

Jyri Kinnunen

Rahoitusmarkkinaekonomisti, KTT

Johdanto

Satavuotiaan Suomen taloushistoriassa rahoitusmarkkinat ovat näytelleet omaa merkittävää rooliaan. Suomi oli sata vuotta sitten maatalousperusteinen kansantalous, joka oli jäänyt talouskehityksessä muista länsimaista selvästi jälkeen. Teollisuuden rakennemuutos, tuotannon nopea kasvu ja Suomen muuttuminen vientivetoiseksi avoimeksi taloudeksi nostivat Suomen muiden länsimaiden rinnalle. Talouden kehitys on näkynyt rahoitusmarkkinoiden vapautumisena, kasvuna ja kansainvälistymisenä.

Tässä artikkelissa käsitellään Suomen osake- ja rahamarkkinoiden kehitystä viimeisen sadan vuoden aikana. Lisäksi tarkastellaan Suomen arvopaperimarkkinoiden 1900-luvulle ulottuvaa 115 vuoden tuottohistoriaa suhteessa kansainvälisiin arvopaperimarkkinoihin.

[Osake- ja rahamarkkinoiden historiakatsaus perustuu Nybergin ja Vaihekosken (2014) tutkimukseen. Tuottovertailut pohjautuvat CFA-instituutin tutkimusraporttiin (Dimson, Marsh ja Staunton, 2016)]

Osakemarkkinoiden historia

Suomessa oli osakemarkkinatoimintaa jo 1800-luvun jälkipuolella, mutta varsinaisesti suomalaisten osakemarkkinoiden synty voidaan liittää Helsingin Arvopaperipörssin perustamiseen vuonna 1912. Suomi oli vielä tällöin osa Venäjän keisarikuntaa. Vuoden 1912 lopussa 33 osaketta ja suuri osa silloisista kuntien ja luottolaitosten joukkovelkakirjalainoista oli listattuna Helsingin pörssissä. Pörssin kaupankäyntimäärät olivat aluksi alhaiset. Vuonna 1913 kauppohen lukumäärä oli ainoastaan 898 kappaletta ja kauppohen nimellisarvo nykyrahassa noin 9 miljoonaa euroa.

Helsingin pörssin kaupankäynti keskeytettiin ensimmäisen maailmasodan johdosta, ja pörssi pysyi suljettuna elokuusta 1914 maaliskuuhun 1915. Pörssi oli osittain suljettuna myös vuoden 1916 aikana. Suomi julistautui itsenäiseksi 6. joulukuuta 1917. Itsenäistymistä seurannut vuoden 1918 sisällissota keskeytti kaupankäynnin uudestaan vuoden 1918 tammikuun ja toukokuun väliseksi ajaksi. Vuosikymmenen lopun ns. osakemarkkinoiden villeinä vuosina pörssin kaupankäyntimäärät kasvoivat nousevien osakekurssien siivittäminä nykyrahassa noin 300 miljoonaan euroon. Tämän seurauksena Helsinkiin, Turkuun ja Viipuriin avattiin kilpailevia pörssejä, jotka kuitenkin suljettiin muutaman vuoden sisällä avaamisesta. Suomen rahoitusmarkkinoiden ensimmäisiin 50 vuoteen vaikuttivat osaltaan myös 1930-luvun suuri lamakausi, toinen maailmansota ja muut kansainväliset tapahtumat.

1980-luvulla Suomen osakemarkkinat kehittyivät merkittävästi. Asteittainen pääomaliikkeiden sääntelystä luopuminen ja Yhdysvalloista alkanut globalisaatioprosessi kiinnittivät osaltaan ulkomaisten sijoittajien huomiota myös Suomen osakemarkkinoihin. Suomen valtio kuitenkin rajoitti ulkomaista omistusta, ja esimerkiksi vuonna 1985 ulkomainen omistajuus oli rajattu korkeintaan 20 prosenttiin osakepääomasta. Vuonna 1987 ulkomaisen omistusoikeuden ylärajaa nostettiin 40 prosenttiin, mutta omistuksen tuottaman äänivallan tuli edelleen pysyä alle 20 prosentissa. Vielä 1980-luvun alkupuolella myös suomalaissijoittajien oli hankalaa ostaa ulkomaisia arvopapereita. Pääomaliikkeiden sääntelystä luovuttiin kokonaisuudessaan vuoteen 1993 mennessä.

