

Alexander K. Swoboda

**Ongoing Changes in Finnish Financial Markets
and Their Implications for Central Bank Policy**

**Suomen rahoitusmarkkinoiden muutokset ja
niiden vaikutukset keskuspankkipolitiikkaan**

ISBN 951-686-117-2
ISSN 0355-6034

PREFACE

As in all western industrial countries, financial and foreign exchange markets in Finland are currently undergoing far-reaching structural change. During the past few years, the Bank of Finland has been forced to adapt itself to rapidly changing conditions and to consider its own role in fostering institutional change. To this end, the Bank is examining various alternative models of operation. So as to obtain an outsider's view, the Bank invited Professor Alexander K. Swoboda to pay a few weeks' working visit to Finland in August 1985. Professor Swoboda is Professor at the Graduate Institute of International Studies and the Director of the International Center for Monetary and Banking Studies in Geneva, Switzerland. He has published scientific studies on the effects of monetary policy on open economies and worked as a consultant, e.g., for the World Bank.

Professor Swoboda prepared this paper on the basis of conversations conducted in Finland. There is every reason to expose his work to wider discussion, as it deals with issues on which it will probably be necessary to take a stand in the future, both at the Bank of Finland and elsewhere. The original English version of the paper has also been translated into Finnish, and both are now published together in this volume. The paper was translated into Finnish by Kristina Puranen and the Finnish language was revised by Annikki Leukkunen.

Helsinki, May 1986

Rolf Kullberg

ESIPUHE

Raha- ja valuuttamarkkinat ovat huomattavassa muutosvaiheessa kaikissa läntisissä teollisuusmaissa kuten myös Suomessa. Suomen Pankki on muutaman viime vuoden aikana joutunut sopeutumaan nopeasti muuttuviin olosuhteisiin sekä harkitsemaan omaa osuuttaan institutionaalisten muutosten edistämiseksi. Tässä tarkoituksessa pankissa tarkastellaan erilaisia vaihtoehtoisia toimintamalleja. Ulkopuolisen näkökannan saamiseksi pankki kutsui professori Alexander K. Swobodan muutaman viikon työvierailulle Suomeen elokuussa 1985. Prof. Swoboda toimi mm. Genevessä sijaitsevan Graduate Institute of International Studies -laitoksen professorina ja International Center for Monetary and Banking Studies -laitoksen johtajana. Hän on julkaissut tieteellisiä kirjoituksia rahapolitiikan vaikutuksista avotalouteen ja toiminut mm. Maaailmanpankin konsulttina.

Suomessa käymiensä keskustelujen pohjalta prof. Swoboda on laatinut tämän katsauksen. Hänen työnsä on hyödyllistä saattaa myös laajemmin keskustelun kohteeksi, sillä siinä käsitellään kysymyksiä, joihin tulevaisuudessa todennäköisesti joudutaan ottamaan kantaa sekä Suomen Pankissa että muualla. Englannin kielellä kirjoitettu katsaus on käännetty myös suomeksi; nämä julkaistaan yhtenä niteenä. Katsauksen on suomentanut Kristina Puranen ja kieliasun tarkistanut Annikki Leukkunen.

Helsingissä toukokuussa 1986

Rolf Kullberg

ONGOING CHANGES IN FINNISH FINANCIAL MARKETS
AND THEIR IMPLICATIONS FOR CENTRAL BANK POLICY

Alexander K. Swoboda

Graduate Institute of International Studies and
International Center for Monetary and Banking Studies,
Geneva, Switzerland

Work on this paper was begun during a stay at the Bank of Finland in August 1985. A preliminary version was presented at the Bank in December 1985. Very helpful conversations with many members of the Bank, too numerous to be enumerated here, are gratefully acknowledged. The conclusions and interpretation are strictly my own.

CONTENTS

	page
Introduction	11
1 Recent Changes in Finnish Financial Markets	12
2 The Present System: How Viable?	17
3 Capital Mobility, Autonomy, and the Exchange-Rate Regime	20
4 External Versus Internal Financial Liberalization	24
5 Internal De-Regulation	28
6 Concluding Remarks	30

INTRODUCTION

Financial markets, both national and international are everywhere undergoing rapid change with the end nowhere in sight. Fierce competition both within the banking sector and among banks and non-bank financial intermediaries knows few national boundaries and relentlessly exploits regulatory loopholes. Technological change combines with creative financial engineering to give birth to a spate of new financial instruments and novel management techniques, notably with respect to the management of the balance sheets of financial intermediaries. "Securitization" of bank assets and liabilities is one prominent example. Partly as a result, traditional distinctions between bank and non-bank financial intermediaries are becoming blurred. These changes raise fundamental and difficult questions for the monetary, regulatory, and supervisory authorities of most industrialized countries. Policy choices can hardly be avoided in an interdependent world where capital is mobile and competition - not least in national de-regulation - is fierce. It would be surprising, indeed it would be worrying, if Finnish financial markets could entirely escape these changes, and Finnish policy-makers bypass these choices.

It is in many ways presumptuous for an outsider to pass judgement on ongoing changes in Finnish financial markets and their implications for central bank policy. My excuse, beyond being given the brief by those who should perhaps have known better, is that innocence may allow an outsider to see parts of the forest emerging from the trees and to question assumptions and policies that are sometimes taken as immutable when they, in fact, may not be.

The nature and implications of financial change in the Finnish economy is a vast subject indeed on which much has already been written. The aim of this paper is neither to survey the existing

literature nor to present a detailed and exhaustive analysis of all the policy issues these changes raise. Instead, I will be highly selective trying to emphasize a number of questions of immediate interest: the advantages and disadvantages of the present system; the implications of increased international capital mobility for the autonomy of monetary policy and the choice of an appropriate exchange-rate regime; the proper sequencing of external and internal financial liberalization; the desirable shape of internal financial de-regulation. These four issues are taken up in turn in parts 2 to 5 of the paper. Lest the discussion be too disembodied, part 1 highlights the main changes that have recently occurred in Finnish financial markets as well as the respective roles of regulatory changes and competition in reshaping the country's financial landscape. The broad implications for policy are sketched in the concluding section of the paper.

1 RECENT CHANGES IN FINNISH FINANCIAL MARKETS

It would indeed have been surprising to see Finland escape the deep-seated changes that have occurred in financial markets both internationally and in many industrial countries individually. In some ways, however, the pace of change has been slower in Finland than in other OECD countries, beginning to pick up mildly in the mid-seventies and accelerating sharply only in the 1980's, especially since the beginning of 1984. In particular, the pace of internationalization and deregulation of capital markets has been much slower than that of goods markets. Thus, whereas the share of imports or exports in GNP increased from less than 10 % in the 1950's to over 30 % in the 1980's, the share of foreign assets in commercial banks' portfolios stood at a very modest 3.9 % as recently as 1970, had increased to a still modest 12.4 % in 1980,

but had reached 21.1 % by end 1984.¹ In fact, the growth of "unregulated" activities of commercial banks and that of non-bank financial intermediaries dates back only to the 1970's and remained quite small until the 1980's.

To assess the nature of recent changes in Finnish financial markets and their implications, it will be convenient first to describe, very briefly only as this is well-chartered territory, the "traditional" Finnish system of the seventies, next to list the main changes that have occurred since (including changes in policy), and finally to comment briefly on the respective role of competition and regulatory change in bringing about the present hybrid system.

A caricature of Finland's financial system of the sixties and seventies would go as follows. A predominant share of the flow of savings is channeled from surplus to deficit units by financial intermediaries, equity and bond markets playing a relatively minor role. Among the financial institutions, an oligopolistic banking system takes the lion's share of credits to the public (in 1975, some 49 % of such credits emanate from deposit banks, 24 % from other financial institutions, 12 % from the government, 15 % from abroad). Interest rates on loans and deposits are heavily regulated. A ceiling on (average) loan rates is imposed by the Bank of Finland. As for deposit rates, they are set at a uniform level by mutual agreement among deposit-taking institutions in a cartel-like arrangement. The incentive for preservation of the cartel is legislation that grants tax exemption on bank deposits of households, provided uniform interest rates are applied by banks. As a result the margin between "regular deposit" rates and loan rates has tended to be quite high. At the same time, banks have been protected from foreign competition by relatively severe exchange controls.

Monetary control, in that traditional model, was exercised by lowering the borrowing quotas at the central bank assigned to

¹Unless otherwise noted, figures in this section are from OECD Economic Surveys, Finland.

individual banks, or raising the discount rate applicable to such borrowings, or raising the penalty schedule applicable to borrowings in excess of the quota. Monetary tightening thus resulted in a decrease in the profitability of lending at existing loan rates and, with given regulated loan rates, in quantity rather than price rationing. Though simplistic, this description provides a useful rough model of the Finnish system of the early seventies.

With rising interest rates worldwide, the lowering of the "transport cost" of financial services implicit in the telecommunications revolution, and the increasing internationalization of Finland's economy, the rents afforded by existing regulations increased sharply and, with them, the incentive to compete them away. On the lending side, unregulated lending and off-balance sheet activities in particular through the acquisition of finance companies by banks began to develop in the seventies. Similarly, banks began to offer unregulated higher-yielding (taxable) deposits and their foreign and foreign-currency liabilities began to account for an increasing share of their balance sheets. Increased competition thus took the form both of a rise in the share of traditional but "unregulated" bank assets and liabilities and of the development of new (for Finland) instruments.

That these changes are of recent origin is supported by the figures in the following table:

UNREGULATED FINANCIAL INTERMEDIATION BY COMMERCIAL BANKS

End of year	Unregulated lending as % of total FIM lending	Unregulated deposits as % of total FIM deposits
1979	17	3
1981	22	5
1983	27	21
1985	35	30

Note: Includes balance sheet and off-balance sheet trust department lending and deposits of commercial banks and their finance companies.

Source: Bank of Finland

One noteworthy feature of these figures is that the growth of unregulated lending precedes that in unregulated deposits. The belated rise in unregulated deposits was finally brought about by increasing competitive pressure on Finnish banks from other intermediaries, from foreign banks established in Finland (especially after they gained access to the call money market in early 1984), from direct finance by companies together with banks being eventually allowed to "pass through" part of the higher cost of deposit rates to lending rates (since early 1983).

The introduction of new instruments is also noteworthy. Among these one may mention new forms of bonds and debentures, the increasing use of finance companies, certificates of deposit, foreign-currency instruments and an increase in forward transactions. Loan techniques have also been changing, packages combining several traditional instruments becoming quite frequent. By international standards, however, the menu of financial instruments available on the Finnish market remains quite limited.

These changes in the financial markets have been accompanied by a number of regulatory modifications and by an important change in methods of monetary control. The attitude of the authorities on regulation has been rather passive but, with a few exceptions, supportive of changes in the financial system. Thus, the Bank of Finland has allowed banks to pass through a portion of changes in their costs of funds onto lending rates; it has regulated the average lending rate, leaving some freedom to the banks to price loans individually over the spread around the average. Allowing foreign banks established in Finland to participate in the call money market has proved a significant spur to competition. The Bank's implementation of foreign-exchange controls has been, until recently, relatively liberal. Very recent prohibitions on the sale of debentures to non-residents and limits to firms' forward exchange transactions, however, constitute a reversal of this more liberal attitude. Finally, a further and substantial de-regulation of lending rates took place in the beginning of 1986.

It is with respect to changes in the technique of monetary control that Bank of Finland practice has been modified most radically. The quota cum penalty schedule system has been gradually replaced by intervention (together with broadened reserve requirements) in the call money market, whose development the Bank of Finland has actively supported. Monetary policy thus acts now more than in the past on the cost rather than on the quantity of credit. It is implemented by variations in unregulated interest rate, price rationing thus replacing to a large extent quantity rationing. The system, however, is a hybrid one since a large fraction of lending and deposit-taking is still subject to interest-rate regulation. As a result, elements of quantity rationing subsist: a rise in unregulated rates brought about by a tightening of monetary policy still lowers the profitability of regulated lending and can be expected to lead to quantity rationing in that market (and to some disintermediation in the regulated deposit market). At the same time, greater variability of interest rates has resulted in a rise in offsetting capital flows, which may help explain why the Bank has recently been more restrictive in its exchange-control policies. At the same time, however, increasing international financial transactions have made Bank of Finland forward market intervention an important instrument of monetary and reserve-management policy.

