

Pankinjohtaja Sinikka Salo
Suomen Pankki

*Esitelmä Suomen Keskusta rp:n 100-vuotisjuhlaseminaarissa "Suomi vuonna 2017"
Helsingissä 22.11.2006*

Euroopan laajuiset rahoitusmarkkinat 2017?

Esitykseni otsikko "Euroopan laajuiset rahoitusmarkkinat 2017?" on varustettu kysymysmerkillä. Kysymysmerkki viittaa siihen, että Euroopassa saattaa olla vuonna 2017 hyvin toimivat, yhtenäiset rahoitusmarkkinat. Toisaalta se viittaa myös siihen, etteivät Euroopan rahoitusmarkkinat välttämättä vielä tuolloin ole aidosti yhtenäiset. Molemmat vaihtoehdot ovat mielestäni mahdollisia.

Rahoitusmarkkinoiden rakenteelliset muutokset tapahtuvat yleensä varsin hitaasti. Viimeisen kymmenen vuoden aikana Euroopan rahoitusmarkkinoilla on kuitenkin koettu suuria muutoksia. Euron käyttöönotto vuoden 1999 alussa yhtenäisti euroalueen rahamarkkinat ja antoi merkittävän sysäyksen myös rahoitusmarkkinoiden muiden lohkojen integraatiokehitykselle. Euron myötä Euroopalle on – ehkä ensimmäisen kerran – avautunut mahdollisuus luoda syvät ja lähes koko mantereen kattavat rahoitusmarkkinat.

Syvien ja hyvin toimivien rahoitusmarkkinoiden luominen euroalueelle on keskeistä pyrittäessä tarjoamaan eurooppalaisille yrityksille niin laajat, avoimet ja yhtenäiset kotimarkkinat kuin mahdollista. On selvää, että ilman yhtenäisiä, rajattomia rahoitusmarkkinoita yhteismarkkinat palveluksille ja tavaroille eivät voi toimia optimaalisesti eivätkä yritykset pääse Euroopan laajuisesti hyödyntämään innovaatioitaan ja tuotteistamaan niitä parhaalla mahdollisella tavalla. Toisin sanoen koko sisämarkkinoiden idea jää puolitiehen, ellei Eurooppaan saada likvidejä syviä rahoitusmarkkinoita ja rajojen ylitse toimivia maksu- ja selvitysjärjestelmiä.

Rahoitusmarkkinoiden eurooppalaisen integraation edistäminen kuuluu myös Suomen Pankin ja koko eurojärjestelmän – siis Euroopan keskuspankin ja euroalueen kansallisten keskuspankkien – tavoitteisiin. Yhdentyminen edistää rahoitusmarkkinoiden kilpailua ja teknistä kehitystä sekä laajentaa ja syventää rahoituksen välitystä. Tätä kautta se tehostaa pääomien käyttöä ja vahvistaa kokonaistuotannon kasvupotentiaalia.

Se, kuinka realistinen tavoite aidosti Euroopan laajuisten rahoitusmarkkinoiden muodostuminen vuoteen 2017 mennessä on, riippuu monesta eri tekijästä. Keskeistä on markkinoiden tämänhetkinen integroituneisuuden aste. Jos markkinoiden yhdentymiskehitys on vielä alkutekijöissään, aidosti Euroopan laajuisten markkinoiden saavuttaminen vuoteen 2017 mennessä on haastava tehtävä. Jos taas markkinat ovat jo nyt yhdentyneet pitkälle ja suunnitelmat mahdollisten aukkopaiikkojen korjaamiseksi ovat jo valmiina, täysin yhdentyneet markkinat voitaisiin saavuttaa jo aikaisemminkin.

Voidaankin siis kysyä, kuinka pitkälle euroalueen rahoitusmarkkinat ovat jo yhdentyneet, millä lohkoilla yhdentymisen on jo edennyt pitkälle, ja mitkä puolestaan ovat ne lohkot, joilla on vielä runsaasti tekemätöntä työtä yhteisten markkinoiden luomiseksi ja vastaavasti runsaasti potentiaalia hyödyntämättä.

