

# Rahoitusmarkkinaraportti

## 2 • 2011

- Suomalaiset yritykset varautuneet rahoitusilanteen heikkenemiseen
- Velkakriisi lisännyt huolta EU-maiden pankkien kyvystä kestää kasvavia luottotappioita
- Systemisesti merkittäviin pankkeihin tullaan kohdistamaan tiukempia vakavaraisuusvaatimuksia kuin muihin
- Velkakriisin kärjistyminen haittaa rahoituksenvälitystä
- Muutokset maksuliikenteen infrastruktuurissa ovat aiheuttaneet häiriöitä suomalaisten maksujen välityksessä



Suomen Pankki

Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto

10.11.2011

## Sisällys

1	Rahoituksen välitys	4
1.1	Suomalaiset yritykset varautuneet rahoitustilanteen heikkenemiseen	4
1.2	IMF:n rahoitusvakaussindikaattorit – rikas tietopankki	7
1.3	Epävarmuus haittaa rahoituksen välitystä	9
2	Pankit ja vakuutuslaitokset	12
2.1	Pankkien pääomitus yksi ratkaisun avaimista luottamuksen palautumiseksi	12
2.2	Sijoitukset Suomesta euroalueen reunamaiden velkapapereihin vähäiset	14
3	Arvopaperimarkkinat	16
3.1	Rahamarkkinarahaston määritelmä tiukentuu Euroopassa	16
3.2	Pörsissä noteerattujen sijoitusrahastojen markkinat kasvussa	19
4	Infrastruktuuri	21
4.1	Maksujärjestelmissä virtaa talouden polttoaine	21
4.2	Maksuliikenteen häiriöt ovat jatkuneet	22
4.3	Vähittäismaksupalvelut pankeille tappiollisia	23
5	Sääntelyn ja valvonnan keskeisiä hankkeita	24
5.1	Systeemisesti merkittävillä pankeilla tiukat vaatimukset	24
5.1.1	Tiukempi vakavaraisuusvaatimus	25
5.1.2	Kriisinhallintatoimia tehostetaan	26
5.2	Pyrkimys maksimiharmonisaatioon hiertää EU:n vakavaraisuussääntelyn valmistelua	27
5.3	Euroopan järjestelmäriskikomitean ensimmäinen suositus kohdistuu valuuttalainoihin	29
5.3.1	Valuuttaluotot suosittuja huolimatta riskeistä	29
5.3.2	Suositus velvoittaa erityistoimiin valuuttaluotoissa	30

## Kuvioluettelo

Kuvio 1.	Yrityslainojen vuosikasvu sektoreittain	5
Kuvio 2.	Yrityslainojen keskiporkoja	5
Kuvio 3.	Luottolaitosten välittämät yritystodistukset	5
Kuvio 4.	Liikevaihdoltaan 30 suurimman pörssiyrityksen korollinen velka	6
Kuvio 5.	Helsingin pörssin 30 suurinta yritystä: tulos ennen veroja	6
Kuvio 6.	Pankkisektorin oman pääoman tuotto	8
Kuvio 7.	Pankkisektorin kokonaismarginaali	8

Postiosoite  
PL 160  
00101 HELSINKI

Käyntiosoite Snellmanin aukio  
Puhelin 010 8311  
Faksi (09) 174 872

Sähköposti  
etunimi.sukunimi@bof.fi  
www.suomenpankki.fi

## Projektiryhmä

Jyrki Haajanen  
Nina Björklund  
Jonna Elonen-Kulmala  
Päivi Heikkinen  
Timo Iivarinen  
Harri Kuussaari  
Jarmo Pesola  
Hanna Putkuri  
Pertti Pylkkönen  
Eero Savolainen  
Heli Snellman  
Katja Taipalus  
Hermann Teräväinen  
Mervi Toivanen  
Jukka Vauhkonen  
Hanna Westman

## Ohjaus

Kimmo Virolainen  
Päivi Heikkinen  
Jouni Timonen

## ISSN

1796-9301

Swift SPFB FI HH  
Y-tunnus 0202248-1  
Kotipaikka Helsinki

Kuvio 8. Pankkien lähivuosisien jälleerahoitustarpeet	10
Kuvio 9. Euroalueen yrityslainojen korkoero valtionlainoihin toimialoittain	10
Kuvio 10. Kansainvälisten rahamarkkinainstrumenttien ja JVK-lainojen emissiot nettomääräisesti (emissiot – kuoletukset)	10
Kuvio 11. Arvioitu pääomatarve maittain	13
Kuvio 12. Suomalaisen luotto-, vakuutus- ja työeläkelaitosten saamiset* eräistä Euroopan maista elokuun 2011 lopussa	14
Kuvio 13. Suomalaisen luottolaitosten sijoitukset eräiden euroalueen valtioiden ja rahalaitosten velkapapereihin*	15
Kuvio 14. Suomalaisen vakuutuslaitosten sijoitukset eräiden euroalueen valtioiden ja rahalaitosten velkapapereihin*	15
Kuvio 15. Suomalaisen työeläkelaitosten sijoitukset eräiden euroalueen valtioiden ja rahalaitosten velkapapereihin*	15
Kuvio 16. Kotimaisten rahamarkkinarahastojen rahastopääoma ja nettomerkinnot	16
Kuvio 17. Kansainvälisten ETF-rahastojen pääomat	19
Kuvio 18. Systemisesti merkittävien pankkien lisävakavaraisuusvaatimukset	26
Kuvio 19. Valuuttaluotonanto suhteessa kokonaisluotonantoon kesäkuussa 2011	29

## Taulukkuuettelo

Taulukko 1. IMF:n rahoitusvakaussindikaattorit	7
Taulukko 2. Systemisen merkittävyyden arvioinnissa käytettävät indikaattorit ja niiden painoarvot	25

# 1 Rahoituksen välitys

## 1.1 Suomalaiset yritykset varautuneet rahoitustilanteen heikkenemiseen

Pertti Pyllkkönen ja Jukka Vauhkonen

**Valtioiden velkakriisin kärjistyminen näkyy eri tavoin suomalaisten yritysten rahoituksen käyttöä ja saatavuutta mittavissa tunnusluvuissa. Tuoreimpien tietojen perusteella pankkien yritysluotonanto on vauhdittunut. Sen sijaan yritysten joukko-velkakirjaemissiot ovat käytännössä pysähtyneet.**

Useimmat rahoituskriisit vaikeuttavat vakavasti yritysten rahoitusta. Näin kävi suomalaisillekin yrityksille kansainvälisen rahoituskriisin kärjistyttyä syksyllä 2008.<sup>1</sup>

Euromaiden velkakriisin viimeaikainen voimistuminen on herättänyt pelkoja, että yritysten rahoitus vaikeutuu uudelleen. Seuraavassa arvioidaan suomalaisten yritysten, erityisesti suurten yritysten, ulkoisen rahoituksen saatavuutta eri tunnuslukujen valossa.

Yritysten rahoitustilanteen vaikeutuminen ilmeni syksyllä 2008 muun muassa kotimaisten pankkien ja työeläkeyhtiöiden yritysluotonannon nopeana kasvuna, kun markkinoilta hankitun rahoituksen saatavuuden vaikeutuminen ja kallistuminen saivat suurasiakkaat

palaamaan kotimaisten pankkien luottotiskeille nostamaan luottoja aiemmin sopimiensa luottolimiittien mukaisesti. Kotimaisten pankkien yritysluotonannon kasvu kiihtyi lähes 25 prosenttiin loppuvuonna 2008. Työeläkeyhtiöiden jo lähes unohduksiin vaipunut vakuutusmaksulainaus puolestaan kasvoi syksyn 2008 rahoituskriisin jälkeen runsaan puolen miljardin euron tasolta lähes kymmenkertaiseksi. Myös Finnveran yritysluotot kasvoivat ripeästi.

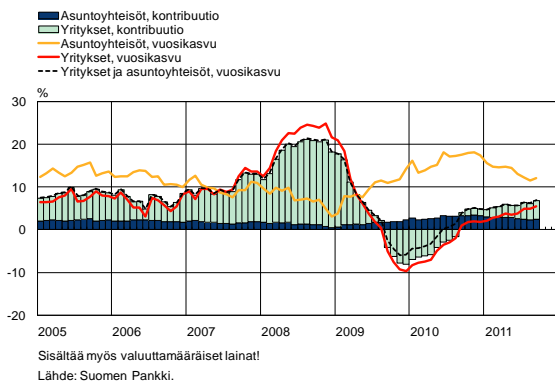
### Yritysten pankkiluotot lievässä kasvussa

Sekä tilastotietojen että muiden havaintojen perusteella yritykset ovat tällä hetkellä paremmin varautuneita rahoitustilanteen heikkenemiseen kuin ne olivat ennen rahoituskriisin kärjistymistä syksyllä 2008.

Syksyllä 2011 ei ole nähty samankaltaista pankkien yritysluottojen kasvua kuin syksyllä 2008 (Kuvio 1). Kotimaisten pankkien yritysluottojen kasvuvauhti (ilman asuntoyhteisöjä) on maltillisesti nopeutunut n. 5 prosenttiin. Maltillisena pysynyt kasvu viitanee siihen, ettei suurilla yrityksillä ei ole ollut voimakasta tarvetta kasvattaa luotonottoaan suomalaisista pankeista. Yritysluottojen vakaa kasvu on myönteistä myös suhdannenäkökuulmasta: ainakaan toistaiseksi ei ole merkkejä esimerkiksi vuonna 2009 nähdyn kaltaisesta luotonannon romahduksesta.

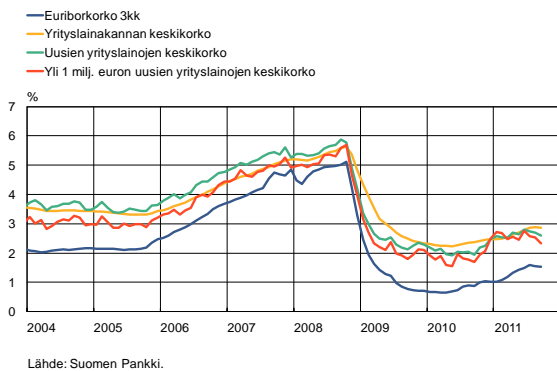
<sup>1</sup> Suomen Pankin pääjohtajan Erkki Liikasen puheessa ”Kansainvälinen talouskriisi ja Suomi” (Pääomasijoituspäivä, Helsinki 3.2.2009) on yksityiskohtainen kuvaus suomalaisten yritysten rahoituksen vaikeutumisesta syksyllä 2008 ja alkuvuonna 2009.

Kuvio 1. Yrityslainojen vuosikasvu sektoreittain



Pankkien uusien yritysluottojen korot ovat seuranneet euriborkorkojen muutoksia (Kuvio 2). Uusien luottojen keskimääräiset korkomarginaalit eivät siten ole juuri leventyneet.