In summary, then, the present Finnish financial system is a hybrid one where regulated and unregulated markets and transactions co-exist. It is probably fair to ascribe the changes that have taken place over the past ten years not so much to a deliberate policy of de-regulation on the part of the authorities as to the market's reaction to existing regulations under the spur of competition, not only from abroad but also from residents seeking to appropriate the rents created by these regulations.

2 THE PRESENT SYSTEM: HOW VIABLE?

A major concern is whether the present hybrid financial system of Finland is viable, what its advantages and disadvantages are, and what shape "reform" if any should take place. This section examines the first two of these three questions.

There is little doubt that the present financial system is an improvement over its predecessor caricatured above, if only because the latter could not have survived in an increasingly interdependent world in which financial technology is changing rapidly. There is even less doubt that the present system will change in the future, and most likely quite rapidly. The only question is whether change should be encouraged, whether there should be more regulation or less. To answer that question, it might be useful to begin by asking what the purposes of existing regulations are and whether they meet their stated aim.

Financial regulations usually have one, or several, of three aims: to redistribute resources towards some sector of the economy or population; to insure the stability and soundness of the financial and monetary system; and to preserve the autonomy of domestic monetary policy in an interdependent world economy.

As an example, consider the aims of regulating loan rates and of making interest on household deposits tax-free. The "obvious" aim would be, on the one hand, to encourage investment, especially in housing, by keeping interest rates low and, on the other hand, to encourage lower-income households to save by giving them a tax break on the only financial asset they are reputed to hold, bank deposits.² The actual results of the measures, however, are likely to be quite different from the purportedly desired ones. The

²In the case of Finland, the "encouragement of saving" argument is not very relevant, at least currently, in view of high marginal tax rates and of tax exemptions on government bonds.

tax-free provision acts as a subsidy to deposit holdings (and hence mainly as a subsidy to banks) at the expense of other assets (and hence acts as a tax, among others, on equity); moreover, the major part of the subsidy will go to owners of capital in high tax brackets and not to the small depositor in a low tax bracket. The artificially low regulated interest rate is likely to lead to credit rationing and, hence, will tend to discriminate against small as well as newly established firms. Finally, insofar as these regulations act as a subsidy to home ownership, they tend to result in an increase in housing prices rather than as a spur to lower housing costs. These may all be laudable goals, but would legislation regulating loan rates and exempting deposits of taxes be passed if these were the explicit aims of its sponsors?

Interest-rate regulation is sometimes also advocated on stability and soundness grounds. In its absence, interest rates would be so variable as to threaten the stability of the financial system and so high as to lead to imprudent borrowing. Whatever the worth of these arguments, they are valid only if all interest rates are regulated. If not, controlling, for instance, only bank rates will tend to lead to disintermediation and re-intermediation as interest rates vary, a form of financial instability. Moreover, to the extent that the unregulated market has to bear the burden of price adjustment when the demand or supply of credit shifts, unregulated rates are likely to become more volatile as a result of the existence of an important regulated segment of the financial market. This argument is relevant in the case of Finland where it has been noted that shifts in the stance of monetary policy may result in higher fluctuations of (unregulated) interest rates than would otherwise occur, thus exacerbating the problem of offsetting capital flows.

Finally, there is the policy autonomy argument for controls over capital movements. This argument will be discussed in more detail in the next part of this paper. Suffice it to say here that capital controls may not contribute much to their stated aim in a world in which goods markets are closely integrated. In such a world they

may instead have mainly redistributive effects, acting as a subsidy to domestic owners of capital to the extent that a capital inflow is being suppressed by the controls, and often discriminating against small firms and in favour of large ones.

Even if a regulation achieves its stated aim, its success in this respect must be weighed against the costs of its side-effects. Such side-effects include, in addition to the potential distributional and de-stabilizing consequences touched on above, the losses in efficiency and welfare associated with the distortions in resource allocation entailed in the controls. Such losses will be the higher, the higher the elasticity of demand and supply of the commodities whose exchange is being taxed or subsidized by the regulation. The reason is simply that the higher these elasticities the greater the shift from one good to another, hence a given price distortion per unit is being multiplied by a larger number of units. This is quite a serious problem in the case of financial assets where international and domestic competition are fierce. By the same token, the scope for destabilizing dis-intermediation in the face of partial regulation is large in such a competitive world.

One implication of these arguments for Finland is that the present hybrid system, with its combination of regulated and unregulated markets, may well not be sustainable. The unwanted side-effects of the current system and market pressure for modification of present controls are likely to mount rapidly. The choice will then be between reverting towards tighter and universal control and moving towards de-regulation of some type. On the assumption that Fortress Finland is neither a desirable nor a viable option, the remainder of this paper discusses a number of issues that bear on the shape de-regulation could take. Before proceeding I want to emphasize that by de-regulation I do not mean no regulation but a change in regulation that allows for monetary control, financial stability, and increased efficiency.

3 CAPITAL MOBILITY, AUTONOMY, AND THE EXCHANGE-RATE REGIME

Monetary control in Finland, then, has been evolving from a system where monetary policy is effected through changes in credit availability with little effect on interest rates to one in which it affects the economy through changes in the demand for credit brought about by variations in interest rates. This evolution may well improve the effectiveness of monetary policy and decrease the equity and stability problems implied by monetary tightening under a system of credit rationing. An often expressed fear, however, is that these potential gains in effectiveness will be offset by capital flows in an economy that adheres to fixed exchange rates when capital movements are highly responsive to interest-rate differentials. Capital flows into Finland in 1984 as monetary policy was being tightened are often taken as an example. The issue is whether capital controls should be tightened and/or the exchange rate be allowed to float (or at least change frequently) in order to preserve monetary autonomy.

To answer that question it is important to start by asking what it is, in the first instance, that monetary policy can achieve in a small highly open economy and what it is that is being given up by the adoption of fixed rather than floating exchange rates, on one hand, and by not controlling capital movements, on the other hand. Consider, first, the medium to long run where neoclassical neutrality propositions can, broadly speaking, be expected to hold. In that run and under floating exchange rates monetary policy can be expected to control the price level, the rate of inflation, and the level of nominal interest rates, but little else. In that same run and under fixed exchange rates, monetary policy controls the stock of international reserves through its ability to control the proportion of the (endogenous) money stock that is being backed by domestic credit; as for the price level, inflation, and interest rates, these will be controlled by the choice of an exchange-rate peg as, for a small open economy, the long-run value of these variables will be closely tied to their evolution in the country or

bloc to whose monetary unit the domestic currency is being pegged. It is important to note that these conclusions are independent of the existence of capital mobility. In the long run then, monetary policy under floating rates and the choice of a peg under fixed rates are essentially alternative procedures for controlling the price level.

In the short-run, monetary policy can of course be expected to affect the real interest rate, relative prices including the real exchange rate, and the deviation of output from trend. This will be true under fixed as well as flexible exchange rates, at least as long as capital mobility is not extremely large. Nevertheless, activist, fine-tuning, use of monetary policy would seem to call for adoption of floating rates for at least two reasons. First, movements of the nominal exchange rate combined with short-run price-level and wage rigidities can play a crucial role in the transmission of movements in the money stock to output and employment notably by effecting over-all profitability and relative profitability in the traded and non-traded goods sectors. Second, using variations in the money stock to stabilize output and employment under fixed rates creates serious balance of payments problems in the well-known dilemma cases where unemployment is combined with a payments deficit or where inflation is accompanied by a payment surplus. It is in these cases that capital movements will tend to offset monetary measures and result in a loss of autonomy.

Note, however, that this autonomy is in any event confined to the short-run. Note also that when capital mobility is very high, the short-run effectiveness of fiscal policy as an output and employment stabilizer will tend to be quite low under floating rates but rather high under fixed rates; what autonomy you lose under one regime you gain under the other. Note, finally, that amplification phenomena (vicious or virtuous circles) may occur under floating rates when expectations lack an anchor - as might occur when confidence in the fine-tuning capacities of the

authorities is low - singularly complicating the exercise of policy autonomy.³

What, then, of the argument that if Finland wants to keep its policy of pegging the exchange rate, it should adopt more stringent controls over capital movements? This is not a convincing argument to me for five reasons. First, controls over capital movements are difficult to enforce and will become increasingly so as the internationalization of economic transactions proceeds. Second, the efficiency losses associated with such controls will also increase through time. Third, the autonomy of monetary policy does not exist under fixed rates, whether capital movements are allowed or not, except in the very short run: integration of goods and services markets is sufficient to rob national monetary policy of its independence in the long run under fixed rates in any event. Fourth, capital mobility enhances the effectiveness of domestic credit policy as a tool for controlling the over-all balance of payments in the short run and the stock of international reserves in the long run. Fifth, it should be possible to devise a policy mix that is effective (in terms of macro stabilization) without controls on capital movements, a theme which will be taken up briefly further below.

One may argue, however, that if monetary policy is the only available tool of stabilization policy, if the offset coefficient

³It is of course impossible to give an exhaustive discussion of the factors entering the choice of an exchange-rate regime here. In particular, the role of floating rates in insulating an economy from foreign shocks is not pursued in the text. One may note, however, that recent econometric evidence casts doubt on the strength of this insulation for a small open economy, in this instance Switzerland. See H. Genberg and A.K. Swoboda, External Influences on the Swiss Economy under Fixed and Flexible Exchange Rates, (Grüsch: Verlag Ruegger, 1985).

in Finland is fairly high and rising,⁴ and if a tightening of capital controls is rejected on the grounds of their inefficiency and ineffectiveness, the alternative is to increase the degree of exchange-rate flexibility, e.g., by allowing the markka to float within a wider band or by proceeding to more frequent changes in the central peg. There are arguments against such a policy. The first is simply that recent experience shows that cyclical stabilization seems compatible in Finland with pursuit of a fixed exchange rate. Second and related, a properly run fiscal policy should alleviate the stabilization burden falling on monetary policy. Third, a fixed exchange rate provides an anchor for expectations (and a constraint on policy) that exerts a generally stabilizing effect on the economy.

Assuming that Finland continues to adhere to a pegged exchange rate and that there is no increase in capital controls, a number of questions nevertheless remain. A first question is what should the markka be pegged to? This question is well beyond the scope of this paper and it will not be pursued here beyond noting that it is not clear that the present basket is optimal from an economic point of view. In particular, it is not clear that using trade weights to define the basket is appropriate if the optimality criterion is to stabilize the markka level of traded goods prices, a criterion that may well be adopted if the goal is to ensure price stability and to provide an anchor to expectations.

⁴The offset coefficient, defined as the proportion of a change in the domestic money supply that leaks abroad through capital flows, has been variously estimated to range between 40 % and 85 % for Finland; low figures are obtained for early periods with high controls and exchange-rate variability - high figures for more recent periods with less controls and a stable exchange rate. Note that these values of the offset coefficient still leave considerable scope for the use of monetary policy as a countercyclical device in the short run where trade flows and the policy regime can be assumed given. However, that run is likely to be very short chronologically to the extent that trade flows will also change to offset variations in the domestic money stock and to the extent that capital movements are amplified by speculation on devaluation or revaluation (a change in the regime) whenever countercyclical use of monetary policy results in large external payments disequilibria.

Second, one might well ask what the appropriate mix of macroeconomic policies for Finland might be, given that capital controls are not reinforced and the markka remains fixed. This again goes well beyond the scope of this paper. One may suggest, however, that the role of monetary policy should principally be to deal with the balance of payments. It can still play a supportive stabilization role over the cycle, avoiding excessive tightness (looseness) in periods of recession (inflation), provided fiscal policy is itself countercyclical. Respect of this proviso is essential and substantial progress on that score seems to have been achieved in Finland since 1977.⁵ That leaves policies conducive to long-run growth. Here stability in short-run macroeconomic policies and proper structural, or supply-side, policies are of the essence. These include insuring efficiency in the financial system, the issue to which we now return.

