-1149
Annit	180	315	-598	1144	-399	1583	-665	-374
Private Placing	30	-268	-103	-35	140	100	1	-171
Takaisinostot	-588	-872	-996	-824	-922	-868	-1357	-449
Yht.	2931	1273	-2857	220	-3293	-4037	-4425	-523

Alankomaiden esimerkin valossa havaitaan, että päinvas-
toin kuin esim. Norjassa on arveltu, nimenomaan pitkäai-
kaiset pääomanliikkeet ovat herkkiä reagoimaan muutok-
siin valuuttakurssi-odotuksissa ja sijoituskohteiden tuo-
toissa. Tämä koskee kaikkia portfoliosijoituksia eikä
ainoastaan obligaatioita. Luokittelu "pitkäaikaisiin" ja
"lyhytaikaisiin" pääomanliikkeisiin on siten osin
harhaanjohtavaa.

Esimerkiksi USA:sta ostettiin alankomaalaisia osakkeita
vuoden 1985 ensimmäisellä neljänneksellä 3 mrd guild-
rilla ja myytiin vuoden 1985 kolmannen neljänneksen ja
vuoden 1986 kolmannen neljänneksen välisenä aikana, mikä
oli suoraan seurausta dollarin arvon laskusta ja kohon-
neista pörssihinnoista Alankomaissa.

Taulukko 5. Osakkeiden nettotransaktiot USA:han (milj. guilderia)

	1985				1986			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
USA	2796	126	-796	-1313	-2350	-1706	-1283	211
Kaikki	3020	592	-1661	435	-2687	-2783	-771	1620

Myös Alankomaalaiset sijoittajat ovat reagoineet herkästi
korkeeroihin Länsi-Saksaan nähden. Suorien investointien
ohella nimenomaan portfoliosijoituksiin liittyvät pää-
omanliikkeet ovat olleet pääomataseen merkittävimpiä yk-
sittäisiä komponentteja. Taulukossa 6 on länsi-saksa-
salaisten obligaatioiden ostot Alankomaihin ja vastaa-
van ajankohdan ero obligaatioiden tuotossa. Vuoden 1986
syyskuusta marraskuuhun korkoero oli väliaikaisesti
pienentynyt. Samanaikaisesti kasvoi länsi-saksalaisten
obligaatioiden kysyntä. Obligaatioiden kysyntä reagoi
korkoeon lisäksi herkästi myös D-markan ja guilderin
väliseen kurssieroon.

Taulukko 6. Obligaatioiden ostot Länsi-Saksasta (milj. NLG) ja korkoero Länsi-Saksaan verrattuna.

	1985				1986			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Ostot	-151	-49	56	-49	-417	-582	-731	-986
L-S:sta								
Korkoero	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.3	0.3
Yht. ¹⁾	-1651	-866	-1990	-2194	-2430	-3153	-2211	-2960

1) Sisältää private-placement-sijoitukset ja takaisinmaksut

4.5. Pääomamarkkinoiden sääntelyn lieventäminen 1985 - 86

Vuoden 1984 - 85 vaihteessa tarkasteltiin Alankomaissa sikäläisiä pääomamarkkinoita rahapolitiikan mahdollisuuksien kannalta. Keskuspankin ja valtiovarainministeriön välisissä keskusteluissa tultiin siihen johtopäätökseen, että markkinoiden sääntelyä ei tarvitse harrastaa, jos keskuspankilla on riittävät, rahapolitiikan kannalta relevantit tiedot markkinoiden toiminnasta ja tapahtumista niillä. Niinpä pääomanliikkeiden seuranta on pyritty pitämään kattavana säilyttämällä valuuttamääräyksissä ilmoitusvelvollisuus suoritetuista transaktioista. Keskuspankissa oli kiinnitetty huomiota rahan tarjonnan kontrolloimattomuuteen, vaikka vuodesta 1981 voimakkaasti lisääntynyt rahan tarjonta ei ollut vaikuttanut inflaatioita kiihdyttävästi. Huoli suuntautuikin tulevaan kehitykseen.

Päädettiin seuraaviin toimenpiteisiin sääntelyn vähentämiseksi, jotka heijastelevat myös pyrkimystä säilyttää Alankomaalaisten pääomamarkkinoiden kansainvälinen kilpailukyky. Guilder-määräisten haltijavelkakirjoihin liittyvät rajoitukset poistettiin. Ainoastaan indeksidonnaiset joukkovelkakirjat ja ns. "nolla-kuponki"-joukkovelkakirjalainat¹³ ovat vielä ei-toivottavia. Määrälliset rajoitukset koskien ns. euro-guilder -papereita,

¹³Korko ja laina maksetaan takaisin vasta eräpäivänä. Ne katsottiin ei-toivottaviksi lähinnä verotussyistä.

jotka ovat ulkomaalaisille kohdistuvia guilder-määräisiä anteja, poistettiin.

Rahapoliittisista syistä on yritysten ilmoitettava keskuspankille, jos niillä on hallussaan yli 50 miljoonan guilderin arvosta lyhytaikaista ulkomaista luottoa tai lyhytaikaisia ulkomaisia haltijavelkakirjoja. Keskuspankki voi tarpeelliseksi katsoessaan asettaa tälläisen yrityksen tarkemman ilmoitusvelvollisuuden piiriin. Keskuspankki haluaa näin olla selvillä lyhytaikaisen rahan tarjontaan liittyvistä tekijöistä, vaikka se ei kykene sitä säätämään¹⁴.

Järjestyksen säilyttämiseksi pääomamarkkinoilla keskuspankki säätää uusien guilder-määräisten joukkovelkakirjojen markkinoille tulon aikataulua. Tästäkin säätelystä voidaan tulevaisuudessa mahdollisesti luopua.

Keskuspankki pitää ensiarvoisen tärkeänä, että hinnannääräytyminen guilder-markkinoilla tapahtuu kotimaassa. Kotimarkkinoilla on parhaiten saatavilla oleva informaatio markkinoiden tilasta, josta tärkeän osan muodostaa keskuspankin korkopolitiikka. Guilder-määräisten joukkovelkakirjalainojen myyntien toivotaan tapahtuvan suurimmaksi osaksi kotimaan markkinoilla. Tämän vuoksi ulkomaisten pankkien osuus lainojen takaajina on rajoitettu kolmannekseen.

¹⁴Määräystä lievennettiin helmikuussa 1987. Yksityiset lyhytaikaiset ulkomaiset lainat ja ulkomaanvaluuttaiset haltijavelkakirjat eivät enää kuulu määräyksen piiriin. Lisäksi ylärajaa, jolloin keskuspankki voi ottaa yrityksen tarkemman ilmoitusvelvollisuuden piiriin nostettiin 100 milj. guilderiin. Tämän rajan ylittävät yritykset, jotka eivät ole virallisia luottolaitoksia, joutuvat tarkkailun alaiseksi.

5. Valuuttamääräyksiä 1974 - 1986¹⁵

5.1. Tanska

Tilanne 31.12.1974

Yleisesti: Valuutansäännöstelystä vastaa Tanskan keskuspankki (Danmarks Nationalbank). Valuutansäännöstely ei koske alle 3000 DKR:n suuruisia transaktioita. Pääoman maahantuonti ja maastavienti sekä lainat ulkomailta tai ulkomaille ovat valuutansäännöstelyn piirissä.

Portfoliointvestoinnit ulkomaille ovat yleisesti kiellettyjä. Transaktioita ulkomaille voidaan kuitenkin suorittaa korkomaksuina, lainan maksuna ja tanskalaisten kruunumääräisten arvopapereiden tai investoijan omien arvopapereiden takaisinostojen yhteydessä. Kansalaiset voivat ostaa ulkomaisia arvopapereita, jos se ei aiheuta suoraa sijoitusta, edellyttäen, että kysymyksessä on merkintäoikeuksien kautta tapahtuva osto tai edellyttäen, että kansalainen on todistettavasti saanut vastaavan summan ulkomaisten arvopapereiden myynnistä ulkomaalaiselle.

Tanskalaisten pörssissä noteerattujen obligaatioiden myynti ulkomaille on sallittu. Näitä obligaatioita voidaan edelleen myydä tanskalaisille. Ulkomaalaiset saavat vapaasti ostaa Kööpenhaminan pörssissä noteerattuja osakkeita edellyttäen, että sijoitusta ei tehdä suoran sijoituksen muodossa tai tarkoituksessa.

Kunnalliset tai muut julkishyödykkiset laitokset voivat emittoida debentuurilainoja ulkomaille ilman keskuspankin lupaa. Niiden ulkomaista lainanottoa valvotaan kuitenkin viranomaisten toimesta.

Tanskalaisten vain kotimaan valuutassa maksettavien arvopapereiden maahantuonti on vapaata. Ulkomaalaisten hallussa olevien kotimaisten tai ulkomaisten arvopapereiden vienti on myös sallittua. Ulkomaalaiset saavat vapaasti myydä Tanskassa hallussaan pitamiään tanskalaisia arvopapereita tanskalaisille. Poikkeuksena osittain tai kokonaan ulkomaan valuutassa olevat arvopaperit. Ulkomaalaisten Tanskassa hallussaan pitämiä ulkomaalaisia arvopapereita voidaan myydä tanskalaisille ainoastaan keskuspankin luvalla. Kotimaan asukkaat saavat vaihtaa keskenään vapaasti ulkomaisia arvopapereita mikäli valuuttamääräyksiä ei muuten rikota.

Muutokset vuoden 1975 aikana

Marras- Keskuspankki alkoi myydä 91-päivän kruunumääräisiä
kuu talletustodistuksia pankeille ja yleisölle. Koska ne
katsottiin kotimaisiksi rahamarkkinainstrumenteiksi
niiden hankkiminen kiellettiin ulkomaalaisilta.

¹⁵Lähde: IMF (1975 - 1986). Exchange Arrangements & Exchange Restrictions, Annual Report.

Muutokset vuoden 1976 aikana

Huhti- Keskuspankin huomattua, että tietyt ulkomaiset rahoituslaitokset hyväksyivät tanskalaisten rahoituslaitosten ulkomaisia talletuksia arvopapereiksi tai muuten ulkomaisten lainojen vakuudeksi, se ilmoitti, että valtuutettujen välittäjien ulkomaiset varoja ei saa kiinnittää sitomalla niitä tiettyyn tarkoitukseen esim. arvopapereihin.

Muutokset vuoden 1977 aikana

Tammi- Keskuspankki ilmoitti muutokseta Tanskan kansainvälisen likviditeetin määrittelyssä, johon ei enään katsota kuuluvan liike- tai säästöpankkien hallussaan pitämät ulkomaiset osakkeet. Kullekin yksityiselle valuuttakauppiaille asetettiin 1 miljoonan DKR:n kiintiö ulkomaisille osakkeille pörssissä. Ulkomaiset obligaatiot säilytettiin edelleen valuuttakauppiaiden positioon kuuluvaksi, mutta kiello myydä näitä obligaatioita ulkomaalaisille vuoden sisällä kumottiin.