Kuvio 2. Yrityslainojen keskiporkkoja



Eri lähteistä saatujen tietojen perusteella suuret yritykset ovat varautuneet rahoituksen mahdolliseen vaikeutumiseen pidentämällä lainaohjelmiaan ja lisäämällä kassavarojaan. Yritysten pankkitalletusten viimeaikainen kasvu ilmentänee osaltaan yritysten kassavarojen kasvua. Varautumisesta kertoo myös se, että suomalaiset yritykset ovat vuoden 2011 aikana solmineet uusia syndikoituja luottosopimuksia runsaan 11 mrd. euron arvosta.

Varautumista tarvitaan, koska yritysten joukkolainamarkkinat ovat velkakriisin myötä lähes pysähtyneet. Suomalaisten yritysten kotimaisilla ja kansainvälisillä markkinoilla liikkeeseen laskemien joukkovel-

kakirjalainojen määrä on supistunut vuoden 2010 lopun 18,9 mrd. eurosta syyskuun 2011 lopun 18,6 mrd. euroon.

### Yritystodistusten liikkeeseenlaskut elpyneet

Yritysten lyhytaikaisen rahoituksen saatavuuden kannalta on myönteistä, että kotimaiset yritystodistusmarkkinat näyttäisivät toimivan ongelmitta. Yritystodistuksilla hankittua rahoitusta käytetään tyypillisesti yritysten lyhytaikaisten rahoitustarpeiden, kuten käyttöpääoman, kattamiseen. Liikkeessä olevien yritystodistusten kanta supistui voimakkaasti vuonna 2008.

Vuoden 2011 aikana kanta on kasvanut lähes 2 miljardilla eurolla yli 6 mrd. euroon (Kuvio 3).

Kuvio 3. Luottolaitosten välittämät yritystodistukset

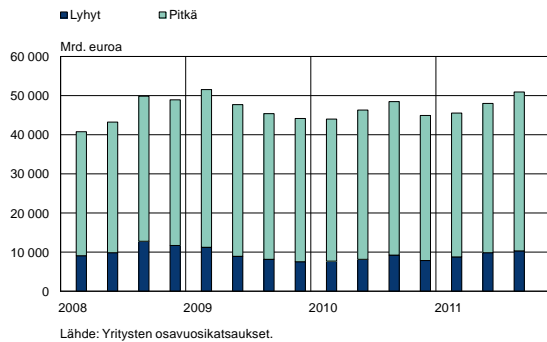


Suomalaiset yritykset ovat vähentäneet velkaantuneisuuttaan, mikä pienentää niiden haavoittuvuutta rahoitusmarkkinoiden häiriöille. Suomen koko yrityssektorin velkakanta pysyi pitkään likipitään ennallaan vuoden 2009 alkupuolelta saakka ja velkaantuneisuus suhteessa yrityssektorin yhteenlaskettuun taseeseen on pienentynyt.

Viime kuukausina velkakanta on kuitenkin alkanut kasvaa. Suurissa yrityksissä kasvua on ollut sekä lyhytaikaisissa velkapapereissa, kuten yritystodistuksissa, että pitkäaikaisissa veloissa (Kuvio 4). Yrityskohittaiset vaihtelut ovat kuitenkin huomattavia. Joidenkin suurien yritysten velka on kasvanut vauhdilla, vaikka

esimerkiksi investointien määrä on pysynyt vähäisenä. Tämä viittaa kannattavuuden heikkenemiseen.

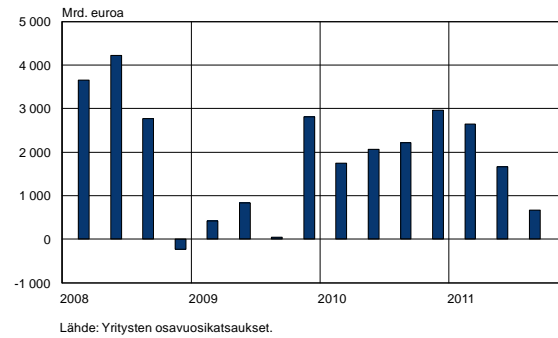
**Kuvio 4. Liikevaihdoltaan 30 suurimman pörssiyrityksen korollinen velka**



Luottamusta suomalaisten suurten yritysten velanhoidokykyyn on ylläpitänyt niiden viime aikoihin saakka hyvänä pysynyt kannattavuus (Kuvio 5). Vuoden 2008 rahoituskriisi heikensi suurimpien pörssiyritysten tuloksia rajusti. Tulokset paranivat muutaman heikkomman neljänneksen jälkeen kuitenkin uudelleen hyvälle tasolle. Vuoden 2011 kolmas neljännes näyttää

jossain määrin toistavan vuoden 2008 lopun tuloskehitystä. Tosin ainakin viimeisten tietojen perusteella pudotus ei ole yhtä raju kuin kolme vuotta sitten.

**Kuvio 5. Helsingin pörssin 30 suurinta yritystä: tulos ennen veroja**



## 1.2 IMF:n rahoitusvakausindikaattorit – rikas tietopankki

Eero Savolainen

**Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) julkaisee kotisivuillaan yli 60 jäsenvaltion sa rahoitusvakausindikaattoreita.<sup>2</sup>**

Rahoitusvakausindikaattorien (tuonnempana: indikaattorit) tarve nousi IMF:n piirissä ensimmäisen kerran esille jo vuoden 1997 finanssikriisin yhteydessä. Indikaattoreita alettiin kehittää vuosituhannen vaihteessa. IMF muun muassa julkaisi indikaattoreita koskevan käsikirjan<sup>3</sup> sekä koordinoi kansainvälistä indikaattorien kokoamisen pilottiharjoitusta. Indikaattoreita alettiin julkaista säännöllisesti kesällä 2009.

Indikaattoreita on kaikkiaan 40. Ne koostuvat tärkeimpinä pidetyistä ydinindikaattoreista sekä niitä täydentävistä lisäindikaattoreista. Kaikki 12 ydinindikaattoria perustuvat talletusten vastaanottajien tietoihin. Ydinindikaattorit kuvaavat sektorin vakavaraisuutta, saamisten laatua, talletusten vastaanottajien(?)/sektorin(?) kannattavuutta, likviditeettiä sekä markkinariskiä. Myös valtaosa lisäindikaattoreista lasketaan talletusten vastaanottajien tiedoista, mutta

<sup>2</sup> Rahoitusvakausindikaattorien kotisivun osoite on <http://fsi.imf.org/>.

<sup>3</sup> Compilation Guide on Financial Soundness Indicators (2004); <http://www.imf.org/external/np/sta/fsi/eng/2004/guide/index.htm>.

osa indikaattoreista koskee lisäksi muita rahoituslaitoksia, yrityksiä, kotitalouksia sekä rahoitus- ja kiinteistömarkkinoita. Toimitettujen indikaattorien lukumäärä, frekvenssi ja ajantasaisuus vaihtelevat maittain, mikä voi joissain tapauksissa vähentää niiden käytettävyyttä.

Taulukko 1. IMF:n rahoitusvakausindikaattorit

Ydinindikaattorit	
Vakavaraisuus	Vakavaraisuusaste Ensisijainen vakavaraisuusaste Järjestämättömät saamiset / oma pääoma
Saamisten laatu	Järjestämättömät saamiset / lainat (brutto) Lainojen sektorijakauma
Tuotot ja kannattavuus	Koko pääoman tuotto (ROA) Oman pääoman tuotto (ROE) Korkokate / bruttotuotot (Muut kuin korko)kulut / bruttotuotot
Likviditeetti	Likvidit varat / tase Likvidit varat / lyhytaikaiset velat
Markkinariski	Avoin nettovaluuttapositio / oma pääoma

Lähde: IMF.

### Talletusten vastaanottajien määrittely avainasemassa

Indikaattorit koskevat pääosin talletusten vastaanottajia, joten tämän sektorin kattavuuden määrittelyllä on keskeinen merkitys. IMF:n määritelmä poikkeaa joiltakin osin raha- ja pankkitilastoissa sovellettavista määritelmistä. IMF:n määritelmän mukaan talletusten vastaanottajia ovat kaikki talletuksia vastaanottavat institutionaaliset yksiköt, joiden velkoja sisältyy kansallisesti käytössä olevaan laajaan rahamäärään.<sup>4</sup> Käsitteellisesti ryhmä on hyvin lähellä pankkeja, ja tässä siitä käytetään nimitystä pankkisektori.

Pankkien tietoihin perustuvien indikaattorien koossaamisessa on määriteltävä myös taso, jolla sektorin tiedot konsolidoidaan. IMF:llä on tähän joustava lähestymistapa, ja käsikirjassa esitetään vaihtoehtoisia tapo-

<sup>4</sup> Talletusten vastaanottajiin luetaan myös kaikki instituutiot, jotka on juridisesti määritelty pankeiksi. Pankkien holdingyhtiöt rajataan ryhmän ulkopuolelle, kuten myös rahamarkkinarahastot, vaikka niiden osuusvelka luettaisiinkin laajaan rahamäärään.

ja konsolidoida. Valittu tapa riippuu ensisijaisesti saatavilla olevista lähdetiedoista. Jos lähdetiedot sallivat useita eri tapoja konsolidoida, päätöksenteossa tulee ottaa huomioon maan pankkisektorin rakenne sekä mahdollisen ulkomaisen omistuksen merkitys.

Pääsääntönä on, että yksikön, esimerkiksi konsernin, sisäiset tiedot tulee eliminoida aina. Tämä poikkeaa raha- ja pankkitilastoissa sovellettavasta käytännöstä, jossa konsernin sisäisten kotimaisten erien lisäksi myös pääkonttorin ja ulkomaisen sivukonttorin väliset erät esitetään bruttomääräisinä.

Suomi soveltaa indikaattorien laskemisessa IMF:n suosittamaa lähestymistapaa, joka perustuu kotimaahan sijoittautuneiden pankkien sekä niiden ulkomaisen sivukonttorien ja ulkomaisten rahoitussektorilla toimivien tytäryhtiöiden tietoihin. Pankkikonserneihin kuuluvien vakuutusyhtiöiden tietoja ei oteta huomioon. Suomen indikaattorit lasketaan siten Suomessa olevien pankkien konsernitason tiedoista ilman vakuustointia. Ulkomaisten pankkien Suomessa olevat tytäryhtiöt sisältyvät joukkoon, sivukonttorit sen sijaan eivät.

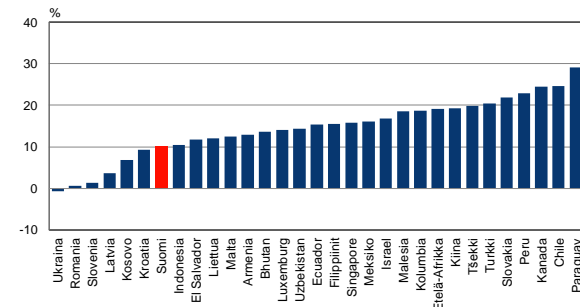
Joidenkin indikaattorien laskenta pohjautuu kuitenkin raha- ja pankkitilastoihin, joiden kattavuus siis poikkeaa edellä kuvatusista. Käytetyt määritelmät on kuvattu IMF:n käsikirjassa, ja kunkin maan soveltamat käytännöt ilmenevät IMF:n verkkosivulta löytyvistä metatiedoista.