4 EXTERNAL VERSUS INTERNAL FINANCIAL LIBERALIZATION

The economist's ideal economy is a competitive one where markets function freely, where prices provide accurate information on economic scarcity, where policy introduces no distortions, where existing distortions are corrected by first-best measures (taxes or subsidies at the source of the distortion), where income is redistributed by non-distortive lump-sum taxes and transfers, and where wise authorities insure not only the stability of prices but also the soundness of the financial system. Whether one will ever

⁵Though too much reliance cannot be placed in fiscal policy as an active countercyclical device for familiar reasons, automatic stabilizers can be built in. It should also be noted that in a closely interdependent world, business cycles in a small open economy will be largely ruled by foreign developments and domestic fiscal policy will often influence the current account as much or more than output and employment.

see such an economy is a moot question; a more interesting one is how to start to move on the long road from here to there. Specifically, assuming that it is desirable eventually to have a free financial market within Finland and freedom for capital to cross the border both ways, how should the transition take place? In what order and how fast? The remainder of this paper deals with some of the issues raised by these questions. This section asks whether regulations on internal or external capital transactions should be removed first; and which capital movements should be liberalized, which controlled. The next section deals with internal regulations.

The proper sequencing of capital market liberalization is an interesting question which is quite relevant to the case of Finland.⁶ The issue is whether exchange controls or domestic financial regulations should be removed first. To my mind, there are three reasons why one would want to de-regulate the internal market first and reduce exchange controls later. There are also arguments for the reverse sequence.

The first argument for prior internal reform is based on welfare considerations (and is related to a point made in section 2, above). The volume of transactions in Finnish assets will most probably increase with liberalization of capital movements; to the extent that the prices of these assets are distorted by existing internal regulation, the "total amount of distortion" (volume of transactions times distortion per unit) or, if you prefer, the total loss of welfare, is likely to increase with the increase in transactions attendant on external liberalization. A related way to state the same proposition is to argue, as Anne Krueger has, that:⁷

⁶Here we borrow a leaf from the recent development literature which asks whether the trade or the capital account of the balance of payments should be liberalized first. For a summary, see S. Edwards, "The order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries," Essays in International Finance No. 156, (Princeton: December 1984).

⁷A.O. Krueger, "The Problems of Liberalization", unpublished paper, World Bank, 1983, as quoted in S. Edwards, op. cit., p. 9.

"Since exchanges of assets are exchanges of capitalized values of income streams, income streams generated by distorted prices are probably the inappropriate ones at which to trade. It would then follow that capital account liberalization should not be undertaken unless both current account and domestic financial transactions are already liberalized."

A second argument is that removal of exchange controls is likely to exacerbate the disintermediation phenomena created by partial domestic financial regulation. For instance, it is not only domestic lenders that would shift out of regulated assets as interest rates rose but also non-residents; furthermore the disintermediation may not only be towards direct finance at home but also towards foreign borrowers, further exacerbating the problem.

The third argument is not a strictly economic one but partly a political one. As it is often easier to blame the foreigner, one may fear that removal of external controls may be rapidly reversed when its consequences conflict, as in the above example, with internal regulation. There is, conversely, an argument for prompt removal of external controls: that their removal will make internal regulations so intolerable that the latter will have to be removed also. In fact, there are many countries where the domestic financial system would not survive the removal of exchange controls for very long unless domestic regulations were abolished.

On balance the weight of purely static economic arguments would seem to favour the removal of internal controls first. There are, however, reasons why one would want to liberalize external controls, at least to some extent, at the same time as one de-regulates internal markets. In the first place, the starting point is where internal and external financial transactions are already liberalized to some extent and harmonization would be desirable to avoid gross distortions. Second, it has been argued that existing capital account controls are largely ineffective at curbing over-all variations in capital in- and outflows but act mainly to distort the

composition of capital flows; in that case, they serve no useful macroeconomic purpose. Third, net capital flows do serve two useful purposes and should therefore not be entirely suppressed: on the one hand, they act as a signal that something is wrong with domestic policy when they run counter to over-all payments equilibrium; on the other hand, they can be exploited by domestic monetary policy to ensure convergence to over-all payments equilibrium. Finally, there is one peculiar feature of Finnish internal lending-rate de-regulation that weighs in favour of prompt external liberalization. To the extent that there are cartel-like arrangements and/or a lack of competition in internal financial markets, international competition is the most effective means of ensuring that the lending-rate de-regulation does not result mainly only in an increase in financial intermediary profitability and in an increase in domestic lending rates.

Even if exchange controls are only removed gradually, or later, there is room for changes in the existing structure. There is one feature of Finnish controls which strikes this observer as odd. Long-term capital movements are fairly tightly controlled whereas short-term movements are not. The distinction between these two types of capital movements is, on one hand, arbitrary and one suspects that the result of the differential treatment is principally to distort the time profile of borrowing and lending rather than to change its volume significantly. On the other hand, one could argue that where autonomy is the motivation for exchange controls, it would be more appropriate to regulate more tightly interest-sensitive short-term capital flows rather than long-term ones, if any distinction is to be made.

One general implication of this remark is that a case can be made for unifying external controls in order to avoid creating distortions additional to those already implicit in the average level of these controls.

5 INTERNAL DE-REGULATION

Supposing that internal de-regulation should come first, what should it consist of and at what pace should it proceed? These are difficult questions, a detailed answer to which would require the expertise of an insider. Some broad principles, however, seem fairly clear. Thus, removing or easing regulations progressively should aim at harmonizing the structure of regulations in addition to lowering their average level. Some uniformity of treatment is important, lest the types of unwanted side effects of remaining controls mentioned in section 2 be exacerbated. As for the pace of "reform", I will argue below that, once started, it should proceed fairly rapidly.

In the Finnish context, it would appear that the de-regulation of lending rates does not present insuperable problems. In fact, it appears that it is being held back mainly by the political difficulty of allowing deposit rates to rise (or to be taxed). A large fraction of total lending takes place at unregulated rates already; moreover, the actual average lending rate of banks typically remains below the regulatory ceiling. I see no reason why lending rates should not be immediately de-regulated; the only consequences would be, it seems to me, to reduce the rents of banks and of a few lawyers and specialists at creating complicated packages, while allowing for a lower and less variable average level of interest rates. I doubt that rates on available mortgages would increase much; in any event, such a rise, should it occur, and be deemed undesirable, would better be dealt with through special subsidies or tax deductions. This would be a small cost to pay for the three main advantages of de-regulating lending rates: lower interest rates on average provided there is enough competition, possibly international, to lower intermediaries' margins, less variability of marginal interest rates, and more transparency of markets and information content of interest rates. All three factors should allow for more effective monetary control.

The most difficult internal distortion to remove, it appears, is the tax treatment of bank deposits (and more generally the tax treatment of income from capital). In addition to the distortions and unwanted redistribution of rents mentioned in section 2, the tax treatment of deposits combined with the related cartel agreement on rate equalization tends to impart rigidity to deposit rates. Furthermore, the differential treatment of deposits could lead, and has presumably led, to tax arbitrage where high income individuals could borrow at a high interest rate from a bank and re-lend to the same bank at a much lower rate, and make a profit thanks to the deductibility of interest payments and the tax-free nature of interest income on deposits. The higher the level of interest rates, the more profitable will this type of arbitrage be.

The main reason this differential tax treatment is difficult to remove is simply that it represents a subsidy to a broad segment of the population who might resist its removal. One argument is that its removal would be unfair as it has provided a compensation for inflation for holders of financial assets whose after-tax real return would have been even more negative without the special treatment of deposits. The case for modifying that tax treatment, however, seems compelling. With lower inflation and unregulated lending rates even taxed deposits could yield an appropriate after-tax return. Moreover, if tax concessions have to be given to small savers, why not exempt income from capital in general up to a certain limit (generalizing a system that is already partially in use in Finland)? Finally, there are two beneficiaries of tax shelters: the holders and the issuers. It is unclear why the privilege of issuing tax-free financial instruments and of reaping the profits thereof should be granted to the banks or savings institutions rather than reserved to the government and its agencies.

There are three policy options concerning the present tax treatment of deposits. The first would be to leave it as it is while de-regulating the rest of financial markets; the undesirable result would be to exacerbate the discrimination in favour of high-income

individuals and the occasional re- and dis-intermediation phenomena that accompany changes in the unregulated interest rates that are not accompanied by changes in the base rate. To my mind, this would be preferable to not de-regulating lending rates on the pretext that you cannot de-regulate deposit rates. The second option would be to extend the tax free treatment of deposits to capital in general and to do away with the tax-deductibility of interest costs; this would at least have the merit of following the logic of deposit deductibility to its bitter end. The third, and preferable, solution would be of course to tax net income from capital uniformly, that is to tax all interest income and to allow for deduction of all interest expenses.

The general recommendation, then, would be: de-regulate lending rates in any event and do what you can on the deposit side. There remains the question of how fast to proceed. There are a number of arguments for not proceeding too rapidly. The main one is to avoid too abrupt a shock to the financial system and to spread out the required competitive adjustments - notably among large and small banks, among commercial and savings banks - and restructuring of the industry (in terms of number of branches, etc.) over time. There are, however, also, and probably more compelling, arguments for moving rapidly towards de-regulation. With the passage of time existing distortions become magnified and adjustment becomes the more painful the longer it has been postponed.

6 CONCLUDING REMARKS

Finland has known remarkable achievements in terms of comparative macroeconomic performance over the last few years. Part of its success can be attributed to wise economic policy, particularly in the macroeconomic field. In the area of financial market reform, the authorities have been perhaps lucky that an attitude of "passive

support" for financial change to supplement ongoing changes in the method of conducting monetary policy and to accompany fiscal policy reform was probably the most appropriate one.

Financial change is, however, proceeding at such a pace that a passive attitude will not remain adequate for long. The choice, to my mind, will ineluctably be between more or less regulation. To avoid that this choice become the drastic one between a tightly barricaded Fortress Finland and panic de-regulation forced by the markets, a more active de-regulation policy would seem desirable. Its elements might be the de-regulation in fairly rapid succession of lending rates and then of deposit markets, followed by a more progressive unified relaxation of external controls. However, a consistent macroeconomic policy package, perhaps of the type discussed above (section 3) is a prerequisite for the success of a deliberate de-regulation policy.

SUOMEN RAHOITUSMARKKINOIDEN MUUTOKSET JA NIIDEN
VAIKUTUKSET KESKUSPANKKIPOLITIIKKAAN

Alexander K. Swoboda

Graduate Institute of International Studies and
International Center for Monetary and Banking Studies,
Geneve, Sveitsi

Aloin työskennellä tämän tutkimuksen parissa oleskellessani Suomen Pankissa elokuussa 1985. Alustavan version esittelin pankissa joulukuussa 1985. Olen kiitollinen lukuisten pankin henkilökuntaan kuuluvien kanssa käymistäni erittäin hyödyllisistä keskusteluista. Johtopäätökset ja niiden tulkinta ovat ehdottomasti omiani.

SISÄLTÖ

	sivu
Johdanto	37
1 Suomen rahoitusmarkkinoiden viimeaikaiset muutokset	38
2 Nykyisen järjestelmän elinkelpoisuus	43
3 Pääomanliikkeet, rahapolitiikan autonomia ja valuuttakurssijärjestelmä	46
4 Pääomanliikkeiden ja kotimaisten rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen	51
5 Kotimaisen säätelyn purkaminen	54
6 Loppupäätelmät	57

JOHDANTO

Sekä kansallisilla että kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla tapahtuu paraikaa nopeita muutoksia, joille ei toistaiseksi näy loppua. Armoton kilpailu sekä pankkisektorilla että pankkien ja muiden rahoituksen välittäjien välillä ulottuu maasta toiseen ja käyttää häikäilemättä hyväksi säädöksissä olevia porsaanreikiä. Tekniset uudistukset yhdessä luovan rahoitussuunnittelun kanssa synnyttävät jatkuvasti uusia rahoitusvälineitä ja varsinkin rahoituslaitosten taseiden hallintaan tarvittavaa uutta johtamistaitoa. Pankkien varojen ja velkojen muuttuminen edelleen markkinoitaviksi ("securitization") on tästä oiva esimerkki. Tavanomaiset erot pankkien ja muiden rahoituksen välittäjien välillä ovat hämärtyneissä. Nämä muutokset aiheuttavat vaikeita ongelmia useimpien teollisuusmaiden raha- ja valvontaviranomaisille. Maailmassa, jossa pääoma liikkuu ja kilpailu - myös kansallisen säännöstelyn purkamisessa - on ankaraa, viranomaiset tuskin voivat olla ottamatta kantaa erilaisiin menettelytapoihin. Olisi yllättävää ja jopa huolestuttavaa, jos Suomen rahoitusmarkkinat pysyisivät täysin muuttumattomina ja Suomen viranomaiset voisivat välttää ottamasta kantaa erilaisiin vaihtoehtoihin.