Huhti- Tanskan kruunua devalvoitiin 3 % suhteessa Saksan markkaan
kuu

Elokuu Tanskan kruunua devalvoitiin 5 % suhteessa Saksan markkaan

Muutokset vuoden 1978 aikana

Tammi- Vaikka portfolioinvestointeja ulkomaille ei edelleenkään pääsääntöisesti sallita, kansalaiset saivat luvan merkitä tai ostaa ulkomaalaisia alunperin yli kahden vuoden pituisia pörssissä noteerattuja obligaatioita, jotka ovat tiettyjen kansainvälisten järjestöjen liikkeellelaskemia ja joissa Tanska on jäsenenä. Kauppojen on tapahduttava valtuutettujen valuuttakauppiaiden kautta käteisellä. Obligaatioiden myynti tai lunastustuottoa ei ole oikeus käyttää muiden arvopapereiden hankintaan.

Elokuu Valuuttamääräysten ulkopuolelle jäävien transaktioiden suurinta sallittua määrää nostettiin 3000 DKR:sta 5000 DKR:uun.

Muutokset vuoden 1979 aikana

Helmi- Tanskalaisten valtionobligatioiden hankkiminen
kuu asetettiin ulkomaalaisille luvanvaraiseksi. Lupaa ostoihin ei yleensä myönnetä.

Syys- Tanskan kruunua devalvoitiin 4.76 % suhteessa ~~markkaan~~ ja
kuu 2.86 % suhteessa muihin EMS-valuuttoihin.

Marras- Tanskan kruunua devalvoitiin 4.76 %.
kuu

Ei muutoksia vuoden 1980 aikana

Muutokset vuoden 1981 aikana

Touko- Valuuttamääräysten ulkopuolelle jäävien transaktioiden
kuu suurinta sallittua määrää nostettiin 5000 DKR:sta 7000
DKR:uun.

Muutokset vuoden 1982 aikana

Helmi- Tanskan kruunua devalvoitiin 3 %.
kuu

Maalis- Hallitus ilmoitti, että se ei toistaiseksi rajoita
kuu indeksisidonnaisten tanskalaisten obligaatioiden myyntiä
ulkomaille. Näitä pitkän ajan obligaatioita alkoivat
laskea liikkeelle tanskalaiset kiinnitysluottolaitokset
toukokuusta lähtien.

Heinä- Valuuttamääräysten ulkopuolelle jäävien transaktioiden
kuu suurinta sallittua määrää nostettiin 7000 DKR:sta 10000
DKR:uun.

Joulu- Ulkomaalaisten kruunumääräisten tilien enimmäismäärää
kuu nostettiin 200 000:sta 300 000 DKR:uun.

Muutokset vuoden 1983 aikana

Touko- Valuuttamääräysten ulkopuolelle jäävien transaktioiden
kuu suurinta sallittua määrää nostettiin 100000 DKR:sta
25 000 DKR:uun.

Ulkomaisen lainojen määrää perheenjäsenten tai ulko-
maisten tytäryhtiöiden välillä nostettiin 200 000 DKR:sta
500 000 DKR:uun.

Ulkomaista lainanotto koskevat rajoitukset poistettiin.
Lainojen maturiteetin on oltava kuitenkin vähintään viisi
vuotta.

Kansalaisten sallittiin hankkia paitsi kansainvälisten
järjestöjen ulkomaisia obligaatioita niin myös pörssissä
noteerattuja obligaatioita.

Tanskalaisten valtion obligaatioiden myynti ulkomaille
vapautettiin.

Kiinteän omaisuuden ostoa ulkomailta koskevat rajoitukset
poistettiin.

Muutokset vuoden 1984 aikana

Tammi- Ulkomaisten pörssiosakkeiden ostoa koskevat rajoitukset
kuu poistettiin, kuten myös rajoitukset investoinneille
futuureihin.

Muutokset vuoden 1985 aikana

Kesäkuu Muiden kuin pörssinoteerattujen ulkomaisten osakkeiden osto sallittiin.

Ulkomaisen lainanoton pienintä sallittua maturiteettia alennettiin viidestä vuodesta yhteen vuoteen.

Valuutansäännöstelyn ulkopuolelle jäävien transaktioiden suurinta määrää nostettiin 25 000:sta 40 000 DKR:uun.

Tilanne 1986

Pääomanliikkeet maasta ja maahan ovat edelleen valuutansäännöstelyn piirissä ja niitä voidaan tarvittaessa rajoittaa. Valuutansäännöstelyn ulkopuolelle jäävät kuitenkin alle 40 000 DKR:n transaktiot. Teollisuusministeriön julkaisemat valuuttamääräykset perustuvat EC:N ohjeisiin pääomanliikkeistä ja OECD:n koodiin pääomanliikkeistä. Kansalaisilla on velvollisuus kotiuttaa ulkomaisen pääomansa myynnistä tai likvidoinnista saamansa tulot.

Portfolioinvestoinnit ulkomaisiin pörssiosakkeisiin, osuustodistuksiin ja merkintäoikeuksiin ovat sallittuja. Muita kuin pörssinoteerattuja osakkeita on lupa ostaa edellyttäen, että osto tapahtuu merkintäoikeuksien kautta. Keskuspankki suhtautuu liberaalisti myös muiden kuin pörssiosakkeiden ostoon ulkomailta.

Maturiteetiltaan alunperin yli kahden vuoden noteerattujen ulkomaisten obligaatioiden osto on sallittu. Kauppojen on tapahduttava valtuutetun pörssivälittäjän kautta käteisellä.

Tanskalaisten obligaatioiden myynti ulkomaille on sallittua ilman eri lupaa. Ulkomaalaiset saavat myös vapaasti ostaa ja merkitä tanskalaisia osakkeita. Tanskalaisten jäljelläolevalta maturiteetiltaan alle viiden vuoden kiinnitystodistusten hankinta on sallittua. Kotimaisten lyhyiden rahamarkkinainstrumenttiluonteisten arvopapereiden (kuten valtion velkatodistusten) myynti ulkomaille on edelleen kiellettyä.

Muutoksia vuosien 1986 aikana

Huhtikuu EMS-järjestelmän piirissä suoritettujen järjestelyjen seurauksena Tanskan kruunu devalvoitui 1 % suhteessa ECU:uun.

Muutoksia vuoden 1987 aikana

Tammikuu Kruunu devalvoituu 0.45 % suhteessa ECU:uun.

5.2. Norja

Tilanne 31.12.1974

Valuuttakurssijärjestelmä: Norja on kiinnittänyt Norjan kruunun (NKR) avistakurssin 2.25 %:n marginaalilla Belgian, Tanskan, Länsi-Saksan, Ranskan, Luxemburgin, Alanko- maiden, Ruotsin valuuttoihin. Terminiinikurssien annetaan määräytyä vapaasti markkinoilla. Valtuutettujen pankkien termiinkaupoilla muiden kuin pankkisektorin kanssa on oltava kaupallinen pohja.

Yleisesti: Valuutansäännöstelystä vastaa kauppa- ja merenkulkuministeriö yhdessä keskuspankin kanssa (Norges Bank). Pääomantuonti ja investoinnit maahan ovat keskuspankin luvanvaraisia. Pääoman maastavienti edellyttää tapauskohtaisen luvan.

Ulkomaalaisen pääoman maahantuonti ja ulkomaalaisten investoinnit Norjaan ovat keskuspankin luvan varaisia. Pääoman maastavienti edellyttää yksittäistä lupaa. Ulkomaisia intressejä sisältävien arvopaperiiden maastavienti on luvanvaraista. Ulkomaalaisten erikoisluvalla ostamien norjalaisten Norjan kruunumääräisten arvopaperiiden myynti takaisin Norjaan on sallittua ja myynnistä saatu tuotto voidaan viedä maasta. Norjalaisten pankki- ja teollisuusosakkeiden myynti ulkomaille on tapauskohtaisen säännöstelyn alaista.

Suoriin sijoituksiin voidaan myöntää lupa tapauksesta riippuen. Portfolioinvestointeihin luvan saa vain poikkeustapauksessa. Ennen lokakuun 1. 1966 hankittujen ulkomaisten pörssinoteerattujen arvopaperiiden kauppa on kansalaisten välillä vapaata. Poikkeuksena ovat ulkomaisten investointi- ja yhteisrahastojen julkaisemat arvopaperit. Ulkomaisten arvopaperiiden kruunumääräiset transaktiot maassa ovat keskuspankin luvanvaraisia elleivät ne olleet valtuutettujen arvopaperinvälittäjien huostassa ennen toukokuun 31. päivää 1969. Kansalaisten saavat luvanvaraisesti ostaa ulkomailta vapaa-ajan- kiinteistöjä 80 000 NKR:n arvosta perhettä kohti. Yritysten, henkilökuntayhdistysten jne. vastaaviin ostoihin voidaan myöntää suurempi lupa

Liikepankkien ulkomainen lainanotto on rajoitettu 20 %:iin yli sen määrään mitä yksittäisellä pankilla oli ulkomaanvaluutan määräistä vastattavia joulukuussa 1970. Myös pankkien ulkomaisen nettoposition on oltava tasapainossa tiettyjen rajojen (-555 milj. NKR, +1075 milj. NKR) puitteissa.

Muutokset vuoden 1975 aikana

Heinä- Ranskan frangi poistettiin niiden valuuttojen joukosta, kuu joihin Norjan kruunun kurssi on sidottu 2.25 %:n marginaalilla.

Muutokset vuoden 1976 aikana

Elokuu Pankkien ulkomaisten vastattavien kattoa kiinnitettiin 20 %:iin niiden ulkomaaisesta kokonaislainanotosta vuoden 1975 kunkin kuukauden lopussa.

Syyskuu Suurinta sallittua maasta vietävän valuutan määrää lomakiinteistön ostoon ulkomailla nostettiin 80 000:sta 150 000:een NKR:uun.

Muutokset vuoden 1977 aikana

Touko- Norjan kruunun ulkoista arvoa alennettiin 3 %.
kuu

Elokuu Norjan kruunun ulkoista arvoa alennettiin 5 %.

Muutokset vuoden 1978 aikana

Helmi- Norjan kruunun ulkoista arvoa alennettiin 8 %.
kuu

Loka- Valuuttapankkien sallittiin avata asiakkaillensa,
kuu joilla on tuloja tai menoja ulkomaanvaluutassa, valuuttatilejä ulkomaan valuutassa.

Marras- Pankkien päivän lopussa olevaa avista- ja tekniikkapää-
kuu koskevia määräyksiä muutettiin. Suurimpien pankkien avoimen position on oltava plus miinus 75 miljoonan NKR:n puitteissa.

Joulu- Norja luopui valuuttansa sitomisesta em. maiden valuut-
kuu toihin ja siirtyi valuuttakorijärjestelmään, missä korin indeksin painot määräytyvät suhteessa sen 12:sta tärkeim-
män kauppakumppanin keskimääräiseen vientiin ja tuontiin Norjan kanssa. USA:n dollarin paino on kuitenkin suurempi johtuen dollarinkäytöstä kauppavaluuttana mm. laiva- ja öljyteollisuudessa. Valuuttaindeksin arvo määrätään päivittäin.

Muutokset vuoden 1979 aikana

Lokakuu Suurinta maasta vietävän valuutan määrää ulkomailla sijaitsevan lomakiinteistön ostoa varten nostettiin 150 000:sta 250 000:een NKR:uun.

Ulkomaalaisille sallittiin norjalaisten yritysten osakkeiden ja haltijavelkakirjojen osto korkeintaan 1 miljoonan NKR:n arvosta samalla kuin ulkomaalaisten sallittiin pitää rajoittamattomia summia norjalaisten pankkien tileillä.

