

**KESKUSTELUALOITTEITA
DISCUSSION PAPERS**

Tarja Heinonen

MARKAN KÄYTTÖ ULKOMAISISSA LIIKETOIMISSA

1.9.1985
VP 4/85

**Suomen Pankin
Valuuttapolitiikan osasto**

**Bank of Finland
Exchange Policy Department**

SISÄLLYSLUETTELO

	Sivu
1. JOHDANTO	1
2. VALUUTAN KANSAINVÄLISTYMINEN	1
3. MARKAN KANSAINVÄLISTYMINEN	2
3.1 Markan käyttö ulkomaankaupassa	2
3.2 Markka valuuttamarkkinoilla	6
3.2.1 Markan avistamarkkinat	7
3.2.2 Markan termiinimarkkinat	8
3.3 Markan käyttö pääomamarkkinoilla	9
4. MARKAN KANSAINVÄLISTYMISEEN LIITTYVIÄ NÄKÖKOHTIA	11
4.1 Markkamarkkinoiden laajenemisen edellytyksiä	12
4.2 Markkamarkkinoiden laajenemiseen liittyviä ongelmia	13
 LIITE	
1. SAKSAN MARKAN, JAPANIN JENIN JA POHJOISMAISTEN VALUUTTOJEN KANSAINVÄLISTYMINEN	1
1.1 Saksan markka	1
1.2 Japanin jeni	4
1.3 Pohjoismaiset valuutat (NOK, SEK, DKK)	7
1.3.1 Ruotsi	8
1.3.2 Norja	
1.3.3 Tanska	12
1.4 Tiivistelmä	14

MARKAN KÄYTTÖ ULKOMAISISSA LIIKETOIMISSA

1 JOHDANTO

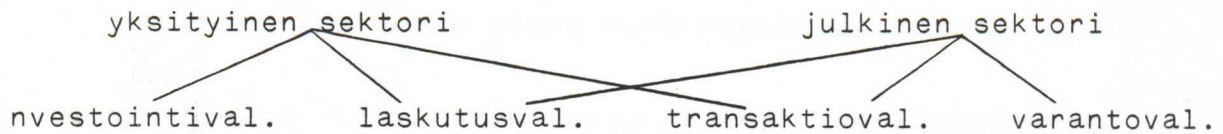
Tämän selvityksen tarkoituksena on luoda katsaus markan ja (liitteenä) eräiden muiden valuuttojen kansainvälistymiseen. Sysäyksen selvityksen laatimiseen aiheutti markan laajentunut käyttö etenkin termiini- ja pääomamarkkinoilla parin viimeisen vuoden aikana, mutta samalla haluttiin yleisemminkin herätellä keskustelua markan kansainvälistymiseen liittyvistä näkökohdista. Kontrollimahdollisuudet oman valuutan liikkeisiin liittyvät osaltaan Suomen Pankissa virinneeseen ajatuksenvaihtoon keskuspankin roolista ja sen päätöksenteon autonomian asteesta muuttuvassa kansainvälisessä toimintaympäristössä.

Tässä selvityksessä käsitellään aluksi empiirisen aineiston perusteella markan käyttöä laskutusvaluuttana. Tämän jälkeen tarkastellaan sen käyttöä finanssivaluuttana lähinnä eräiden haastattelujen pohjalta. Lopuksi tuodaan esiin eräitä markan käytön lisääntymiseen liittyviä hyötyjä ja haittoja, joita selvityksen kirjoittaja piti olennaisina arvioitaessa markan käyttöä keskuspankkipolitiikan näkökulmasta. Liitteessä käydään läpi Pohjoismaiden, Japanin ja Länsi-Saksan oman valuutan kansainvälistymiskehitystä.

2 VALUUTAN KANSAINVÄLISTYMINEN

Valuutan kansainvälistymisastetta mitataan valuutan käytön laajuudella sen kotimaan ulkopuolella. Valuutta voi toimia vaihdon välineenä (transaktiovaluuttana), laskutusyksikkönä kansainvälisessä kaupassa ja arvonsäilyttäjänä. Valuutan rooli arvonsäilyttäjänä ilmenee sen käytöstä investointi- ja

valuuttavarantona. Valuuttaa voidaan käyttää sekä yksityisessä että julkisissa liiketoimissa, joten sille erottuvat seuraavat roolit:



Käytännössä jako ei ole selväpiirteinen, sillä voidaan olettaa, että maksu- ja laskutusvaluutta on normaalitapauksessa sama. Toisaalta on vaikea erottaa investointi- tai transaktiomotiivin perusteella pidetyt reservit toisistaan.

3 MARKAN KANSAINVÄLISTYMINEN

Markan kansainvälistyminen oli viime vuoteen asti hidasta ja ulkomailla tapahtuvissa markkatransaktioissa vähintään toinen osapuoli on lähes aina suomalainen. Luonteeltaan markkatransaktiot ovat pääasiassa lyhytaikaisia.

3.1 Markan käyttö ulkomaankaupassa

Markan kaupallinen käyttö on edelleen vähäistä huolimatta 1970-luvulla alkaneesta markan kansainvälistymisestä. Kun vielä 1970-luvun loppupuolella vain n. 3-5 prosenttia Suomen ulkomaankaupasta laskutettiin markoissa, viime vuonna markkalaskutuksen osuus oli noussut viennissä 12 prosenttiin ja tuonnissa vajaan 14 prosenttiin. Kehitykseen ovat ilmeisesti vaikuttaneet erityisesti suomalaisten yritysten lisääntyneet tytäryhtiöoperaatiot ulkomailla ja yleinen pyrkimys suojautua kurssiriskeiltä.

Kansainvälisesti tarkastellen markan osuus ulkomaankaupan laskutuksessa on selvästi vähäisempää kuin useimpien muiden läntisten maiden oman valuutan käyttö niiden ulkomaankaupassa.

Oman valuutan osuus tärkeimmissä Euroopan maissa on keskimäärin 60-80 % vientilaskutuksesta ja 30-45 % tuontilaskutuksesta. Suomen markan osuus maailman-kaupassa on selvästi alhaisempi kuin Suomen ulko- maankaupan osuus koko maailmankaupasta.

Asetelma 1 Laskutusvaluutta eräissä teollisuusmaissa, %¹

Maa	Laskutus omassa valuutassa	
	Vienti	Tuonti
Suomi	6	9
Ruotsi	67	24
Tanska	51	27
Hollanti	44	28
Italia	31	9
Länsi-Saksa	82	43
Ranska	62	36
Englanti (U.K)	76	38
USA	98	85
Japani	33	2

Lähteet: "The Choice at Invoicing Currency in Merchandise Trade" Economic Review, National Institute of Economic and Social Research, London, November 1981 sekä BIS Working Papers No. 6 July 1982

Teollisuudenaloja verrattaessa ilmenee, että markkaa on käytetty eniten kulutustavaroiden tuonnin laskutuksessa, jossa sen osuus on ollut 1980-luvulla n. 20 %. Markan laskutusosuus tällä alalla on kasvanut lähes kolme prosenttia vuodessa. Henkilöautojen tuonnista runsaat 25 prosenttia laskutettiin mar-koissa vuonna 1983, kun vastaava osuus kahta vuotta

¹ Luvut perustuvat erilaisiin vuosina 1976-80 suoritettuihin tutkimuksiin, Ruotsin vientiluku perustuu vuoden 1973 tietoihin.

aikaisemmin oli vain runsaat 11 prosenttia. Teollisuuden raaka-aineiden ja tuotantotarvikkeiden tuonnista markan osuus 1981-1984 oli n. 10 prosenttia ja poltto- ja voiteluaineiden tuonnissa, jonka yleisin laskutusvaluutta on dollari, markan osuus jää hyvin vaatimattomaksi (1.5 %).

Asetelma 2 Markan käyttö tuonnissa

	Mmk	% tuonnista
1981	5 540	9.2
1982	6 885	10.7
1983	8 349	11.9
1984	10 150	13.7

Lähde: Tullihallitus/Suomen virallinen tilasto 1 A:101 Osa 2

Vientiä tarkasteltaessa erottuu suhteellisesti suurimpana markkalaskuttajana kaivos- ja muu kaivannaistoiminta (33.0 %) ja pienimpänä teollisuus (n. 10 %). Puutavateollisuuden laskutusvaluuttana käytetään yleensä Ruotsin kruunua, mutta markankin osuus on teollisuuden keskimääräistä markkalaskutusosuutta hiukan suurempi (10.4 %). Sen sijaan paperi ja graafisessa teollisuudessa markan käyttö on hyvin vähäistä (n. 3 %) ja markkalaskutuksen osuus on lisäksi vähenemässä entisestään. Teollisuudenaloista suurimmat markkalaskuttajat ovat tekstiili-, vaate- ja nahkateollisuus (n. 18 %) sekä metallituote- ja koneteollisuus (n. 16 %).

