

Integraatio ja Suomen rahatalous*

MARKKU PUNTILA

Aluksi

Meillä käyty ajoittain melko vilkas ja monipuolinenkin keskustelu integraatiokysymyksistä on voimakkaasti keskittynyt EES:n ympärille.

Eurooppalainen integraatio ei kuitenkaan saisi peittää näkyvistä sitä tosiasiaa, että integraatio on maailmanlaajuinen ilmiö ja se on sellaisena edennyt ja etenee nopeasti. Erityisesti tämä on koskenut ja koskee raha- ja rahoitusmarkkinoita, joilla integraatio on jo nyt hyvin pitkällä kaikista muodollisista sopimuksesta riippumatta.

Eurooppalainen integraatio EY:n sisämarkkinoiden ja mahdollisen EES-alueen syntymisen muodossa on maailmanlaajuisia taustaa vasten vain yksi erikoistapaus, jossa integraatiota pyritään muodollisesti hallittuna prosessina aktiivisesti edistämään systemaattisesti, nopeasti ja laaja-alaisesti. Tämä koskee myös rahataloutta varsinkin, jos Euroopassa päädytään yhteiseen valuuttaan EMU:n puitteissa.

Se, millä tavoin ja kuinka pitkälle Suomi on mukana maailmantalouden ja Euroopan integraatiossa, on vielä monilta osin avoin asia. Selvältä kuitenkin tuntuu, että raha- ja rahoitusmarkkinoiden integraatio menee Suomenkin osalta lähivuosina hyvin pitkälle riippumatta siitä, miten esim. EES etenee.

Maailmantalouden integraatio yleensä ja eurooppalainen integraatio erityisesti aiheuttaa välittömiä paineita suomalaisen rahatalou-

den toimintapuitteisiin. Varsin selväpiirteisiä osa-alueita, joilla integraatio johtaa voimakaisesti harmonisointipaineisiin, ovat rahoituslainsäädäntö ja rahoituksen verotus. Varsinkin, jos integraatio ulotetaan valuuttajärjestelmään vaikkapa EMS:in puitteissa, se tuo mukanaan voimakkaat talouspolitiikan koordinointi- ja harmonisointipaineet. Yhteinen valuutta rajoittaisi vielä voimakkaammin kansallisen talouspolitiikan liikkumatilaa.

Rahoituslainsäädännön harmonisointi

Suomen rahoitusmarkkinalainsäädännön harmonisointi BIS:in ja EY:n esittämien suunta- viivojen mukaisesti on meneillään. Tältä osin näyttäisi ongelmia olevan suhteellisen vähän lukuunottamatta itse lainsäädännön uudistustyön mittavuutta, joka puhtaasti teknisenä suorituksena vaatii paljon aikaa ja voimavaroja.

Joitakin varsinaista substanssia koskevia ongelmia on kuitenkin noussut esiin. Näistä kenties keskeisin on se, ettei nyt eduskunnassa olevan uuden talletuspankkilainsäädännön vakavaraisuusvaatimuksia ole voitu kirjoittaa niin tiukoiksi kuin BIS:in ja EY:n suositukset edellyttävät. Kevennetyt vakavaraisuusvaatimukset saattavat osoittautua monessakin suhteessa hankaliksi. Ensinnäkin niitä voidaan pitää sopimattomana kilpailukeinona, koska ne merkitsevät lyhyellä aikavälillä jonkinasteista kilpailuetua. Kun ne samalla merkitsevät heikompa luotettavuutta, ne johtavat hel-

* Kansantaloudellisen Yhdistyksen kokouksessa 24. 4. 1990 pidetty esitelmä.

posti rajumpaan riskipisteytykseen ja siten luotonoton kallistumiseen.