Muutokset vuoden 1980 aikana

Maalis- Valtuutettujen pankkien avoin ulkomainen positio päivän
kuu lopussa rajoitettiin plus miinus 5:een miljoonaan NKR:ään.

Touko- Öljy-yhtiöille yönnettiin lupa pitää ulkomaanvaluutan
kuu määräistä varallisuuttaan pankkitalletuksina ja muissa

maturiteetiltaan korkeintaan 12 kuukauden tai myös keskuspankin luvalla pitemman ajan instrumenteissa.

Muutokset vuoden 1981 aikana

- Touko- Suurinta maasta vietävän valuutan määrää ulkomailla sijaitsevan lomakiinteistön ostoa varten nostettiin 250 000:sta 350 000:een NKR:ään.
- Joulu- Norjalaiset yritykset, joilla on pitkän ajan ulkomaista velkaa ulkomaanvaluutassa, saivat erikoisluvan pitää ulkomailla aikatalletuksia ulkomaanvaluutassa ja hankkia ulkomaisia tunnustetussa pörssissä noteerattuja obligaatioita.

Muutokset vuoden 1982 aikana

- Tammi- Yhden miljoonan NKR:n katto norjalaisten osakkeiden kuu ostoille ulkomaille poistettiin.
- Suurinta maasta vietävän valuutan määrä ulkomailla sijaitsevan lomakiinteistön ostoa varten nostettiin 350 000:sta 400 000:een NKR:uun.
- Helmi- Yritysten ulkomaisen lyhyen ajan luoton määrä rajoitettiin kuu 566 miljoonaan USA:n dollariin vuonna 1982. Öljy-, laivanvarustus- ja telakkateollisuuden lyhytaikainen lainanotto ulkomailta vapautettiin rajoituksista.
- Elokuu Valuuttaindeksiin kuuluvia painoja muutettiin ja siihen kuuluvia maita lisättiin kahdella (Kanada ja Itävalta). Seurauksena Norjan kruunu devalvoitui n. kolmella prosentilla.
- Syys- Norjan kruunun arvoa alennettiin suhteessa korimaihien kuu kolmella prosentilla.

Muutokset vuoden 1983 aikana

- Touko- Oikeutta harjoittaa valuuttakauppaa laajennettiin koske- kuu maan myös muita kuin pankkeja. Valtiovarainministeriö myönsi luvan perustaa avista- ja termiinkauppaa harjoittavia ja valuuttatalletuksia pitäviä välitysyri- tyksiä.

Muutokset vuoden 1984 aikana

- Kesäkuu Rajoitetulle määrälle ulkomaisia pankkeja annettiin periaatteessa lupa perustaa haarakonttori Norjaan. Ulkomaisia pankkeja koskevat määräykset olisivat samat kuin norjalaisilla pankeilla.
- Noteerattujen ja noteeraamattomien ulkomaisten arvopa- pereiden osto sallittiin, mutta noteeraamattomien kauppa tehtiin luvanvaraiseksi.
- Ulkomaalaisten sallittin ostaa niin noteeraamattomia kuin noteerattuja osakkeita toimilupa-asetuksen ja yhtiöiden yhtiöjärjestyksen puitteissa.

Eurokruunu-obligaatioiden osto sallittiin jälkimarkkinoilla, mutta ulkomaalaisten obligaatioiden hankkiminen yleensä on edelleen luvanvaraista.

Ulkomaalaisten oikeus ostaa norjalaisia obligaatioita tiettyyn määrään asti kumottiin.

Heinä- Norjan kruunun ulkoisen arvon sallittiin laskea n. yhden kuu prosentoin verran ja valuuttaindeksin painojen laskentatapaa muutettiin (aritmeettinen keskiarvo geometriseksi), jonka seurauksena kruunu devalvoitui edelleen yhdellä prosentilla.

Syys- Norjan kruunun ulkoista arvoa alennettiin 2 %.

Marras- Ulkomaalaisten oikeus ostaa norjalaisia obligaatioita kuu tiettyyn määrään asti kumottiin.

Ulkomaalaisten obligaatioiden osto sallittiin tiettyyn (myöhemmin määrättävään) kiinteään määrään asti.

Muutokset vuoden 1985 aikana

Tammi- Yksityisille kansalaisille sallittiin anomuksesta ostaa kuu ulkomaalaisia obligaatioita 1 miljoonan NKR:n arvosta ja yrityksille 5 miljoonan NKR:n arvosta.

Loka- Norjan kruunun ulkoisen arvon sallittiin kellua vapaasti kuu 2.25 %:n marginaalilla valuuttaindeksin molemmin puolin. Keskuspankille sallittiin kuitenkin vapaa interventio-oikeus myös tämän marginaalin sisällä. Annettiin myös ilmoitus, että kunnes toisin ilmoitetaan Norjan keskuspankki suorittaisi valuuttamarkkinoilla tarvittavia interventiota pitääkseen valuuttaindeksin vaihtelun sen vaihteluvälillä yläneljänneksessä eli lukujen 101.13 ja 102.25 välillä.

Tilanne vuonna 1986

Pääoman maahantuonti ja investoinnit Norjaan ulkomaalaisten toimesta ovat luvanvaraisia. Pääoman maastavienti edellyttää yksittäistä, tapauskohtaisesti käsiteltävää, lupaa. Luvat myöntää keskuspankki.

Ulkomaalaiset saavat vapaasti ostaa sekä noteeraamattomia että noteerarattuja norjalaisia osakkeita toimilupasetuksen ja yhtiöiden yhtiöjärjestyksen puitteissa. Ulkomaalaiset eivät sen sijaan saa ostaa norjalaisia obligaatioita.

Suoriin investointeihin ulkomaille suhtaudutaan lupia anottaessa vapaamielisesti. Kansalaisilla on vapaa oikeus ostaa ulkomaisia sekä noteerarattuja että noteeraamattomia osakkeita, jälkimmäisiä kuitenkin luvanvaraisesti. Norjan kansalaiset saavat ostaa ulkomaalaisia obligaatioita 1 miljoonan NKR:n arvosta henkilöä kohti ja 5 miljoonan NKR:n arvosta yritystä kohti. Kansalaiset saavat luvanvaraisesti ostaa vapaa-ajan kiinteistöjä ulkomailta.

Valtuutettujen pankkien ulkomaista lainanottoa ei ole rajoitettu, mutta niiden on tasapainotettava päivän päättyessä ulkomainen yhdistetty avista- ja termiinipositionsa marginaalilla, joka on suhteessa pankin kokonaissaatavien määrään.

Ulkomaisiin obligaatiolainoihin tarvitaan kauppa- ja tulliministeriön lupa. Luvan lainanottoon ulkomailta laivakaupan yhteydessä myöntää kauppa- ja merenkulku-ministeriö. Kaikki muu pääoman maahantuonti on keskuspankin luvan varaista. Myös ulkomaille annettaviin tai sieltä saataviin takuutodistuksiin tarvitaan keskuspankin lupa. Lukuunottamatta öljy-, laivanvarustus- ja telakka-teollisuutta norjalaisten yritysten uusi ulkomainen lainanotto on sallittua tietyissä rajoissa. Vuonna 1986 pitkäaikaisen lainanoton vuosittainen raja oli 2.5 mrd. NKR ja lyhytaikaisen ulkomaisen lainanoton raja ei saa ylittää vuoden 1985 lopussa saavutettua lainanotonmäärää. Raja vuoden 1985 lyhytaikaiselle lainanotolle oli 2.2 mrd. NKR. Vuoden 1987 budjetissa pitkäaikaisen lainanoton katto on 7.7 bilj. NKR. Lainat ohjataan vienti- ja tuonnin kanssa kilpaileville yrityksille.

Muutoksia vuoden 1986 aikana

Touko- Toukokuun 12. päivänä Norjan kruunua devalvoitiin 10.7 %
kuu siten, että valuuttakori-indeksin uusi keskiarvo muutettiin luvusta 100 lukuun 112.

Muutoksia vuoden 1987 aikana

Helmi- Kansalaisille sallittiin luvanvaraisesti investoida
kuu ulkomaanvaluuttaisiin lyhytaikaisiin velkakirjoihin keskuspankin luvalla.

Touko- Potfolioinvestoinnit ulkomaisiin investointiyrityksiin ja
kuu -rahastoihin tulivat keskuspankin luvan varaisiksi.

5.2. Alankomaat

Tilanne 31.12.1974

Yleisesti: Valuuttakontrollia harjoittavat keskuspankin (the Netherland Bank) yhdessä ulkoasiain-, finanssi-, talous- ja maatalousministeriöiden kanssa.

Pääomanliikkeet maahan ja maasta sekä ulkomaalaisomistuksessa olevan pääoman siirto pääomahyödykkeestä toiseen maassa ovat säädeltyjä, mutta lupia transaktioihin myönnetään.

Ei-pankkisektoriin kuuluville ei ole yleensä sallittua pitää hallussaan ulkomaisia lyhyitä rahoitusinstrumentteja kuten ulkomaisia valtionvelkakirjoja (treasury bills). Kotimaisten valtionvelkakirjojen ja asetteiden hallussapito on ulkomaalaisilta kielletty.

Pääomansiirroista, sekä sallituista että luvanvaraisista, on ilmoitettava keskuspankin maksutaseosastolle.

Ulkomaalaisten oikeutta laskea liikkeelle arvopapereita Alankomaissa on rajoitettu. Keskuspankki voi kuitenkin antaa luvan yksittäiseen obligaatioiden liikkeeseen laskuun ottaen huomioon kotimaisten pääomamarkkinoiden ja maksutaseen tila. Edelleen keskuspankki voi sallia tiettyjen ehtojen puitteissa ulkomaisten pääsyn kotimaisten velkatodistusten markkinoille (oderhandse leningen). Valtuutetut pankit vaivat anomuksesta saada luvan toimia syndikoidun keskipitkän euroguilder-joukkovelkakirjalainan johtoryhmässä. Lainan tuottoa ei yleensä saa käyttää Alankomaissa.

Ulkomaisten ja kotimaisten arvopapereiden siirrot kotimaassa asuvan ja ulkomailla asuvan välillä ovat vähäisiä poikkeuksia lukuunottamatta sallittuja ja tapahtuvat viralliseen kurssiin. Arvopapereita koskevat säännökset eivät koske lyhytaikaisia valtionvelkakirjoja (treasury bills) eivätkä talletustodistuksia. Kansalaiset voivat myydä virallisesti noteerattuja arvopapereita ulkomaille ilman rajoituksia lukuunottamatta ulkomailla liikkeelle laskettuja guilder-arvoisia euro-obligaatioita. Muuten ulkomaiset guilder-arvoiset obligaatiot tai muulla tavoin siihen sidotut obligaatiot ovat vapaasti kaupattavissa ainoastaan silloin kun ne ovat noteerattu Amsterdamin pörssissä. Ulkomaille myytyjen arvopapereiden ulkomaanvaluuttainen tulo on talletettava valtuutetun pankin tai arvopaperivälittäjän kautta ja voidaan edelleen myydä tai pidättää. Ulkomaisten Alankomaissa tapahtuvasta arvopapereiden myynnistä saama tulo voidaan viedä maastamissa valuutassa tahansa. Ulkomaalaiset voivat vapaasti viedä maasta omistamansa koti- tai ulkomaiset arvopaperit. Luetteloitujen guilder-obligaatioiden maasta vienti edellyttää kuitenkin yksittäislupaa, joka myönnetään anomuksesta. Kotimaan asukkaiden ulkomailla pitämien arvopapereiden vakuudeksi on talletusvaatimus, mutta poikkeuksia myönnetään anomuksesta. Kotimaassa pidettävät arvopaperit eivät edellytä talletusta.