1990-luvun laman jälkeen osakekurssit lähtivät Suomessa nopeaan nousuun Nokian osakekurssin johdolla ja useat suomalaisyritykset listasivat omia osakkeitaan myös ulkomaisissa pörsseissä. 1990-luvun loppupuolella Helsingin Arvopaperipörssi ja Suomen Optimeklarit yhdistyivät Helsingin Pörssiksi. 2000-luvulla Helsingin Pörssi yhdistyi ensin ruotsalaisen OM Ab:n kanssa ja myöhemmin NASDAQ-ryhmän kanssa. Lokakuusta 2014 lähtien Helsingin Pörssin nimi on ollut Nasdaq Helsinki.

Viimeisten vuosikymmenten aikana pörssin kaupankäyntijärjestelmät sekä kauppohen selvitys ja arvopapereiden säilytys ovat muuttuneet automatisoinnin ja teknologisen kehityksen myötä merkittävästi. Lisäksi osakemarkkinoiden kehitystä on edelleen sävyttänyt rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen ja uusien finanssi-innovaatioiden mukanaan tuomat haasteet ja mahdollisuudet.

Rahamarkkinoiden historia

Myöhemmin Suomen Pankiksi kehittyneen pankin perustaminen vuonna 1811 Tsaari Aleksanteri I:n käskystä oli Suomen rahamarkkinoiden kehityksen kannalta merkittävä tapahtuma. Käskyn takana oli Suomen siirtyminen Ruotsin vallan alaisuudesta Venäjän valtaan 1809. Aitona keskuspankkina pankki aloitti toimintansa 1860-luvulla, kun Suomi sai oman valuutan ja maahan perustettiin liikepankkeja. Luottomarkkinoiden synty Suomessa voidaan ajoittaa näihin tapahtumiin.

Suomen rahamarkkinoiden kehityksessä on korostunut sääntely. Historiallisista syistä asetetusta lainakoron ylärajasta luovuttiin pian itsenäistymisen jälkeen vuonna 1920, mutta kansainvälisen laman myötä pankit sopivat vuosina 1931–1938 talletuskorkojen ylärajan asettamisesta omien rahoituskustannustensa alentamiseksi. Toisen maailmansodan aikana suomalaiset pankit suuntasivat olosuhteiden johdosta lainanantonsa pitkälti valtiolle, ja lainakorot seurasivat läheisesti Suomen Pankin peruskorkoa. Sodan jälkeen Suomen Pankki ryhtyi säätelemään pankkien kilpailua aiempaa tarkemmin. Lainakorot perustuivat eduskunnan pankkivaltuuston säätelemään peruskorkoon. Korkojen ja pankkisektorin sääntelyä ryhdyttiin purkamaan vähitellen vuonna 1982, kun ulkomaisten pankkien annettiin toimia Suomessa ja suomalaiset pankit saivat oikeuden sijoitustodistusten liikkeelle laskuun.

Aidosti toimivat jälkimarkkinat sijoitustodistuksille syntyivät vasta vuonna 1987, jolloin Suomen Pankki aloitti avomarkkinaoperaatiot ja ryhtyi toimimaan pankkien välisillä markkinoilla, joista muodostui nopeasti Suomen tärkeimmät rahamarkkinat. Suomen Pankki laski Helibor-viitekorkoa pankkien sijoitustodistusten ostonoteerausten perusteella toukokuusta 1987 lähtien vuoden 1998 loppuun asti. Suomen EMU-jäsenyyden kolmannen vaiheen myötä Helibor-viitekorot korvattiin vuonna 1999 Euribor-koroilla.

Arvopaperimarkkinoiden historialliset tuotot

Pörssi-yhtiöiden koostumus on Suomessa muuttunut vuosisadassa kotimarkkinavetoisista yhtiöistä nykyisiin teknologia-alan ja teollisuuden kansainvälisiin toimijoihin. Vastaavasti yhtiöiden omistuspohjat ovat kansainvälistyneet sekä Suomeen ja Suomesta ulkomaille suuntautuvat pääomavirrat moninkertaistuneet. Kansainvälistymiskehityksestä kertoo myös Suomen jäsenyys Euroopan talous ja -rahaliitossa. Euroalueen yhteisen valuutan ja rahapolitiikan myötä Suomen inflaatio- ja korkotasot ovat viimeisinä vuosikymmeninä lähentyneet merkittävästi muita euromaita.