**Pankkien kokonaismarginaali ja oman pääoman tuotto vaihtelevat paljon kansainvälisesti**

Seuraavassa esitetään indikaattoreista johdettuja kuvioita, joihin on poimittu tuoreimpia tietoja, jotka viittaavat vuoden 2011 toiseen neljännekseen tai sen jälkeisiin kuukausiin. Kuvioissa on mukana vain osa maista. Maiden lukumäärä kasvaa huomattavasti, jos vanhempia tietoja otetaan mukaan.

Pankkisektorin kannattavuus vaihtelee voimakkaasti oman pääoman tuotolla mitattuna (Kuvio 6). Suomessa pankkisektorin oma pääoma tuotti 10,2 % vuoden 2011 ensimmäisellä vuosipuoliskolla.

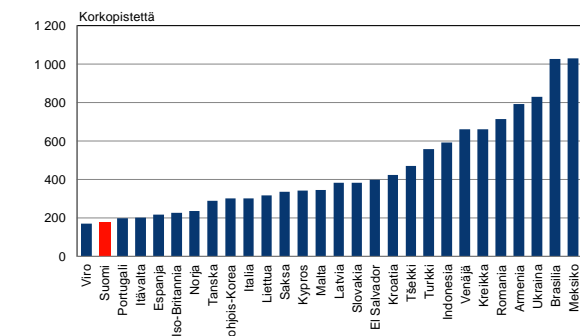
Kuvio 6. Pankkisektorin oman pääoman tuotto



Lähde: IMF.

Korkokate on perinteisesti ollut pankkien keskeinen tulonlähde. Korkokate riippuu suurelta osin talletusten ja lainojen määrästä sekä talletus- ja lainakorkojen välisestä kokonaismarginaalista. Kokonaismarginaalin vaihteluväli on erittäin laaja (Kuvio 7). Suomen pankkisektorin kokonaismarginaali on kansainvälisesti katsottuna hyvin kapea, kesäkuussa 2011 vain 178 korkopistettä.

Kuvio 7. Pankkisektorin kokonaismarginaali



Lähde: IMF.



### 1.3 Epävarmuus haittaa rahoituksen välitystä

Jarmo Pesola ja Katja Taipalus

**Talouden riskit ovat kasvaneet, kun epävarmuus euroalueen velkaantuneiden maiden kyvystä vastata velanhoitotavoitteistaan on lisääntynyt ja epäilyksen alaisen maiden joukko on laajentunut. Valtioiden velkakriisi on muuttunut systeemiseksi, ja tämä on vaikuttanut merkittävästi rahoitusmarkkinoiden toimintaan ja rahoituksen välittymiseen talouksissa.**

Jotta markkinoiden luottamus valtioiden kykyyn hoitaa velkansa palautuisi, on talouskasvusta saatava todisteita. Kestävän talouskasvun saavuttamisella on kuitenkin ehtonsa: rahoitusjärjestelmän ja rahoituksen tarjonnan on oltava kunnossa. Rahoituksen välittymisessä pankkisektorilla on suuri merkitys. Euroopan pankkisektorin varainhankintaa ovat kuitenkin vaikeuttaneet pankkien taseiden valtioriskit (aiheesta enemmän luvussa 2.3).

Vuoden 2011 kolmannella neljänneksellä euroalueen pankit ovat kiristäneet luotonantoaan sekä kotitalouksille että yrityksille.<sup>5</sup> Suurimpia syitä luotonannon tiukentumiseen ovat olleet pankkien oman varainhankinnan vaikeutuminen sekä pankkien likviditeetinhallinnan ongelmat. Tilanteen kärjistymistä kuvaa se, ettei varainhankinta ole vaikeutunut vain pidemmän markkinarahoituksen osalta, vaan myös lyhytaikainen markkinarahointi on hankaloitunut. Pankkien luotta-

mus toisiaan kohtaan on selvästi heikentynyt. Tämä näkyy pankkien välisen luotonannon lisäksi myös siinä, että pankit haluavat tallettaa ylimääräistä likviditeettiään mieluummin keskuspankkiin kuin sijoittaa pankkien välisille markkinoille. Suurin osa pankkien pitkäaikaisesta velkarahoituksesta on hankittu katetuilla joukkolainoilla.

Myös kilpailu talletusvarain hankinnasta on tiukentunut. Erityisesti näin on käynyt velkaongelmaisten maiden pankkisektorilla markkinarahoituksen vaikeututtua. Pyrkimykset rajoittaa aggressiivista kilpailua ovat johtaneet kiertoteiden etsimiseen. Esimerkiksi Espanjassa pyrkimykset rajoittaa tiettyjen tilimuotojen korkoja ovat johtaneet siihen, että erilaisten muiden säästäjille tarjottavien tuotteiden osuudet ovat kasvaneet. Euroopassa pankkien rahoituksesta hieman yli 40 % koostuu interbanklainoista ja markkinoilta haetavasta rahoituksesta. Pankkien varainhankinnan vaikeutuminen on huolestuttavaa, sillä markkinarahoituksen ehtyminen oli keskeisimpiä tekijöitä vuonna 2008 koetussa pankkien luotonannon tiukentumisessa. Pankit ennakoivat luotonannon kiristyvän edelleen vuoden viimeisellä neljänneksellä.

Samaan aikaan pankkien vakavaraisuuteen kohdistuu vahvistuspaineita (aiheesta enemmän luvussa 2.3). Vaikka vakavaraisuutta pyritään ensisijaisesti vahvistamaan pääomia lisäämällä, voi vakavaraisuuden vahvistaminen pahimmillaan tarkoittaa saamisten myyntiä sekä luotonannon supistamista. Ranskassa, Isossa-Britanniassa, Irlannissa, Saksassa ja Espanjassa pankit ovat ilmoittaneet taseiden supistuksista yhteensä 775 mrd. eurolla seuraavien kahden vuoden aikana. Supistukset toteutetaan saamisten myynneillä, toimintoja supistamalla sekä myös luottoja ja luotonantoa vähentämällä. Irlannin ja Ison-Britannian pankit ovat supistaneet taseitaan jo vuodesta 2008 lähtien. Vaikka taseiden supistaminen on osin tarpeellista, haaste on sen

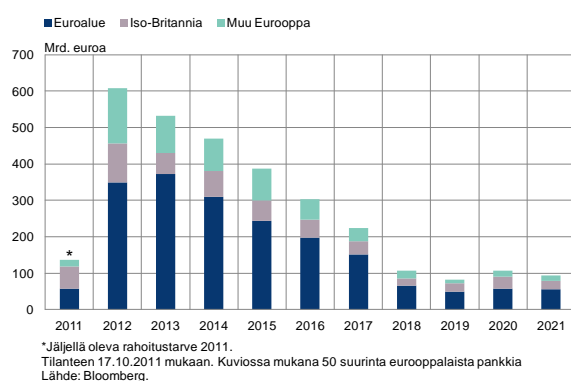
<sup>5</sup> Ks. EU:n luotonannon seurantakysely Bank lending survey (BLS): <http://www.ecb.int/stats/money/surveys/lend/html/index.en.html>.

toteuttaminen niin, ettei rahoituksen välitys ja talouden toiminta häiriytyisi.

Luoton tarjonnan ohella myös luoton kysyntä on vähentynyt, sillä ennakoitu talouskasvun hidastuminen supistaa sekä kotitalouksien että yritysten luotonkysyntää. Kokonaistaloudellisen tilanteen kehittymistä seurataan tarkasti ja hankkeita lykätään herkästi tuonnemmaksi.

Pitkäaikaisen markkinarahoituksen häiriöttömän välittymisen varmistaminen on yksi keskeisimmistä haasteista rahoitusmarkkinoiden toiminnassa. Markkinarahoituksen saatavuus muodostaa lähivuosina keskeisen riskin paitsi pankeille myös yrityksille ja valtioille. Pelkästään pankeilla on vuonna 2012 jälleenaohoitettava Euroopassa n. 600 mrd. euroa (Kuvio 8).

**Kuvio 8. Pankkien lähivuosien jälleenaohoitustarpeet**

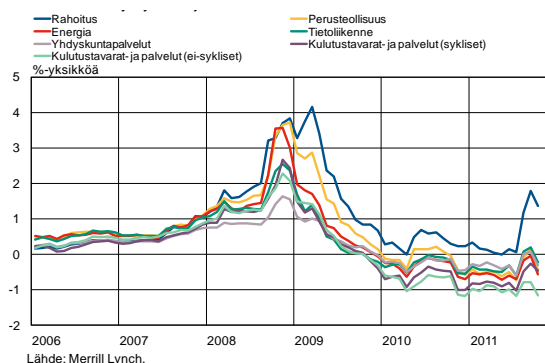


Yksin vuosina 2008 ja 2009 otetusta valtion takaa-  
masta pankkien rahoituksesta EU:ssa eräännytty lähes  
200 mrd. euroa vuoden 2012 alkupuoliskolla.

Epävarmuuden kasvu on pienentänyt selvästi  
markkinoiden riskinsietokykyä. Epävarmuutta kuvaava  
osakemarkkinoiden volatilitiitti-indeksi on kasvanut  
(liitekuvio 59) samaan aikaan kun osakekurssit ovat  
laskeneet (liitekuviot 73 ja 74). Joukkovelkakirja-  
markkinoilla riskien hinnoittelu on suurentanut riski-  
premioita, erityisesti heikomman luottoriskin yritys-  
lainoissa. Korkeerat ovat pysyneet kuitenkin pienem-  
pinä kuin vuosina 2008–2009 (liitekuvio 60). Yritysten

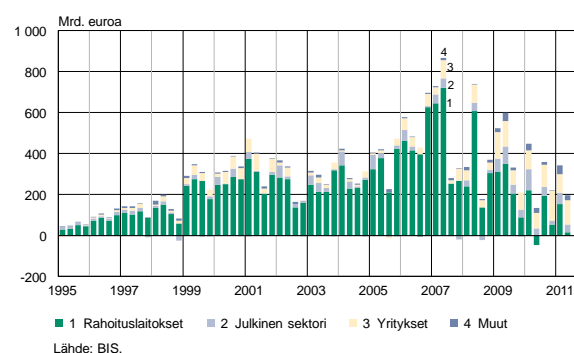
ja valtioiden riskilisät liikkuvat yleensä tiiviimmin  
samaan suuntaan silloin, kun valtioiden riskilisät ovat  
suhteellisen suuret. Vaikka velkaantuneiden maiden  
yritysten liikkeeseenlaskut ovat olleet harvinaisia,  
viime viikkoina hyvän luottoriskin yritykset näissä  
maissa ovat pystyneet laskemaan liikkeeseen joukko-  
lainoja, eräät jopa pienemmällä korolla kuin sijainti-  
maansa valtiot. Erityisesti rahoitussektorin korkoero  
verrattuna muuhun yrityssektoriin on kasvanut selvästi  
(Kuvio 9).