Ulkopuolisen on monestakin syystä arveluttavaa esittää arviotaan Suomen rahoitusmarkkinoiden meneillään olevista muutoksista ja niiden vaikutuksista keskuspankkipolitiikkaan. Lohdutaudun - sen ohella että minulta ehkä hiukan varomattomasti on tällaista katsojasta pyydetty - kuitenkin sillä, että ulkopuolisen tarkkailijan on kenties helpompi nähdä metsä puilta kuin mukana olevien. Hän voi asettaa kyseenalaisiksi sellaisiakin lähtökohtia ja menettelytapoja, joita yleisesti saatetaan pitää annettuina, vaikka ne eivät sellaisia olisikaan.

Suomen rahoitusmarkkinoilla tapahtuneiden muutosten luonne ja vaikutukset ovat todella laaja aihepiiri, josta on jo paljon kir-

joitettu. Tässä kirjoituksessa en pyri luomaan katsausta olemassa olevaan kirjallisuuteen enkä analysoimaan yksityiskohtaisesti ja tyhjentävästi kaikkia näistä muutoksista johtuvia kysymyksiä, jotka koskevat noudatettavaa politiikkaa. Sen sijaan olen valinnut tarkastelun kohteeksi joitakin välittömästi kiinnostavia kysymyksiä: nykyisen järjestelmän edut ja haitat, pääomien kansainvälisen liikkuvuuden lisääntymisen heijastusvaikutukset rahapolitiikan itsenäisyyteen ja sopivan valuuttakurssijärjestelmän valintaan, ulkomaisen ja kotimaisen rahoituksen liberalisoinnin oikean järjestyksen ja sopivan tavan purkaa kotimainen säännöstely. Näitä neljää kysymystä käsitellään kutakin vuorollaan luvuissa 2 - 5. Käsittelyn jäsentämiseksi esitän ensimmäisessä luvussa pääkohdat viime aikojen tärkeimmistä muutoksista Suomen rahoitusmarkkinoilla. Kuvaan myös säännöstelyyn tehtyjen muutosten ja kilpailutekijöiden keskinäistä merkitystä maan rahoitusolojen uudistumiselle. Loppujaksossa esitän yleisiä osviittoja tulevaisuuden politiikalle.

1 SUOMEN RAHOITUSMARKKINOIDEN VIIMEAIKAISET MUUTOKSET

Olisi ollut todella yllättävää, JOS Suomi olisi välttynyt niiltä syvälle käyviltä muutoksilta, joita on tapahtunut sekä kansainvälisillä että monien teollisuusmaiden kansallisilla rahoitusmarkkinoilla. Muutosvauhti Suomessa on eräissä suhteissa kuitenkin ollut hitaampaa kuin muissa OECD-maissa; se alkoi nopeutua lievästi 1970-luvun puolivälissä ja kiihtyi rajusti vasta 1980-luvulla, varsinkin vuoden 1984 alun jälkeen. Erityisesti pääomamarkkinoilla kansainvälistyminen ja säännöstelyn purkaminen on ollut paljon hitaampaa kuin hyödykemarkkinoilla. Vaikka esimerkiksi tuonnin tai viennin osuus bruttokansantuotteesta kasvoi 1950-luvun vajaan 10 prosentista 1980-luvun runsaaseen 30 prosenttiin, ulkomaisten saamisten osuus liikepankkien taseiden loppusummasta oli kovin vaatimaton, 3.9 %, vielä niinkin myöhään kuin vuonna 1970; vuoteen 1980 mennessä se oli noussut edelleen vaatimattomaan 12.4 prosenttiin

mutta nousi vuoden 1984 loppuun mennessä 21.1 prosenttiin.¹ Liikepankkien ja muiden rahoituksen välittäjien markkinarahan kasvu on peräisin vasta 1970-luvulta ja pysyi varsin vähäisenä 1980-luvulle saakka.

Suomen rahoitusmarkkinoiden viimeaikaisten muutosten luonteen ja niiden vaikutusten arvioimiseksi on tarkoituksenmukaista ensin kuvata Suomessa 1970-luvulla vallinnutta järjestelmää - vain hyvin lyhyesti, koska tämä on tarkkaan tutkittua aluetta - luetella sen jälkeen tapahtuneet tärkeimmät muutokset (mukaan lukien menettelytapoja koskevat muutokset) ja arvioida lopuksi lyhyesti, kuinka kilpailu ja säännöstelyn muutokset ovat vaikuttaneet nykyisen sekajärjestelmän syntymiseen.

Karkea luonnehdinta Suomen rahoitusmarkkinoista 1960- ja 1970-luvulla voisi olla seuraavanlainen. Rahoituslaitokset kanavoivat huomattavan suuren osan säästöistä ylijäämäisiltä talousyksiköiltä alijäämäisille, joten arvopaperimarkkinat jäävät suhteellisen pieniksi. Rakenteeltaan keskittynyt pankkijärjestelmä myöntää suhteettoman suuren osan yleisöluotoista (vuonna 1975 oli 49 % näistä luotoista peräisin talletuspankeista, 24 % muista rahoituslaitoksista, 12 % valtiolta, 15 % ulkomailta). Lainojen ja talletusten korot ovat tiukasti säädeltyjä. Suomen Pankki määrää keskimääräisten antolainauskorkojen ylärajan. Talletuskoroille puolestaan määräytyy yhtenäinen taso talletuksia vastaanottavien laitosten keskinäisellä kartellintapaisella sopimuksella. Kartellia ylläpitää laki, joka sallii verovapauden kotitalouksien pankkitalletuksille sillä edellytyksellä, että pankit soveltavat yhtenäisiä korkoja. Tämän vuoksi tavallisten talletuskorkojen ja antolainauskorkojen välinen ero pyrkii olemaan varsin suuri. Samanaikaisesti suhteellisen tiukka valuutansäännöstely suojelee pankkeja ulkomaiselta kilpailulta.

Tässä järjestelmässä rahapolitiikkaa harjoitettiin pienentämällä yksittäisille pankeille myönnettyjä keskuspankkiluottokiintiöitä,

¹Ellei toisin ole mainittu, tässä luvussa esitetyt numerotiedot ovat julkaisusta OECD Economic Surveys, Finland.

korottamalla keskuspankkiluottoon sovellettavaa diskonttokorkoa tai korottamalla kiintiön ylittävään luottoon sovellettavaa lisäkorkoasteikkaa. Siten rahapolitiikan kiristäminen heikensi antolainauksen kannattavuutta säädeltyjen antolainauskorkojen vallitessa ja vähensi luottojen määrää, ilman että niiden hinta olisi muuttunut. Yksinkertaistettunakin tämä käy 1970-luvun alussa vallinneen suomalaisen järjestelmän kuvauksesta.

Kun korot kaikkialla maailmassa nousivat, rahoituspalvelujen "kuljetuskustannukset" sähköisen tiedonvälityksen vallankumouksen ansiosta laskivat ja Suomen kansantalous kansainvälistyi, nousivat rahoituksen välityksen tuotot rajusti vallinneen säännöstelyn suosissa. Tuottojen kasvun myötä myös kilpailu sai vauhtia. Lainannossa korkosäätelyn piiriin kuulumaton antolainaus ja taseen ulkopuolinen toiminta alkoivat kehittyä 1970-luvulla, varsinkin pankkien hankittua itselleen rahoitusyhtiöitä. Pankit alkoivat myös tarjota korkeakorkoisia (veronalaisia) markkinarahatalletuksia ja ulkomaisten ja valuuttamääräisten velkojen osuus niiden taseista alkoi kasvaa. Lisääntynyt kilpailu heijastui siten sekä taseisiin korkosäätelyn ulkopuolisten saamisten ja velkojen osuuden kasvuna että (Suomelle) uusien rahoitusvälineiden kehittämisenä.

Seuraavan taulukon luvut osoittavat, että nämä muutokset ovat äskeisiä: -

KORKOSÄÄTELYN ULKOPUOLISEN RAHOITUKSEN VÄLITYS LIIKEPANKKEISSA

Vuoden lopussa	Korkosäätelyn ulkopuolinen antolainaus prosentteina koko markkamääräisestä luotonannosta, %	Korkosäätelyn ulkopuolinen varainhankinta prosentteina koko markkamääräisestä varainhankinnasta, %
1979	17	3
1981	22	5
1983	27	21
1985	35	30

Huomautus: luvut sisältävät liikepankkien ja niiden rahoitusyhtiöiden taseiden sekä liikepankkien notariaattiosastojen kautta tapahtuneen anto- ja ottolainauksen.

Näissä luvuissa on merkittävää se, että korkosäätelyn ulkopuolisten luottojen kasvu edeltää korkosäätelyn ulkopuolisen varainhankinnan kasvua. Varainhankinnan kasvu myöhästyi, mutta kilpailun lisääntyminen ja korkokustannusten siirto-oikeus saivat sen lopulta aikaan. Kilpailun paine kohdistui suomalaisiin pankkeihin muiden rahoituslaitosten, Suomeen sijoittuneiden ulkomaisten pankkien (varsinkin niiden päästyä päiväluottomarkkinoille vuoden 1984 alusta) ja yritysten suoran rahoituksen taholta. Vuoden 1983 alusta lähtien pankeille myönnettiin sitten korkokustannusten siirto-oikeus, jolla ne saivat siirtää osan varainhankintakustannuksistaan antolainauskorkoihin.

Huomion ansaitsevat myös käyttöön otetut uudet rahoitusvälineet. Uudentyyppisten joukkovelkakirjaluottojen lisäksi mm. rahoitusyhtiöiden, sijoitustodistusten ja valuuttamääräisten luottojen käyttö samoin kuin valuuttojen termiinkaupat ovat yleistyneet. Myös lainojen myöntämismenetelmät ovat muuttumassa, kun useista tavallisista lainainstrumenteista kootut yhdistelmät yleistyvät. Kansainvälisen mittapuun mukaan Suomen markkinoilla tarjolla olevien rahoitusvälineiden valikoima on kuitenkin edelleen melko suppea.

Näihin rahoitusmarkkinoiden muutoksiin ovat liittyneet lukuisat säädösten muutokset ja tärkeä rahapolitiikan ohjausjärjestelmän muutos. Viranomaisten suhtautuminen säännöstelyyn on ollut melko passiivista, vaikkakin eräin poikkeuksin rahoitusjärjestelmän muutoksia tukevaa. Niinpä Suomen Pankki on sallinut pankkien siirtää osan ottolainauskustannuksissaan tapahtuneista muutoksista antolainauskorkoihinsa. Se on säädellyt antolainauksen keskikorkoa mutta suonut pankeille jonkinlaisen mahdollisuuden yksittäisten lainojen hinnoitteluun keskikoron puitteissa. Suomeen sijoittuneiden ulkomaisten pankkien oikeus osallistua päiväluottomarkkinoihin osoittautui huomattavaksi kilpailun edistäjäksi. Suomen Pankin harjoittama valuutansäännöstely on viime aikoihin saakka ollut suhteellisen vapaamielistä. Joukkovelkakirjalainojen äskettäinen myyntikielto ulkomaalaisille ja yritysten termiinkauppoja koskevat rajoitukset olivat kuitenkin taka-askelia tässä suhteessa. Lopuksi

mainittakoon, että antolainauskorkojen säätelyä purettiin edelleen tuntuvasti vuoden 1986 alussa.