Taulukossa 1 on esitetty Suomen ja yhdeksän muun maan osakemarkkinatuotot vuosien 1900–2015 välisenä 115 vuoden ajanjaksona. Historiallisia pitkän aikavälin osakemarkkinatuottoja vertailtaessa on tärkeää huomioida maakohtaisten inflaatiotasojen vaikutus osakkeiden hintakehitykseen. Kaikki alla esitetyt tunnusluvut on laskettu inflaatio-oikaistusta reaalitytuottosarjoista, joiden laskemisessa on huomioitu inflaation lisäksi myös osinkotuotot.

Taulukko 1

Osakemarkkinoiden vuotuinen tuotto (inflaatio-oikaistu), 1900-2015

	Geometrinen keskiarvo%	Aritmeettinen keskiarvo%	Tuottojen keskihajonta%	Minimi%	Minimi (Vuosi)	Maksimi%	Maksimi (Vuosi)
Suomi	5,4	9,3	30,0	-60,8	1918	161,7	1999
Ruotsi	5,9	8,0	21,2	-42,5	1918	67,5	1999
Tanska	5,5	7,4	20,9	-49,2	2008	107,8	1983
Norja	4,2	7,1	26,9	-53,6	2008	166,9	1979
Ranska	3,2	5,8	23,1	-41,5	2008	66,1	1954
Saksa	3,3	8,2	31,7	-90,8	1948	154,6	1949
Japani	4,2	8,8	29,6	-85,5	1946	121,1	1952
Iso-Britannia	5,4	7,2	19,7	-57,1	1974	96,7	1975
Yhdysvallat	6,4	8,3	20,1	-38,4	1931	56,2	1933
Eurooppa	4,2	6,1	19,8	-47,5	2008	75,7	1933
Maailma	5,0	6,5	17,5	-41,4	2008	68,0	1933

Tuotot laskettu kotimaisissa valuutoissa ja tuottolaskelmissa on huomioitu inflaatio ja osingot. Lähde: Dimson ym. (2016)

Suomen osakemarkkinat ovat tuottojensa osalta tarjonneet sijoittajille kansainvälisesti tarkasteltuna melko hyvää tuottoa, joka on keskimäärin ollut melko lähellä Ruotsin ja Tanskan osakemarkkinoiden tuottotasoja. Muihin Pohjoismaihin verrattuna Suomessa osakemarkkinakurssit ovat kuitenkin heilahdelleet enemmän tuottojen keskihajonnalla sekä tarkasteluperiodin alhaisimmalla ja korkeimmalla vuosituotolla mitattuna. Tämä heijastelee osaltaan Suomen talouden voimakkaita suhdannevaihteluja. Korkeaa volatilitteettia selittävät myös sotavuosien rajut vaikutukset Suomen talouteen ja rahoitusmarkkinoihin sekä ajoittain korkeaksi noussut markkinoiden keskittymisaste. Esimerkiksi Nokian markkina-arvo muodosti korkeimmillaan noin 70 prosenttia koko Helsingin Pörssin yhteenlasketusta markkina-arvosta.

Alhaisimpia vuosituottoja tarkasteltaessa nähdään selvästi maailmansotien ja niitä seuranneiden tapahtumien vaikutus osakemarkkinoiden hintakehitykseen erityisesti Suomessa, Ruotsissa, Saksassa ja Japanissa. Esimerkiksi juuri itsenäistyneessä Suomessa reaaliset osakemarkkinakurssit laskivat vuonna 1918 yli 60 prosenttia. Parhaimmillaan Suomen osakemarkkinat ovat tuottaneet vuonna 1999 yli 160 prosenttia. Muualla maailmassa osakemarkkinoiden alhaisimmat ja korkeimmat vuosituotot näyttävät usein ajoittuvan talouskriisien, kuten 1930-luvun suuri lamakausi ja 2008-vuoden finanssikriisi, alkamisajankohdan ja loppumisen ympärille.