Muutokset vuoden 1975 aikana:

- Tammi-
kuu Velvollisuutta ilmoittaa ulkomailta saadusta tai ulkomaille suoritetusta maksusta nostettiin f. 1 000:sta guilderista f. 3 000 guilderiin.
- Huhti-
kuu Private placement-markkinoille tehtävien joukkovelkakirjasijoitusten kokonaiskattoa vuodelle 1975 nostettiin 50 %:lla f. 1350 miljoonaan guilderiin. Sijoitusten lukumäärä rajoitettiin yhteen kuukaudessa.
- Kesä-
kuu Paikallisviranomaiset saivat luvan käyttää kotimaisia pääomamarkkinoita ja samalla ulkomaisten oikeutta laskea liikkeelle guilder-obligaatioita lievennettiin.
- Elokuu Ensimmäisen kerran ulkomaiset pankit alkoivat toimia toimia takaajina kotimaisille obligaatiolainoille. Tämä tapahtui ulkomaisen guilder-obligaation liikkeellelaskun yhteydessä kotimaisilla markkinoilla.

Muutokset vuoden 1976 aikana:

- Touko-
kuu Ulkomaalaisten luvat lainata private placement markkinoilta kiellettiin väliaikaisesti. Markkinat avattiin uudelleen 3. tammikuuta 1977.
- Loka-
kuu Private placement-joukkovelkakirjalainamarkkinoille tehtäville sijoituksille myönnettävien lupien kokonaisuudelle asetettiin f. 900 guilderin katto vuodelle 1977 (kotimaiset ja ulkomaiset sijoittajat yhteenlaskettuna) vastaten yhtä f. 75 miljoonan guilderin sijoitusta kuussa. Vuonna 1976 katto oli f. 1300 miljoonaa.

Muutokset vuoden 1977 aikana

- Tammi-
kuu Private placement-joukkovelkakirjamarkkinat
Lainan korkein sallittu määrä on 75 miljoonaa guilderia, lainan maturiteetti minimissä 10 vuotta ja takaisinmaksun on tapahduttava ainakin viidessä yhtäsuuressa erässä. Lainanantajalta vaadittaessa toimitus ulkomaan valuutas-
sa.
- Syys-
kuu Valuuttamääräyksiä yksinkertaistettiin huomattavasti. Aikaisemmassa vuodesta 1945 peräisin ollut laki asetti kaikki ulkoiset transaktiot luvanvaraiseksi. Uudessa laissa transaktiot olivat vapaita ellei toisin määrätty. Seuraavat uudet määräykset tulivat voimaan:
(1) Valuuttamääräys kontrollin ylläpitämiseksi strategisten hyödykkeiden kauttakulku- ja kaupassa kansainvälisten sitoumusten kanssa yhdenmukaisesti.
(2) Valuuttamääräys tiettyjen arvokkaiden maalausten ja muiden teosten viennistä ainoastaan kulttuuriministeriön luvalla.
(3) Valuuttamääräys, jonka mukaan tiettyjen pääomahyödykkeiden vienti, kuten ulkomaisten sitoumusten anto Alan-komaissa, säilyy edelleen luvanvaraisena.
(4) Valuuttamääräys, jossa lainapääoman maahanvirtaus sekä eräät muut transaktiot säilytettiin edelleen luvan-

varaisena. Kyseisen pääomantuonnin katto nostettiin f. 300 000 guilderiin vuodessa asukasta kohti.

(5) Valuuttamääräys sisältäen kehotuksen hoitaa ulkomaiset maksut valuttapankkien välityksellä. Määräykset maksujen ja muiden maksujärjestelyjen ilmoittamisesta viranomaisille säilyivät edelleen voimassa.

(6) Valuuttamääräys, jossa määritellään kotimaassa asuvan statukseen vaadittavat ominaisuudet.

(7) Valuuttamääräys, jonka mukaan Alankomaiden keskuspankilla (the Netherland Bank) säilyy valta estää Alankomailaisten pankkien valtaus ulkomaalaisten pankkien toimesta.

Loka- Kansainvälisille private placement- joukkovelkajamark-
kuu kinoille myönnettäville sijoitusluville asettiin 900 miljoonan guilderin kokonaiskatto vuoden 1978 aikana.

Ei muutoksia vuoden 1978, 1979 ja 1980 aikana

Muutokset vuoden 1981 aikana

Loka- Guilder revalvoitui 5.5 %.
kuu

Muutokset vuoden 1982 aikana

Tammi- Ulkomaisten lyhytaikaisten Euroguilder-obligaatioiden
kuu hankintaan, joka on luvanvaraista, ilmoitettiin suhtauduttavan myönteisesti.

Heinä- Guilder revalvoitui 4.25 %.
kuu

Muutokset vuoden 1983 aikana

Maalis- Guilder revalvoitui 3.5 %.
kuu

Heinä- Alle f. 5000 guilderin ulkomaisista pääoma- tai käteis-
kuu maksuista tai saatavista ei enää tarvitse ilmoittaa keskuspankin maksutaseosastolle. Aikaisempi raja oli f. 3000 guilderia. Samalla maksutaseeseen liittyvien pääomavirtojen tarkemman luokittelun vuoksi ulkomaisia transaktioita suorittavien yhtiöiden rekisteröitymisvelvollisuutta keskuspankin maksutaseosastolle laajennettiin koskemaan kaikkia kotimaisia yrityksiä ja instituutioita riippumatta niiden laillisesta asemasta. Rekisteröimisvelvollisuus koskee myös yrityksiä ja instituutioita, joissa ulkomalaisilla on suora tai epäsuora osuus ja joiden toimesta suoritetaan ulkomaisia transaktioita. Aikaisemmin ilmoitusvelvollisuus oli koskenut ulkomaisia transaktioita suorittavia yrityksiä, jotka olivat suorasti tai epäsuorasti ulkomaalaisessa kontrollissa.

Jäljelläolevat rajoituksia kansainvälisille pääomanliikkeille poistettiin mm. sisältäen mm. (a) maturiteetiltaan alle kahden vuoden velkapääoman tuontikieltoa koskevien rajoitusten helpottamisen, (b) tapauskohtaisen lupamenettelyn poistamisen (i) yli 500000 guilderin ulkomaisista

lainoista sekä (ii) kotimaisten noteeraamattomien debentuurien myynnistä tai julkaisusta ulkomaille.

Ei muutoksia vuoden 1984 aikana

Muutokset vuoden 1985 aikana

Heinä- Guilder revalvoitui 2 %.
kuu

Tilanne 31.12.1985

Valuutta: Netherlands Guilder.

Kuuluu yhdessä Belgian, Tanskan, Ranskan, Saksan Liittotasavallan, Irlannin, Italian ja Luxemburgin kanssa EMS:ään.

Sopimuksen mukaan Hollanti pitää kurssinsa (spot) 2.25 % ECU:ssa ilmaistavan EMS-maiden keskipurssin ylä- tai alapuolella. Lisäksi EMS-maat ovat sitoutuneet ostamaan ja myymään rajattoman määrän toistensa valuuttoja määrättyillä interventiokoroilla.

Valuuttahallinto: Valuuttakontrollia harjoittavat keskuspankin (the Netherland Bank) yhdessä ulko-, finanssi-, talous- ja maatalousministeriöiden kanssa. Kansalaisilla on ilmoitusvelvollisuus kaikista maksuista ja saatavista muiden maiden kansalaisilta jotka ylittävät f. 5 000. Ilmoitettava on näiden transaktioiden luonne, valuutta ja saatu tai maksettu määrä. Kansalaisilla on vapaus avata ja ylläpitää pankkitileä ulkomailta ja ylläpitää valuuttatilejä ulkomailta sopimustarkoituksiin. Näistä tileistä on ilmoitettava keskuspankille. Ulkomaisten valuutanhallinta on periaatteessa vapaata.

Pääoma: Valuutansäännöstely perustuu lakiin vuodelta 1980 (External Financial Relations 1980). Useimmat ulkomaiset pääomanliikkeet ovat vapaita. Tapauskohtaisesti luvanvaraisia ovat kuitenkin kansalaisten pitkäaikaiset (maturiteetti vähintään kaksi vuotta) yli f. 10 miljoonan lainat ulkomaalaisille. Suorat investoinnit maasta ja maahan pääoman muodossa ovat vapaita. Lyhytaikaiset alle kahden vuoden lainat ulkomaalaisille ovat vapaita. Ulkomaalaisten julkiset lainat (public issues) kotimaan pääomamarkkinoille ajoitetaan ja jos tarpeen rajoitetaan sen mukaan mikä on kotimaisten markkinoiden kyky imeä ulkomaista pääomaa.

Kaikki Amsterdamin pörssissä noteeratut osakkeet ja obligatiot ovat vapaasti vaihdettavissa kotimaan asukkaiden ja ulkomaalaisten välillä. Kansalaiset voivat myydä vapaasti virallisesti noteerattuja arvopapereita ulkomaille. Ns. Euroguilder-todistukset ovat kuitenkin lisenssinvaraisia, joka kuitenkin yleensä myönnetään. Noteeraamattomien osakkeiden kauppa on lisenssivapaata. Ulkomaalaiset voivat viedä vapaasti arvopapereita maasta. Reaaliomaisuuden hankkiminen on vapaata sekä kotimaan asukkailta ulkomailta että ulkomaalaisilta kotimaassa. Lahjat ja lahjoitukset ulkomaalaisille ovat säännöstelemättömiä. Maastamuuttajien valuutanvienti on vapaata.

Kaupallisten pankkien valuuttapositio ei ole rajoitettu. Pankkien on kuitenkin noudatettava politiikkaa, joka takaa, että ulkomaanvaluuttaiset ja arvometalliset avoimet positiot eivät ylitä normaalille pankkitoiminnalle asetettuja rajoja. Pankkien on ilmoitettava kunkin valuutan ja arvometallin positionsa, termiinipositio kotimaan ja ulkomaan kansalaisten kanssa sekä kunkin kuukauden lopussa vallitsevat positiot valuutan ja arvometallien optioista, tärkeimmissä valuutoissa (Saksan markka, punta, Sveitsin frangi, ja USA:n dollari). Ilmoitus on tehtävä myös puolivälissä kuuta. Edelleen kaikki termiinisolimukset ulkomaalaisten kanssa on ilmoitettava keskuspankkiin. Valtuutetut pankit voivat vapaasti välittää lainoja ulkomaanvaluutassa ulkomaalaisille ja myös lyhytaikaisia alle kahden vuoden lainoja kotimaan valuutassa. Pitkaaikaisille lainoille vaaditaan lupa jos laina ylittää f. 10 miljoonaa. Pankit saavat myös vapaasti vastaanottaa talletuksia ja lainata ulkomailta.