Asetelma 3 Markan käyttö viennissä

	Mmk	% viennistä
1981	6 265	10.4
1982	6 394	10.2
1983	7 085	10.2
1984	9 660	12.0

Lähde: Tullihallitus/SVT 1 A:101 osa 2

Tuonnin maittaisessa jaottelussa erottuvat Pohjoismaat selvästi suurimpina markan käyttäjinä. Suhteellisesti eniten käytetään markkaa tuonnissa, jonka lähetysmaa on Tanska (runsaat 32 %), mutta volyymiltaan merkittävä on markkamääräinen tuonti Ruotsista. Tuontia Ruotsista laskutettiin v. 1983 mar-koissa runsaat 23 %, mikä merkitsi yli 2.1 mrd. markkaa.

Vaikka markan käyttö Keski-Euroopassa on vähäistä, esiintyy markkaeria eri puolella Eurooppaa. Esimerkiksi tuontia Länsi-saksasta laskutettiin vuonna 1983 vajaan miljardin markan edestä mar-koissa, mutta prosenteissa ilmaistuna tämä merkitsi vain 9.6 % markkalaskutusosuutta. Tuonnista Belgiasta markan osuus oli vuonna 1983 24 prosenttia (350 milj. mk), Englannista 17.6 % (870 milj. mk) ja Sveitsistä 16.6 % (212 milj. mk). Sveitsin markkalaskutusosuus on kuitenkin hieman laskenut 1980-luvulla. Portugalissa esiintyvien markkaerien taustalla ovat todennäköisesti suomalaisten tekstiilintuottajien tytäryhtiö- ja palkkavalmistuso- peraatit. Valtamerent-kaisten maiden (japani, USA) markan käyttö oli ole- matonta vielä vuonna 1981, mutta sittemmin markan osuus tuonnista Japanista on kasvanut voimakkaasti. Vuonna 1983 osuus oli 17.2 % (550 milj. mk) eli Ja- panin kanssa käydyssä tuontikaupassa markan suhteel- linen osuus oli suurempi kuin esimerkiksi Norjan kanssa käydyssä kaupassa (16.6 % eli 299 milj. mk).

Yleensä markka on ollut suhteellisesti tärkein tuon- nin laskutusvaluutta lähetysmaan oman valuutan jäl- keen. Näin ollen kansainvälisessä kaupassa yleisin laskutusvaluutta, dollari, oli Suomen tuonnissa tärkeimmistä tuontimaista markkaa useammin käytössä ainoastaan Yhdysvaltojen, Neuvostoliiton, Alankomai- den ja Italian kanssa käydyssä kaupassa.

Myös viennissä merkittävin laskutusvaluutta on kunkin kohdemaan oma valuutta. Yhdysvaltojen dollari on myös markkaa huomattavasti yleisemmin käytössä ja usein markka kilpailee Ruotsin kruunun kanssa kolmanneksi yleisimmän laskutusvaluutan asemasta. Sekä määrällisesti että suhteellisesti markkaa käytetään selvästi eniten viennissä Ruotsiin (24.9 % eli runsaat 2.1 mrd. markkaa vuonna 1983). Viennissä Norjaan ja Tanskaan osuudet ovat myös huomattavat (22.4 % ja 16.2 % vuonna 1983). Määrällisesti tämä merkitsi yhteensä vajaata miljardia markkaa. Länsi-Saksaan suuntautuvasta viennistä vain 6.2 % laskutettiin markkoissa, mutta tämäkin osuus vastasi jo 412 milj. markkaa. Voidaan olettaa, että myös Länsi-Saksassa suomalaiset tytäryritykset ja eräät ruotsalaiset yritykset ovat pääasiallisia markkalaskuttajia.

3.2 Markka valuuttamarkkinoilla¹

Suomen markan euromarkkinat ovat varsin nuori ilmiö. Ne syntyivät 1980-luvun alussa ja perustuivat muuttaman sadan miljoonan markan talletuskantaan. Riskinottajia oli esim. termiinimarkkinoilla vähän ja hinnoittelu saattoi poiketa Suomen hintatasosta. Suomalaisten lisäksi termiinimarkkinoilla toimivat lähinnä muutamat ruotsalaiset pankit sekä yritykset, joiden transaktioiden tausta oli kaupallinen.

Nykyään markkavaluuttamarkkinat ovat valtaosin pankkien välisiä. Aktiivisia pankkeja ulkomailla ehkä puoli tusinaa, mutta enenevä määrä pankkeja tuntee nämä markkinat ja seuraa niitä. Markka tunnetaan jo

1) Kappaleessa esitetyt tiedot perustuvat pääasiassa pankkivierailulla Luxembourgissa ja Düsseldorfissa käytyihin keskusteluihin (ks. lähdeluettelo) sekä keskusteluun J. Nivarin kanssa Suomen Pankissa.

suhteellisen hyvin eurooppalaisissa pankeissa ja tuntemus on leviämässä yksityisten sijoittajien ja yritysten piiriin.

Norjan ja Ruotsin kruunua ja Suomen markkaa pidetään jossain määrin toistensa substituutteina, koska ne ovat rakenteellisesti melko samantyyppisiä korivaluuttoja, joiden keskinäiset suhteet ovat pysyneet varsin vakaina. Niinpä markkaa on ajoittain käytetty sijaiskruununa, koska Ruotsin rahamarkkinat ovat olleet Suomen markkinoita epästabiilimmat. Ruotsissa on esimerkiksi muutettu korkotasoa selvästi useammin kuin Suomessa. Samoin esim. termiinimarkkinoiden rajoitukset - tai pikemmin niiden tulkinta - on Ruotsissa ilmeisesti ollut Suomea tiukempaa. Ruotsin kruunun korissa dollarin osuus on myös markan korin dollariosuutta suurempi, joten kruunun kurssin heilahtelut lienevät todennäköisempiä. Lisäksi kruunun indeksi heilahteli tietyllä vaihteluvälillä samoihin aikoihin, kun markan indeksi pidettiin täysin vakavana. Pääasiassa markan lisääntynyt käyttö on kuitenkin perustunut korkeaan korkoon ja vakaaseen ja vahvaan kurssiin. Suomen taloutta ja pankkijärjestelmän vakautta kohtaan tunnettu luottamus ovat osaltaan olleet käytön laajenemisen taustalla.

3.2.1 Markan avistamarkkinat

Markan avistamarkkinat ovat suppeat; talletuksia ja luottoja on melko vähän. Valuuttakauppojen toisena osapuolena on useimmiten Suomessa toimiva suuri liikepankki. Pankkien ulkomaisten markkamääräisten velkojen kasvu taittui viime vuoden lopulla, kun myös nämä ns. lorotilit sisällytettiin pankkien luvanvaraaseen pääomantuontiin (kuvio). Ulkomainen osapuoli on yleensä suomalainen tytärypankki tai jokin skandinaavinen pankki. Kokonaan Suomen ulkopuolisten transaktioiden osuus on pieni.

Yhtenäistetyn valuutantarkkailujärjestelmän mukaan valuutanvaihtotoiminnassa, jossa toisena valuuttana on markka, on ollut voimakkaita heilahteluja vuodesta 1982 lähtien. Valuuttoja myytiin ja markkaa ostettiin erityisen runsaasti (n. 2 mrd. mk) vuoden 1984 tammikuussa. Sittemmin on arbitrage-toiminta laantunut, joskin jyrkkiä vaihteluita aktiviteetissa esiintyy yhä.

Valuuttamarkkinoiden sysäyksittäisyys johtuu ennen kaikkea korko- ja kurssiodotuksista. Lisäksi vaikuttavat tilannekohtaiset tekijät, kuten esim. tärkeämpien valuuttojen epävakaa kehitys. Kun esim. dollarin kurssi on heilahdellut voimakkaasti, on valuuttakauppiaiden toimintaa jouduttu keskittämään näiden heilahtelujen seurantaan ja hyväksikäyttöön, eikä resursseja ole riittänyt markan tapaisten marginaalisten valuuttojen transaktioihin. Markkakauppoihin aiheuttaa heilahteluja jopa yksittäisten valuutta-dealereiden aktiviteetti, mikä osoittaa markkamarkkinoiden pienuuden.