Maan sisäiseksi ongelmaksi muodostuu se, että kansainvälistä toimintaa harjoittavilta pankeilta edellytetään kuitenkin kansainvälisten normien mukaista vakavaraisuutta — myös kotimaisen toimintansa osalta. Kun tällöin pelkästään kotimaista toimintaa harjoittavilla pankeilla on kevyemmät vakavaraisuusvaatimukset, syntyy kotimaisessa kilpailussa epäneutraali asetelma.

Olisikin tärkeätä, että meillä lainsäädäntö voitaisiin saattaa mahdollisimman pian kansainvälisten normien mukaiseksi.

Toinen merkittävämpi poikkeama kaavailussa talletuspankkilainsäädännössämme on suhtautumisessa riskikeskittymiin. EY määrittelee kvantitatiiviset rajat riskien keskittymiselle, kun meidän lainsäädännössämme jäädään kvalitatiiviselle tasolle. Suomalaisilla pankeilla on perinteisesti niiden kokoon nähden varsin suuria asiakkaita.

Paikallispankit tukeutuvat suurten riskien osalta periaatteessa koko pankkiryhmänsä omiin pääomiin. Tältä tuelta puuttuu kuitenkin — luottovakuutettua luottokantaa lukuunottamatta — juridisesti pitävä sisältö. Myös liikepankeilla voi olla suhteellisen suuria riskikeskittymiä tiukkojen pankki-/asiakassuhteiden tuloksena.

Tällaiset riskikeskittymät ovat epäsuotavia — paitsi itse riskien vuoksi — myös siksi, että ne johtavat helposti pehmenettyihin rahoitusjärjestelyihin, kun riskit olisivat lauetessaan pankin kannalta liian suuret. Tältä osin tilanne on toki nykyisin terveempi kuin korkosäännöstelyn aikaan, jolloin huonojen asiakkaiden alikorko oli helposti perittävässä muilta asiakkailta säännellyn keskikoron puitteissa. Tähän riskikeskittymien käsittelyyn olisi löydettävä kansainvälisen vertailun kestävä ratkaisu.

Jatkuvaa integraatiokehitystä ajatellen olisi tärkeätä, että vireillä oleva lainsäädännön ajanmukaistaminen kansainväliselle tasolle muidenkin rahoituslaitosten kuin talletuspankkien osalta saatettaisiin pikimmiten päätökseen. Sama koskee arvopaperimarkkinalainsäädännön edelleen kehittämistä ja arvosuuslainsäädännön aikaansaamista.

Rahoituksen verotus

On selviö, että integroituneet rahoitusmarkkinat vapaasti ja pienin kustannuksin liikkuvine pääomineen edellyttävät joko rahoituksen verotuksen harmonisointia tai äärimmäisen pitkälle vietyä kansainvälistä verovalvontaa. Tältä osin eurooppalainen integraatio on hyvin sekavassa vaiheessa maailmasta kokonaisuutena puhumattakaan.

Tuntuu erittäin epätodennäköiseltä, että nyt Euroopassa vallitsevan ajattelun mukainen kattava verovalvonta ja verotietojen maitten välinen vaihto voisi toteutua tyydyttävällä tavalla ottaen huomioon tarvittavan tietojenvaihdon mittasuhteet ja joidenkin maiden tiukan pitäytymisen pankkialaisuuteen. Näin olen tuntuu siltä, että ajatus pääomatulojen kansallisen verottamisen mahdollisuudesta integraatio-oloissa jää utopiaksi tai ainakin vuotaa pahasti.

Tällöin on hyvinkin todennäköistä, että pääomatulojen ja nimenomaan korkotulojen verotuksessa päädytään ensivaiheessa kilpailun hyvin alhaiseen verokantaan. Tämän vaiheen jälkeen saattaa viritä uusi yhteinen harastus pääomatulojen harmonisoiduksi verottamiseksi jollakin korkeammalla tasolla. Tällöin ei tunnu mahdottomalta, että Euroopassa nyt ainakin toistaiseksi haudattu ajatus lähdeverosta tulee uudelleen ajankohtaiseksi. Mikäli meillä siirrytään korkotulojen verotuksessa lähdeverotukseen, tuntuisi tässäkin valossa tarkoituksenmukaiselta, että lähdeverokanta olisi suhteellisen alhainen.