**Kuvio 9. Euroalueen yrityslainojen korkoero valtiolainoihin toimialoittain**



Näkymien epävarmuus heijastuu myös raha- ja rahoitusmarkkinainstrumenttien liikkeeseenlaskuihin. Näiden nettoemissiot eivät ole palautuneet huippuvuoden 2007 tasolle (Kuvio 10).

**Kuvio 10. Kansainvälisten rahamarkkinainstrumenttien ja JVK-lainojen emissiot nettomääräisesti (emissiot – kuoletukset)**



Valtioriskien hinnoittelun tilanne on voimakkaan kaksisijakoinen: hyvän luottoriskin valtiot ovat hyötynneet

tilanteesta turvasatamakysynnän alentaessa niiden korkoja, kun taas heikon luottoriskin maat ovat kärsineet aiempaa varovaisemmasta riskien hinnoittelusta, joka on korottanut niiden maksamia korkoja.

Myös rahoitussektorin tiukentuva sääntely saattaa vaikuttaa rahoituksen välittymiseen. Esimerkkinä tästä ovat pankkien myöntämät kauppaluotot ja remburssit, joiden riskipaino kasvaa huomattavasti. Osasyys maailmankaupan nopeaan romahdukseen vuonna 2008 oli kauppaluottojen merkittävä supistuminen. Pankkien varovaisuuden lisääntyminen hyödykkeiden kaupp-

luotoissa onkin herättänyt uuden huolen mahdollisesti hidastuvasta kaupankäynnistä.

Vakuutusyhtiöiden sääntelyn tiukentamisen on arvioitu mahdollisesti johtavan niiden investointien maturiteetin lyhenemiseen. Sen myötä rahoitusmarkkinoiden rakenne muuttuisi kokonaisuudessaan siten, että lyhytaikaisen rahoituksen osuus kasvaisi. Vakuutusyhtiöiden taseissa olevat sijoitukset ovat lisäksi viime aikoina menettäneet kurssilaskujen myötä arvoaan ja näkymien epävarmuus hillitsee yhtiöiden halukkuutta sitoutua pitkäaikaisiin sijoituksiin.

## 2 Pankit ja vakuutuslaitokset

### 2.1 Pankkien pääomitus yksi ratkaisun avaimista luottamuksen palautumiseksi

**Mervi Toivanen**

**Pankkien pääomittamisen toivotaan osaltaan vähentävän eurooppalaista pankkisektoria kohtaan tunnettua epäluottamusta, joka on kasvanut velkakriisin poliittisen ratkaisun pitkittyessä ja taloustilanteen heiketessä. Vaikka pankit täyttävät laissa määritellyt vakavaraisuusvaatimukset, pääomien kasvattaminen suojaa pankkeja yllättäviltä sokeilta.**

Valtioiden velkakriisin ratkaisun pitkittyessä myös markkinoilla tunnettu epäluottamus eurooppalaista poliittista päätöksentekoprosessia kohtaan on lisääntynyt. Samalla pessimistiset arviot talouden kehityksestä ovat kasvattaneet epävarmuutta valtioiden tulevasta velanhoitokyvystä.

Keväällä 2011 julkistetut stressitestit osoittivat, että Euroopan pankkisektorilla on hallussaan merkittäviä määriä valtioiden joukkovelkakirjalainoja, joista mahdollisessa valtion maksukyvyttömyystilanteessa saataisi aiheutua pankeille tappioita. Talouden taantuma lisäisi pankkien luottotappioita kotitalous- ja yritysluotoista. Näin ollen sijoittajien valtioita kohtaan tuntema epäluottamus on kohdistunut myös Euroopan pankkisektoriin ja sen pääomien riittävyyteen. Valtioiden kyky tarvittaessa tukea pankkisektoreitaan pääomasijoituksin tai takauksin on samalla kriisin jatkumissa huonontunut. Siten valtioiden ja pankkien tilanteen

kytkeytyminen yhteen luo negatiivisen alaspäin johtavan spiraalin, joka ruokkii itse itseään.

Yleisen luottamuksen puute on näkynyt pankkien osakekurssien laskuna ja samalla vaikeuttanut eurooppalaisten pankkien omaa varainhankintaa. Käytännössä rahoituksen saatavuus on heikentynyt ja pankkien rahoituskustannukset kasvaneet. Rahoitusmarkkinoilla vallitsevasta epävarmuudesta kertoo sekin, että eurooppalaiset pankit ovat hankkineet merkittävässä määrin jälleenrahoitusta Euroopan keskuspankin (EKP) kautta ja tallettaneet ylimääräisen likviditeettinsä takaisin keskuspankkiin.

#### Pääomituksesta apua luottamuspulaan

Epäluottamus pankkeja kohtaan on johtanut tilanteeseen, jossa ensin markkinat ja nyt valvojat vaativat pankeilta entistä suurempia pääomapuskureita riskien kattamiseksi. Pankit ovat laissa määriteltyjen vaatimusten perusteella riittävästi pääomitettuja, mutta tukkuvarainhankinnan kasvu on tehnyt pankit alttiimmiksi rahoituksen häiriöille. Sijoittajat karttavat epävarmuutta eivätkä ole halukkaita lainaamaan pankeille tilanteessa, jossa markkinoilla vallitsee syvä epäluottamus pankkien vakavaraisuutta kohtaan. Rahoitus voi tyrehtyä erittäin nopeasti. Esimerkiksi ranskalais-belgialainen Dexia ei kyennyt enää hankkimaan eräänlyhytaikaisen rahoituksensa tilalle uutta rahaa markkinoilta ja joutui Ranskan ja Belgian pelastettavaksi.

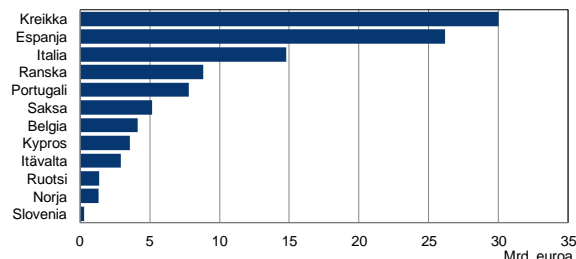
Vaarana on, että markkinarahoituksen saatavuuden heikkeneminen näivettää vähitellen pankin mahdollisuuksia antaa luottoja yksityiselle sektorille. Pahimmillaan seurauksena olisi luottolama, jos pankit joutuisivat supistamaan rajusti asiakasluottojaan tai myymään omaisuuttaan.

Pankin vakavaraisuuden tulisi olla varsinkin epävarmoina aikoina vahvempi kuin laissa edellytetty minimivaatimus. Vahvoilla pääomapuskureilla varustettu pankki on paremmin turvassa markkinoiden häiriöiltä. Suurilla pääomapuskureilla pyritään palauttamaan luottamus eurooppalaiseen pankkijärjestelmään.

### EU-tason päätökset

Euroalueen maat pääsivät 27.10.2011 sopuun Euroopan pankkien pääomittamisesta. Euroopan pankkiviranomaisen (EBA) alustavan arvion mukaan pankkien pääomitarve on noin 106 mrd. euroa (Kuvio 11).

Kuvio 11. Arvioitu pääomatarve maittain



Muilla Euroopan mailla ei joko ole lainkaan pääomitarvetta, tai pääomitarpeet ovat hyvin pienet. Belgian ja Itävallan pääomitarpeiden taustalla ovat pitkälti rakennusjärjestelyiden kohteina olevat Dexia ja Volksbank. Nämä luvut voivat vielä muuttua merkittävästi.

Lähde: European Banking Authority.

Pankkien lopulliset pääomitarpeet lasketaan pankkien syyskuun 2011 tasetietojen perusteella. Pankkien tulee kasvattaa rajoituksettomien ensisijaisten omien varojen (nk. Core Tier 1) mukainen vakavaraisuutensa<sup>6</sup> 9 prosenttiin kesäkuun 2012 loppuun mennessä. Pääomitusta varten pankkien tulee ensisijaisesti hankkia rahoitus markkinoilta, kerryttää pääomia tulorahoituksen avulla sekä lykätä osinkojen ja bonusten maksua. Mikäli pankki ei itse kykene hankkimaan tarvittavia lisäpääomia, valtiot voivat tukea omaa pankkisektoriaan. Pääomituksen on kuitenkin aina oltava vastikkeellista, eli käytännössä valtioiden omistuosuus

<sup>6</sup> Core Tier 1 -vakavaraisuussuhde lasketaan jakamalla rajoituksettomat ensisijaiset omat varat riskipainotetuilla saamisilla. Rajoituksettomat ensisijaiset omat varat ovat oman pääoman luonteisia eriä, jotka ovat tappioita parhaiten kattavia varoja mutta eivät sisällä hybridi-instrumentteja.

pankeista lisääntyä. Jos valtion varat eivät ole riittävät, euroalueen pankkeja on viime kädessä mahdollista rahoittaa Euroopan rahoitusvakaussävelin (ERVV) kautta.

Pankit voivat täyttää vakavaraisuusvaatimuksen joko vahvistamalla pääomiaan tai vähentämällä riskipainotettuja saamisiaan. Jotta voimakkaalta luotonannon vähentämiseltä ja haitallisilta talouteen kohdistuvilta vaikutuksilta vältyttäisiin, pankkien tulee toimittaa suunnitelma vaatimuksen täyttämiseksi kansallisille valvojille 31.12.2011 mennessä. Suunnitelmia tulaa tarkastelemaan koordinoitusti Euroopan tasolla.

## 2.2 Sijoitukset Suomesta euroalueen reunamaiden velkapapereihin vähäiset

Harri Kuussaari ja Hanna Putkuri

**Suomalaisten luotto-, vakuutus- ja työeläkelaitosten sijoitukset euroalueen valtioiden ja rahalaitosten velkapapereihin ovat varsin vähäiset niiden muihin ulkomaisiin saamisiin nähden. Sijoitukset luottoluokituksestaan parhaisiin valtionlainoihin ovat lisääntyneet ja sijoitukset reuna- valtioiden velkapapereihin supistuneet vuonna 2011.**

Valtioiden velkapapereihin sijoittaminen on osa tavanomaista kaupankäyntiä ja pitkäjänteisempää sijoitustoimintaa niin pankeille kuin muillekin keskeisille sijoittajasektoreille. Euroalueen velkakriisi on lisännyt viime aikoina sekä euroalueen valtioihin että rahalaitoksiin tehtyjen sijoitusten riskipitoisuutta. Markkinoiden luottamus euroalueen nk. reuna- valtioiden<sup>7</sup> velanhoidotkykyyn on heikentynyt, mikä on nostanut näiden valtioiden liikkeeseen laskemien velkapapereiden korkoja suhteessa turvallisina pidettyihin sijoituskohteisiin, kuten Saksan valtionlainoihin. Huomattava osa reuna- valtioiden velkapapereista on näiden maiden kotimaisten ja muiden eurooppalaisten pankkien hallussa, mikä on lisännyt myös pankkien välistä epäluottamusta mahdollisten tartuntavaikutusten pelossa.