Kaikki muun kuin pankkisektorin pääomanliikkeet on ilmoitettava keskuspankin maksutaseosastolle, riippumatta siitä ovatko ne vapaita vai luvanvaraisia. Arvopaperivälittäjien ja valtuutettujen pankkien on ilmoitettava säännöllisesti arvopapereiden transaktioista. Jos transaktiot tapahtuvat ulkomaisen pankkitilin kautta on asianomaisten ilmoitettava kaupoista itse.

Kulta: Keskuspankki suorittaa transaktioita kullassa ainoastaan rahaviranomaisten ja kansainvälisten rahoitusinstituutioiden kanssa. Julkinen valta ei välitä kultaa teolliseen käyttöön. Valtuutetut pankit ja muut kotimaan asukkaat saavat vapaasti ostaa, pitää hallussa tai myydä kultaa kotimaassa tai ulkomailla. Muihin kuin keskuspankin kultakauppiihin liittyy 5 %:n arvonlisävero, silloin kun se tapahtuu harkoissa tai muussa kullan perusmuodossa. Kaikkiin muihin transaktioihin kohdistuu 19 %:n vero. Kello- ja kultaliiketoimintaan liittyvä vähäisempiä määriä sisältävä kullantuonti on vapaata paitsi jos alkuperämaa on Hong Kong, Japani tai joku sosialistista maista.

Muutokset vuoden 1986 aikana

Huhti- Guilder revalvoitui 3 %.
kuu

LIITE 2.1. Tanskan maksutase (milj. DKR).

Vuosinel- jännes	Kauppata- se	Vaihtota- se	Pääomata- se ¹	Valuuttava- rannon muutos		
1978	1	-4736	-3110	4565	1455	
	2	-3326	-730	2883	2153	
	3	-4177	-1575	3702	2127	
	4	-4645	-2815	2568	-247	
1979	1	-4497	-3625	8059	4434	
	2	-4816	-2780	3268	488	
	3	-5770	-4200	-887	-5087	
	4	-6289	-4710	5347	664	
1980	1	-6558	-6750	302	-6268	
	2	-5190	-3795	5449	1654	
	3	-2284	-1070	3883	2813	
	4	-2698	-1965	1741	-224	
1981	1	-3015	-3650	438	-3212	
	2	-2290	-1870	101	-1769	
	3	-2340	-1865	1785	-80	
	4	-3990	-4885	4555	-330	
1982	1	-3610	-5620	1881	-3739	
	2	-1940	-4590	2577	-2013	
	3	-2430	-3520	6521	3001	
	4	-3605	-5500	5789	289	
1983	1	270	-2995	7376 ²⁾	-2412 ³⁾	1969
	2	-950	-3160	5141	1764	3745
	3	-270	-1645	4958	-2242	1071
	4	-2375	-4975	4844	535	404
1984	1	-2045	-5380	1275	-791	-4869
	2	-2605	-4200	5580	-2604	-1224
	3	-930	-2395	13635	-1382	9858
	4	-2815	-5745	-800	-657	-7202
1985	1	-4460	-8175	17364	-907	8282
	2	-2570	-5795	12467	-1249	5423
	3	-2050	-4935	2485	-2040	-4490
	4	-5820	-10170	14927	-54	4703
1986	1	-4015	-8070	616	-4654	-12108
	2	-4340	-10750	6301	2217	-2232
	3	-4180	-7405	12622	-6237	-1020
	4	-3060	-8320	8451	1140	1271
1987	1	547	-3548	19587	-3765	12274

- 1) + = saatavien supistuminen tai velkojen kasvu.
2) Rekisteröidyt pääomanliikkeet (ks. seur. sivu).
3) Rekisteröimättömät pääomanliikkeet.

Tanskan rekisteröidyt pääomanliikkeet (milj.DKR)

Saata- vat		Julk. sekto- ri	Suorat Tans- kassa	inv. Ulko- mailla	Portfolioinv. Tanska- arvop.	Ulkom. arvop.	Lainat Kaup- pa	Ra- hoitus	Muut	Yksit. sekto- ri
1983	1	18200	577	130	1412	613	9072	5816	3215	20835
	2	8758	525	94	4393	969	15408	4305	1393	27085
	3	8759	285	566	3220	573	20279	4916	1051	30891
	4	13642	931	489	3951	740	21584	4460	1556	33710
1984	1	16217	528	613	4173	868	28889	2097	2239	39407
	2	13853	396	133	5889	708	32624	4101	3377	47228
	3	22884	532	240	6048	1205	35612	4220	1885	49742
	4	13937	1047	82	9384	1829	42150	9679	4695	68886
1985	1	16360	770	70	16490	2103	41672	6395	2544	70044
	2	16127	413	179	19861	1907	39852	10247	5609	78068
	3	15303	703	242	22325	2688	30356	13464	2387	72165
	4	20522	1227	599	17687	2804	31900	16501	5286	76004
1986	1	15180	889	55	19846	3897	46198	20146	3443	94474
	2	23181	567	160	22474	8088	39443	8280	7712	86724
	3	38309	1030	63	18119	11958	41292	8545	4819	85826
	4	29333	2403	363	17255	9360	43870	11154	4141	88546
1987	1	29053	1405	512	27439	14423	31650	13029	3871	92149
Velat		Julk. sekto- ri	Suorat Tans- kassa	inv. Ulko- mailla	Portfolioinv. Tanska- arvop.	Ulkom. arvop.	Lainat Kaup- pa	Ra- hoitus	Muut	Yksit. sekto- ri
1983	1	9058	305	460	2033	1031	9381	6198	3193	22601
	2	6836	422	694	2142	863	13867	4280	1600	23869
	3	5531	524	792	2520	629	20654	2998	1043	29161
	4	10515	486	785	2816	962	21571	3607	1586	31993
1984	1	16909	593	668	4086	1964	25134	1784	3211	37440
	2	12460	242	1043	3622	1066	30045	2609	4415	43042
	3	14242	543	1097	3378	1444	33569	2020	2698	44749
	4	28966	1295	1332	5537	1643	36604	3563	4657	54631
1985	1	12202	319	665	9416	1774	39221	1994	3449	56838
	2	12815	332	889	14553	2386	42771	3086	4896	68913
	3	18223	342	860	21254	3694	34179	2819	3612	66760
	4	20805	805	1375	14050	4987	31349	4471	3787	60824
1986	1	14862	471	1255	24289	10565	47444	4577	5575	94176
	2	19536	709	1171	18091	15887	38866	5576	3768	84068
	3	17961	181	928	16706	15197	45454	11092	3319	92501
	4	16927	2223	2511	17630	10113	43129	13576	3319	92501
1987	1	11533	316	2100	20954	13791	36113	12008	4800	90082

Tanskan rekisteröidyt pääomanliikkeet (milj.DKR).

Netto- saata- vat	Julk. sekto- ri	Suorat Tans- kassa	inv. Ulko- mailla	Portfolioinv. Tanska- arvop.	Ulkom. arvop.	Lainat Kaup- pa	Ra- hoitus	Muut	Yksit. sekto- ri	
1983	1	9141	272	-331	-621	-418	-308	-382	23	-1765
	2	1921	104	-600	2251	106	1541	24	-207	3220
	3	3229	-239	-226	700	-56	-375	1917	8	1729
	4	3127	445	-297	1135	-222	-167	853	-30	1717
1984	1	-692	-65	-54	87	-1096	3576	313	-974	1967
	2	1394	154	-909	2267	-358	2579	1492	-1039	4186
	3	8643	-11	-857	2670	-239	2040	2200	-813	4992
	4	-15029	-247	-1250	3847	185	5546	6115	39	14235
1985	1	4158	451	-595	7074	329	2451	4401	-905	13206
	2	3312	81	-710	5308	-479	-2919	7161	713	9155
	3	-2920	361	-618	1071	-1006	-3823	10645	-1225	5405
	4	-253	422	-776	3637	-2183	551	12030	1499	15180
1986	1	318	418	-1200	-4443	-6668	-1246	15569	-2132	298
	2	3645	-142	-1011	4383	-7799	577	2704	3944	2656
	3	20348	849	-865	1413	-3239	-4162	-2547	825	-7726
	4	12406	180	-2148	-375	-753	741	-2422	822	-3955
1987	1	17520	1089	-1588	6485	452	-4463	1021	-929	2067

LIITE 2.2.

Keskuspankki on siirtynyt lokakuussa 1985 kontrolloimaan pankkien taseiden talletuksia. Kun talletusten kasvu (poisluettuna verovapaat talletukset) pankissa ylittää vuositasolla keskuspankin asettaman ns. peruskasvutason on pankin tehtävä talletus keskuspankkiin, jonka suuruus on 20 % peruskasvun ylittävältä osalta. Keskuspankki on siis ottanut talletuspohjaisen kassavarantovelvoitteen instrumentiksi pyrkien kontrolloimaan näin luottopäätöksiä. Motiivina on, että kotimaisen (netto)luotonannon muutoksia säätelemällä voidaan vaikuttaa tehokkaasti valuuttavarantoon kun pääomaliikkeet ovat vapaita. Pankit ovatkin sopeuttaneet talletusten kasvun lähelle perustasoa, joka on 9 % (ks. taulukko alempana), mutta kotimainen luottoekspansio on silti jatkunut. Yritysten oli kuitenkin helppoa korvata kotimaista lainanottoa ulkomaisella vakaan valuutan oloissa. Lisäksi pankkien obligaatiosalkku oli kontrollin ulkopuolella ja säännösten katsottiin aiheuttavan myös paineita korkojen nousuun pankkien kilpaillessa erityistalletusehdoin. Näiden syiden vuoksi järjestelmää täydennettiin kesäkuussa 1985 uudella enemmän markkinoihin orientoituneella järjestelmällä, joka on eräänlainen marginaalikassavarantojärjestelmä, jossa pankkien kassavarantotalletukset keskuspankkiin määräytyvät suhteessa pankin taseen vastattaviin säädeltävällä korolla. Elokuussa 1985 otettiin Tanskassa käyttön myös keskuspankin ja pankkien väliset lyhytaikaisten sijoitustodistusten markkinat.

Liikepankkien ja säästöpankkien kotimainen luotonanto ja talletukset niissä (vuosikasvu, %)

Kuukausi	Luotonanto	Talletukset	Talletukset (-verovap.)	Peruskasvutaso	
1985	Loka	7.1	17.9	18.3	10
	Marras	9.2	16.2	16.1	10
1986	Joulu	12.4	17.0	18.8	10
	Tammi	13.2	18.8	19.1	10
	Helmi	13.3	19.6	20.0	10
	Maalis	14.3	21.1	22.5	10
	Huhti	14.6	22.8	24.6	9
	Tuoko	15.4	20.1	21.2	9
	Kesä	18.1	18.7	19.7	9
	Heinä	23.8	16.4	16.6	9
	Elo	26.4	13.5	13.3	9
	Syys	29.6	12.9	12.9	9
	Loka	30.5	12.0	11.7	9
Marras	30.7	11.2	10.8	9	
Joulu	30.7	10.8	10.7	9	

LIITE 2.3. Tanskan maksutase ennen pääomanliikkeiden liberalisointia ja sen jälkeen sekä pääomanliikkeet kun valuuttamarkkinoilla on ollut spekulatiotilanne (Lähde: Danmarks Nationalbank, Monetary Review - February 1986).