Rahoituksen verotuskentässä pienempiä ongelmia aiheuttavat meidän erikoislaatuiset luotto- ja leimaveromme, joista luopumiseen kohdistuu integraation edetessä huomattavia paineita.

Tämä koskee myös kassavarantojärjestelmäämme. Vähänkään tehokkaita kassavarantojärjestelmiä ei integraatio-olosuhteissa voida ylläpitää, ellei niiden osalta päädytä kansainvälisesti harmonisoituihin ratkaisuihin. Tällaisiin ratkaisuihin tähtäävää työtä ei toistaiseksi liene vireillä. Kun elektroninen raha tulevaisuudessa korvaa setelistöä ja kolikoita kenties kiihtyvällä nopeudella, voi jonkinlais-

ten harmonisoitujen kassavarantojärjestelmien tarve keskuspankkien peruskannattavuuden tukijärjestelminä nousta kansainvälisessä keskustelussa esille.

Valuuttakurssijärjestelmä

Tällä hetkellä ei ole tietoa siitä, tuleeko Suomen liittyminen Euroopan valuuttajärjestelmään EMS:iin esille jossakin integraationeuvottelujen tai -kehityksen vaiheessa. Tietoa ei myöskään ole siitä, onko EMS vain väli vaihe siirryttäessä Euroopan valuuttaunioniin EMU:un, kuten integraatiokehityksen keskeiset suunnittelijat näyttävät ajattelevan.

Selvää kuitenkin on, että jos Suomen valuuttajärjestelmää tässä tai muussa yhteydessä muutetaan, kyseessä on erittäin tärkeä ratkaisu, joka merkittäväällä tavalla muuttaa Suomen rahatalouden ja koko talouspolitiikan toimintapuitteita.

Jo EMS ja tietenkin EMU lähtevät siitä ajatuksesta, että Eurooppa on kiinteiden valuuttakurssien tai yhteisen valuutan alue, jossa valuuttakurssien keskinäisillä muutoksilla ei talouden sopeutusprosesseissa eikä talouksien dynamiikassa ole merkitystä. Sen sijaan on epäilemättä mahdollista, että eurooppalaisten valuuttojen tai valuutan arvo suhteessa muihin valuuttoihin muuttuu. Sitoutuminen eurooppalaiseen valuuttajärjestelmään merkitsee nykyiseen järjestelmäämme verrattuna kiinteämpää sitoutumista Länsi-Eurooppaan ja löyempää suhdetta mm. Yhdysvaltain dollariin ja Japanin jeniin.

Itse asiassa tällöin käännetään selkä dollarin merkitykselle esim. metsäteollisuutemme kohtaamalle pohjoisamerikkalaiselle kilpailulle samoin kuin japanilaiselle kilpailulle yhä useammilla aloilla ja altistutaan eurooppalaisen kurssipolitiikan näissä kilpailuasetelmissä mahdollisesti aiheuttamille muutoksille. Voidaan tietenkin ajatella, että maailman päävaluuttojen keskinäiset suhteet olisivat tulevaisuudessa vakaammat kuin lähimenneisyydessä, mutta mainittavaa toivoa tällöin edellytettävästä talouspolitiikan tiukasta koordinaatiosta ei ole.