Toteutuuko yhden hinnan laki euroalueen rahoitusmarkkinoilla?

Yhden määritelmän mukaan rahoitusmarkkinat ovat täysin yhdentyneet, kun niillä toteutuu ns. yhden hinnan laki. Tällöin samat kassavirrat tuottavien vaateiden hinnat ovat samat riippumatta siitä, missä maassa vaade on alkujaan laskettu liikkeelle tai missä maassa vaateesta on alun perin sovittu.

Rahoitusmarkkinoilla hinta ilmaistaan usein korkona, ja siten rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä voidaan tarkastella vertaamalla samanlaisten vaateiden korkoja eri maissa.

Rahamarkkinakorot – siis pankkien väliset lyhyet korot aina 12 kuukauden maturiteettiin saakka – ovat euron käyttöönoton jälkeen yhdentyneet lähes täydellisesti. Sikäli kun euromaiden välisiä korkoeroja enää lainkaan noteerataan rahamarkkinoilla, nämä ovat hyvin pieniä, enintään prosenttiyksikön sadasosia. Ennen rahaliittoa vastaavat erot saattoivat olla useita prosenttiyksikköjä. Rahamarkkinat siis ovat euroalueen laajuiset, maittaisia rahamarkkinoita ei ole. Ilman tällaista yhdentymistä yhteinen rahapolitiikka ei olisi mahdollistakaan, sillä Euroopan keskuspankki toteuttaa rahapolitiikkansa juuri näiden markkinoiden kautta.

Valtioiden ja yritysten liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjojen korkoeroista maakohtaiset tekijät selittävät nykyisin vain pienen osan tuottoeroista, vaikkakin kansalliset tekijät vaikuttavat vielä jossain määrin joukkovelkakirjojen hinnoitteluun esimerkiksi likviditeettierojen takia. *Osakkeidenkin hinnoittelussa* maakohtaisten tekijöiden vaikutus on vähentynyt euron käyttöönoton myötä yrityksen toimialan merkityksen kasvaessa, mutta on edelleen tuntuva.

Pankkitoiminnan *tukkumarkkinoilla*, jotka perustuvat paljolti rahamarkkinoihin, euromaiden korot ovat nykyisin varsin yhtenäisiä. *Vähittäispankkitoiminnassa* on sitä vastoin edelleen suuria korkoeroja eri euromaiden välillä. Esimerkiksi pankkien myöntämien kulutuslainojen korot vaihtelevat maittain tuntuvasti. Maiden väliset korkoerot pankkien anto- ja ottolainauksessa saattavat osaksi johtua tilastointieroista, mutta osaksi ne epäilemättä ovat todellisia.

Ovatko euroalueen rahoitusrakenteet integroituneet?

Toinen näkökulma yhdentymiskehitykseen saadaan, jos hinnoittelun asemesta tarkastellaan markkinoiden yritysrakennetta tai markkinoiden perusrakenteita kuten maksujärjestelmiä tai arvopapereiden toimitus- ja selvitysjärjestelmiä. Tästä näkökulmasta rahoitusmarkkinoita voidaan pitää täysin yhdenyneinä silloin kun kansallisilla rajoilla ei ole mitään vaikutusta rahoitusmarkkinoiden toimintaan.

Euron syntymisen myötä lisääntynyt kilpailu on pakottanut euroalueen rahoituslaitokset lisäämään tehokkuuttaan viime vuosina. Rakenne on kuitenkin tiivistynyt pääasiassa siten, että on muodostunut entistä suurempia kansallisia yksiköitä, ja rahoituslaitosten kotimaisuusaste on edelleen huomattava. Tätä osoittaa esimerkiksi se, että muiden euromaiden pankkien – eli haarakonttoreiden ja tytäryritysten – osuus pankkitoiminnasta jää useimmissa euromaissa alle 15 prosentin. Suomessakin muiden euromaiden pankeilla on vähäinen markkinaosuus, mutta muiden EU-maiden pankeilla on varsinkin Sampo Pankin myynnin jälkeen merkittävä asema rahoitusmarkkinoillamme.