TANSKAN MAKSUTASE, KILPAILUKYKY JA KORKOERO

	Tanskan kilpailukyky (-=huotuminen, % vuodessa)	Vaihtotaseen BKT:sta (%)	Obligaatioiden tuotto, inflaatio ja valuuttakurssi (Tanska - Länsi-Saksa)						Yksityinen nettopääomantuonti, osuutena BKT:sta, (%)
			Korkoero	Inflaatioero	Kurssi-ero	Korkoero korjattuna			
			(% vuodessa)			Inflaatioerolla	Kurssi-erolla	Keskimäärin	
1969-72	-0.7	-2.1	3.3	1.5	3.8	3.8	1.8	-0.5	51
1973-75	-7.4	-2.0	5.7	4.5	2.4	1.2	3.3	2.3	63
1976-79	-0.8	-4.2	10.7	6.0	5.3	4.7	5.4	5.1	64
1980-82	4.6	-3.6	11.1	5.4	6.1	5.7	5.0	5.4	-11
1983-85	1.2	-3.5	6.4	3.3	1.6	3.1	4.8	4.0	116
1985									
I-II	1.7	0.6	5.9	2.9	-2.0	3.0	7.9	5.5	151
II-IV	-1.8	-0.1	4.4	2.0	-0.4	2.4	4.8	3.6	140

TANSKAN PÄÄOMANLIIKKEET KRUUNUN ULKOISEN ARVON OLLESA UHATTUNA, (mrd. kruunua)

Muutos virallisessä likvideetissä	Pankkien ulkovaluutan ostot	Yksityinen nettopääomanvienti (- = tuonti)					Vaihtotaseen vajaus	Virheet ja puuttuvat tiedot	Tavaroiden tuonti, keskimäärin kuukauden aikana	
		Kauppaluotot	Kotim. oblig. takaisinmyynnit	Ulkom. oblig. ostot	Muut pääomanliikkeet	Yht.				
1969	1.6	0.0	0.6	0.0	0.0	-0.2	0.4	1.1	0.1	2.4
1972	1.8	0.0	1.7	-0.1	0.1	-0.4	1.3	0.1	0.4	2.9
1976	6.6	1.4	1.8	0.0	0.1	0.5	2.4	2.8	0.0	6.3
1979	8.7	1.0	2.7	1.0	0.1	1.5	5.3	2.0	0.4	8.1
1980	8.5	1.0	0.9	1.0	0.1	-1.3	0.7	6.6	0.2	9.1
1982	13.8	5.0	2.9	0.5	1.0	0.3	4.7	2.1	2.0	11.6

1969, tammikuu - toukokuu; 1972, huhtikuu - elokuu; 1976, elokuu - lokakuun 15.
1979, elokuu - syyskuun 21.; 1980, tammikuu - maaliskuu; 1982, syyskuu - lokakuu.

LIITE 3.2. Norjan viralliset reservit ja yksityisen sektorin ulkomainen asema (mrd. kruunua)

	1982	1983	1984	1985	1986
Viralliset reservit, brutto	48.8	51.5	58.5	107.5	93.1
- Kulta	0.3	0.3	0.4	0.3	0.3
- SDR:t	2.2	2.1	2.3	2.1	2.9
- IMF-positio	1.9	3.3	4.2	3.9	4.4
- Vaihdeettavat valuuttat	44.4	45.8	78.6	101.2	85.5
Ulkomaiset kruunutalletukset NB:ssa	-0.5	-0.8	-0.4	-0.4	-0.1
Viralliset reservit rat, netto	48.3	50.7	85.1	107.1	93.0
Pankkisektorin ulkomainen nettovelka	14.3	20.1	32.1	43.2	47.8
- varat	11.2	9.2	11.0	10.9	24.0
- velat	25.5	29.3	43.3	54.1	71.8
Muun yksityisen sektorin ulkomainen nettovelka	-3.6	-6.0	-4.5	-0.1	+6.9
- Pitkäaikainen	-13.4	-13.5	-13.4	-12.2	-10.0
- Lyhytaikainen	9.8	7.5	8.9	12.1	16.9

LIITE 3.3. Norjan termiinimarkkinoista

Vuoden 1985 aikana pankkisektorin pääomantuonti kasvoi merkittävästi. Nämä pääomanliikkeet liittyivät läheisesti termiinimarkkinoiden kehitykseen. Terminoinnit ovat lisääntyneet toisaalta pankkien avoimen position tasapainon vaatimuksesta, mutta myös varovaisuussyistä. Kasvaneet portfolioinvestoinnit ulkomaille voivat lisäksi aiheuttaa termiinikauppojen kasvua, jos myös ne pyritään suojaamaan valuuttariskiltä. Valuuttamääräykset rajoittavat tosin terminoinnin puhtaasti kaupallisiin transaktioihin. Norjan korkea korkotaso on johtanut edulliseen tremiini-premioon. Samanaikaisesti luottamus kruunun ulkoisen arvoon vahvistui. Näin ollen ei ole yllättävää, että yleisö peitti valuuttariskin termiinikaupoilla. Jos korkotaso olisi ollut muuta maailmaa alhaisempi olisi termiinimarkkinoiden kautta kulkeutunut vastaavasti pääomaa ulkomaille. Termiinimarkkinoiden toiminta voi lisääntyneiden pääomanliikkeiden kautta vaikeuttaa kotimaista likviditeetin säätelyä. Lisäksi on huomattava, että ulkomaalaiset voivat käyttää hyväkseen Norjan korkeaa korkotasoa terminoimalla Norjan kruunuja. Puhtaasti spekulatiivisia pääomanliikkeitä ei voida näin ollen sulkea pois. Niinpä suojautumis-transaktioiden säännöksiä muutettiin vuoden 1986 lopulla. Yksi tapa kiertää valuuttamääräyksiä ovat swap-kaupat. Jos anomus ulkomaisesta lainasta hylätään voidaan tämä kiertää ottamalla vastaava laina kotimaan valuutassa ja vaihtaa laina swap-kaupalla vastaavaan lainaan ulkomaan valuutassa. Vastaavasti ulkomaan asukas voi kiertää norjalaisten obligaatioiden ostokieltoa. Potentiaaliset valuuttavirrat ovat huomattavat. Esim. jos kaikki Norjan yksityisen sektorin ulkomaiset saatavat suojattaisiin merkitsisi se n. 37 mrd. kruunun pääoman vientiä ja jos koko vastaava ulkomainen velka suojattaisiin voisi valuuttavirta maasta olla 120 mrd. kruunua (joulukuussa 1985). Uusissa säädöksissä pyritään ottamaan huomioon toisaalta teollisuuden ja kaupan tarve suojautua valuuttakurssiriskiltä ja toisaalta rahapoliittisen autonomian ylläpitämisen tarve. Kaikki ulkomaiset suojautumis-transaktiot, jotka tehdään ulkomaanvaluutassa ovat sallittuja. Näin ollen sekä valuuttatuloja ja -menoja että myös saatavia ja velkoja voidaan suojata. Rajoituksia on sen sijaan niissä suojaustoimissa joissa Norjan kruunu on mukana. Maturiteetiltaan yli vuoden suojaustoimet ovat sallittuja ainoastaan laillisesti sitovan sopimuksen yhteydessä. Näin ollen saatavat ja velat eivät kuulu suojaustoimien piiriin.

LIITE 3.4. Norjan raha- ja valuuttamarkkinoiden kriisi 1985 - 86

Norjan rahamarkkinoiden hallinta ryöstäytyi viranomais-
ten käsistä vuoden 1985 ja 1986 vaihteessa. Syksyyn 1985
asti kotimaista likviditeettiä oli kasvanut keskuspankin
ostaessa ulkomaanvaluutan liikatarjonnan markkinoilta.
Sen jälkeen tilanne vaihtui täsmälleen päinvastaiseksi.
Devalvaatio-odotukset öljyn hinnan laskiessa johtivat
ulkomaan valuutan virtaan keskuspankista ja kotimaisen
likviditeetin laskuun. Ulkomaanvaluutan kysyntä kiihtyi
toukokuuhun 1986 asti, ensin seurauksena sopimuksista
työmarkkinoilla ja sen jälkeenhallituskriisin vuoksi.
Kehitys kulminoitui kruunun devalvoimiseen toukokuun 11.
päivä 12 %. Vuoden alusta keskuspankki oli myynyt va-
luuttaa n. 4.6:n mrd. NKR:n arvosta. Toukokuun alussa
keskuspankkilainan korot olivat 30-50 %. Devalvaation
yhteydessä valuuttakurssi-indeksin marginaalia muutettiin
+/- 2.25 prosenttiin. Tämä merkitsee, että keskuspankki
suorittaa interventioita markkinoilla estääkseen indeksin
laskemasta alle 109.5 tai nousemasta yli 114.4. Deval-
vaation seurauksena Norjan keskuspankin valuuttavaranto
kasvoi parissa kuukaudessa 25 mrd. kruunua ja valuutta-
markkinat rauhoittuivat. Mutta jälleen syys-lokakuussa
1986 oli markkinoilla devalvaatio-odotuksia ja Norjan
pankki joutui tukemaan kruunua. Reservit alentuivat 111
mrd. kruunusta syyskuun lopulla 102 mrd. kruunuun
lokakuun lopussa. Uusi kriisi valuuttamarkkinoilla
koettiin Norjassa jälleen joulukuussa 1986. Keskuspankki
nosti lainakorkoaan rahalaitoksille 14:sta 16:een
prosenttiin, mikä johti jo muutenkin kireän rahan
politiikan ja kurssiepävarmuuden vuoksi markkinakoron
nousuun jopa 22:een prosenttiin. Korkokehitys heijastui
nopeasti muille laina- ja obligaatiomarkkinoille. Tilanne
palautui normaaliksi vasta tammikuun lopussa 1987. Va-
luuttavaranto oli tällöin alentunut 87:ään mrd. kruunuun
helmikuun lopussa.

Norja ei ole pystynyt noudattamaan politiikkaa, joka oli-
olisi luonut luottamusta kruunun ulkoiseen arvoon. Saman-
aikaisesti rahapolitiikan autonomia on heikentynyt, va-
luuttavirrat lisääntyneet ja spekulatio ryöstäytynyt
herkästi liikkeelle.

LIITE 4.1.