### Keskeisten sijoittajasektoreiden ulkomaiset saamiset valtaosin Euroopasta

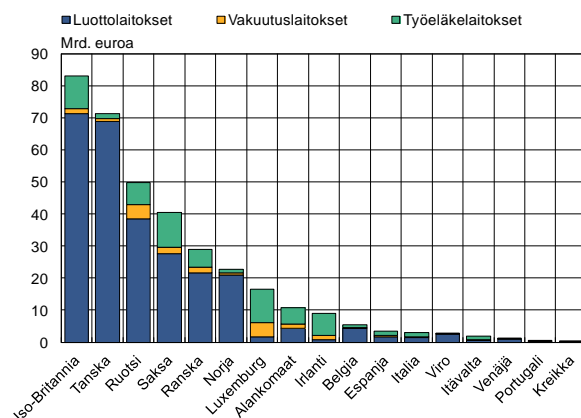
Suomalaisten luotto-, vakuutus- ja työeläkelaitosten ulkomaiset saamiset olivat elokuun 2011 lopussa yhteensä noin 410 mrd. euroa. Noin puolet saamisista oli

<sup>7</sup> Kreikka, Irlanti, Italia, Portugal ja Espanja (nk. GIIPS-maat).

Isosta-Britanniasta, Tanskasta ja Ruotsista, vajaa kolmannes euroalueelta, 10 % muualta Euroopasta ja 10 % muista maista.<sup>8</sup>

Yli puolet (59 %) suomalaisten luottolaitosten Euroopan-saamisista on euroalueen ulkopuolisista maista (Kuvio 12). Luottolaitosten saamiset Isosta-Britanniasta ovat valtaosin johdannaisia, joihin liittyvien sopimusten vastapuolet toimivat Isossa-Britanniassa tai joilla on käyty kauppaa Lontoon johdannaispörssissä. Luottolaitosten saamiset muista Pohjoismaista ovat enimmäkseen pankkien välisiä lainoja ja talletuksia. Suomen pankkisektori on vahvasti integroitunut erityisesti Ruotsin ja Tanskan kanssa, joten merkittävä osa näistä saamisista on monikansallisten pankkikonsernien sisäisiä eriä.

**Kuvio 12. Suomalaisten luotto-, vakuutus- ja työeläkelaitosten saamiset\* eräistä Euroopan maista elokuun 2011 lopussa**



\* Suorat sijoitukset, arvopaperisijoitukset, muut sijoitukset ja johdannaiset. Lähde: Suomen Pankki.

Vakuutus- ja työeläkelaitosten saamiset Euroopasta ovat pääosin arvopaperisijoituksia, jotka on hajautettu useisiin maihin. Maakohtaisia riskejä vähentää myös se, että osa näistä saamisista on sijoituksia esimerkiksi

<sup>8</sup> Ks. [http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/maksutase/Documents/-Table13\\_2011M08.xls](http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/maksutase/Documents/-Table13_2011M08.xls). Lukuihin sisältyvät suorat sijoitukset, arvopaperisijoitukset (osakkeet, joukkovelkakirjalainat ja rahamarkkinapaperit), muut sijoitukset (mm. lainat ja talletukset) ja johdannaiset.

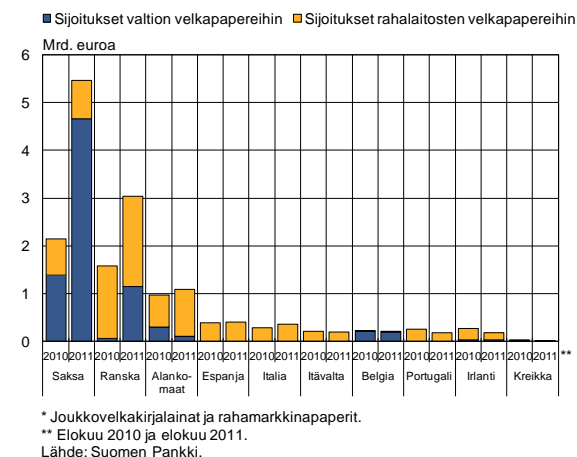
Irlantiin ja Luxemburgiin rekisteröityihin sijoitusrahastoihin, jotka sijoittavat varansa kansainvälisesti.

### Sijoitukset euroalueen valtioiden velkapapereihin keskittyneet vähäriskisimpiin maihin

Suomalaiset luottolaitokset ovat lisänneet turvallisina pidettyjä sijoituksia euroalueen suurten, luottoluokitukseltaan parhaiden valtioiden, Saksan ja Ranskan, valtionlainoihin (Kuvio 13).<sup>9</sup> Sijoitukset euroalueen muiden valtioiden velkapapereihin ovat sitä vastoin pysyneet hyvin vähäisinä tai supistuneet elokuun 2010 jälkeen. Luottolaitosten sijoitukset GIIPS-maiden valtionlainoihin ovat erittäin vähäiset: elokuun lopussa yhteensä vain noin 54 milj. euroa.

Euroalueen velkaongelmaisten valtioiden ja pankkien välillä vallitsee kohtalonyhteys, jonka vuoksi sijoittajat ovat aiempaa haluttomampia sijoittamaan näissä maissa toimiviin rahalaitoksiin. Suomalaisilla luottolaitoksilla on sijoituksia euroalueen rahalaitosten velkapapereihin eniten suurissa Keski-Euroopan maissa Ranskassa, Alankomaissa ja Saksassa (Kuvio 13).

### Kuvio 13. Suomalaisien luottolaitosten sijoitukset eräiden euroalueen valtioiden ja rahalaitosten velkapapereihin\*

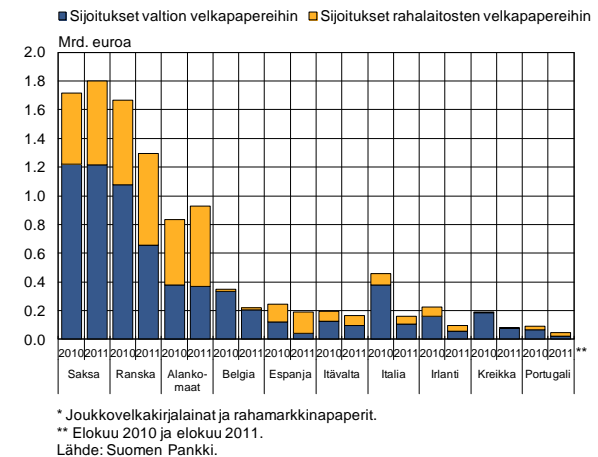


Suomalaisien vakuutuslaitosten sijoitukset euroalueen valtioiden velkapapereihin ovat Saksaa ja Alankomaita

<sup>9</sup> Luottolaitokset ovat lisänneet sijoituksiaan myös Suomen valtionlainoihin, jotka kuuluvat luottoluokitukseltaan parhaiden joukkoon.

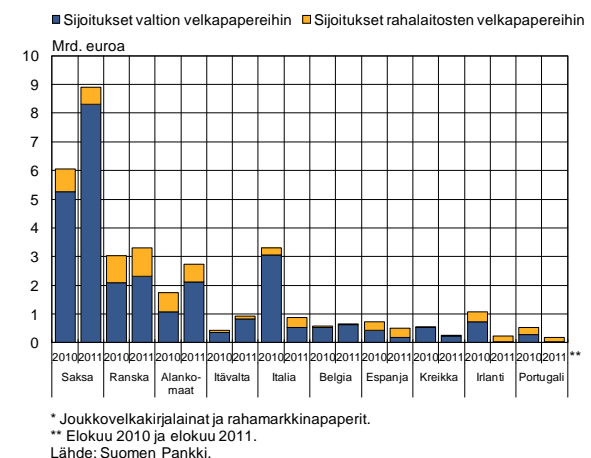
lukuun ottamatta supistuneet merkittävästi viimeisen vuoden aikana (Kuvio 14). Erityisesti sijoitukset GIIPS-maiden valtionlainoihin ovat vähentyneet, ja niitä oli elokuun lopussa enää noin 304 milj. euroa.

### Kuvio 14. Suomalaisien vakuutuslaitosten sijoitukset eräiden euroalueen valtioiden ja rahalaitosten velkapapereihin\*



Suomalaiset työeläkelaitokset ovat lisänneet ulkomaisia sijoituksiaan luottoluokitukseltaan parhaisiin valtionlainoihin (Kuvio 15). Sijoitukset reunavaltioiden velkapapereihin ovat sitä vastoin supistuneet merkittävästi, ja niitä oli elokuun lopussa yhteensä noin miljardi euroa.

### Kuvio 15. Suomalaisien työeläkelaitosten sijoitukset eräiden euroalueen valtioiden ja rahalaitosten velkapapereihin\*



### 3 Arvopaperimarkkinat

#### 3.1 Rahamarkkinarahaston määritelmä tiukentuu Euroopassa

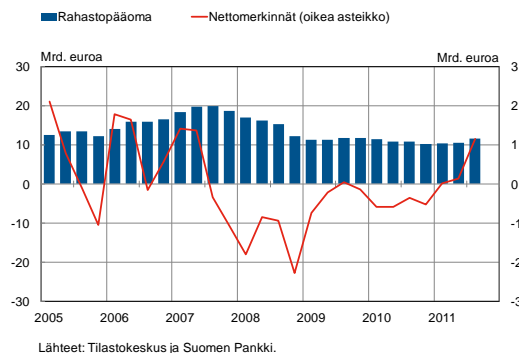
Hermann Teräväinen

**Rahamarkkinarahaston juridinen määritelmä muuttuu. Aikaisempi väljempi kriteeristö korvataan tiukemmilla yksilöinti-periaatteilla. Muutoksen myötä kotimaisten rahamarkkinarahastojen joukko pienenee huomattavasti. Määritelmän muutoksella pyritään ensisijaisesti parantamaan sijoittajansuojaa.**

Vuonna 2008 osa maailman rahamarkkinarahastoista joutui vaikeuksiin salkuissaan olleiden sijoitusten arvonalennusten takia. Likvidejä rahamarkkinarahasto-osuuksia oli pidetty turvallisina sijoituksina, vaihtoehtoina talletuksille, joissa sijoitettu pääoma säilyy. Joidenkin rahasto-osuuksien arvo kuitenkin putosi reilusti. Poikkeuksellinen arvonalasku markkinamyllerryksessä oli mahdollista, koska rahastojen säännöt sallivat oletettua suuremman riskinoton ja lisätuoton hakemisen. Huoli tappioista ja sijoitusten riskeistä kasvatti rahasto-osuuksien lunastustoimeksiantoja nopeasti, mistä syystä salkunhoitajien oli myytävä rahaston sijoituksia saadakseen toimeksiannot toteutettua. Suomeen rekisteröityjen ja rahamarkkinarahastoiksi luokiteltujen rahastojen rahastopääoma supistui vuoden 2008 aikana peräti 6,5 mrd. euroa eli 18,7 mrd. eurosta 12,2 mrd. euroon. Rahastopääoman pienenemisestä negatiivisten nettomerkitöjen osuus oli 5,9 mrd. eu-

roa ja arvonmuutosten osuus 0,7 mrd. euroa (Kuvio 16).