Tuntuvimmat muutokset ovat tapahtuneet juuri Suomen Pankin harjoittamassa säätelyssä. Kiintiöjärjestelmä lisäkorkoasteikkoineen on vähitellen korvattu entistä aktiivisempänä osallistumisena (yhdessä kassavarantovelvoitteen laajentamisen kanssa) päiväluottomarkkinoihin, joiden kehitystä Suomen Pankki on tukenut. Niinpä rahapolitiikka vaikuttaa entistä enemmän luottokustannusten kuin luottomäärien kautta. Poliittikkaa toteutetaan vaikuttamalla säätelemättömään korkoon, jolloin luoton hinta korvaa suurelta osin luottomäärien säännöstelyn. Järjestelmä on kuitenkin sekamuotoinen, koska suuri osa anto- ja ottolainauksista on edelleen korkosäätelyn alaisista. Tämän vuoksi määräsäätelyn osia on jäljellä: rahapolitiikan kiristämisen aiheuttama markkinakoron nousu heikentää yhä korkosäätelyn alaisen antolainauksen kannattavuutta, minkä voidaan olettaa aiheuttavan määräsäätelyä noilla markkinoilla (ja jonkinasteista normaali-ehtoisten talletusten katoa). Samanaikaisesti vaihtelevammat korot ovat lisänneet korvaavia pääomanliikkeitä, mistä selittynee Suomen Pankin viimeaikainen valuutansäännöstelyn tiukentaminen. Samalla kuitenkin kansainvälisten rahoitustoimien kasvu on tehnyt Suomen Pankin termiini-interventioista tärkeän rahapolitiikan ja valuuttavarannon hoidon välineen.

Tästä voidaan todeta, että Suomessa on nykyisin sekamuotoinen rahoitusjärjestelmä, jossa samanaikaisesti esiintyy säännösteltyjä ja säännöstelemättömiä rahoitusmarkkinoita ja -toimia. Lienee oikein arvioida, että muutokset kymmenen viime vuoden aikana eivät ole niinkään johtuneet viranomaisten harjoittamasta harkitusta säännöstelyn purkamispolitiikasta kuin kilpailun kiihdyttämien markkinoimien vaikutuksesta olemassa oleviin säädöksiin; kilpailua on esiintynyt paitsi ulkomaisten taholta myös suomalaisten kesken. Kaikki ovat pyrkineet hyödyntämään näiden säädösten suojissa syntyneitä tuottoja.

2 NYKYISEN JÄRJESTELMÄN ELINKELPOISUUS

Keskeisiä käsiteltäviä aiheita on, onko Suomen nykyinen sekamuotoinen rahoitusjärjestelmä elinkelpoinen, mitkä sen edut ja haitat ovat ja minkä muodon mahdollinen uudistus saisi. Katsaukseni tässä luvussa tarkastelen kahta ensimmäistä näistä kolmesta kysymyksestä.

On sangen ilmeistä, että nykyinen rahoitusjärjestelmä on edellä kuvattua edeltäjänsä parempi, etenkin kun entinen järjestelmä sellaisenaan ei olisi voinut säilyäkään yhdentyvässä maailmassa, jonka rahoitustekniikka nopeasti muuttuu. Vieläkin ilmeisempää on, että nykyinen järjestelmä tulee muuttumaan ja mitä todennäköisimmin muutoksesta tulee varsin nopea. Kysymys on siitä, tulisiko muutosta edistää, pitäisikö säännöstelyä tiukentaa vai vähentää. Tähän kysymykseen vastaamisen voi aloittaa vaikkapa pohtimalla, mitä olemassa olevilla säädöksillä tavoitellaan ja täyttävätkö säädökset nämä tavoitteet.

Rahoituksen säännöstelyllä on yleensä jokin tai jotkut seuraavista kolmesta tavoitteesta: voimavarojen uudelleenjako kansantalouden eri sektoreiden tai väestöryhmien kesken, rahoitus- ja valuuttajärjestelmän vakauden ja turvallisuuden varmistaminen ja kotimaisen rahapolitiikan autonomian säilyttäminen yhdentyvässä maailmantaloudessa.

Tarkasteltakoon esimerkiksi antolainauskorkojen säätelylle ja kotitalouksien talletusten verovapaudelle asetettuja tavoitteita. Ilmeinen tavoite on yhtäältä edistää investointitoimintaa, varsinkin asuntoinvestointeja, pitämällä korot alhaisina ja toisaalta kannustaa pienituloisia kotitalouksia säästämään myöntämällä verovapaus niiden pankkitalletuksille, sille ainoalle rahavarallisuuden lajille, joka niillä otaksutaan olevan.² Toimenpiteiden todelliset

²Suomessa ei näkökohta "säästämisen kannustamisesta" ainakaan nykyisin ole kovin merkityksellinen, kun otetaan huomioon korkea marginaaliverotus ja valtion obligatioiden verovapaus.

seuraukset poikennevat kuitenkin melkoisesti tavoitelluista. Verovapaus on käytännössä talletuksille annettu tukipalkkio (ja siten ennen kaikkea tukipalkkio pankeille) muiden varallisuuslajien kustannuksella (ja siten mm. osakeomistukseen kohdistuva vero); sitä paitsi suurin osa tukipalkkiosta koituu ylimpiin veroluokkiin kuuluvien pääomanomistajien eikä alhaisessa veroluokassa olevan piensäästäjän hyväksi. Keinotekoisena pidetty korko johtaa luotonsäännöstelyyn ja pyrkii sen vuoksi syrjimään pieniä sekä vastaperustettuja yrityksiä. Vielä todettakoon, että sikäli kuin nämä säädökset ylipäänsä tukevat asuntojen omistamista, ne pyrkivät pikemminkin nostamaan asuntojen hintoja kuin alentamaan asumiskustannuksia. Nämä vaikutukset saattavat olla sinänsä tavoitteinakin hyviä, mutta voidaan kysyä, saatettaisiinko lainakorkosäädökset ja talletusten verovapauslait voimaan, jos niiden tukijoiden nimenomaiset tavoitteet olisivat nämä.

Korkosäätelyä on joskus perusteltu myös rahoitusjärjestelmän vakaudella ja turvallisuudella. Korkosäätelyn puuttuessa korot nimittäin vaihtelisivat niin paljon, että rahoitusjärjestelmän vakaus olisi uhattuna, ja nousisivat välillä niin korkeiksi, että se johtaisi epäterveeseen lainanottoon. Mikä arvo näille perusteluille sitten annettaneenkin, ne pätevät vain, jos kaikkia korkoja säädellään. Ellei näin menetellä, vaan esimerkiksi vain pankkikorkoja säädellään, aiheuttaisi muiden korkojen vaihtelu rahoituksen välityksen siirtymistä edestakaisin pankkien taseisiin ja niiden ulkopuolelle, mikä olisi yksi rahoitusmarkkinoiden epävakauden muoto. Lisäksi vapaiden korkojen muutokset muodostuisivat ylisuuriksi, koska korkosäätelyn ulkopuolisten markkinoiden täytyisi kantaa koko paine, jonka luottojen kysynnän ja tarjonnan muutokset aiheuttavat korkoihin. Tämä näkökohta pätee Suomessa, jossa on havaittu, että rahapolitiikan linjan muutokset hyvinkin saattavat aiheuttaa suurempia heilahteluita (säätelämättömissä) koroissa kuin muutoin tapahtuisi. Tämä puolestaan kärjistää korvaavista pääomanliikkeistä aiheutuvaa ongelmaa.

Lopuksi on vielä mainittava pääomanliikkeiden säännöstelyä puoltava, rahapolitiikan autonomiaa koskeva näkökohta. Tätä kysymystä

käsittelen tarkemmin seuraavassa luvussa. Tässä riittänee maininta siitä, että pääomanliikkeiden säännöstely ei paljonkaan myötävaikuttane tämän tavoitteen saavuttamiseen hyödykemarkkinoiltaan yhdentyneessä maailmassa. Sen sijaan säännöstely vaikuttanee pääasiassa tulonjakoon siten, että supistaessaan pääomantuontia se suosii kotimaisia pääomanomistajia ja että se usein syrjii pieniä ja suosii suuria yrityksiä.

Vaikka säännöstelyllä saavutettaisiinkin asetettu tavoite, tavoitteista saatua hyötyä on verrattava sen sivuvaikutusten aiheuttamiin kustannuksiin. Tällaisia sivuvaikutuksia ovat, edellä mainittujen mahdollisesti tulonjakoa muuttavien ja epävakautta aiheuttavien seurausten lisäksi, ne tehokkuuden ja hyvinvoinnin menetykset, jotka johtuvat säännöstelyn aiheuttamasta voimavarojen vinoutuneesta kohdentumisesta. Nämä menetykset ovat sitä suurempia, mitä suuremmat ovat niiden hyödykkeiden kysyntä- ja tarjontajoustot, joiden kaupan liittyy säännöstelystä johtuvaa veroa tai tukea. Tähän on yksinkertaisesti syynä se, että mitä suurempia nämä joustot ovat, sitä enemmän tapahtuu siirtymistä hyödykkeestä toiseen ja siten hintavinoutuma vaikuttaa suurempien hyödykemäärien kautta. Ongelma on varsin vakava rahoitusvaateiden kaupassa, jossa vallitsee kireä kansainvälinen ja kotimainen kilpailu. Sivumennen sanottuna osittainkin säännöstely tämänkaltaisessa kilpailutilanteessa johtaa helposti rahoituksen välityksen ohjautumiseen pankkien taseiden ulkopuolelle ja aiheuttaa epävakaisuutta rahoitusjärjestelmään.

Näiden näkökohtien perusteella voidaan Suomen osalta tehdä se johtopäätös, että nykyinen sekamuotoinen järjestelmä, jossa yhdistyvät säännöstellyt ja säätelemättömät markkinat, saattaa ajan mittaan hyvinkin olla kestävä. Nykyisen järjestelmän haitalliset sivuvaikutukset ja markkinoilta tulevat paineet nykyisen säännöstelyn muuttamiseksi lisääntyvät nopeasti. Silloin on valittava tiukempi ja kaiken kattava säännöstely tai jonkintyyppinen säännöstelyn purkamisen. Olettaen, ettei suljettu Suomi-linnake ole tavoiteltava eikä elinkelpoinen vaihtoehto, käsittelen myöhemmin lukuisia säännöstelyn purkamisen kannalta vartenotettavia kysymyksiä. Ennen kuin jatkan, haluan korostaa, että säännöstelyn purkamisella en

tarkoita säätelemätöntä tilaa vaan sellaista säännöstelyn muutosta, että mahdollisuus harjoittaa rahapolitiikkaa ja rahajärjestelmän vakaus voidaan turvata sekä tehokkuutta lisätä.

3 PÄÄOMANLIIKKEET, RAHAPOLITIIKAN AUTONOMIA JA VALUUTTA- KURSSIJÄRJESTELMÄ

Suomessa harjoitettu rahapolitiikka on siis kehittynyt järjestelmästä, jossa rahapolitiikkaa toteutettiin luoton saannin ja vain vähän korkojen muutoksilla, järjestelmäksi, jossa rahapolitiikka vaikuttaa kansantalouteen siten, että koronmuutoksilla on vaikutusta luoton kysyntään. Tämä kehitys saattaa hyvinkin tehostaa rahapolitiikkaa ja vähentää rahapolitiikan kiristämiseen luotonsäännöstelyoloissa liittyviä tasapuolisuuden ja vakauden ongelmia. Usein kuitenkin pelätään, että nämä tehokkuudessa mahdollisesti saavutetut edut mitätöityvät pääomanliikkeiden johdosta silloin, kun ylläpidetään kiinteitä valuuttakursseja ja kun pääomanliikkeet reagoivat herkästi korkoeroihin. Esimerkkinä mainitaan usein pääomien virtaus Suomeen vuonna 1984 rahapolitiikan kiristämisen jälkeen. Kysymys on siitä, pitäisikö rahapolitiikan autonomian säilyttämiseksi valuutansäännöstelyä tiukentaa ja/tai antaa valuuttakurssien liukua (tai muuttaa niitä usein).