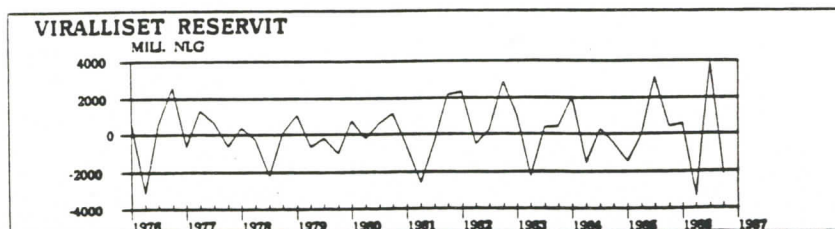
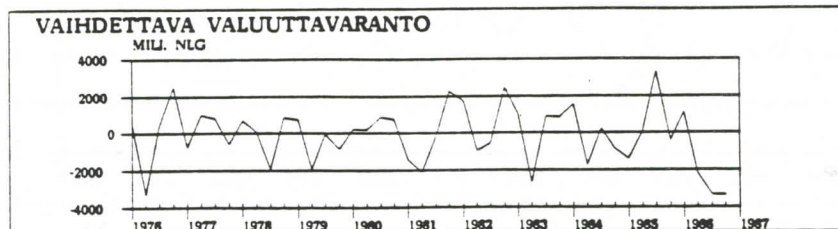
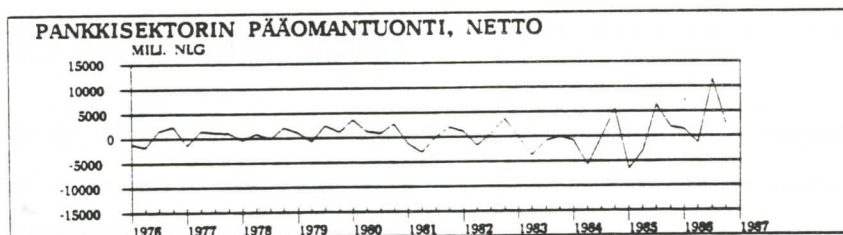
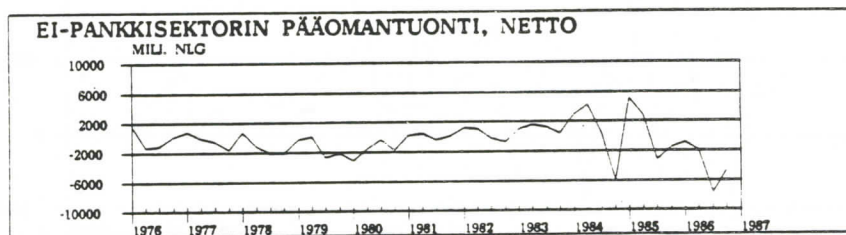
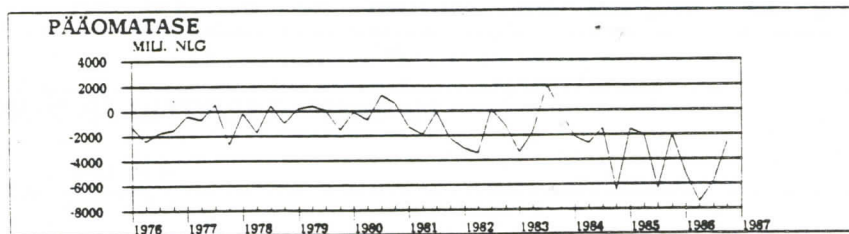
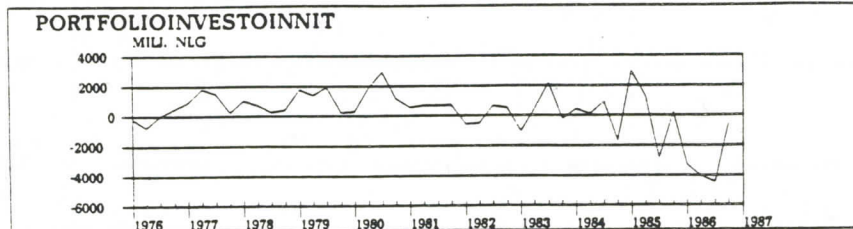
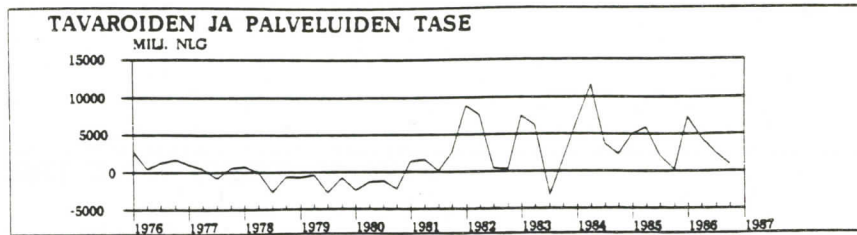
Vuosina 1971-1975 Alankomaiden keskuspankin oli puolustettava säännöllisesti guilderia kurssin nousupaineita vastaan Bretton Woods-järjestelmän kaatumista seuranneissa poikkeuksellisissa oloissa. Tässä onnistuakseen, ja kun muut toimenpiteet kuten korkotason säilyttäminen mahdollisimman alhaisena epäonnistuivat, jouduttiin pääomanliikkeitä maahan rajoittamaan. Samanaikaisesti pääomanliikkeitä maasta kohdeltiin liberaalisti.

- (i) Lokakuusta 1971 helmikuuhun 1974 oli voimassa ns. "bond circuit", mikä esti ulkomaalaisia hankkimasta lisää alankomaalaisia obligaatioita. Ostot kansalaisilta olivat rajoitetusti sallittuja heinäkuuhun 1973 siten, että maksun oli tapahduttava guildereissa jotka oli saatu myymällä obligaatioita kansalaisille. Heinäkuusta 1973 obligaatioiden vienti oli kokonaan kielletty.
- (ii) Maaliskuusta 1972 vuoden 1976 alkuun ulkomaalaisten ei sallittu tehdä guilder-määräisiä talletuksia Alankomaihin. Lisäksi käteistalletuksille ei sallittu maksaa korkoa.
- (iii) Heinäkuusta 1972 tammikuuhun 1977 kauppaluottojen ei sallittu ylittää normaalista tapana olleita maksuaikoja. Edelleen vuoden 1973 loppuun kansalaisten ulkomainen lainanotto oli kielletty.
- (iv) Vuoden 1973 maaliskuusta tuokokuuhun ulkomaisista guilder-talletuksista perittiin 1/4 %:n negatiivista korkoa.
- (v) Pankkien ulkomaisen position, joka oli ollut 5 milj. guilderia vuodesta 1964, ylittämistä alettiin rangaista. Ylityksestä seurasi marginaalin ylityksen suuruisen korkoa tuottamattoman pakollisen talletuksen teko keskuspankkiin. Tämä ns. 5 milj. guilderin sääntö kumottiin lopullisesti tammikuussa 1980.

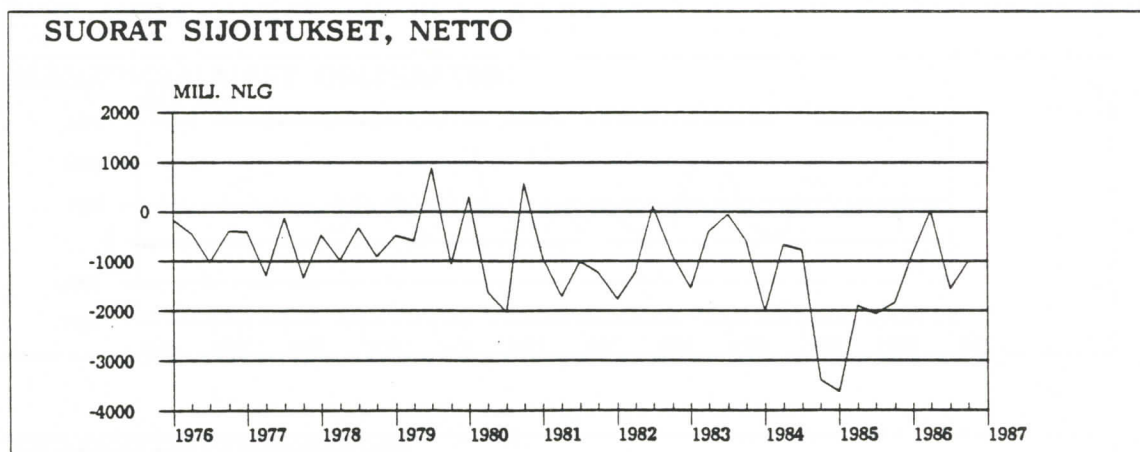
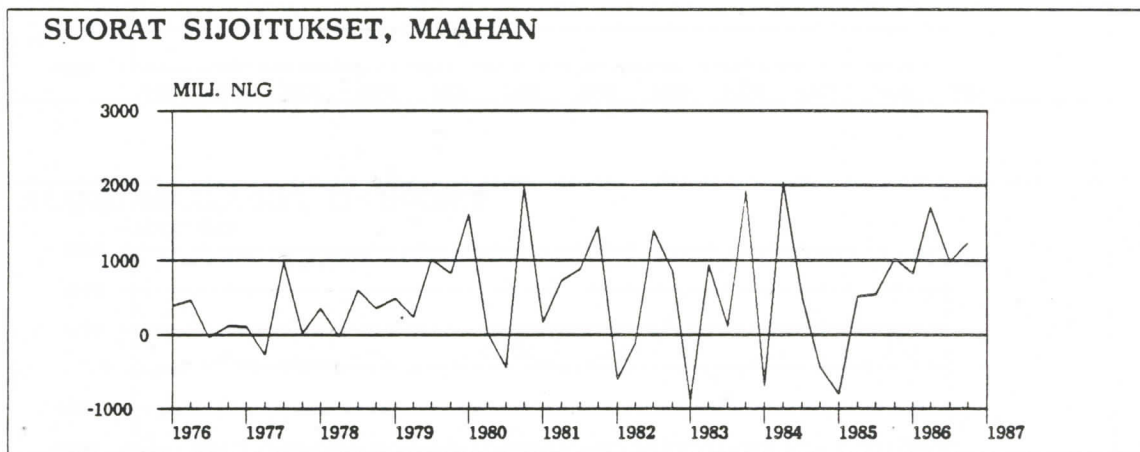
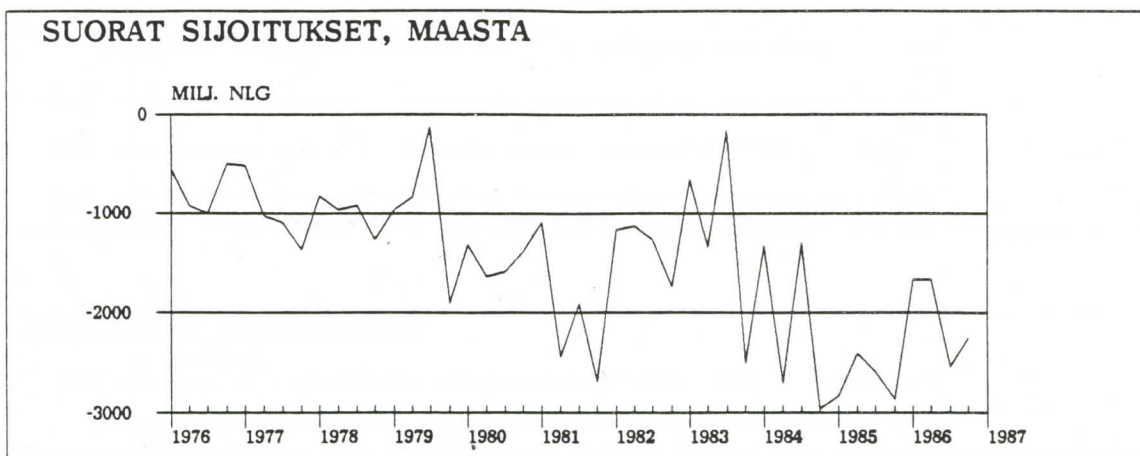
Osa yo. väliaikaisista säädöksistä oli voimassa vielä senkin jälkeen kun paineet valuuttakurssiin olivat hellittäneet. Syy tähän oli vaihtotaseen ylijäämässä, joka oli puolestaan seurausta luonnonkaasuvaroista saaduista vientituloista. Nämä ylijäämät suhteessa talouden muuhun suorituskykyyn olivat ylisuuria (seurauksena ns. "Dutch disease").