Kuvio 16. Kotimaisten rahamarkkinarahastojen rahastopääoma ja nettomerkit



Kehitys johti rahamarkkinarahaston käsitteen uudelleenarviointiin. Euroopan arvopaperimarkkinavalvojen komitea (CESR)<sup>10</sup> julkaisi toukokuussa 2010 suosituksen rahamarkkinarahastojen yhteisestä määritelmästä EU-alueella.<sup>11</sup> Suosituksen tärkeimpänä päämääränä on parantaa sijoittajansuojaa asettamalla rahamarkkinarahastoina itseään markkinoiville rahastoille tietyt vaatimukset, joita niiden on sijoitustoiminnassaan ja markkinoinnissaan noudatettava. Myös Euroopan keskuspankki teki yhtenäisen määritelmän saavuttamiseksi vastaavat muutokset rahamarkkinarahastojen luokittelukriteerit sisältävään tasetilastoasetukseen<sup>12</sup>. Toimenpiteellä saadaan rahamarkkinarahastojen joukko myös tilastoinnissa vastaamaan samoja

<sup>10</sup> Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen (ESMA) edeltäjä.

<sup>11</sup> CESR's Guidelines on a common definition of European money market funds (CESR/10-049). Suuntaviivoissa rahamarkkinarahastot jaetaan kahteen sisäiseen luokkaan: ”lyhyet rahamarkkinarahastot” (Short Term Money Market Funds) ja ”rahamarkkinarahastot” (Money Market Funds).

<sup>12</sup> EKP/2008/32 (muutettu EKP/2011/12).



yksilöintiperiaatteita kuin valvonnassa.<sup>13</sup> Muutokset johtavat rahamarkkinarahastojoukon yhdenmukaistumiseen ja todennäköiseen supistumiseen Euroopassa.

### Keskeisimmät uudet vaatimukset

Uuden määritelmän mukaan rahamarkkinarahaston sijoitustavoitteena on oltava rahaston pääoman säilyttäminen ja rahamarkkinainstrumenttien korkoja vastaavan tuoton tarjoaminen. Sijoitukset kohdistetaan korkealaatuisiin likvideihin rahamarkkinainstrumentteihin<sup>14</sup> ja luottolaitoksissa oleviin talletuksiin. Rahamarkkinainstrumenteilla on oltava luottoluokittajan antama riittävä lyhyen aikavälin luottoluokitus<sup>15</sup>. Luokituksen puuttuessa instrumentilta edellytetään rahaston hallinnointiyhtiön arvioimaa vastaavaa tasoa. Rahastolla voi olla hallussaan myös julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemia instrumentteja, joilla on vähintään nk. investment grade -tason luokitukset<sup>16</sup>. Aiemmin tällaisia luokitusrajoja ei ollut määritelty Euroopassa. Sallituiksi sijoituksiksi kuuluvat määritelmän mukaan myös sellaiset vaihtuvakorkoiset arvopaperit, joiden jäljellä oleva juoksuaika on enintään kaksi vuotta edellyttäen, että seuraavan korontason tarkistuksen päivämäärään on korkeintaan 397 päivää.

Rahamarkkinarahaston saamisten pääpainon on oltava hyvin lyhytaikaisissa sijoituksissa. Tämä varmistetaan rajaamalla salkun painotettu keskimääräinen juoksuaika (Weighted Average Maturity, WAM) 6 kuukauteen ja painotettu keskimääräinen elinaika (Weighted Average Life, WAL) 12 kuukauteen. Tun-

<sup>13</sup> Tilastoinnissa rahamarkkinarahastoja käsitellään yhtenä luokkana, eikä niitä jaeta erikseen ”lyhyisiin rahamarkkinarahastoihin” ja ”rahamarkkinarahastoihin”.

<sup>14</sup> Valtiovarainministeriön asetus sijoitusrahastolain 11 luvussa tarkoitetuista rahoitusvälineistä (9.6.2008/391) 4 §. Rahamarkkinavälineen jäljellä oleva erääntymisaika tai aika korkotuoton oikaisuun on korkeintaan 397 päivää.

<sup>15</sup> Vähintään A-2 (S&P), P-2 (Moody's) ja F2 (Fitch).

<sup>16</sup> Vähintään A-3 (S&P), P-3 (Moody's) ja F3 (Fitch).

nuslukuilla pyritään turvaamaan rahaston riittävän pieni korko- ja luottoriski.<sup>17</sup> Tunnuslukujen laskennassa otetaan lisäksi huomioon muun muassa rahoitusjohdannaisten, talletusten ja tehokkaiden salkunhoitomenetelmien vaikutukset.

Vaihtuvakorkoisten arvopapereiden, rahamarkkinainstrumenttien ja talletusten lisäksi rahamarkkinarahastot voivat sijoittaa toisten rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksiin. Muihin rahastotyyppihin luokiteltujen sijoitusrahastojen rahasto-osuuksiin sijoittaminen ei ole enää sallittua, koska suora ja epäsuora altistuminen osake- ja hyödykeriskille on kielletty. Tämä on otettava huomioon myös johdannaissijoituksissa, joita voidaan käyttää ainoastaan rahamarkkinasijoitusstrategian mukaisesti. Sijoitukset muun kuin rahaston perusvaluutan määräisiin arvopapereihin ovat mahdollisia, mikäli valuutariski on suojattu kokonaisuudessaan.<sup>18</sup>

### Määritelmän muutoksen vaikutukset

Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean (CESR) antama suositus tuli voimaan 1.7.2011. Ennen suosituksen voimaantuloa toimintansa aloittaneille rahastoille annettiin siirtymäaika vuoden 2011 loppuun, minkä kuluessa rahastojen tulee muuttaa sijoituspolitiikkansa ja rahastojen säännöt suosituksen mukaisiksi. Rahastot eivät voi markkinoida itseään rahamarkkinarahastoina, jos ne eivät noudata annettua

<sup>17</sup> Rahaston painotettu keskimääräinen juoksuaika kuvaa salkun kaikkien arvopapereiden keskimääräistä jäljellä olevaa juoksuaikaa painotettuna kunkin arvopaperin osuudella rahaston pääomasta. Laskelmassa otetaan huomioon kiinteätuoitoisten arvopapereiden lopullinen maturiteettipäivä ja vaihtuvakorkoisten arvopapereiden seuraava korontason tarkistuspäivä. Rahaston painotettu keskimääräinen elinaika lasketaan vastaavalla tavalla, mutta myös vaihtuvakorkoisissa arvopapereissa otetaan huomioon lopullinen maturiteettipäivä.

<sup>18</sup> Rahastosijoittajan kannalta valuutariskiä on edelleen, mikäli sijoitetut varat ovat eri valuutan määräisiä kuin rahaston perusvaluutta.

suositusta. Suomen Pankki tekee määritelmän muutoksesta aiheutuvat luokitusmuutokset tilastoihin tammi-kuun 2012 lopussa. Tilastoinnissa rahamarkkinarahastot luetaan rahalaitossektoriin, joten muutos pienentää muun muassa rahalaitosten yhteenlaskettua tasetta ja raha-agregaatti M3:a<sup>19</sup>. Vastaavasti muiden rahoituslaitosten tase-erät kasvavat uudelleenluokiteltujen sijoitusrahastojen sektorimuutoksen seurauksena.

Suomeen rekisteröityjä rahamarkkinarahastoja oli syyskuun 2011 lopussa toiminnassa 29, ja niiden yhteenlaskettu rahastopääoma oli 11,6 mrd. euroa. Rahastoyhtiöillä on vielä aikaa mukauttaa rahamarkkinarahastojensa sijoituspolitiikka uuden määrittelyn mukaiseksi. Todennäköisesti kotimaisten rahamarkkinarahastojen joukko tulee kuitenkin supistumaan jopa alle kolmannekseen niin lukumääräisesti kuin rahastopääomallakin mitattuna.

---

<sup>19</sup> M3 on keskeinen rahavaranon mittari, joka kuvaa liikkeessä olevan rahan määrää. Rahamarkkinarahastot rinnastetaan talletuksiin muun muassa likvidiytensä takia ja luetaan tilastoissa rahalaitossektoriin. Muut sijoitusrahastot kuuluvat muihin rahoituslaitoksiin.

## 3.2 Pörssissä noteerattujen sijoitusrahastojen markkinat kasvussa

Pertti Pyökkönen

**Pörssissä noteerattujen sijoitusrahastojen markkinat kasvavat kansainvälisillä sijoitusmarkkinoilla ripeästi. Suomessa markkinat ovat käynnistyneet hitaasti.**

Ensimmäisen pörssissä noteeratun indeksiosuusrahaston – Exchange Traded Fund (ETFs) – noteeraus käynnistyi Yhdysvalloissa vuonna 1993, kun American Stock Exchange -pörssissä ryhdyttiin noteeraamaan S & P 500 -osakeindeksiin perustuvaa indeksirahastoa. Suomen ensimmäinen indeksi-osuusrahasto OMXH 25 -indeksirahasto tuli markkinoille vuonna 2002, ja sen perustana on Helsingin pörssin 25 vaihdetuinta osaketta.

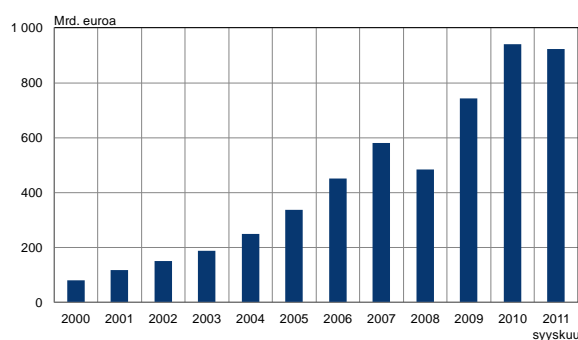
### Kaupankäynti rahasto-osuuksilla

Pörssissä noteeratun ETF-rahaston osuudella käydään kauppaa pörssin jatkuvan kaupankäynnin aikana, ja osuuden merkintä- ja lunastuskurssit määräytyvät kohde-etuuskien kurssien perusteella. ETF-rahastoilla on markkinatakaus, jonka ansiosta rahasto-osuudet ovat likvidejä ja niillä on jatkuva hintanoteeraus. ETF-rahastojen merkinnöistä tai lunastuksista ei yleensä peritä palkkiota. Välittäjien palkkio koostuu merkintä- ja lunastushinnan välisestä erosta. Pienempien ja likvideetiltään heikkojen ETF-rahastojen osto- ja myyntikurssin ero voi kasvaa varsin suureksi. ETF-rahastojen hallinnointipalkkiot ovat tavanomaisten sijoitusrahastojen hallinnointipalkkioita pienemmät. Ulkomaisiin ETF-rahastoihin sijoittavat joutuvat usein maksamaan myös valuuttakauppoihin liittyviä kuluja.