Kysymykseen vastaaminen on syytä aloittaa pohtimalla, mitä rahapolitiikalla voidaan ensisijaisesti saavuttaa pienessä, avoimessa kansantaloudessa ja mistä luovutaan, kun yhtäältä käytössä ovat kiinteät valuuttakurssit liukuvien sijasta ja toisaalta pääomanliikkeitä ei säännöstellä. Tarkastellaan ensin keskipitkää ja pitkää aikaväliä, jolloin uusklassisten neutraalisuusväittämien voidaan olettaa suurin piirtein pätevän. Tuolla aikavälillä ja liukuvien valuuttakurssien vallitessa rahapolitiikka oletettavasti vaikuttaa hintatasoon, inflaatiovauhtiin ja nimelliskorkoihin eikä juuri muuhun. Samalla aikavälillä ja kiinteiden valuuttakurssien

vallitessa rahapolitiikka määrää valuuttavarannon tason, sillä sen avulla kontrolloidaan (endogeenisen) rahavarannon kotimaiseen luototukseen perustuvaa osaa. Hintataso, inflaatiovauhti ja korkotaso taas määräytyvät valuuttakurssisidonnaisuuden perusteella, sillä pienessä avotaloudessa näiden muuttujien pitkäaikaiset arvot ovat läheisesti sidoksissa vastaavaan kehitykseen siinä maassa tai maaryhmittymässä, jonka rahayksikköön tai yksiköihin kotimainen rahayksikkö on sidottu. Huomattakoon, että nämä johtopäätökset ovat riippumattomia pääoman liikkuvuudesta. Pitkällä tähtäimellä hintatasoa voidaankin vaihtoehtoisesti säädellä joko rahapolitiikalla liukuvien valuuttakurssien tai valuuttakurssisidonnaisuuden valinnalla kiinteiden kurssien vallitessa.

Lyhyellä aikavälillä rahapolitiikan voidaan tietenkin odottaa vaikuttavan reaalkorkoon, suhteellisiin hintoihin reaalin valuuttakurssi mukaan luettuna ja kokonaistuotannon trendipolkeamaan. Tämä pätee sekä kiinteiden että joustavien valuuttakurssien kyseessä ollessa, ainakin silloin kun pääoman liikkuvuus ei ole äärimmäisen suurta. Aktiivinen, hienosäätöön pyrkivä rahapolitiikka näyttäisi kuitenkin kahdestakin syystä vaativan liukuvia kursseja. Ensinnäkin nimellisen valuuttakurssin muutoksilla - kun hinnat ja palkat ovat jäykät lyhyellä aikavälillä - saattaa olla ratkaiseva vaikutus rahavarannon muutosten välittymisessä tuotantoon ja työllisyyteen varsinkin silloin, kun kurssinmuutokset vaikuttavat sekä tuotannon yleiseen kannattavuuteen että avoimen ja suljetun sektorin väliseen suhteelliseen kannattavuuteen. Toiseksi, rahavarannon muutosten käyttäminen tuotannon ja työllisyyden vakauttamiseen kiinteiden valuuttakurssien vallitessa aiheuttaa vakavia maksutaseongelmia silloin, kun kysymyksessä on se tuttu tilanne, jossa joko työttömyys ja maksutaseen alijäämä tai inflaatio ja maksutaseen ylijäämä esiintyvät samanaikaisesti. Juuri näissä tilanteissa pääomanliikkeet pyrkivät mitätöimään rahapoliittiset toimenpiteet ja aiheuttamaan autonomian menetyksen.

On kuitenkin huomattava, että autonomia rajoittuu joka tapauksessa lyhyeen aikaväliin. On myös huomattava, että silloin kun pääoman liikkuvuus on äärimmäisen suurta, finanssipolitiikan lyhyen aika-

välin teho tuotannon ja työllisyyden vakiinnuttamisessa pyrkii liukuvien valuuttakurssien vallitessa olemaan varsin vähäinen, mutta kiinteiden kurssien kyseessä ollessa melko suuri; autonomian menetys yhdessä järjestelmässä kompensoituu autonomian lisäyksellä toisessa. Huomattakoon lopuksi, että kumulatiivisia ilmiöitä (noidan- tai pyhimyksenkehää) saattaa esiintyä liukuvien valuuttakurssien vallitessa, kun politiikkaan kohdistuvilla odotuksilla ei ole vahvaa perustaa - esimerkiksi jos luottamus viranomaisten hienosäätökykyihin horjuu - mikä erityisesti vaikeuttaa itsenäisen politiikan noudattamista.³

Tulisiko Suomen sitten - mikäli se haluaa edelleenkin noudattaa kiinteää valuuttakurssipolitiikkaa - soveltaa tiukempaa valuutansäännöstelyä? Viidestäkin syystä suhtaudun torjuvasti tällaiseen ajatukseen. Ensinnäkin, pääomanliikkeiden säännöstely on vaikeaa toteuttaa ja käy yhä vaikeammaksi liiketoimien kansainvälistymisen edetessä. Toiseksi, säännöstelyyn liittyvät tehokkuuden menetykset kasvavat myös ajan mittaan. Kolmanneksi, rahapoliittista autonomiaa ei kiinteiden kurssien vallitessa voi olla paitsi hyvin lyhyellä aikavälillä riippumatta siitä, sallitaanko pääomanliikkeet vai ei: joka tapauksessa tavaroiden ja palvelusten markkinoiden integroituminen riittää pitkällä aikavälillä riistämään kansallisen rahapoliittisen autonomian. Neljänneksi, pääomien vapaa liikkuvuus vahvistaa kotimaisen luottopolitiikan tehoa lyhyellä aikavälillä maksutaseen ja pitkällä aikavälillä valuuttavarannon hoidossa. Viidenneksi, pitäisi olla mahdollista luoda sellainen politiikan yhdistelmä, joka on tehokas (talouden makrovakauden suhteen) ilman pääomanliikkeiden säännöstelyä; tähän aiheeseen palaan lyhyesti myöhemmin.

³Tässä yhteydessä on tietenkin mahdotonta käydä tyhjentävästi läpi kaikkia niitä tekijöitä, jotka vaikuttavat valuuttakurssijärjestelmän valintaan. Erityisesti jätetään käsittelemättä liukuvien valuuttakurssien merkitys kansantalouden eristämässä äkillisiltä ulkoa tulevilta muutoksilta. Lienee kuitenkin syytä huomauttaa, että eräät äskeiset ekonometriset tutkimustulokset viittaavat siihen, ettei tätä kautta tapahtuva eristäminen olisi kovin tehokasta pienessä avotaloudessa, tässä tapauksessa Sveitsissä. Ks. H. Genberg ja A.K. Swoboda, External Influences on the Swiss Economy under Fixed and Flexible Exchange Rates (Grüsch: Verlag Ruegger, 1985).

Joku voisi kuitenkin väittää - jos rahapolitiikka on ainoa käytettävissä oleva vakauttamispolitiikan keino, vuotokerroin Suomessa on melko korkea tai noususuunnassa⁴ ja valuutansäännöstelyä ei sen tehottomuuden vuoksi tiukenneta - että vaihtoehtoisesti valuuttakurssien joustavuutta voidaan lisätä esimerkiksi sallimalla markan liukua nykyistä laajemmalla vaihtelualueella tai muuttamalla muuten kurssija nykyistä useammin. Tällaiselle menettelylle voidaan esittää vastaväitteitä. Ensimmäinen on yksinkertaisesti se, että viimeaikaiset kokemukset osoittavat suhdanteiden vakauttamisen käyvän Suomessa päinsä kiinteiden valuuttakurssien vallitessa. Toinen ja edelliseen liittyvä on se, että oikein harjoitetun finanssi-politiikan tulisi keventää rahapolitiikan vakauttamisen taakkaa. Kolmanneksi, kiinteät valuuttakurssit toimivat odotusten kiinneohtana (ja samalla politiikan rajoitteena), millä seikalla on yleinen vakauttava vaikutus kansantalouteen.

Kun oletetaan, että Suomi edelleen pitäytyy kiinteisiin valuuttakursseihin eikä valuutansäännöstelyä tiukenneta, on jäljellä kuitenkin lukuisia ongelmia. Ensimmäinen on se, mihin nähden markka tulisi pitää kiinteänä? Kysymyksen pohtiminen menee kuitenkin tämän katsauksen aihepiirin ulkopuolelle, joten tyydyn tässä vain toteamaan, ettei ole itsestään selvää, että nykyinen valuuttakori on taloudelliselta kannalta paras mahdollinen. Ei ole suinkaan varmaa,

⁴Vuotokertoimen, määriteltynä siksi osaksi kotimaisen rahantarjonnan muutosta, joka pääomanliikkeiden välityksellä vuotaa ulkomaille, arvoksi Suomessa on eri tutkimuksissa saatu 40 - 85 %. Pienemmät luvut on saatu aiemmilta ajanjaksoilta, jolloin säännöstely oli tiukkaa ja valuuttakurssit vaihtelivat; suuremmat luvut sen sijaan myöhemmiltä ajanjaksoilta, jolloin säännöstely oli vähäisempää ja valuuttakurssit vakaat. Huomattakoon, että näillä vuotokertoimen arvoilla rahapolitiikan käyttö lyhyen aikavälin suhdannepoliittisena välineenä on vielä mahdollista, silloin kun kauppavirrat ja politiikan puitteet voidaan olettaa annetuiksi. Tuo aikaväli jäänee kuitenkin hyvin lyhyeksi, koska myös kauppavirrat muuttuvat kotimaisen rahavarannon muutoksia kompensoivasti ja koska devalvointiin tai revalvointiin liittyvä spekulointi (spekulointi järjestelmän muutoksella) vahvistaa pääomanliikkeitä sellaisina aikoina, jolloin rahapolitiikan käyttö suhdannepoliittisena välineenä aiheuttaa tuntuva maksutaseen tasapainottomuutta.

onko kauppaosuuspainojen käyttö korin määrittelyyn tarkoituksenmukaista, jos kriteerinä pidetään markkamääräisten ulkomaankauppahintojen vakauttamista - kriteeri, jota voidaan hyvinkin soveltaa, jos tavoitteena on varmistaa hintojen vakaus ja vaikuttaa vakauttavasti odotuksiin.

Toiseksi voidaan kysyä, millainen talouspolitiikan yhdistelmä olisi Suomelle soveliaa, olettaen ettei valuutansäännöstelyä tiukenneta ja että markan kurssi pidetään kiinteänä. Tämäkin menee aihepiirin ulkopuolelle. Yksi suositus voisi kuitenkin olla sellainen, että rahapolitiikan tehtävä olisi pääasiassa maksutaseen hoitaminen. Siitä huolimatta rahapolitiikka voi tukea vakauttamista suhdannekierron kuluessa siten, että vältetään liiallista kireyttä (löysyyttä) lamakausina (inflaatiokausina), edellyttäen että finanssipolitiikka on suhdanteita tasoittavaa. Tämä edellytys on tärkeä, ja tässä suhteessa Suomessa onkin edistytty tuntuvasti vuoden 1977 jälkeen.⁵ Jäljellä onkin pitkän aikavälin kasvua edistävän politiikan hahmottelu. Siinä vakaa lyhyen aikavälin talouspolitiikka ja asianmukainen, kansantalouden rakennetta - tarjontatekijöitä - korostava politiikka ovat ensiarvoisen tärkeitä. Tähän sisältyy rahoitusjärjestelmän tehokkuuden turvaaminen, johon paneudutaan seuraavaksi.

⁵Vaikka finanssipolitiikkaan suhdannepoliittisena välineenä ei tunnetuista syistä voidakaan luottaa liikaa, siihen voidaan rakentaa automaattisia vastavaikuttajia. On myös muistettava, että pienen avotalouden suhdannevaiheet määräytyvät ensisijaisesti ulkomaisen kehityksen perusteella ja että kotimainen finanssipolitiikka vaikuttaa usein vaihtotaseeseen yhtä paljon tai enemmänkin kuin tuotantoon ja työllisyyteen.