3.2.2 Markan termiinimarkkinat

Markan termiinimarkkinoiden vilkastuminen alkoi vuoden 1983 lopulla. Vuoden 1984 toukokuussa suomalaisten pankkien termiinipositio ulkomaisia pankkeja vastaan kääntyi positiiviseksi (ts. ulkomaalaisilla on markkasaamia Suomesta). Ulkomainen pankki todennäköisesti useimmiten kattaa termiinipositionsa joko tekemällä vastakkaissuuntaisen termiinisopimuksen suomalaisen pankin kanssa tai hankkimalla itselleen markkamääräisen velan tai saatavan. On kuitenkin ilmeistä, että markan suhteen on oltu valmiita ottamaan jossain määrin myös avoimia positioita sekä pankeissa että yksityisten sijoittajien piirissä. Ulkomaiset pankit kokevat Suomeen päin suuntautuvan terminoinnin täysin vapaaksi, joskin lyhyi-

tä katkoksia on koettu yksittäisten pankkien kanssa.

Ulkomaisten markkatermiinimarkkinoiden korot vastaavat Suomen korkotasoa ja maturiteettirakennemuotojen valuuttojen maturiteettirakennetta. Viimeaikainen kehityspiirre on ollut pidempiaikaisten, sijoitusmielessä tehtyjen kauppojen lisääntyminen. Tällöin sijoitus jaetaan tasasuuruisiin, eripituisiin eriin. Samalla transaktioiden koko on kasvanut. Ulkomaisten pankkien marginaali on Suomessa toimivien pankkien marginaalia korkeampi kassavarantotalletusmääräysten puuttumisen vuoksi.

3.3 Markan käyttö pääomamarkkinoilla

Ulkomaalaiset saivat 24.6.1985 asti haltuunsa suomalaisia markkamääräisiä arvopapereita suomalaisten yritysten ulkomaisten emissioiden ja Helsingin Arvopaperipörssin kautta. Tällä hetkellä vain osakkeiden kauppa on vapaa. Ulkomaille suunnattujen osakeantien taustalla ovat olleet suomalaisten yritysten kansainvälistymispyrkimykset. Suorat sijoitukset ulkomaille johtivat ajatukseen hankkia myös ulkomaista sijoituspääomaa etenkin, kun osakkeita voidaan käyttää maksuna yrityskaupoissa ja emissiovoitot ulkomailta ovat olleet Suomessa saatavia voittoja suuremmat.

Suomalaiset yritykset ovat vuodesta 1982 lähtien keränneet ulkomaisilla osakeanneilla pääomaa noin miljardi markkaa. Kuitenkin ulkomaalaisten sijoittajien mielenkiinto suomalaisia osakkeita kohtaan on selvästi laantunut etupäässä jälkimarkkinoiden kehittymättömyyden, Suomen ja suomalaisten yritysten tuntemattomuuden sekä vapaiden ja sidottujen osakkeiden välisen hintaeron takia. Osakkeiden kurssien ei myöskään katsota heijastavan riittävästi yritysten tilaa ja tulosta. Hintiero vapaiden ja sidottu-

jen osakkeiden välillä on johtanut siihen, että ulkomailla liikkeelle lasketut osakkeet myydään normaalisti toisille ulkomaisille ostajille ja suomalaiset käyvät kauppaa halvemmilla sidotuilla osakkeilla.¹ Tämän vuoden puolella vapaiden osakkeiden hinnat ovat alentuneet selvästi, mutta osakkeiden takaisinostot Suomeen eivät ole olleet kovinkaan huomattavia.

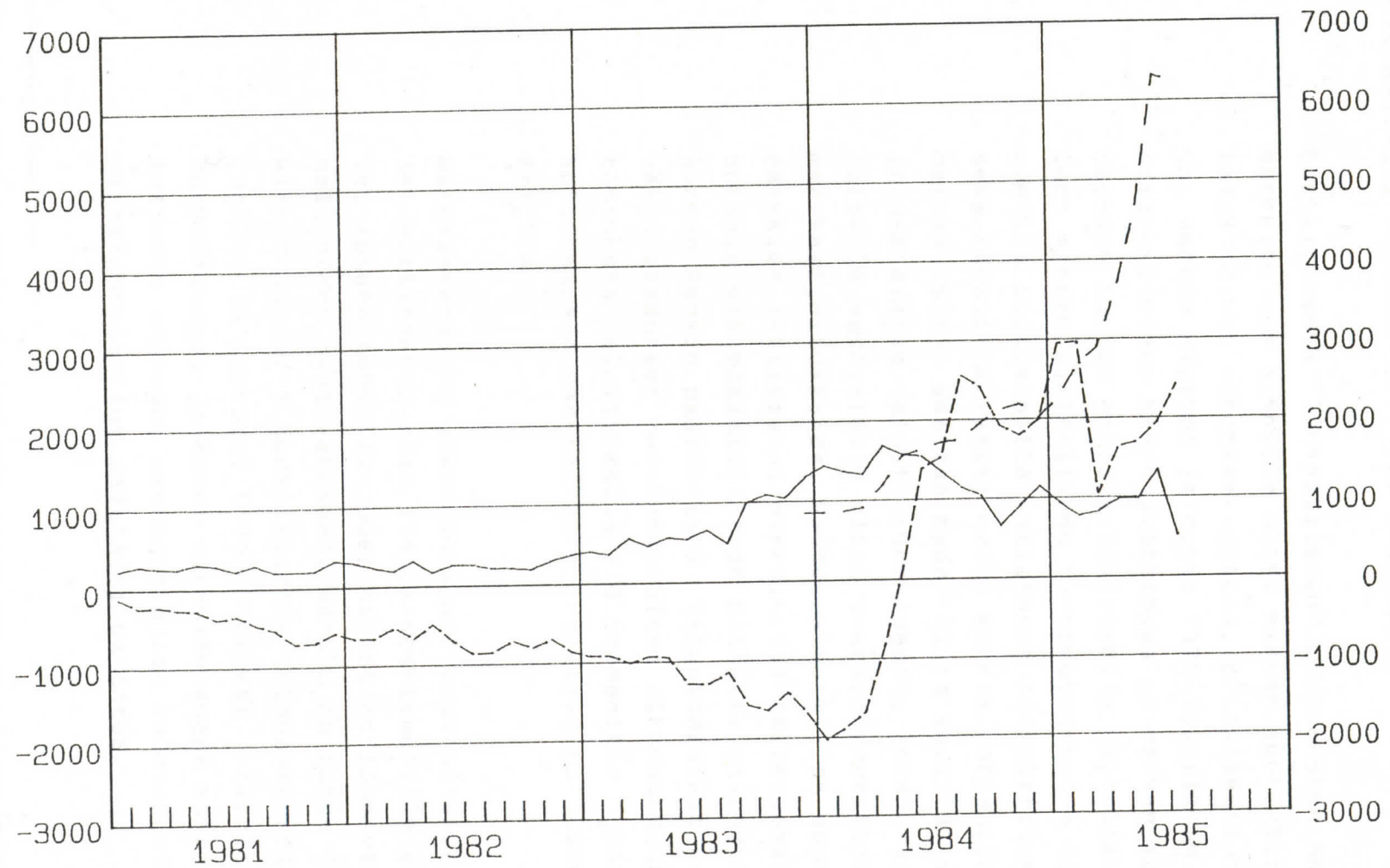
Vaikka ulkomaisten sijoittajien suomalaisiin osakkeisiin kohdistama kysyntä on vähentynyt merkittävästi, kiinnostus lainamarkkinoihin on säilynyt korkean koron ja vakaan ja vahvan markan ansiosta. Viime vuonna myytiin lainoja ulkomaille n. 700 milj. markan arvosta.² Aluksi kysyntä kohdistui lähinnä pankkien ja yritysten korkeakorkoisiin verollisiin joukkovelkakirjoihin, mutta sittemmin myös valtion lainat alkoivat kiinnostaa ulkomaisia sijoittajia. Sijoittajien joukossa oli ilmeisesti sekä institutionaalisia että yksityisiä sijoittajia Englannista ja Keski-Euroopasta. Norjan arvopaperimarkkinoiden sulkeuduttua ulkomaisilta myös yhdysvaltalaiset ja japanilaiset sijoittajat löysivät Suomen joukkovelkakirjamarkkinat. Sijoittajien tuottotietoisuus teki markkinat herkiksi korkomuutoksille. Ulkomaalaisia houkuttelevat ehdot ovat kiinteäkorkoisuus ja kerta-kuoletus ja juuri näitä ehtoja asetettiin useisiin uusiin lainoihin.³