Sijoitusrahasto-osuuksien, esimerkiksi nk. UCITS-rahastojen, osto- tai myyntikurssi määräytyy kerran päivässä ja merkintä- ja lunastuskurssi on sama, eli rahastoyhtiön palkkiot muodostuvat merkintä- tai lunastuspalkkioista.

Pörssissä noteerattujen ETF-rahastojen markkinat ovat kasvaneet ripeästi. Syyskuun 2011 lopussa ETF-rahastojen pääomien määrä oli runsaat 900 mrd. euroa

Kuvio 17. Kansainvälisten ETF-rahastojen pääomat



Lähde: ETF Landscape, BlackRock.

Huolimatta nopeasta kasvusta ETF-rahastojen pääomien määrä on vain 5 % perinteisten sijoitusrahastojen pääomista.<sup>20</sup>

ETF-rahastojen pääomista oli syyskuun 2011 lopussa noin kaksi kolmasosaa yhdysvaltalaisissa rahastoissa. Eurooppalaisten ETF-rahastojen pääomien määrä oli viidennes globaalien ETF-rahastojen määrästä. Euroopassa valtaosa ETF-rahastoihin sijoittavista on institutionaalisia sijoittajia. Yhdysvalloissa yksityissijoittajien osuus on huomattavasti suurempi.

### Käteisperusteiset ja synteettiset ETF-rahastot

ETF-indeksiosuusrahastojen perusajatuksena on tarjota osuus jostakin ennalta määrätystä osakeindeksistä. Nämä ETF-rahastot sijoittavat varansa kyseisen indeksin painorakenteiden mukaisesti, ja sijoittamisen tavoitteena on saavuttaa indeksin keski-

<sup>20</sup> ETF Landscape Industry Highlights, BlackRock, End Q3 2011.

määräinen tuotto tavanomaisia osakerahastoja vähäisemmällä kustannuksella.

Markkinoille on tullut runsaasti rahastoja, joiden kohdevalikoima on laajentunut osakemarkkinoilta muihin sijoituskohteisiin, kuten esimerkiksi raaka-aineisiin (ETCs) tai velkakirjamarkkinoille sijoittaviin rahastoihin (ETNs). Osakeindeksiin perustuvien ETF-indeksirahastojen markkinaosuus on supistunut synteettisten ETF-rahastojen kasvun vuoksi. Ne ovat kasvaneet etenkin Euroopassa, jossa rahastojen käyttämien johdannaisten sääntely on lievempää kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa. Euroopassa yhteissijoitusyrityksiä koskeva nk. UCITS-direktiivi sallii indeksijohdannaisia käyttäen rakennetut synteettiset ETF-rahastot.

Johdannaismarkkinoille sijoittavat ETF-rahastot ovat pääosin synteettisiä. Niiden sijoitussalkku muodostetaan indeksijohdannaisia käyttäen.

Synteettisen ETF-rahaston liikkeeseenlaskija omistaa vakuuskorin, joka sisältää vertailuindeksiin kuuluvia arvopapereita. Vakuuskori voi olla myös riippumaton rahaston sijoituskohteista. Vakuutta vastaan ETF-rahasto tekee johdannaissopimuksen, kassavirtojen vaihtosopimuksen (swap), jonkin kolmannen osapuolen kanssa. Kassavirtojen vaihtosopimuksessa vakuuskorin tuotto vaihdetaan vertailuindeksin kokonaistuottoon swapsopimuksen vastapuolen kanssa.<sup>21</sup>

### Synteettisten ETF-rahastojen vastapuoliriskit

Synteettisten ETF-rahastojen sijoittaja altistuu swapsopimuksessa vastapuoliriskiin eli riskiin, kykeneekö swapsopimuksen vastapuoli suoriutumaan sopimuksen mukaisista velvoitteistaan. EU-lainsäädännön<sup>22</sup> alaisten ETF-rahastojen vastapuoliriski on rajattu 10 prosenttiin rahaston arvosta.

<sup>21</sup> Ks. [www.fin-fsa.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/etf/Pages/Default.aspx](http://www.fin-fsa.fi/fi/Finanssiasiakas/Tuotteita/Sijoittaminen/etf/Pages/Default.aspx).

<sup>22</sup> Nk. UCITS-direktiivi.

Perinteiset ETF-osakeindeksirahastot ovat sijoittajien näkökulmasta läpinäkyviä ja yksinkertaisia sijoituskohteita, joiden riskit ovat helpommin tunnistettavissa. Riskien tunnistaminen voi kuitenkin jossain määrin vaikeutua, jos rahasto harjoittaa osakelainausta, eikä lainauksen vastapuolta tunneta.

Synteettiset ETF-rahastot ovat heikentäneet ETF-markkinoiden läpinäkyvyyttä, ja tuotteet ovat monimutkaistuneet siten, että esimerkiksi piensijoittajalla saattaa olla ylipääsemättömiä vaikeuksia arvioida synteettiseen ETF-rahastoon liittyviä riskejä, kuten esimerkiksi vastapuoliriskiä. Tietoja johdannaissopimuksissa mukana olevista vastapuolista on vaikea saada. Lisäksi vastapuolet saattavat kuulua samaan finanssiryhmään kuin palveluja tarjoava rahastoyhtiö, jolloin sijoittajat voivat altistua myös eturistiriidoille.

## 4 Infrastrukturi

### 4.1 Maksujärjestelmissä virtaa talouden polttoaine

Heli Snellman

**Yhdysvaltain keskuspankin entinen pääjohtaja on todennut, että tehokkain tapa lamauttaa maan talous olisi keskeyttää maksujärjestelmien toiminta.<sup>23</sup> Tämä pätee yhtä lailla niin Euroopassa kuin Suomessaakin.**

Vakaasti toimivalle taloudelle on tärkeää, että maksujärjestelmät toimivat luotettavasti. Maksujärjestelmien kautta virtaa rahaa talouden polttoaineeksi, maksetuiksi laskuiksi, palkoiksi ja eläkkeiksi. Tämä polttoaine pitää yhteiskunnan pyörät pyörimässä.

Jos yhden pankin käytettävissä olevat rahat maksujärjestelmässä loppuvat, pankki ei pysty suoriutumaan maksuistaan muille osapuolille. Tällöin näidenkin käytettävissä olevat rahat hupenevat ja rahan kierto taloudessa vaikeutuu. Toisin sanoen yhden pankin ongelmat voivat levitä toisiin pankkeihin saman maksujärjestelmän sisällä. Ongelmat voivat myös levitä järjestelmästä toiseen, sillä esimerkiksi eurojärjestelmän keskuspankkien TARGET2-järjestelmässä maksetaan monen muun maksujärjestelmän katteet. Lisäksi samat pankit voivat olla mukana useissa järjestelmissä

<sup>23</sup> Greenspan, A. (2007): "We'd always thought that if you wanted to cripple the US economy, you'd take out the payment systems. Banks would be forced to fall back on inefficient physical transfers of money. Businesses would resort to barter and IOUs; the level of economic activity across the country would drop like a rock." *The Age of Turbulence, Adventures in a New World*. Penguin Press, New York.

– myös useiden eri maiden järjestelmissä – ja voivat näin ollen tartuttaa mahdolliset ongelmansa myös niihin.

Jotta maksujärjestelmissä virtaavan rahan suuruusluokasta saisi käsityksen, voi suurten maksujen järjestelmissä virtaavan rahan määrää verrata vaikkapa bruttokansantuotteen arvoon. TARGET2- Suomen Pankki -järjestelmän<sup>24</sup> kautta kulki vuonna 2010 keskimäärin päivässä noin 40 mrd. euron arvosta maksuja. Tämä sisältää niin kotimaiset maksut kuin Suomesta ulkomaille ja ulkomailta Suomeen virtaavan rahan. Kun tarkastellaan järjestelmän kautta Suomen talouden virtaavaa polttoainetta, olennaista on kotimaisen maksuliikenteen ohella ulkomailta saapuvien maksujen arvo. Tämä oli lähes 29 mrd. euroa keskimäärin päivässä, kun koko Suomen bruttokansantuote vuonna 2010 oli reilut 180 mrd. euroa. Vertailemalla näitä lukuja keskenään nähdään, että bruttokansantuotteen verran rahaa virtasi TARGET2- Suomen Pankki -järjestelmän kautta kotimaisina ja ulkomailta saapuvina maksuina reilussa kuudessa päivässä. Puhutaan siis todella suurista rahavirroista. Jos näiden suoritusten liikkuminen häiriintyisi, vaikutukset näkyisivät nopeasti yritysten ja kuluttajien arjessa.

TARGET2- Suomen Pankki -järjestelmässä toteutetaan myös vähittäismaksujärjestelmien katteensiirrot. Tämä tarkoittaa, että jokaisen suomalaisen pankista toiseen maksama sähkölasku tai saama palkka taikka eläke näkyy saajan tilillä vasta, kun pankit ovat siirtäneet näitä suorituksia vastaavat katteet keskuspankkihassu keskenään.

<sup>24</sup> TARGET2- Suomen Pankki -järjestelmä on osa TARGET2-järjestelmää.

Tavallinen loppuasiakas ei huomaa maksujärjestelmien olemassaoloa niiden toimiessa moitteettomasti. Niiden keskeinen merkitys huomataan vasta ongelmien ilmaantuessa ja maksujen viivästyessä. Häiriöistä kerrotaan tarkemmin tämän raportin osassa 4.2.

## 4.2 Maksuliikenteen häiriöt ovat jatkuneet

**Timo Iivarinen**

**Suomalaisen maksujenvälityksen häiriöt ovat lisääntyneet merkittävästi viimeisen reilun vuoden aikana. Maksuliikenne elää voimakasta muutosten aikaa, ja tämä näkyy myös häiriöiden lisääntymisenä. Häiriöt ovat ilmenneet lähinnä maksujen tavallista myöhäisempinä kirjauksina asiakkaille.**

Suomalainen maksujenvälitys on voimallisesti muuttumassa. Syynä tähän on yleinen eurooppalainen yhdentyminen, joka näkyy maksuliikkeessä yhteisten standardien käyttöönottona, maksuliikettä koskevan lainsäädännön yhdenmukaistamisena ja uusina prosesseina. Tällainen suuri muutos ei kuitenkaan ole sujunut ilman ongelmia. Maksuliikennehäiriöitä on esiintynyt kuukausittain viimeisen vuoden aikana samalla, kun on siirrytty uusiin maksustandardeihin.