Suomen viime vuosien kokemukset osoit-

tavat nähdäkseni varsin selvästi, että hyvin kiinteä valuuttakurssi on ongelmallinen ainakin silloin, kun maan ulkomaankaupan vaihtosuhte jyrkästi muuttuu. Demokraattisesti hallitussa maassa — ja muunkinlaisissa maissa — voimakkaat finanssipolitiikan muutokset ovat hankalasti aikaansaavissa. Niitä kuitenkin edellytettäisiin talouden tasapainon säilyttämiseksi, mikäli kiinteän valuuttakurssin olosuhteissa vaihtosuhte joko nopeasti paranee tai heikkenee. Tällaisissa tilanteissa valuuttakurssin joustaminen jonkinlevyisen vaihteluvälin sisällä itse asiassa olisi varsin luonteva osa talouden sopeutumisen dynamiikkaa. Niinpä olen edelleenkin sitä mieltä, että äärimmäisen tiukka kiinteäkurssipolitiikka tuskin on optimaalinen maalle, jonka vienti ja/tai tuonti on suhteellisen yksipuolista ja altista maailmantalouden heilahteluille.

On tietenkin niin, että tällaisen väljäkhön vaihteluvälin johdonmukainen käyttö vain ulkoa tulevien häiriöiden torjuntaan — eikä esim. liiallisen kotimaisen inflaation myötäilyyn — on käytännössä hyvin vaativa tehtävä, mutta tuskin kuitenkaan mahdoton. Siihen voi toki liittää muitakin vivahteita.

Toisaalta näkisän, että meidän pitäisi karttaa niitä dynaamisia voimia, jotka pääsevät valloilleen, jos valuutalla on mahdollisuus vapaasti kellua. Integroidussa maailmassa liikkuu kovin paljon rahaa, joka mielellään osallistuu spekulatioon sellaisen käynnistyessä jonkin valuutan suhteen. Tällöin on aina käsiillä se mahdollisuus, että markkinat »ampuvat yli» ja aiheuttavat ylimitoitettuja reaktioita reaalityaloudessa.

Katsos näin ollen, ettei nykyinen valuuttakurssijärjestelmämme ole kovinkaan kaukana optimaalisesta. Tästä seuraa, että kytkeytyminen tai liittyminen EMS:iin ja varsinkin liittyminen EMU:un saattaisivat useammastakin näkökulmasta merkitä etäännyttämistä optimista. Ne toisivat mukanaan korostuneen hinta- ja reaalisopeutumisen tarpeen ja myöskin alueellisen kuihtumiskiirteen riskin. Jälkimmäisen lieventäminen edellyttäisi mukanaoloa eurooppalaisissa aluepoliittisissa järjestelmissä, mikä ilmeisesti edellyttäisi EY:n täysjäsenyyttä.

Mitä tiukemmin sitoudumme eurooppalaiseen valuuttajärjestelmään sitä tiukemmin sitoudumme myös eurooppalaiseen talouspolitiikkaan. Voi kenties kysyä, missä olosuhteissa ja millä edellytyksillä tämä on kannaltamme optimaalista.

Integraation vaikutuksista

Integraation vaikutuksista Suomen rahatalouden ja talouteen yleisemminkin on esitetty niukanlaisesti arvioita. Tämä ei sinänsä ole ihme, sillä integraatio on monessa suhteessa ainutkertainen prosessi, johon liittyvien rakenteellisten muutosten vaikutuksia talouden toimintaan on vaikea hahmottaa.

Integraation puolesta puhujat korostavat yhtenäisen markkina-alueen mukanaan tuomia kilpailun ja suurtuotannon sekä resursien liikkuvuuden mukanaan tuomia taloudellisia tehokkuusetuja. Eurooppalaisen integraation erityisenä pontimena on vahvan talousalueen luominen kilpailukyvyn vahvistamiseksi ennen kaikkea Japaniin mutta myös Yhdysvaltoihin ja uusiin teollisuusmaihin nähden. Viime kuukausien kehitys Itä-Euroopassa on tuonut kuvaan uusia, vielä monelta osin selkiintymättömiä aineksia.