1 Åsvik Esko Talouselämä 1/1985 jälkimarkkinoiden puute hautaa vapaaosakkeet

2 Helsingin Sanomat 27.4.1985 HS Pörssi

3 Uusi Suomi 1.5.1985 s. 28 lainakauppa ulkomaille paisuu

— PANKKIEN MARKKAM ULK NTOVELKA
 - - - - PANKKIEN TERMIINIT ULKOM.PANKKIEN KANSSA, NETTO
 - - - - PORTFOLIOSIJOITUKSET SUOMEEN



4 MARKAN KANSAINVÄLISTYMISEEN LIITTYVIÄ NÄKÖKOHTIA

Edellytyksenä "luonnollisten" ulkomaisten markkamarkkinoiden synnylle olisi markan suhteellisen laaja käyttö ulkomaankaupassa, erityisesti tuonnissa. Markan käyttöä jarrutti 1970-luvulla mm. termiinimarkkinoiden kehittymättömyys ja markan epävakaus. Esteinä markan entistä laajemmalle käytölle on edelleen markan suhteellinen tuntemattomuuden lisäksi useilla toimialoilla vallitseva hinnoittelukäytäntö sekä kansainvälisesti melko korkea inflaatio. Ulkomainen ostaja saattaa myös haluta sovittaa velkansa ja saatavansa valuuttakohtaisesti, joten markkamääräiselle ostovelalle olisi saatava houkutteleva markkasijoituskohte. Suomessa toimivien suomalaisten pankkien aktiivisuus markkinoida talletusmahdollisuuksia ulkomaalaisille on pitkälti riippuvainen Suomen Pankin päätöksistä. Valuuttapankit ovat lisäksi lisänneet markkamääräisen ulkomaankaupan kustannuksia veloittamalla 1/8 prosenttia jokaisesta kotiutetusta markkaerästä. Provisio ei koske posti-siirtoa.¹

Markkamääräisen ulkomaankaupan edut olisivat ilmeiset erityisesti pienille ja keskisuurille yrityksille, joiden mahdollisuudet sofistikoituun valuuttahallintoon ovat vähäiset. Markka on tuttu ja "riskitön" valuutta suomalaiselle talousyksikölle. Kirjanpito ja laskutus todennäköisesti helpottuisivat huomattavasti ja koska ulkomaankauppa muistuttaisi kotimaan kauppaa, pienyrittäjien valmius aloittaa vientiponnistelut saattaisi parantua.

¹ Nars Kari - Pekonen Kari. Ulkomainen rahoitus ja valuuttastrategia Ekonomisarja 71 Espoo 1982 s. 254

4.1 Markkamarkkinoiden laajenemisedellytyksiä

Suomalaisten yritysten kansainvälistymiskehitys li-
sännee markkalaskutusta ulkomaankaupassa. Konsernin
sisäiset transaktiot ja konsernitilinpito on luonte-
vaa suorittaa tietyssä valuutassa, joka ainakin
useissa ruotsalaisyrityksissä on emoyrityksen si-
jaintimaan valuutta (mutta voi hyvinkin olla myös
esim. dollari, varsinkin jos yrityksellä on tai se
haluaa ulkomaisia osakkaita). Konsernin sisällä on
suhteellisen yksinkertaista siirtää varoja maasta
toiseen, joten monikansallinen yritys todennäköises-
ti kykenee myös varautumaan valuutan arvon muutok-
siin muita yrityksiä helpommin. Tästä näkökulmasta
tarkastellen laskutusvaluutaksi voidaan periaat-
teessa valita sellainenkin valuutta, jonka arvo ei
pidemmällä tarkasteluvälillä ole erityisen vakaa.
1960- ja 1970-luvun kehityksen perusteella markkaa
voidaan pitää suhteellisen epävakana valuuttana.

Aktiivisuus ryhtyä muihin markkaan liittyviin
liiketoimiin heijastaa herkästi vaateiden ehtojen
muutoksia. Tämä näkyy erityisesti termiinimarkki-
noilla, jotka vilkastuivat selvästi vuoden 1983
lopulla Suomen korkotason noustua. Koska reaali-
talous kehittyi suotuisasti ja markka arvioitiin
vahvaksi valuutaksi, markkaa pidettiin joissakin
tapauksissa jopa Sveitsin frangia parempana sijoi-
tusvaluuttana. Markka on ilmeisesti laajemmalle
sijoittajajoukolle edelleen niin tuntematon valuut-
ta, että useimpien taustatekijöiden tulee kehittyä
suotuisasti, ennen kuin markkasijoituksiin uskaltau-
dutaan. Tämä suhteellinen tuntemattomuus aiheuttaa
myös sen, että Suomen korkotason on oltava melko
korkea, ennen kuin sijoittajien kiinnostus herää.

Monet suomalaiset talousyksiköt osoittautuivat port-
foliosijoitusten yhteydessä olevan yllättävänkin

valmiita maksamaan ulkomaisille sijoittajille suhteellisen korkeaa korkoa debenttureistaan. Suora lainanotto ulkomailta olisi voinut olla halvempaa, mutta sille asettaa rajoituksia Suomen Pankin lupahakemusmenettely. Helsingin pörssin kautta tapahtuneessa toiminnassa pienetkin yritykset saivat mahdollisuuden ulkomaiseen lainanottoon siten, että pankit kokosivat pienten yritysten lainatarpeista isompia lainoja, jotka myytiin ulkomaille.¹

4.2 Markkamarkkinoiden laajenemiseen liittyviä ongelmia

Ulkomaisten markkavaateiden myynti takaisin Suomeen vaikuttaisi välittömästi vaihdettavan varannon tasoon ja mikäli likviditeettivaikutus on kyllin suuri, lisääntyisivät valuuttakurssin tai koron muospaineet. Keskuspankin välittömän säätelyn ulkopuoliset pääomaliikkeet saattaisivat siten kärjistä j o olemassa olevia ongelmia voimistamalla spekulatiivisia pääomavirtoja.

Portfoliosijoitusten lisääntyessä esitettiin arveluita, joiden mukaan arvopapereiden äkillinen ja voimakas palautuminen Suomeen (devalvaatiospekulaatiotilanteissa tai mikäli korkoero Suomen ja ulkomaiden välillä kaventuisi nopeasti) tukkisi jälkimarkkinat. Toisaalta edellä kuvattu tilanne syntyisi ainoastaan siinä tapauksessa, että suuri joukko ulkomaisia sijoittajia reagoisi samanaikaisesti ja -suuntaisesti markkamarkkinoilla. Ulkomaalaisten odotukset markan suhteen kuitenkin ovat ainakin viimeisten kuukausien aikana muuttuneet hitaammin kuin suomalaisten talousyksiköiden. On siis mahdollista, että korkotason vähittäinen lasku tai

1) Karttila Jyrki, SYP saalisti Länsi-Suomessa, Kauppalehti 25.7.1985

devalvaatiospekulaatioiden asteittainen voimistuminen olisivat hiljalleen vähentäneet ulkomaisten sijoittajien kiinnostusta suomalaisiin arvopapereihin ja portfoliomarkkinat olisivat supistuneet ilman keskuspankin väliintuloa. Keskuspankin jyrkän kiellon pelättiin vahingoittavan suomalaisten lainantajien mainetta, etenkin kun kieltopäätöksellä evättiin myyntilupa jo pörssissä rekisteröidyiltä lainoilta, joita ei vielä ollut laskettu liikkeelle.

Kuitenkin ulkomaille markkinoituihin lainoihin liittyi usein kertakuoletusehto, joka lisäsi niihin liittyviä potentiaalisia ongelmia. Koska lainoja myytiin runsaasti kerralla ja niiden maturiteetti usein oli sama, lienee stabiilin kehityksen kannalta jopa toivottavaa, että osa lainoista myydään takaisin Suomeen ennen eräpäivää. Muussa tapauksessa suuret kuoletukset osuvat samalle vuodelle.

Portfoliosijoitusten kieltopäätös sai aikaan kahdet markkinat suomalaisille joukkovelkakirjoille. Kun ulkomailla olevien arvopapereiden määrä ei voi kasvaa, niiden hinta on noussut.