Ensimmäinen syy aloittaa kotimaisella uudistuksella perustuu hyvinvointiteoreettiseen näkökohtaan (ja liittyy edellä toisessa luvussa esitettyyn huomautukseen). Suomalaisilla rahoitusvaateilla tapahtuvien liiketoimien lukumäärä todennäköisesti lisääntyy pääomanliikkeiden vapautuessa; mikäli voimassa oleva kotimainen säätely vinouttaa näiden vaateiden hintoja, "vinoutuman kokonaismäärä" (liiketoimien lukumäärä kerrottuna vinoutumalla liiketoiminta kohti) eli hyvinvoinnin kokonaismenetyks, todennäköisesti kasvaa sitä mukaa kuin liberalisointi lisää liiketoimien määrää. Sama asia voidaan esittää hieman toisinkin, kuten Anne Krueger on tehnyt:⁷

"Koska kaupankäynti rahoitusvaateilla on yhtä kuin kaupankäynti tulovirtojen pääoma-arvoilla, vinoutuneisiin hintoihin perustuvia tulovirtoja ei luultavasti pitäisi käyttää kaupankäynnin pohjana. Tästä seuraa, että pääomataseen erien liberalisointi tulisi suorittaa vasta sitten, kun sekä vaihtotaseen erät että kotimaiset rahoitusliiketoimet on ensin vapautettu."

Toinen syy on se, että valuutansäännöstelyn lakkauttaminen todennäköisesti kiihdyttää kotimaan rahoitusmarkkinoiden osittaisen säätelyn aiheuttamaa pankkien taseiden ulkopuolista rahoituksen välitystä. Esimerkiksi korkojen noustessa kotimaisten luotonantajien lisäksi myös ulkomaiset luotonantajat luopuisivat säätelyn alaisista vaateistaan; [Tämä toteamus ei koske Suomea, sillä ulkomaiset luotonantajat eivät myönnä luottoa säädeltyjen vaateiden välityksellä (suom. huom.)]-sitä paitsi pankkien taseiden ulkopuolisen rahoituksen välitys saattaa suuntautua kotimaan lisäksi myös ulkomaille, mikä pahentaisi ongelmaa entisestään.

Kolmas syy ei ole yksinomaan taloudellinen vaan myös osittain poliittinen. Koska usein on helpompaa syyttää ulkomaalaista, on pelättävissä, että valuutansäännöstelyn lakkauttaminen peruutettaisiin nopeasti, jos siitä seuraisi edellä olevan esimerkin tapaisia

⁷A.O. Krueger, "The Problems of Liberalization", julkaisematon tutkimus, Maailmanpankki, 1983, lainaus teoksesta S. Edwards, em. teos, s. 9.

4 PÄÄOMANLIIKKEIDEN JA KOTIMAISTEN RAHOITUSMARKKINOIDEN VAPAUTTAMINEN

Taloustieteilijän ihanne on sellainen kilpailutalous, jossa markkinat toimivat vapaasti, hinnat heijastavat tarkasti taloudellista niukkuutta, talouspolitiikka ei aiheuta vinoutumia, olemassa olevat vinoutumat korjataan parhain mahdollisin hyvinvointiteorian mukaisin toimenpitein (vinoutuman aiheuttajaan kohdistuvien verojen tai tukipalkkioin), tulonjako hoidetaan kohteen toimista riippumattomin veroin ja tulonsiirroin aiheuttamatta uusia vinoutumia ja jossa viisaat viranomaiset varmistavat paitsi vakaat hinnat myös rahoitusjärjestelmän turvallisuuden. On kyseenalaista, näemmekö sellaista kansantaloutta koskaan; kiinnostavampaa on, kuinka lähteä pitkälle matkalle sitä kohti. Erityisen kiinnostavaa on selvittää - lähtien siitä, että Suomi haluaa vapaat rahoitusmarkkinat ja vapaat pääomanliikkeet rajojen yli molempiin suuntiin - kuinka muutoksen pitäisi tapahtua? Missä järjestyksessä ja kuinka nopeasti? Katsauksen loppuosassa käsittelen muutamia näiden kysymysten synnyttämiä ongelmia. Tässä luvussa tarkastelen kysymystä siitä, pitäisikö kotimainen vai ulkomainen säännöstely poistaa ensiksi ja mitkä pääomanliikkeet pitäisi vapauttaa säännöstelystä ja mitkä ei. Seuraavassa luvussa käsittelen rahoitusmarkkinoiden kotimaista säätelyä.

Pääomamarkkinoiden vapauttamisen oikea ajoittaminen on kiinnostava aihe ja varsin merkittävä Suomen kannalta.⁶ Kysymys on siitä, pitäisikö valuutansäännöstely vai kotimaisten rahoitusmarkkinoiden säätely poistaa ensiksi. Mielestäni on kolme syytä, joiden takia olisi toivottavaa ensiksi poistaa kotimaisten markkinoiden säätely ja vähentää valuutansäännöstelyä myöhemmin. Perusteluja voidaan kyllä esittää myös päinvastaiselle menettelylle.

⁶Tässä kohden lainaan uusinta kehitysmaakirjallisuutta, jossa kysytään, pitäisikö maksutaseesta vapauttaa ensiksi kauppa- vai pääomataaseen erät. Tästä katso S. Edwards, "The Order of Liberalization of the External Sector in Developing Countries", Essays in International Finance No. 156, (Princeton: December 1984).

•ristiriitoja kotimaisen säätelyn kanssa. Kääntämällä ajatus toisinpäin valuutansäännöstelyn nopeaa lakkauttamista voidaan myös puoltaa: säännöstelyn lakkauttaminen tekee kotimaisen säätelyn niin sietämättömäksi, että tämäkin on lakkautettava. Itse asiassa on monia maita, joissa kotimainen rahoitusjärjestelmä ei pysyisi pystyssä kovinkaan kauan valuutansäännöstelyn purkamisen jälkeen, ellei kotimaista säätelyä poistettaisi.

Kaiken kaikkiaan näyttäisi siltä, että puhtaasti staattiset taloustieteelliset perusteet puoltaisivat sitä, että kotimainen säätely puretaan ensiksi. On kuitenkin syitä, miksi valuutansäännöstelyä olisi aiheellista purkaa ainakin osittain samanaikaisesti kotimaan markkinoiden vapauttamisen kanssa. Ensinnäkin kun lähtökohtatilanteessa koti- ja ulkomaaisia rahoitustoimia on jo vapautettu jossain määrin, vapautustoimenpiteet olisi syytä harmonisoida keskenään pahojen vinoutumien välttämiseksi. Toiseksi on esitetty näkemyksiä, joiden mukaan voimassa olevat pääomanliikkeiden rajoitukset hillitsevät melko tehottomasti pääomien sisään- ja ulosvirtauksen kokonaismääriä; pääasiassa vain pääomavirtojen koostumus muuttuu. Jos niin on, rajoitukset ovat kokonaistaloudellisesti katsoen hyödyttömiä. Kolmanneksi, nettopääomavirtoja ei pitäisi kokonaan tukahduttaa, sillä niistä on kahdenlaista hyötyä: yhtäältä ne varoittavat kotimaisessa politiikassa olevan jotakin vinossa, silloin kun ne vaarantavat yleistaseen (valuuttavarannon) tasapainon; toisaalta niitä voidaan käyttää kotimaisessa rahapolitiikassa hyväksi yleistaseen tasapainottamiseksi. Lopuksi todettakoon, että Suomen kotimaisen antolainauskoron säätelyn purkamiseen liittyy muuan erikoinen piirre, joka puoltaa ulkomaisten toimintojen nopeaa vapauttamista. Mikäli nimittäin maassa esiintyy kartelloitumista ja/tai kilpailu kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla puuttuu, kansainvälinen kilpailu on tehokkain keino estää antolainauskoron säätelyn purkamisesta aiheutunut rahoituksen välityksen tuottojen lisäys ja kotimaisten antolainauskorkojen nousu.

Vaikka valuutansäännöstelyä purettaisiinkin vain vähitellen tai se lakkautettaisiin vasta myöhemmin, sen nykyistä rakennetta voidaan muuttaa. Suomalaisessa säännöstelyssä on muuan ulkopuolista tark-

kailijaa kummastuttava piirre. Pitkäaikaisia pääomanliikkeitä säädellään melko tiukasti, kun taas lyhytaikaisia liikkeitä ei. Yhtäältä erottelu pääomanliikkeiden pituuden perusteella on mieltävaltainen ja voi hyvällä syyllä epäillä, että tuloksena on pikeminkin lainanannon ja -oton aikaprofiilin vääristyminen kuin määrien merkittävä muutos. Toisaalta - mikäli jokin ero halutaan tehdä -tuntuisi järkevämmältä säännellä mieluummin korkoihin herkästi reagoivia lyhytaikaisia pääomanliikkeitä, kun rahapolitiikan autonomia on valuutansäännöstelyn motiivina.

Yksi johtopäätös edellä lausutusta on, että valuutansäännöstelyä tulisi tässä suhteessa yhtenäistää, jotta säännöstelyn keskimääräiseen asteeseen jo liittyviä vinoutumia ei lisättäisi uusilla.

5 KOTIMAISEN SÄÄTELYN PURKAMINEN

Jos lähdetään siitä, että kotimainen säätely tulisi purkaa ensiksi, niin seuraava kysymys on, mitä pitäisi purkaa ja kuinka nopeasti? Nämä ovat vaikeita kysymyksiä, joihin yksityiskohtainen vastaaminen vaatisi sisäpiiriin kuuluvan asiantuntemusta. Muutamat yleiset periaatteet näyttävät kuitenkin melko selviltä. Niinpä säätelyn vähittäisellä lakkauttamisella tai vähentämisellä tulisi keskimääräisen säätelyasteen alentamisen lisäksi pyrkiä yhtenäistämään säätelyn rakennetta. Jonkinasteinen kohtelun yhdenmukaisuus on tärkeää toisessa luvussa mainittujen haitallisten sivuvaikutusten välttämiseksi. "Uudistuksen" olisi kerran käynnistyttyään mielestäni myös edettävä melko nopeasti, kuten seuraavassa esitän.

Näyttäisi siltä, ettei antolainauskorkojen säätelyn purkaminen tuota Suomessa voittamattomia ongelmia. Itse asiassa näyttää siltä, että sen estää lähinnä poliittinen vaikeus sallia talletuskorkojen nousu (eli talletusten verottaminen). Suuri osa kokonaisantolainauksesta tapahtuu jo vapaasti määräytyvillä koroilla: sitä paitsi pankkien

keskimääräinen antolainauskorko on yleensä pysytellyt säädetyn ylärajansa alapuolella. En näe syytä, joka estäisi antolainauskorkosäätelyn välittömän purkamisen; ainoa seuraus käsittääkseen olisi pankkien sekä joidenkin lakimiesten ja asiantuntijoiden tulojen pieneneminen, kun monimutkaisia rahoituspaketteja ei enää tarvittaisi. Sen sijaan korkotaso keskimäärin alenisi ja korkotason vaihtelu vähenisi. En usko, että tarjolla olevien asuntolainojen korot juurikaan nousisivat. Jos tällaista nousua kuitenkin tapahtuisi ja sen vaikutukset haluttaisiin estää, olisi parempi turvautua erityisiin tukimuotoihin tai verovähennyksiin. Tämä olisi pieni hinta antolainauskorkojen säätelyn purkamisella saavutettavasta kolmesta tärkeästä edusta: korot alenisivat keskimäärin, mikäli kilpailu - mahdollisesti kansainvälistäkin - esiintyy riittävästi pienentämään rahoituksen välittäjien korkomarginaaleja, marginaalikorot vaihtelisivat vähemmän, ja markkinoiden selkeys (transparency) ja korkojen informaattiosisältö paranisivat. Kaikkien näiden vaikutusten johdosta rahapolitiikan harjoittamisen pitäisi tehostua.

Näyttää siltä, että vaikeimmin poistettava kotimainen vinoutuma on pankkitalletusten verotuskohtelu (ja yleisemminkin pääomatulojen verotuskohtelu). Paitsi toisessa luvussa mainittuja vinoutumia ja tulonjako-ongelmia, talletusten verotuskohtelu siihen liittyvine, yhtenäisiä korkoja koskevina kartellisopimuksineen pyrkii jäykistämään talletuskorkoja. Lisäksi talletusten verotuskohtelu saattaisi johtaa, ja on varmaan johtanutkin, sellaiseen verokeinotteluun, jossa suurituloiset henkilöt ottavat pankista luottoa korkealla korolla, tallettavat rahat takaisin samaan pankkiin paljon alemmalla korolla ja hyötyvät korkomenojen vähennysoikeuden ja talletuskorkojen verottomuuden ansiosta. Mitä korkeampi korkotaso vallitsee, sitä tuottoisampaa tällainen keinottelu on.