Integraatiohyötyjen vastapainoksi epäilijät korostavat talouden liiallisen yksipuolistumisen sekä alueellisten erojen kärjistymisen, ts. taloudellisen toiminnan keskittymisen ja reuna-alueiden autoitumisen riskiä. Tämän kaltaiset rakenteellisen kehityksen ilmiöt ovat hitaita ja vaikutukset kenties ovat selvemmin nähtävissä vasta ensi vuosituhannen puolella.

Yleisesti ottaen tuntuu itsestään selvältä, että integraatiohyötyjä voivat saada vain sellaiset yritykset, toimialat ja valtiot, joiden kilpailukyky riittää markkinaosuuksien valtaamiseen laajenevilta markkinoilta. Ne taas, joiden kilpailukyky ei riitä, havaitsevat jäävänsä kansainvälisen kilpailun jalkoihin. Tässä suhteessa meillä voi olla aihetta huoleen.

Jos tätä yleistä taustaa vasten pyrkii hahmottamaan integraation vaikutuksia Suomen rahoitusmarkkinoihin, nousee kenties päällimmäisenä esiin kysymys siitä, miten Suomen

pankkisektori, joka on vuosikymmenet elänyt säännöstelyn ja mittavien verosubventioiden suojaamissa oloissa, selviää integraatiosta. Pystyykö se aktiivisesti hyödyntämään kasvavien markkinoiden mahdollisuuksia, vai ajautuuko se tehottomana ja kilpailukyvyttömänä puolustusasemiin kansainvälisen kilpailun levittäytyessä Suomeen?

Suomalaiset rahoituslaitokset ovat jo pitkään olleet kansainvälisen kilpailupaineen alaisena ulkomaantoimintojen osalta. Suuri ja pitkälti avoin kysymys on, missä määrin pääomaliikkeiden lopullinen vapautuminen tuo kansainvälistä kilpailua säännöstelyn vielä osaksi suojaamiin rahamarkkinatoimintoihin ja kotitalouskenttään.

Selvältä joka tapauksessa tuntuu, että meidän rahoitussektorimme ja erityisesti pankkisektorimme on huomattavien sopeutumongelmien edessä. Niistä ei nähdäkseen voida selviytyä ilman kustannusten merkittävää leikkaamista, mikä saattaa edellyttää myös tuntuvia rakenteellisia muutoksia.

Jo tähänastisen kokemuksen perusteella on nähtävissä, että rahapoliittinen liikkumatila tulee integraation edetessä edelleen kutistumaan, harjoittamempa omaehtoista kiinteäkurssipolitiikkaa tai kytkemempä markan eurooppalaiseen valuuttajärjestelmään.

Pitkälle viety integraatio, jossa paitsi pääomat ja tavarat myös työvoima voi vapaasti siirtyä maasta toiseen, lisää merkittävästi paineita koko finanssipolitiikan harmonisointiin, ml. yritysten ja kotitalouksien verotus sekä sosiaaliturvajärjestelmät. Tällaisen harmonisoinnin vaikutukset julkisen talouden ja myös koko kansantalouden rakenteisiin voivat olla huomattavat.

Lopuksi

Tällä hetkellä näyttää selvältä, että niin maailmanlaajuinen kuin eurooppalainenkin integraatiokehitys jatkuu vääjäämättömästi. Eriyisen väistämättömältä se näyttää rahoitusmarkkinoiden kohdalla.

Integraatiokehitys on merkittävä, pitem-

mällä aikavälillä kenties mullistavakin asia. Muutosten nopeus on kuitenkin rajallinen. Toisaalta kaikki sopeutumisedellytyksiä aidosti parantavat toimenpiteet vaativat myös aikansa. Mitä nopeammin ja syvällisemmin integraation taloudenpidolle asettamat vaatimukset tiedostetaan ja mitä nopeammin nämä vaatimukset otetaan käytännön toiminnassa huomioon sitä suuremmat ovat mahdolli-

suudet saavuttaa integraatiohyötyjä, jotka ylittäisivät integraatiohaitat.