Suomalaisten arvopapereiden määrää ulkomailla olisi periaatteessa mahdollista lisätä siten, että suomalaiset talousyksiköt suuntaisivat markkalainoja ulkomaille keskuspankin luvalla. Lainojen euromarkkinoiden olemassaolo saattaisi kuitenkin lisätä arbitraasipaineita kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla. Lisäksi on kyseenalaista, olisiko tällainen toiminta suomalaisille edullisempaa, kuin lainanotto ulkomaan valuutassa. Mahdollinen hyötyvaikutus ilmenisi pikemmin markan - ja sitä kautta yleensä Suomen talouden - tuntemuksen leviämisenä. Kurssiriski siirtyisi suomalaiselta lainanottajalta ensin markkamääräisiä papereita hankkiville sijoittajille, mutta mikäli nämä suojaavat saatavansa, lisääntyvät markkaan kohdistuvat korko- tai kurssipaineet tai kurssiriski

siirtyy Suomen Pankille.

Norjan kokemusten perusteella voidaan olettaa, että mikäli taas markkamääräisten rahoituslainojen myöntäminen ulkomaalaisille sallittaisiin, lainoja nostaisivat ehkä vain yritykset, jotka suhteellisen alhaisen luottokelpoisuutensa takia eivät saisi edullisia lainoja muissakaan valuutoissa. Toinen markkalainan nostamismotiivi voisi olla valuuttaswap, mikäli sellaiseen löytyisi halukas (suomalainen) vastapuoli swap siirtäisi markkavelan tuntemattomaksi jäävälle talousyksikölle.

1 SAKSAN MARKAN, JAPANIN JENIN JA POHJOISMAISTEN VALUUTTOJEN KANSAINVÄLISTYMINEN

Suurimpana ongelmana valuutan kansainvälistymisessä pidetään itsenäisen rahapolitiikan harjoittamismahdollisuuksien heikkenemistä. Siksi Länsi-Saksa, Japani ja Skandinaavian maat ovat kaikki ainakin ajoittain suhtautuneet varauksellisesti oman valuutansa käyttöön sijoitusvaluuttana ulkomailla.

Länsi-Saksan ja Japanin valuuttapoliittiseen päätöksentekoon on vaikuttanut voimakkaasti halu säilyttää alhainen inflaatiovauhti, kun taas Pohjoismaissa huolta aiheuttaa rahoitusmarkkinoiden suhteellinen pienuus, jonka takia tasapainoinen rahataloudellinen kehitys on vaikea turvata ulkoisten häiriötekijöiden vaikutuksilta. Kysymys on siten ollut pyrkimyksistä eristää jossain määrin kotimaiset rahoitusmarkkinat ulkomaisista, jotta itsenäiselle raha- ja rahapolitiikalle voitaisiin luoda paremmat edellytykset. Kansainvälistymiskehitys on kuitenkin edennyt pitkälle etenkin Länsi-Saksassa, Japanissa ja Tanskassa ja suhtautuminen oman valuutan käytön laajenemiseen on muuttunut. Siksi lienee hyödyllistä luoda lyhyt katsaus Saksan markan ja Japanin jenin markkinoiden viime vuosien kehitykseen sekä hieman kartoittaa viimeaikaisia tapahtumia pohjoismaisilla valuuttamarkkinoilla.

1.1 Saksan markka

Vaikka yli 80 % Länsi-Saksan viennistä ja 45 % tuonnista laskutetaan kotimaan valuutassa, on D-markan rooli kaupan transaktiovaluuttana selvästi merkityksettömämpi kuin sen asema sijoitus- ja reservivaluuttana.¹ Ulkomaalaisten D-markkaan kohdis-

1) West German Banking, Financial Times 25.6.1985

tama kysyntä kasvoi voimakkaasti 1970-luvun lopulla lähinnä valuutan vakaan kurssikehityksen ansiosta, ja D-markan suosio on säilynyt suhteellisen matalasta korosta huolimatta, vaikka DEM:in asema dollarin vastavaluuttana positioiden suojauksissa on aiheuttanut etenkin viime aikoina tiettyjä paineita sen kurssille.

Kun US dollari oli heikko 1980-luvun vaihteessa, Bundesbank pyrki aktiivisesti estämään D-markan käytön laajenemisen sijoitusvaluuttana. Keskuspankki pelkäsi voimakasta valuuttojen sisäänvirtausta ja D-markan kurssin nousemista vientiä vahingoittavalle tasolle. Bundesbank halusi säilyttää rahan tarjonnan - ja samalla inflaation kontrollissaan.¹

D-markan käytön kasvun hillintään liittyi osaltaan mm. D-markkavarojen "valikoiman" rajoittaminen. Sitä esim. vaihtuvakorkoisille D-markkalainoille ei myönnetty lupaa. Lisäksi ulkomaalaisilta vaadittiin 1970-luvulla keskuspankin lupa monien kotimaisten rahamarkkinapapereiden (erityisesti valtion vekselien ja verottomien valtionkassasitoumusten) ostolle, eikä Bundesbank yleensä myöntänyt näitä lupia. Sama koski kotimaisia arvopapereita, joiden maturiteettia oli jäljellä kahdesta neljään vuotta.

Kuitenkin nämä rajoitukset koskivat vain suhteellisen pientä osaa kaikista ulkomaalaisille vapaista D-markkavaroista. Spekulaatiotilanteissa ei pystytty estämään ulkomaalaisten D-markkaostoja. Kotimaiset ja Euro-D-markkamarkkinat olivat korkojen kautta kiinteästi sidoksissa toisiinsa. Esim. revalvaatio-spekulaatiotilanteessa D-markkamääräisiä velkoja ei luonnollisesti haluttu nostaa lisää, joten Euro-DEM-markkinoiden korkotaso laski. Euromarkkinoiden ja kotimaisten rahamarkkinoiden välisen korkosuhteen

1) West German Banking, Financial Times 25.6.1985

muuttuminen saa aikaan eroa kaventavan pääomavirran Länsi-Saksaan.¹ D-markan lisääntynyt käyttö reservivaluuttana oli suoraa seurausta dollarin heikkoudesta ja sijoittajien lainasalkun diversifiointitarpeista.

Bundesbank joutui ajoittain intervenoimaan voimakkaasti hillitäkseen D-markan nopeaa heikkenemistä. Samoin jouduttiin Länsi-Saksan korkoja nostamaan vuonna 1981 valuuttavirtojen tasoittamiseksi, vaikka Länsi-Saksan korkotaso on normaalisti pyritty pitämään matalana talouspoliittisista syistä. Ulosvirtausta hillitäkseen Bundesbank on ryhtynyt toimenpiteisiin, jotka ovat lisänneet D-markan suosiota ulkomaisten sijoittajien keskuudessa.²

Keväästä 1980 alkaen jäljellä olevia pääomantuontirajoituksia alettiin poistaa vähitellen. Esimerkiksi valtion verottomien velkakirjojen myynti ulkomaalaisille sallittiin. Koska pääoma voi virrata käytännöllisesti katsoen vapaasti maahan ja maasta, New Yorkin arvopaperimarkkioiden kehitys vaikuttaa voimakkaasti Bundesbankin rahapoliittiseen päätöksentekoon. Niinpä Yhdysvaltojen poistettua ulkomaisia sijoittajia koskevan withholding-veron keväällä 1984, myös Länsi-Saksan hallitus lakkautti vastaavan verotuskäytännön elokuun alussa.³

-
- 1) Die D-Mark als internationale Anlagewährung, Monatsberichten der Deutschen Bundesbank, Jan, 1980
 - 2) West German Banking, Financial Times 25.6.1985
 - 3) Urry, Maggie. Doors are thrown open. Financial Times 25.6.1985. Survey West German Banking, Finance and Investment

Kun Länsi-Saksan suurin liikepankki Deutsche Bank päätti viime vuonna siirtää ulkomaanvaluutanmäärisen eurotoiminnan Lontooseen kävi lopullisesti ilmeiseksi, että pääomamarkkinoiden liberalisointikehitystä oli joudutettava edelleen, jotta Länsi-Saksa (Frankfurt) ei huonontaisi asemaansa kansainvälisenä rahoituskeskuksena esim. Lontooseen, New Yorkiin ja Tokioon verrattuna. Tärkeä askel liberalisoinnissa oli Bundesbankin tekemä päätös, jonka mukaan ulkomaiset, Länsi-Saksassa toimivat pankit saavat johtaa Saksan markkamääräisten euro-obligaatioiden emissiohankkeita. Päätös tuli voimaan toukokuussa. Myös vaihtuvakorkoiset arvopaperit, nollakuponkilainat ja kaksoisvaluuttalainat päätettiin sallia¹, joten D-markkavarojen valikoima laajeni selvästi. Nykyään riittää lisäksi, että ulkomaisista D-markkaemissioista ilmoitetaan etukäteen Bundesbankille, kun aikaisemmin emissioanomukset piti alistaa pääomamarkkinakomitealle, joka päätti emissiomääristä ja ajankohdista.