Pankki- ja muidenkin rahoituspalvelujen vähittäistarjonta on euroalueella edelleen kansallista myösiinä suhteessa, että palveluja tarjotaan ja käytetään vain vähän yli kansallisten rajojen. Esimerkiksi tallettaminen ja lainaaminen internetin kautta maasta toiseen eivät ole juuri yleistyneet euron käyttöönoton jälkeenkään. Tapojen ja tottumusten lisäksi rahoituspalvelujen hankintaa yli rajojen hankaloittavat esimerkiksi lainoissa vakuuksien käyttöön ja talletuksissa maksuliikenteeseen ja ehkä jossain määrin myös talletussuojaan liittyvät kansalliset erot.

Rahoitusmarkkinoiden yhdentymiskehityksessä euroalueella näyttäisi siis tässä vaiheessa päädytyn tilanteeseen, jossa kansalliset markkinat ovat kytkeytyneet entistä tiiviimmin toisiinsa mutta säilyttäneet omat ominaispiirteensä varsinkin vähittäispalveluissa. Hinnoittelu toimii rahoitusmarkkinoiden useimmilla lohkoilla jo ainakin kohtuullisen yhtenäisesti, mutta rakenteissa suuren mittakaavan etuja on kyetty hyödyntämään vain heikosti ja siksi kustannusrakenteet ovat pysyneet raskaina.

Euroalueen rahoitusmarkkinat eivät myöskään kykene vielä tarjoamaan monipuolisia palveluja kaikille markkinaosapuolille kilpailukykyisiin hintoihin. Suuret, globaalisti toimivat yritykset pystyvät epäilemättä toteuttamaan rahoitukseen liittyvät päätöksensä nykyisinkin hyvin kilpailukykyiseen hintaan siitä riippumatta, missä maassa niiden pääkonttori sijaitsee. Pienten ja keskisuurten yritysten samoin kuin kotitalouksien osalta rahoitusinstrumenttien saatavuus on rajoittuneempi, etenkin pienessä maassa, ja nämä markkinaosapuolet saattavat myös kohdata rahoitustoimissaan suuriakin korkomarginaaleja.

Vaikka rahoitusmarkkinoiden yhdentymisessä on saavutettu merkittäviä edistysaskeleita, yhdentymisen hyötyjä ei siis ole vielä ammennettu tyhjiin. Mielestäni asia on pikemminkin päinvastoin, eli aidosti yhtenäisten eurooppalaisten markkinoiden synnyttämisessä olemme korkeintaan vasta puolivälissä.

Rahoitusjärjestelmien perusrakenteet EU:n asialistalla

Euroalueen rahoitusmarkkinoiden lohkoutuneisuutta on muiden tekijöiden ohella pitänyt yllä se, että rahoitusmarkkinoiden monet perusrakenteet kuten vähittäismaksujärjestelmät tai arvopapereiden toimitus- ja selvitysjärjestelmät ovat säilyneet pitkälti kansallisina.

Aidosti yhdentyneisiin rahoitusmarkkinoihin pääsemiseksi Euroopassa tarvitaan sekä lainsäädännöllistä työtä että rahoitusmarkkinoiden eri osapuolten toimia rahoitusmarkkinoiden perusrakenteiden integroimiseksi. Tätä pitkälti julkisuudelle näkymätöntä työtä onkin Euroopassa tehty viime vuosina ja sen tuloksena EU:ssa ollaan toteuttamassa ja suunnittelemassa useita merkittäviä rahoitusmarkkinoiden perusrakenteiden uudistamiseen ja tehostamiseen tähtääviä yhteishankkeita. Tarkastelen tässä niistä lähemmin *kolmea*, nimitäin euromaksualuetta, eurojärjestelmän uutta maksujärjestelmää TARGET 2:ta ja eurojärjestelmän uutta aloitetta arvopapereiden selvitysjärjestelmän luomiseksi, ns. TARGET-Securities -aloitetta.