Integraatiohan ei kylläkään ole nollasummamapeli, koska oletetaan sen keskimäärin parantavan talouden tehokkuutta. Tämä ei kuitenkaan sulje pois sitä mahdollisuutta, että pelissä on myös häviäjiä. Joka tapauksessa siinä on niitä, jotka hyötyvät enemmän ja niitä, jotka hyötyvät vähemmän.

PUHEENVUORO:

ANTTI RÄIKKÖNEN

Tarkastelen puheenvuorossani paria näkökohtaa, jotka ovat viime aikoina kiinnittäneet huomioitani seurattessani rahamarkkinoiden kehitystä »käytännön miehen» maanläheisestä näkökulmasta.

Pankkikilpailu

Puntilan kommentit pankkien kilpailukyvyistä ovat hyvin samantapaisia kuin mitä viime aikoina on julkisuudessa esitetty.

Suomalaisten pankkien palvelut ovat selvästi kehittyneet kansainvälisellä puolella. Varsinkin elektroniset pankkipalvelut ovat erittäin korkealaatuisia ja kestävät tässä suhteessa hyvinkin kansainvälisen vertailun.

Palveluiden hinnoittelun suhteen kansainväliset markkinat ovat kuitenkin erittäin kilpaillut. Niissä oloissa hinnoittelun lähtökohtana ei oikein voi käyttää omaa kustannusrakennetta vaan markkinahintaa, johon omien kustannusten täytyy sopeutua. Tässä suhteessa myös suomalaisilla on vielä parantamisen varaa.

Valuuttamääräyksistä

Osana rahamarkkinoiden integraatiota Euroopassa on valuuttamääräyksiä liberalisoitu tehokkaasti viime vuosina.

Suomessa on edetty omaa vauhtia. Tanskassa valuuttamääräyksistä ei ole enää jäljellä juuri mitään. Ranska on vapautunut nopeasti. Italia aikoo hylätä säännöksensä ensi kesänä ja myös Espanja on valmistautumassa vapaampiin oloihin tässä suhteessa.

Yritysten kannalta valuuttamääräyksistä ei useimmissa Euroopan maissa ole enää juurikaan haittaa käytännössä. Tämä on myös osaltaan tehnyt mahdolliseksi keskittää yritysten rahoitusta omiin kansainvälisiin rahoitusyksiköihin.

Sensijaan tietyissä maissa esim. ulkomaille maksettaviin korkoihin liittyvät veroluonteiset maksut ovat järjestelmän tavallaan korvanneet vanhat valuuttamääräykset käytännön toimintaa hankaloitavina vitsauksina.

Eurocommercial Paper -markkinoiden muutokset

Edelläolevan lisäksi haluaisin kommentoida kehitystä *Eurocommercial Paper*- eli *ECP*-markkinoilla. Viime vuosinahan nämä markkinat ovat käytännössä muodostuneet erääksi keskeiseksi lyhytaikaisen rahoituksen lähteeksi myös lukuisille suomalaisille, kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla toimiville yrityksille.

Muutokset *ECP*-markkinoilla osoittavat selvästi, että myös suomalaisten yritysten toiminta näillä markkinoilla tulee ilmeisesti jonkin verran hankaloitumaan siitä, mitä se on ollut tähän asti. Näiltä markkinoilta hankitun rahoituksen hinta saattaa hienoisesti kohota nykyisestään ja rahoituksen saatavuus ei välttämättä ole yhtä joustavaa kuin tähän saakka.

Eurocommercial Paper -markkinat käynnistyivät 80-luvun alkupuolella. Kyseessä oli lähinnä Yhdysvaltain *Commercial Paper* (US-CP) -markkinoiden eurooppalainen versio, joka kuitenkin toimi väljemmillä säännöillä: esimerkiksi papereita liikkeellelaskevien yritysten *rating* — luottokelpoisuus-