Valtioiden sijoitustodistusten ja joukkovelkakirjalainojen inflaatio-oikaistut reaalityötöt vuosien 1900-2015 välisenä ajanjaksona on esitetty Taulukossa 2 ja 3. 1900-luvulla inflaatio oli monessa maassa usein merkittävän korkealla tasolla, mikä selittää korkoinstrumenttien matalia ja osittain negatiivisia reaalityottoja. Suomessa keskimääräinen inflaatio oli 115 vuoden vertailuperiodilla 7,1 prosenttia (geometrinen keskiarvo). Esimerkiksi Ruotsissa ja Yhdysvalloissa vastaavat inflaatioluvut olivat samalla aikaperiodilla 3,4 ja 2,9 prosenttia. Suomessa inflaatiovauhti oli korkeimmillaan 241,4 prosenttia vuonna 1918 ja alhaisimmillaan -11,3 prosenttia vuonna 1919.

Taulukko 2

Sijoitustodistusten vuotuinen tuotto (inflaatio-oikaistu), 1900-2015

	Geometrinen keskiarvo%	Aritmeettinen keskiarvo%	Tuottojen keskihajonta%	Minimi%	Minimi (Vuosi)	Maksimi%	Maksimi (Vuosi)
Suomi	-0,4	0,5	11,6	-69,2	1918	19,9	1919
Ruotsi	1,9	2,1	6,5	-23,2	1918	42,7	1921
Tanska	2,1	2,3	6,0	-15,8	1940	25,1	1921
Norja	1,1	1,3	7,0	25,4	1918	31,2	1921
Ranska	-2,7	-2,2	9,4	-38,5	1946	29,7	1921
Saksa*	-2,4	-0,4	13,0	-100,0	1923	39,8	1924
Japani	-1,9	-0,3	13,6	-77,5	1946	29,8	1930
Iso-Britannia	1,0	1,2	6,3	-15,7	1915	43,0	1921
Yhdysvallat	0,8	1,0	4,6	-15,1	1946	20,0	1921

* Saksan osalta keskiarvotuotot ja keskihajonta laskettu ilman hyperinflaatioperiodia 1922-23. Lähde: Dimson ym. (2016)

Suomessa sijoitus valtion sijoitustodistuksiin tai joukkovelkakirjalainoihin on tuottanut 115 vuoden sijoitushorisontilla keskimäärin negatiivista tai lähellä nollatasoa olevaa vuotuista reaalituottoa, mikä heijastelee Suomen korkeaa inflaatiota 115 vuoden tarkasteluperiodilla. Ruotsissa vastaavien valtion liikkeelle laskemien sijoitustodistusten (1,9 %) ja joukkolainojen (2,7 %) vuotuiset reaalituotot ovat olleet suotuisia. Ruotsin valtion sijoitustodistuksiin vuonna 1900 sijoitetun investoinnin reaalinen ostovoima on korkoa korolle -ilmiön myötä käytännössä 9-kertaistunut 115 vuoden sijoitusperiodilla. Tanskan tuottosarjat eivät ole täysin vertailukelpoisia, sillä niiden laskemisessa on käytetty joinakin vuosina myös riskiä sisältäviä arvopapereita. Saksan osalta keskiarvotuotot on laskettu ilman hyperinflaatioperiodia 1922-23. Jos hyperinflaatioperiodi otetaan tuottolaskelmissa huomioon, Saksan valtion sijoitustodistuksiin tai joukkovelkakirjalainoihin sijoittanut sijoittaja menetti vuoden 1923 hyperinflaation johdosta käytännössä koko sijoituksensa.