Tavoite yhtenäisen euromaksualueen luomisesta (SEPA) on hyvä esimerkki pitkäjänteisestä EU-tason yhteistyöstä. EU:n komissio ja eurojärjestelmä pyrkivät kumpikin edistämään euromääräistä vähittäismaksamista euroalueella aluksi pankkien vapaaehtoisen yhteistyön pohjalta. Merkittävää edistystä ei kuitenkaan voitu havaita. Tästä syystä komissio valmisteli ja EU:n neuvosto ja parlamentti hyväksyivät euromaksuasetuksen, jossa määrättiin mm. että 1.7.2003 alkaen pankkien tuli periä rajan ylittävistä euromääräisistä tilisiirroista sama palvelumaksu kuin kotimaisista euromääräisistä tilisiirroista.

Euromaksuasetus nopeutti EU-maiden pankkien yhteistoimintaa vähittäismaksujen alalla. Pankkitoimiala perusti kesäkuussa 2002 Euroopan maksuneuvosto -nimisen yhteistyöjärjestön, joka on asettanut tavoitteekseen toteuttaa yhtenäisen euromaksualueen (Single Euro Payments Area, SEPA) vuoteen 2010 mennessä. Vuonna 2008 on määrä saavuttaa ns. kansalaisten SEPA, eli tuolloin kaikilla euroalueen kansalaisilla olisi käytössään keskenään yhteensopivat, kansallisista rajoista riippumattomat maksutavat. Kansalliset pankkikortit, tilinsiirrot ja suoraveloitukset poistuisivat käytöstä vuonna 2010, jolloin suunnitelman mukaan saavutettaisiin täydellisesti yhtenäinen, koko EU:n ja ETA:n laajuinen maksualue euromääräisille maksuille.

Yhtenäisen maksualueen luominen merkitsee parhaimmillaan kilpailua, toimintojen tervehdyttämistä, kustannusten alentamista ja valintamahdollisuuksien lisääntymistä. Uudet palvelut ja kokonaan automatisoidut transaktiot mahdollistavat kätevämmät, nopeammat ja tehokkaammat liiketoimet koko euroalueen tasolla. On selvää, että tällä on suuri merkitys erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten mahdollisuuksille toimia koko euroalueella. Luonnollisesti myös kotitalouksille tämä on tärkeää.

Sähköinen laskutus ja online-maksut ovat esimerkkejä uusista tehokkaammista maksupalveluista. Näiden käyttöönotossa samoin kuin muussakin maksuteknologiassa Suomi ja muut Pohjoismaat ovat tällä hetkellä edistyneet pitemmälle kuin useimmat muut Euroopan maat. Yksi SEPAn haasteista onkin viedä hyviksi koettuja innovaatioita kansallisista järjestelmistä koko euroaluetta ja EU:ta kattaviksi.

Eurojärjestelmä, siis EKP ja euroalueen kansalliset keskuspankit, on mukana SEPA-hankkeessa ennen kaikkea aktiivisen katalysaattorin roolissa. Eurojärjestelmä voi tukea hankkeen edistymistä erityisesti tilanteissa, joissa päätöksentekijöiden edut ovat keskenään ristiriidassa. Toisaalta eurojärjestelmän on yhdessä kilpailuviranomaisten kanssa pidettävä silmällä sitä, ettei pankkien välinen yhteistyö pääse muodostumaan hintakartelliksi tai muuksi markkina-aseman väärinkäytöksi.

