

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-

luokitus — ei ollut pakollinen toisin kuin US-CP-markkinoilla on käytäntö.

Markkinoiden kehityksen alkuvaiheessa tuntui joskus siltä, että kaikki pankit halusivat olla mukana näillä markkinoilla. Varsinaisia edellytyksiä pysyä markkinoilla oli kuitenkin vain kohtuullisen pienellä joukolla pankkeja.

Liikkeellelaskijoiden kannalta viime vuoteen saakka markkinat toimivat hyvin; markkinat neliivät melkein paperin kuin paperin ja yritykset saivat rahoitusta joustavasti ja edullisesti.

Välittäjinä toimineiden pankkien kannalta markkinat kehittyivät hankalaan suuntaan: kova kilpailu asiakkaista ja uusista »ohjelmista» ajoi välityspalkkiot lähes olemattomiin. Kukaan ei markkinoilla tehnyt rahaa pelkästään toimimalla välittäjänä näillä markkinoilla. Tyypillisesti kahden tai kolmen basis-pointin (sadasosa prosenttia) marginaalilla eläminen olisi vaatinut valtavat volyymit kattamaan kiinteät kustannukset. Vain kourallinen suurista välittäjistä pystyi siihen. Heidänkin motiivinaan roikua markkinoilla oli usein se, että he katsoivat näiden markkinoiden kautta kykenevänsä hankkimaan asiakkailtaan muuta, kannattavampaa liiketoimintaa.

Yhä useammat pankit, nimekkäimpänä ehkä *Merrill Lynch*, alkoivat vetäytyä kannattamattomilta ECP-markkinoilta.

Markkinoiden merkittävimmät muutokset tapahtuivat kuitenkin vuonna 1989. Tällöin sattui neljä *defaultia* eli tilannetta, jossa papereiden liikkeellelaskijat eivät kyenneet ajallaan lunastamaan takaisin lyhytaikaisia yritystodistuksiaan.

Merkittävin näistä yhtiöistä oli kuitenkin luottokelpoisuusluokiteltu vielä juuri ennen maksukyvyttömyyttään, mistä on virinnyt luokituksia tekevien yritysten kannalta kiusallinen keskustelu niiden antamien luokitusten luotettavuudesta.

Investoijien reaktio näissä tapauksissa oli *flight-to-quality*: investoijat sijoittivat mieluummin pelkästään korkean luottokelpoisuuden omaaviin papereihin.

Näistä tapahtumista oli seurauksena, että ECP-markkinoilla

- investoijat ovat entistä varovaisempia
- luottokelpoisuusluokituksen merkitys korostuu
- välittäjät ovat tulleet huolellisemmiksi liikkeellelaskijoiden luottokelpoisuuden suhteen
- luottokelpoisuusluokitus tulee hajastumaan entistä selvemmin hinnoittelussa.

Näkymät suomalaisten yritysten kannalta

Ilmeistä on, että ECP-markkinoilta hankittavan rahan suhteellinen hinta tulee jatkossa hienokseltaan nousemaan siitä, mitä se on ollut viime vuosien aikana.

Tämä johtuu osaksi siitä, että välittäjät ovat ryhtyneet ajamaan kiinteiden välityspalkkioiden käytönottoa, jotta markkinat voisivat pitkällä tähtäimellä toimia ja kehittyä. Palkkioiden suuruudeksi on esitetty 3—5 basis-pointia (ja ilman luottokelpoisuusluokitusta oleville yrityksille vieläkin enemmän), joka käytännössä kaksinkertaistaisi välittäjien tästä toiminnasta saamat tulot.

Liikkeellelaskijat eivät tietenkään ole halukkaita nielaisemaan tällaista lisäkustannusta lainanotossaan, mutta merkittäviä paineita hinnan nousuun on kuitenkin olemassa.

Liikkeellelaskijoiden kannalta myös luottokelpoisuusluokituksen merkitys on selvästi korostumassa, jos ne aikovat pysyä ECP-markkinoilla myös jatkossa. Varsinkin vuoden 1989 tapahtumat markkinoilla kiirehtivät tätä tarvetta.

ECP-markkinoilla toimii noin parikymmentä suomalaista yritystä, joista luottokelpoisuusluokitus on vain muutamilla.

Tällä hetkellä ECP-markkinoiden volyymi on noin USD 75 mrd (US-CP yli USD 500 mrd) ja markkinoilla kaikista liikkeellelaskijoista on luokitultaan

- 40 % A1/P1
- 5 % A2/P2—A3/P3
- 55 % luokittelemattomia.

Kuitenkin ulkonaolevasta volyyymista noin 70 % on A1/P1 luokituksen omaavien liikkeellelaskijoiden papereita.

Erään suuren amerikkalaisen pankin arvion mukaan vajaan parin vuoden kuluttua sellaisten papereiden markkinat, joita ei ole luokiteltu, katoavat kokonaan.

Itse en usko aivan näin jyrkkään kehitykseen, sillä aina tulee olemaan esim. pohjoismaisia investoijia, jotka ovat valmiit sijoittamaan pohjoismaisiin, hyvin tuntemiinsa yrityksiin, vaikka niillä ei olisiakaan luottokelpoisuusluokitusta. (Esimerkkinä tällaisesta yrityksestä on vaikkapa *Elektrolux*). Samoin keskieuropasta löytyy aina sijoittajia, jotka ovat valmiita sijoittamaan esim. sveitsiläisen jätikonsernin *Nestlen* papereihin, vaikka yrityksellä ei ole *ratingia*.