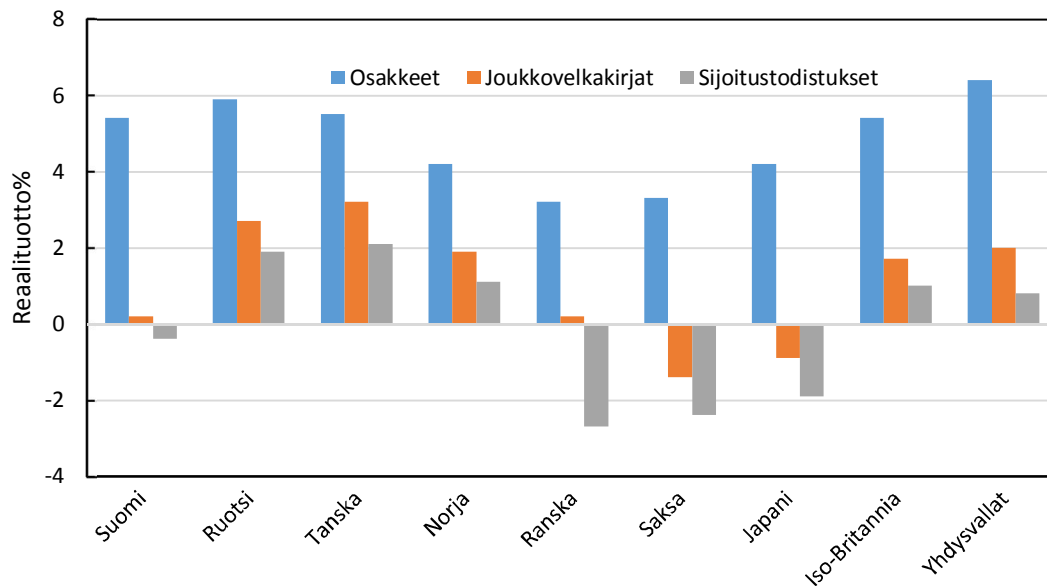
Taulukko 3

Joukkovelkakirjalainojen vuotuinen tuotto (inflaatio-oikaistu), 1900-2015

	Geometrinen keskiarvo%	Aritmeettinen keskiarvo%	Tuottojen Keskihajonta%	Minimi%	Minimi (Vuosi)	Maksimi%	Maksimi (Vuosi)
Suomi	0,2	1,4	13,7	-69,5	1918	30,2	1921
Ruotsi	2,7	3,4	12,7	-37,0	1939	68,2	1921
Tanska	3,2	3,8	11,9	-18,2	1919	50,1	1983
Norja	1,9	2,6	12,0	-48,0	1918	62,1	1921
Ranska	0,2	1,1	13,0	-43,5	1947	35,9	1927
Saksa*	-1,4	1,3	15,8	-100,0	1923	62,5	1932
Japani	-0,9	1,7	19,7	-77,5	1946	69,8	1954
Iso-Britannia	1,7	2,6	13,7	-30,7	1974	59,4	1921
Yhdysvallat	2,0	2,5	10,4	-18,4	1917	35,1	1982
Eurooppa	1,1	2,4	16,2	-52,4	1919	72,8	1933
Maailma	1,8	2,4	11,3	-32,0	1919	46,7	1933

* Saksan osalta keskiarvotuotot ja keskihajonta laskettu ilman hyperinflaatioperiodia 1922-23. Lähde: Dimson ym. (2016)

Avopaperiluokkien reaalityuotot on esitetty graafisesti Kuviossa 1. Yhteenvetona voidaan todeta, että Suomessa osakemarkkinatuotot ovat olleet tarkasteluperiodilla muiden Pohjoismaiden kanssa samalla tasolla. Osakemarkkinat ovat kansainvälisesti tarkasteltuna tarjonneet suotuisaa pitkän aikavälin reaalityuottoa. Havainto tukee yleistä näkemystä, jonka mukaan osakemarkkinat ovat pitkällä aikavälillä houkutteleva sijoituskohde. Suomen valtion velkainstrumentit sitä vastoin ovat 115 vuoden sijoitusperiodilla tuottaneet negatiivista tai lähellä nollassa olevaa reaalityuottoa. Tältä osin Suomen arvopaperimarkkinat ovat poikenneet muista Pohjoismaista, joissa velkainstrumentit ovat tarjonneet kansainvälisesti tarkasteltuna hyvää reaalityuottoa. Yhtenä merkittävänä tekijänä tähän kehitykseen on ollut Suomessa 1900-luvulla vallinnut korkea inflaatio. Aika näyttää, millaisiksi korkoinstrumenttien reaalityuotot muodostuvat 2000-luvun Suomessa suhteessa 1900-lukuun.



Kuvio 1

Arvopaperiluokkien tuottovertailu (inflaatio-oikaistu), 1900-2015. Lähde: Dimson ym. (2016)

Lähdekirjallisuus:

Nyberg, P., Vaihekoski, M., 2014. Equity premium in Finland and long-term performance of the Finnish equity and money markets. *Cliometrica* 8, 241-269.

Dimson, E., Marsh, P., Staunton, M., 2016. Long-term asset returns. In *Financial Market History*. Edited by David Chambers & Elroy Dimson. Charlottesville, VA: CFA Institute Research Foundation.

Yhteystiedot:

Jyri Kinnunen
 Rahoitusmarkkinaekonomisti, KTT
 LähiTapiola Varainhoito Oy
vyri.kinnunen@lahitapiola.fi
 +358 40 650 3043
 Twitter: @Jyri_Kinnunen