Ulkomaiset lainanottajat ovat ottaneet kiinnostuneina vastaan uudentyyppiset lainannostomahdollisuudet, mutta vielä ei ole nähtävissä, mitkä ovat olleet liberalisointitoimenpiteiden vaikutukset Länsi-Saksan rahoitusmarkkinoihin. Bundesbankin pyrkimyksenä on nyt D-markkan aseman vakiinnuttaminen entistä vapaammilla kotimaan markkinoilla, kun taas eurodemien liikkeisiin kiinnitetään aikaisempaa vähemmän huomiota².

1.2 Japanin jeni

Myös jenin käyttö ulkomaisissa liiketoimissa on lisääntynyt voimakkaasti 1970-luvun puolivälin jälkeen. Tähän vaikutti osaltaan Japanin kasvanut

1) Financial Times, UK Edition 15.4.1985 s. 23

2) Financial Times, Frankfurt/London 13.3.1985

maksutaseen rahoitustarve toisen öljykriisin jälke-
keen. Lisäksi kotimaisten raha- ja pääomamarkkinoi-
den vähittäinen avautuminen ulkomaalaisille on ollut
myötävaikuttamassa kehitykseen. Jenin osuus Japanin
viennistä on noussut 2 prosentista 1970-luvun alku-
puolella yli 30 prosenttiin vuonna 1982. Sen sijaan
tuonnissa jenin laskutusosuus on pysynyt 3 prosen-
tissa eikä jeniä käytetä kolmansien maiden välisissä
transaktioissa juuri lainkaan¹. Jenin vähäiseen
käyttöön kaupallisissa transaktioissa ovat vaikutta-
neet antolainauksen määrälliset rajoitukset 1970-lu-
vulla, Japanin rahoitusmarkkinoiden myöhään alkanut
kehitys ja tuonnin rakenne.

Viime vuosiin asti Japanin viranomaiset vastustivat
avoimesti jenin käyttöä reservivaluuttana. Taustalla
oli huoli jenin kurssimuutoksista ja kotimaisen ra-
han tarjonnan kontrollimahdollisuuksien heikkenemi-
sestä.

Tiukan valuuttasäännöstelyn toivottiin hillitsevän
jenin kurssivaihteluja ja eristävän kotimaiset ra-
hoitusmarkkinat ulkomaisesta korkokehityksestä.
Interventiot ja pääomansiirtorajoitukset eivät
kuitenkaan täysin toimineet toivotulla tavalla.
Pääomantuonnin rajoitukset jenin ollessa vahva ja
pääomanviennin hillitseminen jenin kurssin heiken-
tyessä osoittautuivat kömpelöiksi ja hitaiksi vasti-
neiksi markkinavoimille. Pääomansiirtokeinot vain
muuttuivat toisentyypiseksi - esim. maksurytmejä
tai laskutusvaluuttoja muutettiin - niiden vaikutuk-
sesta. Lisäksi markkinat ohenivat ja tulivat entistä
epävakaammiksi. Nämä vaikutukset myötävaikuttivat
päätökseen ryhtyä liberalisoimaan rahoitusmarkkinoi-
ta koskevaa lainsäädäntöä. Liberalisointikehitys,

1) International Finance 1982:19 Vol. XVII Japan's Changing Financial
Markets

johon sisältyy myös jenimääräisten instrumenttien valikoiman laajeneminen, on ollut omiaan lisäämään jenin käyttöä ja tekemään jenistä yhä kansainvälisemmän valuutan.

Vuoden 1980 joulukuuhun saakka olivat voimassa lait, joiden mukaan kaikki valuuttatransaktiot ja suorat sijoitukset Japaniin olivat kiellettyjä, ellei erityisissä hallituksen tai ministeriön ohjeissa oltu toisin säädetty. Vuonna 1980 lain sisältö muutettiin päinvastaiseksi, toisin sanoen valuuttatransaktiot ja suorat sijoitukset ovat pääsääntöisesti vapaita, ellei niitä ole erikseen kielletty. Uusi laki sisälsi kuitenkin turvaehtoja, jotka mahdollistivat täysin kattavan pääomansijoitusten lisenssijärjestelmän, mikäli maksutase heikkenisi tai jenin tai muiden valuuttojen kurssit heilahtelisivat voimakkaasti tai suuret pääomansiirrot Japanin ja ulkomaiden välillä vaikuttaisivat kielteisesti kotimaisiin rahoitukseen tai pääomamarkkinoihin.¹

Vuoden 1980 laki mm. salli japanilaisille mahdollisuuden vaihtaa vapaasti jeniä ulkomaisiin valuuttoihin talletettäväksi, kun aikaisemmin talletuksille oli asetettu 3 miljoonan jenin katto. Samalla yleissääntö, jonka mukaan ulkomainen omistus rajoittui japanilaisissa yrityksissä 25 prosenttiin osakepääomasta kumottiin.

Valuuttasäännöstelyn purkamista edelleen vauhdittivat vuonna 1983 käydyt neuvottelut Yhdysvaltojen kanssa. Yhdysvallat toivovat ulkomaisten jenimarkkinoiden syvenevän, jotta arbitraasimahdollisuudet Japanin rahoitusmarkkinoiden kanssa paranisivat.

3) Morgan Guaranty Trust Company. World Financial Markets. March 1981

Tällöin euro- ja kotimaiset korot saattaisivat heijastaa nykyistä paremmin reaalityaloutta, esim. kauppataseen ylijäämäisyyttä.¹ Liberalisointitoimenpiteet ovat selvästi helpottaneet sekä japanalaisten pääsyä ulkomaisille rahoitusmarkkinoille että ulkomaalaisten pääsyä Japanin markkinoille. Mm. termiinimarkkinoilta poistettiin vaatimus kaupallisesta taustasta ja jenimääräisten arvopapereiden myynti ulkomaille vapautettiin. Useat jeniä koskevat päätökset tulivat voimaan viime joulukuussa ja niiden vaikutus näkyi heti eurojenimarkkinoiden kasvuna. Japanin pääomamarkkinoiden liberalisointi on kuitenkin toistaiseksi vaikuttanut toisin kuin Yhdysvalloissa arvioitiin: Sen sijaan että Japaniin olisi virrannut runsaasti ulkomaista pääomaa, on japanilaista pääomaa siirtynyt entistä enemmän ulkomaille, lähinnä Yhdysvaltoihin.

Jenimääräiset euro-obligaatiomarkkinat avautuivat japanilaisille lainanottajille tämän vuoden huhtikuussa, kun lainojen nostoa rasittanut vero poistettiin. Sitä vastoin euroluottomarkkinoiden kehitys on ollut hitaampaa: japanilaiset saavat nostaa euro-markkinoilta vain alle vuoden pituisia pankkilainoja. Koska eurojenikorot ovat kotimaisia korkoja alhaisemmat, aiheuttaisi euroluottomarkkinoiden vapautuminen paineita myös Japanin kotimaiselle korkotasolle.²

1.3 Pohjoismaiset valuutat (NOK, SEK, DKK)

Pohjoismaat ovat perinteisesti pääasiassa nettomääräisesti pääomaa tuovia maita, joiden talouden kehitys on voimakkaasti ulkomaankaupasta riippuvaa.

1)2) Montagnon P & Cottrell R; Cottrell R; Financial Times Frankfurt/London 17.4.1985

Niinpä nopean inflaatiovauhdin vaikutusta vientihin-
toihin on ajoittain kompensoitu devalvoinneilla.
Periodilla 1976-1982 Ruotsin kruunu devalvoitiin
kuudesti, devalvaatioiden yhteisvaikutus oli n.
50 %. Norjan ja Tanskan kruunut devalvoitiin samalla
periodilla kuusi kertaa, mutta näiden yhteisvaikutus
jäi 25 %:iin¹.