Rahan tukkumarkkinoilla eli suurten maksujen välittämissä järjestelmässä keskeinen kehityshanke tällä hetkellä on eurojärjestelmän uusi maksujärjestelmä TARGET2, joka on määrä ottaa käyttöön asteittain ensi vuoden marraskuusta alkaen. TARGET2 korvaa keskuspankkien nykyisen TARGET-järjestelmän, joka – eurorahoitusmarkkinoiden nykyiselle yhdentymisvaiheelle tyypillisesti – rakennettiin linkittämällä yhteen kansallisten keskuspankkien jo aikaisemmin olemassa olleet maksujärjestelmät.

TARGET2:ssa palvelujen tuotanto on keskitetty ja yksityisillä pankeilla on tarjolla samat palvelut kaikissa euromaissa. TARGET2 on tehokkaampi ja kustannuksiltaan edullisempi kuin edeltäjänsä. Itsessään selvää on, että hinnoittelu on maasta toiseen suoritettaville maksuille sama kuin kotimaisille maksuille. TARGET2 -järjestelmä on myös nykyistä käyttäjäystävällisempi.

Tämän vuoden heinäkuussa EKP ilmoitti, että eurojärjestelmä selvittää mahdollisuuksia tarjota myös *arvopapereiden selvityspalveluksia* TARGET2-järjestelmän yhteydessä. Euromääräisten arvopapereiden kaupat selvitettäisiin kansallisten arvopaperikeskusten asemesta keskitetysti uudessa TARGET2-Securities -järjestelmässä.

Uuden selvitysjärjestelmän kustannuksia ja tehokkuusetuja ollaan vasta selvittämässä, ja on ennenaikaista pyrkiä arvioimaan, millaisia ne ajan oloon tulisivat olemaan. Kun selvitystoiminnassa – kuten rahoitusmarkkinoiden peruspalvelujen tuotannossa yleensäkin – suuren mittakaavan edut ovat huomattavat, TARGET2-Securities saattaa mahdollistaa tuntuvat kustannussäästöt, ei vain pelkästään yli rajan tehtävissä arvopaperikaupoissa vaan arvopaperikaupassa yleensä. Tunnettuahan on, että kustannukset tällä alueella Euroopassa ovat moninkertaiset verrattuna Yhdysvaltojen keskistettyyn arvopapereiden selvitys- ja säilytysjärjestelmään. On selvää, että eurooppalaisten yritysten pääoman hankinnan ja yleisesti arvopaperimarkkinoiden kehittymisen kannalta tällä hankkeella olisi toteutuessaan suuri merkitys.

Samat kustannussäästöt voitaisiin luonnollisesti saada aikaan – ainakin periaatteessa – myös yksityisen sektorin toimin, mutta merkkejä yksityisen selvitystoiminnan rakenteen merkittävästä tiivistymisestä ja muista tehostustoimista on ainakin toistaiseksi ollut nähtävillä vain niukalti.

Uusien, koko euroalueen tai jopa koko EU:n kattavien järjestelmien rakentaminen vaatii tuntuvia kustannuksia eikä ole muutenkaan helppoa. Monissa tapauksissa törmätään kipeisiin kansallisiin ja institutionaalisiin eturistiriitoihin, joihin ei välttämättä ole tarjolla helppoja, kaikille osapuolille tyydyttäviä ratkaisuvaihtoehtoja. Näin on asianlaita erityisesti niissä tapauksissa, joissa suurtuotannon skaalaedut ovat huomattavat ja "luonnollinen" ratkaisu olisi toimijoiden lukumäärän rajoittuminen yhteen.

Yleensäkin rahoitusjärjestelmien perusrakenteiden uusimisesta keskusteltaessa huomio helposti kiinnittyy lyhyen aikavälin kustannuksiin ja eturistiriitoihin. Samalla taustalle saattavat jäädä saavutettavissa olevat pidemmän ajan hyödyt, jotka ajan oloon ovat aivan eri kertaluokkaa kuin kustannukset.