Talletusten verotuksen erityisaseman poistamisen suurin vaikeus on yksinkertaisesti siinä, että talletusten verovapaus suosii suurta osaa väestöstä ja siitä syystä sen poistamista varmaankin vastustettaisiin. Yksi esitetty näkökohta on sen poistamisen epäoikeudenmukaisuus sillä perusteella, että verovapaus on tarjonnut korvausta inflaatiosta tallettajille, joiden reaaliset korkotuotot verojen

jälkeen olisivat olleet vielä toteutuneitakin negatiivisemmat. Verotuskohtelun muuttamisen tarve näyttää kuitenkin välttämättömältä. Inflaation hidastuessa ja säätelemättömien antolainauskorkojen vallitessa veronalaisetkin talletukset saattaisivat antaa kohtuullisen nettotulon. Jos piensäästäjille sitä paitsi on myönnettävä verohelpotuksia, miksei pääomatuloja ylipäänsä vapauteta veroista tiettyyn rajaan saakka (ja yleistetä Suomessa jo osittain käytössä olevaa järjestelmää)? Lopuksi todettakoon, että näistä verohelpotuksista hyötyy kaksi edunsaajaryhmää: rahoitusvälineiden haltijat ja niiden liikkeeseen laskijat. On epäselvää, miksi etuoikeus laskea liikkeeseen verottomia rahoitusvälineitä ja koota niistä koituvat voitot pitäisi olla pankeilla eikä valtiolla ja sen laitoksilla.

On olemassa kolme nykyistä talletusten verotuskohtelua koskevaa toimenpidevaihtoehtoa. Ensinnäkin verotuskohtelu voitaisiin jättää ennalleen ja purkaa rahoitusmarkkinoiden muu säättely; haitallista tässä olisi suurituloisia hyödyttävän vinoutuman paheneminen ja rahoituksen välityksen edestakainen liike pankkien taseisiin ja niiden ulkopuolelle silloin, kun säätelemätön korko vaihtelee ilman vastaavia peruskoron muutoksia. Mielestäni tämäkin olisi parempi vaihtoehto kuin olla purkamatta antolainauskorkojen säättelyä sillä verukkeella, että talletuskorkosäättelyä ei voida purkaa. Toinen vaihtoehto olisi ulottaa talletusten verovapauskohtelu muihinkin pääoman lajeihin ja lakkauttaa samalla korkomenojen verovähennysoikeus. Tällä olisi ainakin se hyvä puoli, että näin noudatettaisiin talletusten vähennyskelpoisuuden logiikkaa loppuun saakka. Kolmas ja suositeltavin vaihtoehto olisi tietenkin nettopääomatulojen yhtenäinen verottaminen, toisin sanoen kaikkien korkotulojen verottaminen ja verovähennysten myöntäminen kaikista korkomenoista.

Yleinen suositukseni olisikin: lakkauttaa antolainauskorkojen säättely joka tapauksessa ja tehdä talletuksille, mitä voitte. Jäljellä on kysymys etenemisnopeudesta. Monestakaan syystä ei pitäisi edetä liian nopeasti. Tärkein syy on olla järkyttämättä liian äkillisesti rahoitusjärjestelmää ja antaa osapuolille tarpeeksi aikaa sopeutua kilpailuun - tämä koskee erityisesti suurten ja pienten pankkien sekä liike- ja paikallispankkien välistä kilpailua -

sekä aikaa organisoida koko toimiala vähitellen uudelleen (kontto-
reiden lukumäärän yms. suhteen). On kuitenkin muita syitä, ehkä
vieläkin pakottavampia, ryhtyä säätelyn purkamiseen nopeasti. Ajan
mittaan olemassa olevat vinoutumat moninkertaistuvat ja uudistukseen
sopeutuminen käy sitä vaikeammaksi, mitä tuonnemmaksi sitä siirre-
tään.

6 LOPPUPÄÄTELMÄT

Suomen kokonaistaloudelliset saavutukset muiden maiden saavutuksiin
nähdessä ovat olleet huomattavan hyviä muutaman viime vuoden aikana.
Osa menestyksestä voidaan lukea viisaan talouspolitiikan, etenkin
makropolitikan, ansioksi. Rahoitusmarkkinoiden uudistamisessa viran-
omaisilla on ehkä ollut sikäli onnea, että sopivin lähestymistapa
lienee ollut juuri "passiivisen tuen" antaminen rahoitusjärjestelmän
muutoksille, joita on tarvittu täydentämään rahapolitiikan harjoit-
tamistapaan paraikaa tehtäviä muutoksia sekä finanssipolitiikan
uudistusta.

Rahoitusjärjestelmän muutokset etenevät kuitenkin sellaista vauhtia,
ettei passiivinen asenne riitä enää kauan. Mielestäni valinta on
väistämättä tehtävä tiukemman tai vähäisemmän säätelyn välillä.
Jotta valinnasta tiukasti suojatun Suomi-linnakkeen ja markkina-
voimien pakottaman paniikinomaisen purkamisen välillä ei tulisi kovin
jyrkkää, nykyistä aktiivisempi säätelyn purkamispolitiikka näyttäisi
tavoiteltavalta. Se saattaisi koostua antolainauksen keskikorkosää-
telyn melko nopeasta purkamisesta, sen jälkeen talletusmarkkinoiden
säätelyn purkamisesta ja näiden jälkeen asteittaisesta, yhtenäisestä
valuutansäännöstelyn lieventämisestä. Johdonmukainen talouspoliit-
tinen kokonaisuohjelma, ehkä edellä (3. luvussa) käsitellyn tapainen,
on kuitenkin määrätietoisen liberalisointipolitiikan menestymisen
välttämätön edellytys.

PUBLICATIONS OF THE BANK OF FINLAND
SUOMEN PANKIN JULKAISUJA

Series A (ISSN 0355-6034)
Sarja A (ISSN 0355-6034)

(Nos.1 - 35. Publications of the Bank of Finland Institute for Economic Research, collections of articles over the period 1942 - 1972 called "Taloudellisia selvityksiä", in Finnish and Swedish, ISSN 0081-9514)

(1 - 35. Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, "Taloudellisia selvityksiä", artikkelikokoelmia vuosilta 1942 - 1972, suomeksi ja ruotsiksi, ISSN 0081-9514)

36. TUOMAS SUKSELAINEN Finnish Export Performance in 1961 - 1972. A Constant-Market-Shares Approach. 1974. 74 p./s. (ISBN 951-686-018-4)
37. SIRKKA HÄMÄLÄINEN Palkansaajatalouksien säästämisestä. Suomen Pankin säästämistiedustelu vuodelta 1969. 1974. 53 p./s. (ISBN 951-686-020-6)
38. HEIKKI KOSKENKYLÄ - ILMO PYYHTIÄ Energiavaltaisuus investointikriteerinä. 1974. 52 p./s. (ISBN 951-686-021-4)
39. HEIKKI KOSKENKYLÄ - ILMO PYYHTIÄ Pääomakerroin, työn tuottavuus ja työpaikan hinta Suomen teollisuudessa vuosina 1960 - 1973. 1975. 71 p./s. (ISBN 951-686-025-7)
40. ALPO WILLMAN Suhdanneherkkyys, omavaraisuus ja ympäristövaikutusten kriteeri investointikriteereinä. (With an additional chapter/Lisälukuna J.P. CUNNINGHAM Energy-intensity as an Investment Criterion.) 1975. 89 p./s. (ISBN 951-686-026-5)
41. REINO AIRIKKALA - TUOMAS SUKSELAINEN (eds./toim.) Suomen maksutaseen kehityslinjat vuosina 1950 - 1974. 1976. 120 p./s. (ISBN 951-686-027-3)
42. HEIKKI KOSKENKYLÄ - ILMO PYYHTIÄ Kokonaistaloudellisten ja liiketaloudellisten investointikriteerien merkitys kasvu- ja rakennepolitiikassa. 1976. 67 p./s. (English summary/ Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-034-6)
43. TAPIO PEURA Suomen ulkomaankaupan hinnat vuosina 1950 - 1974. 1977. 87 p./s. (ISBN 951-686-037-0)

44. TERHI KIVILAHTI Suomen kaupasta ja maksujärjestelmästä muiden itäryhmän maiden kuin SNTL:n kanssa. 1977. 126 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-038-9)
45. SIMO LAHTINEN Tuotanto, työ ja energia Suomen teollisuudessa vuosina 1900 - 1975. 1977. 78 p./s. (ISBN 951-686-040-0)
46. Koroista ja korkopolitiikasta Suomessa (RALF PAULI Suomen korkojärjestelmän pääpiirteet ja korkopolitiikka vuosina 1960 - 1975; OLAVI RANTALA Korkotaso ja korkorakenne Suomessa vuosina 1960 - 1975; JORMA HIETALAHTI Teollisuuden korkomenot ja velkojen korkotaso vuosina 1960 - 1973). 1978. 77 p./s. (ISBN 951-686-041-9)
47. JARMO PESOLA - TIMO TYRVÄINEN Palveluelinkeinojen investoinnit vuosina 1953 - 1975. 1978. 107 p./s. (ISBN 951-686-047-8)
48. HEIKKI KOSKENKYLÄ - KARI PEKONEN Työttömyys ja tuotannon rakenne Suomen kansantaloudessa. 1979. 122 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-051-6)
49. INKERI HIRVENSALO Suomen ja SNTL:n välinen clearing-maksujärjestelmä. 1979. 125 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-053-2)
50. TAPIO PEURA Teollisuuden kansainvälinen kilpailukyky. 1979. 128 p./s. (ISBN 951-686-055-9)
51. ALPO WILLMAN Julkiset menot vuosina 1950 - 1977. Kasvu- ja rakennepoliittinen tarkastelu. 1980. 125 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-062-1)
52. HANNU HALTTUNEN - JUHANI HIRVONEN - HEIKKI KOSKENKYLÄ - ALPO WILLMAN Yhteenveto Ruotsin kansantalouden pitkän aikavälin näkymistä tehdyistä selvityksistä. 1981. 165 p./s. (ISBN 951-686-065-6)
53. TOM NORDMAN Vientiä koskevat erityisjärjestelyt Suomessa. 1981. 181 p./s. (ISBN 951-686-070-2)
54. JUHANI LAURILA Ulkomaiset pääomanliikkeet 1970-luvulla. 1982. 117 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-078-8)
55. KAARLO V. JÄNNÄRI Euroopan valuuttajärjestelmä. 1983. 54 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-084-2)
56. JORMA HIETALAHTI Pitkäaikaisten ulkomaisten rahoituslainojen kustannuskehitys 1970 - 1981. 1984. 69 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-089-3)
57. EERO LEHTO Korot ja korkojärjestelmä Suomessa. 1984. 64 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-090-7)

58. JUKKA PEKKARINEN - TAPIO PEURA Hintakilpailukyvyyn käsite ja mittaaminen. 1984. 74 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-099-0)
59. VESA VIHRIÄLÄ Alueellinen rahapolitiikka. Kokemuksia alueellisesta rahapolitiikasta Norjassa ja näkökohtia sen toteuttamisesta Suomessa. 1985. 62 p./s. (ISBN 951-686-102-4)
60. KERSTIN HEINONEN Systemet med särskilda dragningsrätter - dess utveckling, egenskaper och framtid. 1985. 65 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-112-1)
61. Koron vaikutuksista kansantaloudessa (SIXTEN KORKMAN Rahoitusmarkkinoiden muutokset, korko ja investointikehitys; HEIKKI KOSKENKYLÄ - PAAVO PEISA Koron ja muiden rahoitustekijöiden vaikutukset investointeihin: katsaus Suomessa tehtyyn tutkimukseen; PENTTI PIKKARAINEN - JUHA TARKKA - ALPO WILLMAN Korkeiden kokonaistaloudellisista vaikutuksista BOF3-mallin mukaan) 1985. 110 p./s. (English summary/Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-113-X)
62. ALEXANDER K. SWOBODA Ongoing Changes in Finnish Financial Markets and Their Implications for Central Bank Policy/ Suomen rahoitusmarkkinoiden muutokset ja niiden vaikutukset keskuspankkipolitiikkaan. 1986. 57 p./s. (ISBN 951-686-117-2)