Valuuttojen suhteellinen heikkous yhdessä melko ma-
talan korkotason ja valuutansäännöstelyn tiukkuuden
kanssa olivat omiaan pitämään ulkomaisten sijoitta-
jien mielenkiinnon näitä valuuttoja kohtaan vaimeana
aina viime vuosiin asti.

Kuitenkin Ruotsi on voinut laskuttaa lähes 70 pro-
senttia viennistään ja runsaan neljänneksen tuonnis-
taan omassa valuutassaan. Tanskan kruunun osuus
Tanskan viennistä on ollut noin puolet ja tuonnista
runsaan neljänneksen.

Norjan kruunun laskutusosuutta Norjan ulkomaankau-
pasta ei ollut saatavilla tämän selvityksen kirjojoi-
tushetkellä, mutta se on kuitenkin ollut alle 40 %
sekä viennistä että tuonnista.²

1.3.1 Ruotsi

Ruotsin valuutta- ja pankkilainsäädäntö on olennai-
silta osiltaan pysynyt muuttumattomana viime vuosi-

-
- 1) Pekkarinen J. - Sauramo P., Devaluations and employment in the economic policy of the Nordic Countries. TTT Tutkimusselosteita 35. Helsinki 1985.
 - 2) Page S.A.B, "The Choice of Invoicing Currency in Merchandise Trade", Economic Review, National Institute of Economic and Social Research, London, November 1981

na.¹ Valuutansäännöstely ei estä normaaleja kauppansaksaktioita eikä suoria sijoituksia, mutta asennoituminen rahoitustransaktioihin on varauksellisempaa. Säännöstelytapa on negatiivinen; eli kaikki valuuttaliikkeet, joita ei nimenomaan ole sallittu, ovat kiellettyjä.² Pyrkimyksenä on Ruotsin luottomarkkinoiden suojaaminen.³ Terminiimarkkinoilla säännöstely näkyy vaatimuksena kaupallisesta taustasta transaktioille. Pääomamarkkinoilla puolestaan ainoastaan osakkeiden myynti ulkomaalaisille sallitaan, sekin vain erityisluvalla. Kruunumääräisten lainojen emittointi ulkomailla ei ole sallittua, eikä sitä monien devalvaatioiden jälkeen pidetä edes kannattavana, koska koron pitäisi todennäköisesti olla varsin korkea herättääkseen ulkomaisten sijoittajien mielenkiinnon.⁴

Talouspolitiikan autonomiapyrkimyksistä huolimatta Ruotsi on mm. ulkomaisen velkaantuneisuutensa takia entistä riippuvaisempi kansainvälisistä rahoitusmarkkinoista. Riippuvaisuus ilmenee erityisesti koroissa, sillä Ruotsin korkotaso ei juuri voi alittaa ulkomaiden korkotasoa. Tästä todistivat voimakkaat pääomavirrat reaktioina korkomuutoksiin (ja kurssi odotuksiin) esim. keväällä 1985. Valuuttapoliittisilla kielloilla ja ohjeilla Riksbanken voi vain hidastaa spekulatiivisia pääomanliikkeitä.

Keskuspankin kannalta tilannetta mutkistaa ruotsalaisten suuryritysten pitkälle edennyt kansainvälistyminen, joka mahdollistaa vaikeasti valvottavat transaktiot emojen ja tytäryritysten välillä. Ilmeisesti huomattava osa Euro-SEK-markkinoista muodostuu konsernien sisäisistä transaktioista.

-
- 1) Ekman, Jan, Internationaliseringen av svenskt bankväsende, Handelsbankens småskriffserie nr. 23, 1985
 - 2) Valuuttalainsäädäntötyöryhmän muistio VM 15 Helsinki 1985
 - 3,4) Franzén, Thomas, Terminsmarknaden. Rapport till valutakommittén. Sveriges Riksbank 1984

1.3.2 Norja

Norjan öljytuotannon alkuinvestoinnit ja työllisyyttä tukeva, mutta vaihtotaseen vajetta kasvattava talouspolitiikka johtivat 1970-luvulla Norjan huomattavaan ulkomaiseen velkaantumiseen. Vuonna 1977 ulkomainen velka vastasi lähes puolen vuoden bruttokansantuotetta, joten edellytykset valuuttamääräysten liberalisoinnille olivat heikot. Vasta öljyn hinnan noustua ja valuuttatilanteen kohennuttua kasvoivat poliittiset paineet valuutansäännöstelyn vähittäiseen purkamiseen.

Vuonna 1982 asetettiin komitea pohtimaan valuuttamääräysten uudistuksia ja komitean työn tuloksena erityisesti ulospäin suuntautuvia pääomanliikkeitä vapautettiin. Esim. ulkomaalaisten oikeuksia ostaa norjalaisia osakkeita laajennettiin ja norjalaiset saivat mahdollisuuden ostaa niin ulkomaisia osakkeita ja obligaatioita kuin eurokruunuobligatioita-kin.¹⁾ Ulkomaiset sijoittajat saivat oikeuden ostaa norjalaisia joukkovelkakirjoja 1 miljoonan kruunun arvosta per sijoittaja. Joukkovelkakirjojen suosio kuitenkin ylitti ennakoarviot periodilla 1.10.-15.11.1984 ulkomaalaisten portfoliosijoituksesta aiheutunut pääoman sisäänvirtaus nousi noin 3 mrd. kruunuun. Likviditeettivaikutuksen takia joukkovelkakirjojen myynti ulkomaalaisille kiellettiin toistaiseksi.

1) Bang, Thor. Norjan valuuttasäännöstely. Kansallis-Osake-Pankki, Taloudellinen katsaus 4/1984

Huolimatta viranomaisten esittämistä toivomuksista, että kaikki Norjan kruunu-transaktiot tapahtuisivat kotimaisissa valuuttapankeissa, eräät toimialat voivat käyttää myös ulkomailla sijaitsevien ulkomaisten pankkien palveluksia. Vuoden 1985 alusta lähtien pankit ovat saaneet myöntää NOK-määräisiä lainoja ulkomaisille lainanottajille. Aikaisemmin vain öljyliiketoimintaan osallistuvilla yrityksillä oli mahdollisuus saada kruunuluottoja. Ensimmäiset lainanottajat kuuluivat yrityksiin, joiden pääsy muille markkinoille ei ilmeisesti ole helppoa, ja siksi ne olivat valmiit nostamaan korkeakorkoisen lainan vahvassa valuutassa.¹

Vuonna 1979 luoduilla Eurokruunu-joukkovelkakirjamarkkinoilla, joiden tavoitteena myös on ollut viedä pääomaa, korot ovat olleet alhaisemmat. Nämä markkinat ovat kasvaneet varsin hitaasti (20 emissiota runsaassa viidessä vuodessa) lähinnä valtiovarainministeriön varovaisen luvanmyöntämispolitiikan takia. Vuoden 1984 alussa korot olivat korkeat ja sijoittajien kysyntä oli voimakasta. Sittemmin korot ovat laskeneet ja vain hyvillä lainanottajilla on mahdollisuus käyttää tätä rahoituskanavaa.² Vuoden 1984 lopussa Eurokruunujoukkovelkakirjamarkkinoiden velkakanta oli 2.3 mrd. markkaa.

Lyhytaikaisilla Euro-NOK-markkinoilla eli termiinkaupoilla Norjan kruunua vastaan on oltava reaalityloudellinen perusta. Öljy-yhtiöiden mittavat NOK-ostot tulevien öljyveromaksujen kattamiseksi ovat laajentaneet termiinimarkkinoita huomattavasti. Keskuspankki vaikuttaa markkinoiden likviditeettiin ja korkoihin interventioillaan.³

1,2) Costello, Evelyn. Norway's problem: too much foreign money, Euromoney, April 1985

3) Final Budget Proposal 1985 Royal Norwegian Ministry of Finance, Oslo 1984

1.3.3 Tanska

Tanskan valuuttalainsäädäntöä on liberalisoitu asteittain parin viimeisen vuoden aikana siten, että nykyinen lainsäädäntö suurin piirtein täyttää Euroopan Yhteisön asettamat tavoitteet pääomanliikkeiden vapauttamiselle. Asteittäisyys merkitsee käytännössä sitä, että haluttaessa muuttaa jotain määrystä kerättiin kokemuksia myöntämällä avokätisesti poikkeuslupia tiettyihin transaktioihin ja mikäli kokemukset olivat myönteisiä, uudistus pantiin toimeen kokonaisuudessaan¹. Vahva Tanskan kruunu ja maassa noudatettu tiukka talouspolitiikka ovat luoneet edellytykset valuutansäännöstelyn lähes täydelliselle poistamiselle. Jäljellä olevat kiellot koskevat lähinnä lyhytaikaisia pääomanliikkeitä.