Useiden realistisilta vaikuttavien arvioiden mukaan euroalueen bruttokansantuotetta voitaisiin kasvattaa kymmenessä vuodessa jopa useilla prosenttiyksiköillä – siis jopa prosentin kymmenyksillä vuodessa – jos rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen tiellä vielä ovat esteet saataisiin kokonaan purettua.

Uskon, että nämä arviot antavat kohtuullisen hyvän kuvan hyvin toimivien ja syvien rahoitusmarkkinoiden taloudellisesta merkityksestä Euroopassa.

Johtopäätöksiä

Hyvät kuulijat! Hyvin toimivat, Euroopan laajuiset rahoitusmarkkinat ovat keskeisessä asemassa, kun EU pyrkii rakentamaan taloudellisesti yhtenäistä ja dynaamista Eurooppaa, mikä on myös Suomen etu.

Euron käyttöönoton myötä rahoitusmarkkinoiden yhdentymiskehityksessä on saavutettu merkittäviä edistysaskeleita. Ehkä tärkein rahoitusmarkkinoiden lohkoutumista edelleen ylläpitävä tekijä on juuri rahoitusmarkkinoiden perusrakenteet, jotka ovat edelleen pitkälti kansalliset.

Näköpiirissä on lähivuosina useita hankkeita, joiden toteutuminen edistää merkittävästi Euroopan laajuisen rahoitusmarkkinoiden syntymistä nimenomaan tehostamalla rahoitusmarkkinoiden perusrakennetta. Eurojärjestelmä ja sen mukana Suomen Pankki osallistuu rahoitusmarkkinoiden perusrakenteiden tehostamiseen aktiivisesti paitsi rahaviranomaisena myös markkinaosapuolena ja palvelujen tarjoajana.

Järjestelmähankkeiden toteutuminen ja markkinoiden muutenkin jatkuvasti etenevä lähentymiskehitys tekee euroalueen laajuisista yhtenäisistä rahoitusmarkkinoista realistisen ja jopa todennäköisen vaihtoehdon vuoteen 2017 mennessä. Minusta onkin syytä olla EU:n rahoitusmarkkinoiden tulevan yhdentymiskehityksen suhteen optimistinen. Edut aidosti yhtenäisten rahoitusmarkkinoiden luomisesta ovat kustannuksiin verrattuna yksinkertaisesti liian suuret, jotta voisimme jättää ne hyödyntämättä. Optimismi ei kuitenkaan merkitse sitä, että kehitys toteutuisi ilman kaikkien osapuolten vahvaa sitoutumista. Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen tärkeys onkin pidettävä poliittisella asialistalla sekä meillä Suomessa että EU:n tasolla.

Rahoitusmarkkinoiden ja erityisesti niiden instituutioiden yhdentyminen asettaa haasteita myös *rahoitusmarkkinoiden valvonnalle*. Voidaankin kysyä, voiko valvonnan nykyinen kotivaltioperiaate – jonka mukaan pankin valvonnasta vastaa sen maan viranomainen, jossa kyseisen pankin toimilupa on myönnetty – säilyä voimassa, jos ja kun rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen etenee merkittävästi nykyistä pitemmälle. Valvonta ei saisi jäädä jälkeen markkinoiden kehityksestä. Rahoitusmarkkinoiden integraation edetessä tarve vahvoille yhteisötason instituutioille on varsin ilmeinen, eikä täysin voida sulkea pois sitäkään mahdollisuutta, että EU:n rahoituslaitoksia valvotaan jo vuonna 2017 tavalla tai toisella keskitetysti. Tämä edellyttää syviä muutoksia rahoitusvalvontaa koskevaan jäsenvaltioiden ja yhteisötason lainsäädäntöön, ja näin ollen huomattavaa poliittista yksimielisyyttä ja tahtoa välttämättömien muutosten aikaansaamiseksi mieluummin markkinoiden tarpeita ennakoivasti.