Guilderiin ulkoiseen arvoon kohdistui myös paineita alaspäin mm. joulukuussa 1983, syyskuussa 1976 ja lokakuussa 1978. Instrumenttina näitä spekulatioita vastaan käytettiin koron voimakasta nostoa. Poliitiikalla pyrittiin osoittamaan keskuspankin valmius puolustaa kurssia kotimaisilla markkinoilla. Keskuspankin mielestä noudatettu politiikka oli enemmän luottamusta herättävää kuin, jos olisi pääomanliikkeitä rajoittamalla pyritty eriyttämään kotimaiset korot ulkomaisista.

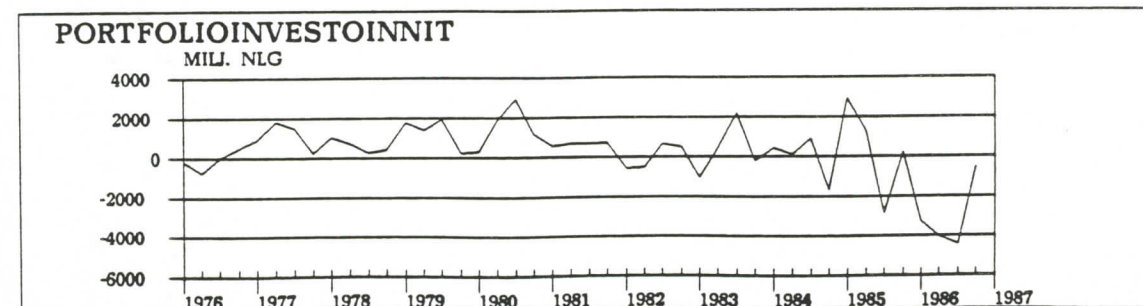
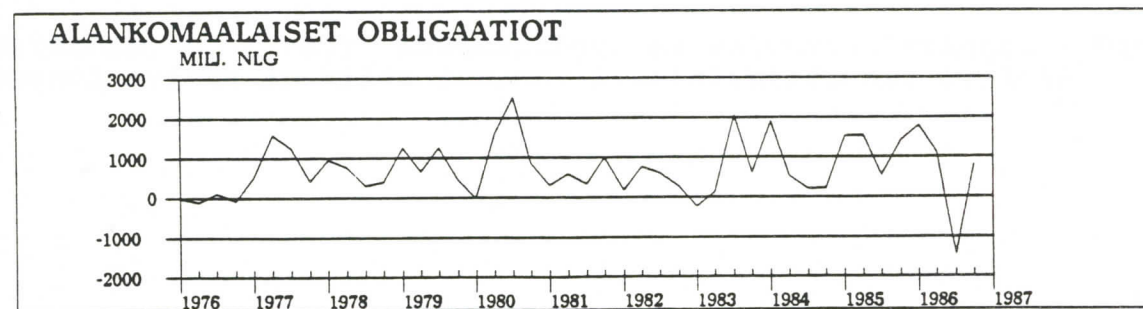
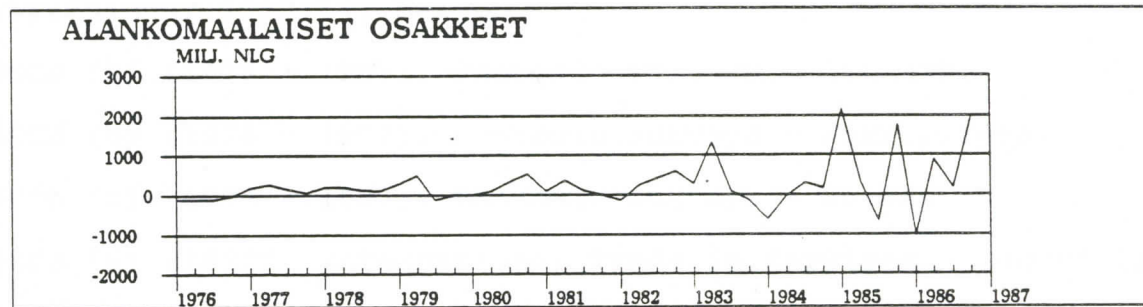
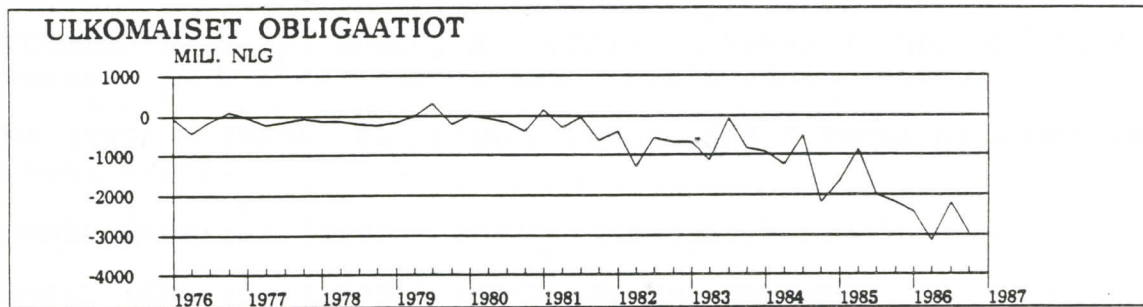
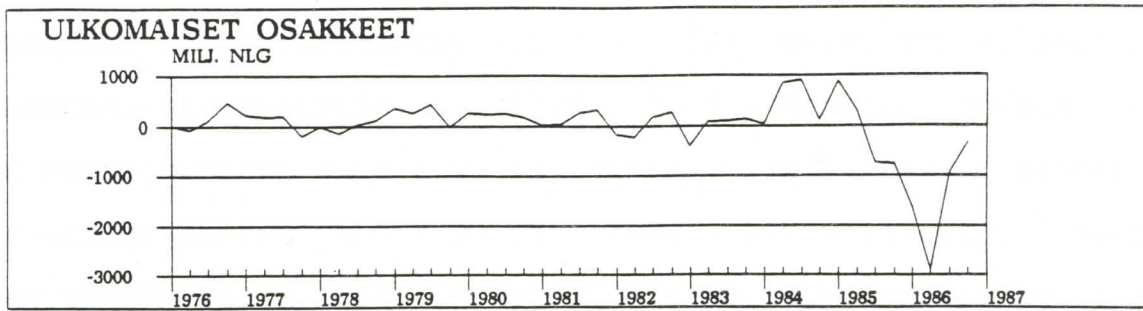
LIITE 4.2. Alankomaiden maksutaseen eriä 1976 - 1986 (milj. NLG).



LIITE 4.3. Alankomaiden suorat sijoitukset maasta ja maahan
(milj. NLG.)



LIITE 4.4. Portfolioinvestointeihin liittyvät pääomanliikkeet Alankomaissa, netto (milj. NLG).



LÄHTEET

- DANMARKS NATIONALBANK (a) (1975 - 1986). Beretning og regnskap.
- DANMARKS NATIONALBANK (b) (1975 - 1987). Monetary Review.
- DE NEDERLANDSCHE BANK n.v. (a) (1978 - 1987). Annual Report.
- DE NEDERLANDSCHE BANK n.v. (b) (1978 - 1987). Quarterly Bulletin.
- DEN DUNNEN Emile (1985). Instruments of money market and foreign exchange market policy in the Netherlands. De Nederlandsche Bank n.v., Monetary Monographs No. 3.
- HIETALAHTI, J. ja HUOMO, A. (1987). Pääomanliikkeiden säätely Suomessa ja Muissa OECD-maissa, Suomen Pankki A:67.
- IMF (1975 - 1986). Exchange Arrangements & Exchange Restrictions, Annual Report.
- NORGES BANK (a) (1980 - 1987). Economic Bulletin.
- NORGES BANK (b) (1975 - 1986). Annual Report.
- NOU (1983). Om revisjon av valutareguleringen, Norges offentlige utredningar 1983:54, Bergen.
- OECD (a) (1978 - 1987). Economic Surveys - Denmark.
- OECD (b) (1978 - 1987). Economic Surveys - Netherlands.
- OECD (c) (1978 - 1987). Economic Surveys - Norway.
- OECD (d) (1987). International Trade in Services - Securities.
- TARKKA, J. (1987). Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden liberalisoinnissa esitetyjä näkökohtia, Suomen Pankki A:66.
- THYGESSEN, N. (1985). Avvecklingen av valutaregleringen i Danmark, Skandinaviska Enskilda Banken, Kvartalskrift nr. 3, 1985.

VALUUTTAPOLITIIKAN OSASTON KESKUSTELUALOITTEET

- VP 1/86 Pentti Pikkarainen
Optimaaliset valuuttakorit ja keskuspankin
avoitteet
- VP 2/86 Pentti Pikkarainen
Optimaaliset valuuttakorit ja keskuspankki-
politiikan tavoitteet: empiirinen sovellus-
tus
- VP 3/86 Peter Johansson ja Heikki Solttila
Valuuttakurssi- ja korkoepävarmuuden vaiku-
tuksista yritysten ja pankkien käyttäytymi-
seen
- VP 4/86 Jorma Hietalahti
Pääomanliikkeiden rakenteellisista muutok-
sista ja säätelyjärjestelmän yleispiirteis-
tä vuosina 1975-1984
- VP 5/86 Esko Sydänmäki
Kansainvälinen valuuttayhteistyö ja IMF
- VP 6/86 Johnny Åkerholm ja Juha Tarkka
Kan de nordiska länderna föra en
självständig penningpolitik?
- VP 7/86 Pentti Pikkarainen ja Matti Viren
New Evidence on Long Swings
- VP 8/86 Ahti Huomo
Valuutansäännöstelyn talouspoliittinen
käyttö eräissä OECD-maissa
- VP 9/86 Tapio Korhonen
Valuuttamarkkinat ja niiden kytkeytyminen
rahamarkkinoihin
- VP 10/86 Kerstin Heinonen
Kansainvälisen valuuttajärjestelmän uudis-
tamisehdotukset - tavoitevälien asettaminen
valuuttakursseille
- VP 10/86 Kerstin Heinonen
Förslag till reform av det internationella
valutasystemet - målzoner för växelkurserna
- VP 11/86 Pentti Pikkarainen
Euromarkkinat ja korkojen määräytyminen

- VP 1/87 Jorma Hietalahti ja Heikki Solttila
Odotusten muodostumisesta valuuttamarkki-
noilla
- VP 2/87 Eero Vuohula
ECU välineenä rahoitusmarkkinoilla
- VP 3/87 Heikki Solttila ja Peter Johansson
Markkinakorko ja rahan kysyntä Suomessa:
Estimoitituloksia 1980-luvun aineistolla
- VP 4/87 Juhani Raatikainen
Markan tuottokäyrän tulkinta
- VP 5/87 Esko Aurikko
Rationaaliset valuuttakurssiodotukset ja
valuuttapolitiikka
- VP 6/87 Heikki Solttila ja Paavo Peisa
Työvoiman kysyntä: Tuloksia yhdistetystä
aikasarja- ja poikkileikkausaineistosta