Vuoden 1985 kesäkuussa nostettiin rajaa, joka säätelee valuutansiirtoa ulkomaille tai ulkomailta 25 000:sta 40 000 kruunuun. Samalla suoria sijoituksia molempiin suuntiin helpotettiin. Kaikki rekisteröidyt yritykset voivat nostaa vapaasti rahoituslainoja ulkomailta ja ulkomaisten lainojen minimipituus pudotettiin viidestä vuodesta vuoteen. Vuoden 1984 huhtikuusta lähtien ulkomaiset saavat ostaa vapaasti tanskalaisia valtion obligaatioita ja ns. reaali- luotto-obligaatioita, joilla rahoitetaan etupäässä asuntorakennustoimintaa². Ulkomailla asuva ei kuitenkaan voi ostaa lyhytaikaisia finanssivaateita.

Kruunun vahva kurssi ja 12-13 prosentin korko houkuttelivat ulkomaalaiset sijoittamaan tanskalaisiin obligaatioihin runsaat yhdeksän miljardia kruunua

1) Andersen, Asger Bo. Tanska - liberalismen edelläkävijämaa valuuttarintamalla Pohjolassa. Kansallis-Osake-Pankki, Taloudellinen katsaus 3/1984

2) Andresen, Heinz. Ökad frihet. Veckans Affärer nr. 24, 13 juni 1985

vuonna 1984 ja yli kahdeksan miljardia kruunua vuoden 1985 neljän ensimmäisen kuukauden aikana. Vaikka tanskalaisilla on vuodesta 1983 ollut mahdollisuus ostaa ulkomaisia osakkeita ja obligatioita, niiden kysyntä on ollut vaimeaa tanskan korkean korkotason takia.¹

Valuuttatermiinikauppojen tekeminen on joustavaa. Myös puhdas spekulatio on mahdollista. Terminiiniosopimusten enimmäisaika on kolme vuotta. Kuitenkin ostettaessa ulkomaan valuuttaa Tanskan kruunuilla kaupan on perustuttava sopimukseen, jonka seurauksena kaupan tekijän on viimeistään kolmen vuoden kuluttua suoritettava sopimuksen mukainen maksu joko ulkomaan valuutassa tai Tanskan kruunuissa. Jos käytetään kruunuja, on kurssin oltava tiettyyn valuuttaan nähden kiinteä.²

Valuuttasäädösten purkamisen yhteydessä on esiintynyt ajoittaisia suurehkoja pääomavirtoja. Tanskassa yksityinen sektori on ajoittain tuonut ulkomailta pääomaa sellaisia määriä, että likviditeetin kasvun hillitsemiseksi Tanskan keskuspankki on joutunut lisäämään valtion obligaatioiden myyntiä. Tähän on kuitenkin myötävaikuttanut uusi valuuttapolitiikan linja, joka karsastaa devalvaatioita ja pyrkii pitämään Tanskan kruunun arvon vakaana. Näin yritysten valmius ulkomaiseen velkaantumiseen on kasvanut. Pääomaresurssien vapaamman liikkuvuuden pidemmän aikavälin vaikutusta resurssien tehokkaalle kohdentumiselle pidetään Tanskassa merkittävämpänä

1) Andresen, Heinz. Ökad frihet, Veckans affärer nr 24, 13 juni 1985

2) Andersen, Asger Bo. Tanska - liberalismen edelläkävijämaa valuuttarintamalla Pohjolassa, Kansallis-Osake-Pankki, Taloudellinen katsaus 3/1984

kuin lyhyen aikavälin mahdollisia häiriöitä. Myöskään Tanskan heikentyntä mahdollisuutta ylläpitää itsenäisesti tiettyä korko- ja tuotantotasoa ei pidetä vakavana ongelmana.¹

1.4 Tiivistelmä

Yhteenvedona Pohjoismaista voidaan todeta, että Norja, Tanska ja Ruotsi ovat kukin irtaantuneet valuuttasäädöksissään omille linjoilleen. Norjasta on öljykaupan seurauksena tullut pääomaa vievä maa ja tässä yhteydessä se on lähtenyt varovasti edistämään kruununsa käyttöä ulkomaisissa liiketoimissa. Norjan kruunun vahvuus ja korkea korko eivät liiemmästi houkuttele ulkomaisia lainanottajia, kun taas sijoitusvaluuttana NOK osoittautui liiankin suosituksi ja ulkomaalaisten arvopaperikaupat jouduttiin keskeyttämään.

Tanskan valuuttasäädöksiä muutettaessa on otettu huomioon Euroopan yhteisön toivomus taloudellisen kehityksen yhteneväisyydestä yhteisön maissa. Tanskan kruunun käyttö on lähes vapaata ja korkean koron ja vakaana pidetyn ulkoisen arvon ansiosta DKK on tällä hetkellä kysytty sijoitusvaluutta.

Ruotsissa asennoituminen oman valuutan kansainvälistymiseen on ollut varsin varauksellista. Ulkomaalaisten sijoitusmahdollisuudet kruunuun ovat sekä valuutta että - pääomamarkkinoilla suhteellisen rajoitetut, mutta ulkomaisten tytäryritysten erilaiset kruunutransaktiot ruotsalaisten emojen kanssa luovat euro-SEK-markkinoille melko laajan luonnollisen pohjan. Myös kauppaluottojen maksutusaikojen muutokset luovat suurehkon pelivaran spekulatiotilanteissa.

1) Andersen, Asger Bo. KOP Taloudellinen katsaus 3/1984

LÄHTEET

- Andersen, Asger Bo Kansallis-Osake-Pankki
Taloudellinen katsaus 3/1984
- Andresen, Heinz Veckans Affärer nr. 24 juni 1985
"Ökad frihet"
- Bang, Thor Kansallis-Osake-Pankki
Taloudellinen katsaus 4/1984
- Castello, Evelyn Euromoney, April 1985
"Norway's problem: too much
foreign money"
- Final Budget Proposal Royal Norwegian Ministry of
Finance, Oslo 1984
- Financial Times Frankfurt/London 13.3.1985
- Financial Times UK Edition 15.4.1985 s.23
- Financial Times 25.6.1985
"West German Banking"
- Helsingin Sanomat 27.4.1985 HS Pörssi
- Kartila Jyrki Kauppalehti 25.7.1985
"SYP saalisti Länsi-Suomessa"
- Kauppalehti 19.7.1985 s. 7
"SP:n myyntikielto: Velkakirjoilla
kahdet markkinat"
- Monatsberichten der Deutschen Bundesbank
Jan. 1980
"Die D-Mark als internationale
Anlagewährung"
- Nars, Kari ja Pekonen, Kari Ulkomainen rahoitus ja valuutta-
strategia s.254
Ekonomisarja 71 Espoo 1982
- Urry, Maggie Financial Times 25.6.1985
"Survey; West German Bankin,
Finance and Investment"
- Uusi Suomi 1.5.1985 s. 28
"Lainakauppa ulkomaille paisuu"
- Tullihallitus Suomen Virallinen Tilasto 1A:101
osa 2
- Åsvik, Esko Talouselämä 1/1985
"Jälkimarkkinoiden puute hautaa
vapaaosakkeet"

MATKA LUXEMBURGIIN JA DÜSSELDORFIIN 18.3. - 22.3.1985

KANSALLIS INTERNATIONAL BANK S.A., LUXEMBOURG

Kai Fagerström	toimitusjohtaja
Kai Suomela	hallintojohtaja
Asko Ojala	manager, foreign exchange

UNION BANK OF FINLAND INTERNATIONAL S.A., LUXEMBOURG

Markku Pohjola	toimitusjohtaja
Claes Charpentier	varatoimitusjohtaja
Frangois Scheffen	manager, foreign exchange

DEN NORske CREDITBANK (LUXEMBOURG) S.A.

Dagfinn Lunde	varatoimitusjohtaja
Oystein Lund	Ass. Gen. Manager, Treasury & Foreign Exchange

DEN DANSKE BANK INTERNATIONAL S.A. LUXEMBOURG

Hans Thorlund Jensen	varatoimitusjohtaja
Soren Kolle Christensen	manager, administration

DEUTSCHE BANK AG, DÜSSELDORF

Horst Volke	johtaja
Dr. Hans J. Spranger	first vice president
Wolfgang Schweden	prokurist