Häiriöt eivät ole koskaan pelkästään yhden pankin murhe. Häiriöt pankkien välisessä maksuliikenteessä tai yksittäisen pankin prosesseissa aiheuttavat ketjureaktion ongelmia myös muille pankeille ja näiden asiakkaille. Pahimmassa tapauksessa maksaja joutuu vastaanottamaan valituksia saapumatta jääneistä maksuista, tietämättä kuitenkaan, miksi maksut eivät ole menneet perille. Jotkin suuret maksajat käyttävät yhtä pankkia ns. jakelijapankkina, jolloin yritys antaa pankilleen välitettäväksi kaikki toisiin pankkeihin suun-

mien ilmaantuessa ja maksujen viivästyessä. Häiriöistä kerrotaan tarkemmin tämän raportin osassa 4.2.

tautuvat maksutoimeksiannot. Jos jakelijapankilla on häiriöitä, tämä näkyy myös viiveinä muiden pankkien asiakkaiden tileillä.

Ketjureaktiot voivat olla monenlaisia ja vaikuttaa pankkien asiakkaiden lisäksi muiden pankkien varainhallintaan.

Häiriöiden syyksi ei voida osoittaa yhtä maksamisen arvoketjun osaa, vaan syyt ovat olleet varsin moninaiset. Kyse on ollut useimmiten tietojärjestelmien häiriöistä. Tietojärjestelmähäiriöitä on esiintynyt erityisesti pankkien omissa järjestelmissä, ei niinkään maksuja välittävän clearingkeskuksen toiminnassa. Pankkien sisäisten prosessien onkin oltava hyvin määriteltyjä, ja myös muihin kuin omissa järjestelmissä syntyviin poikkeustilanteisiin pitää olla valmistautuneita. Lisäksi pankkien tulee huolehtia tiedottamisesta, vaikka viivästys ei koskisikaan pankin omaa asiakasta.

Suurelle yleisölle maksuliikenteen häiriöt ovat näkyneet lähinnä kaikkein aikakriittisimmissä maksuissa. Tällaisia maksuja ovat tyypillisesti palkat ja eläkkeet, joita kansalaiset osaavat jo perinteisesti odottaa tileilleen aikaisin palkkapäivän aamuna. Jos pankkien välisissä maksujärjestelmissä syystä tai toisesta on viivettä, palkat ja eläkkeet eivät ehdi saajien tileille ajoissa.

Suomen Pankki ja Finanssivalvonta ovat keskustelleet pankkien kanssa maksuliikenteen häiriöistä. Yksittäisten pankkien häiriöiden selvittäminen on Finanssivalvonnan vastuulla. Suomen Pankki maksujärjestelmien yleisvalvojana puolestaan keskustelee Finanssialan Keskusliiton kanssa ns. systeemitason ratkaisuista ongelmien poistamiseksi.

### 4.3 Vähittäismaksupalvelut pankeille tappiollisia

Päivi Heikkinen

**Suomalaisina olemme tottuneet hoitamaan maksumme pankkitililtä, joko tilisiirtona verkkopankin kautta tai maksukortilla kaupassa. Käteistä käytämme harvemmin, etupäässä pieniin maksuihin. Pankkitiliin liittyvät maksupalvelut kuuluvat oleellisena osana arkeen. Maksupalveluiden tuottaminen edellyttää pankeilta mittavia järjestelmiä, joiden ylläpito ja kehittäminen vaativat resursseja. Pian ilmestyvän selvityksen mukaan maksupalveluiden tuottaminen on pankeille pääasiassa tappiollista, ja nämä palvelut rahoitetaan muilla pankkitoiminnan tuotoilla.**

Suomen Pankki on ollut mukana eurooppalaisessa tutkimushankkeessa, jonka tavoitteena on ollut selvittää vähittäismaksamisen yhteiskunnallisia kustannuksia. Osana tätä hanketta pankeilta on kysytty tietoja niiden vähittäismaksupalveluiden tuotantokustannuksista sekä palveluista perityistä palkkioista. Tuotantokustannuksissa pyrittiin selvittämään paitsi suoria myös välillisiä kustannuksia. Kustannusten arvioinnissa on jonkin verran pankkikohtaisia eroja, mistä syystä tuloksista ei tule tehdä kovin yksioikoisia johtopäätöksiä. Vastausten yhdenmukaisuuden perusteella tulokset ovat kuitenkin oikean suuntaisia.

Suurimmat kustannukset pankeille koituu tilisiirtojärjestelmän, maksukorttijärjestelmän sekä käteisen ylläpidosta. Tyypillisesti maksupalveluiden tuotantoon liittyy suuria välittömiä järjestelmäkustannuksia sekä välillisiä henkilöstökustannuksia. Kun kustannuksia tarkastellaan suhteessa näiden maksutapojen yleisyy-

teen, nousevat käteinen ja luottokortti kustannuksiltaan kalleimmiksi. Debit-korttitapahtuman tuotantokustannus on puolestaan pienin.

Maksupalveluiden tuottojen laskeminen on myös haasteellista, ei vähiten erilaisten hinnoittelutapojen vuoksi. Kaikista maksuvälineistä voidaan nyt tehdyn selvityksen pohjalta sanoa, että pankit pystyvät kattamaan vain noin puolet vähittäismaksamisen kustannuksista näistä palveluista perittävillä välittömällä palkkioilla. Parhaiten palkkioilla saadaan katetuksi debit-kortin, luottokortin ja tilisiirron kustannukset. Jälleen tuloksissa näkyvät suuret pankkikohtaiset erot. Käteinen on pankeille yhdenmukaisesti tappiollista. Se näyttäytyy kuluttajille ilmaisupalveluna, ja palkkioita käteisen käsittelystä peritään lähinnä vain kaupalta.

Maksupalvelut, mukaan lukien käteisen nosto automaatista, liittyvät oleellisesti pankkitiliin. Nyt tehdystä selvityksestä ei ole otettu huomioon pankkitilille maksettua korkotuottoa, sen puutetta tai pankin tilillä oleville varoille mahdollisesti saamaa marginaalituottoa. Myöskään luottokorttiluoton tuottoja ei ole otettu huomioon. On kuitenkin ilmeistä, että näillä tuottoerillä katetaan maksupalveluiden tuotantokustannuksia.

Vähittäismaksamisen yhteiskunnallisten kustannusten selvittämiseen kuuluu myös maksamisen kustannusten arvioiminen loppuasiakkaiden, erityisesti kaupan osalta. Tämä osa tutkimuksesta on viivästynyt, sillä yritysten kyky ja mahdollisuudet antaa tarvittavia yksityiskohtaisia kustannustietoja on riittämätön. Maksamiselle on kuitenkin tyypillistä, että yhden palveluketjun jäsenen tuotot ovat toisen kuluja, ja kokonaiskäsitelyksen saamiseksi olisi tärkeää saada myös muiden palveluketjun osapuolten tiedot analysoitavaksi. Nyt julkaistava tutkimus rajoittuu vain pankkien kustannuksiin ja tuottoihin.

Pankkien vähittäismaksamisen kustannukset Suomessa -julkaisu ilmestyy Suomen Pankin verkkopalvelussa marraskuun puolivälissä.

## 5 Sääntelyn ja valvonnan keskeisiä hankkeita

### 5.1 Systemisesti merkittävillä pankeille tiukat vaatimukset

Hanna Westman

**Systemisesti merkittävien rahoituslaitosten lisäsääntelyyn ja tiukennettuun valvontaan liittyvä työ on edennyt kansainvälisillä foorumeilla.**

Systemisesti merkittävien pankkien ja muiden rahoituslaitosten ongelmat näkyvät helposti ongelmina muualla rahoitusjärjestelmässä ja reaalityudessa. Suurten rahoituslaitosten toiminnasta syntyy ulkoisvaikutuksia, joiden kustannuksista muut osapuolet saattavat joutua vastaamaan. Viranomaiset yrittävät korjata tätä epäkohtaa asettamalla systemisesti merkittävillä pankeilla tiukempia säännöksiä kuin muille. Uudistuksilla tavoitellaan pääosin kahta asiaa. Ensimmäisenä mikään rahoituslaitos ei saa olla liian suuri menemään konkurssiin. Toiseksi rahoituslaitos on kyettävä pelastamaan, jos se on yhteiskunnan kannalta paras ratkaisu. Pelastusoperaatiosta ei kuitenkaan saisi syntyä kustannuksia veronmaksajille.

Baselin pankkivalvontakomitea on luonut menetelmän, jonka avulla pankkien systemistä merkittävyyttä voidaan arvioida.<sup>25</sup> Pankkeja arvioidaan viiden

<sup>25</sup> Basel Committee on Banking Supervision (marraskuu 2011) *Global systemic important banks: Assessment methodology and the additional loss absorbency requirement.*

kriteerin avulla: maantieteellinen toiminta-alue, koko, linkittyneisyys, korvaavuus ja rakenteiden monimutkaisuus. Kullekin kriteerille on määritetty yhdestä kolmeen indikaattoria, joiden perusteella pankin systeminen merkittävyys määräytyy (Taulukko 2).

Käyttäen tätä menetelmää Baselin pankkivalvontakomitea on luokitellut 29 pankkia globaaleiksi, systemisesti merkittäviksi pankeiksi. Pankkikohtainen lista julkistettiin G20-ryhmän huippukokouksessa Ranskan Cannesissa marraskuun 2011 alussa.<sup>26</sup> Pohjoismaisista pankeista listalta löytyy Nordea.

Globaaleihin, systemisesti merkittäviin pankkeihin kohdistuu vastaisuudessa seuraavanlaisia erikoisvaatimuksia. Ensimmäinen pankkien kriisinsietokykyä parannetaan tiukentamalla pankkeja koskevia vakavaraisuusvaatimuksia. Toiseksi viranomaisille luodaan tarvittavat työkalut pankkien toiminnan lakkauttamiseksi hallitusti tai tarvittaessa pelastamiseen. Kolmanneksi pankkien valvontaa pyritään tehostamaan kansainvälisen viranomaisyhteistyön avulla.<sup>27</sup>

<sup>26</sup> FSB (marraskuu 2011) *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions.*

<sup>27</sup> Tässä artikkelissa ei käsitellä valvontaan liittyviä kehittämissuhteita. Lisätietoa löytyy vakausneuvoston julkaisusta *Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision* (marraskuu 2011).



## OTSIKKO

Taulukko 2. Systemisen merkittävyyden arvioinnissa käytettävät indikaattorit ja niiden painoarvot

Kategoria	Indikaattori	Indikaattorin painoarvo, %	Kategorian painoarvo, %
Toiminta rajojen yli	Saamiset muista maista	10.00	20.00
	Velat muista maista	10.00	
Koko	Kokonaisaltistumat (Basel III:n vähimmäisomavaraisuusasteen määritelmän mukaan)	20.00	20.00
Linkittyneisyys	Muihin rahoituslaitoksiin sijoitettu varallisuus	6.67	20.00
	Velat muille rahoituslaitoksille	6.67	
	Markkinavarainhankinnan osuus	6.67	
Korvattavuus / infrastruktuuri	Asiakasvarat säilytyspalvelussa	6.67	20.00
	Selvitetyt maksut maksujärjestelmissä	6.67	
	Velka- ja osakemarkkinoiden takausten arvo	6.67	
Monimutkaisuus	OTC-johdannaisten nimellisarvo	6.67	20.00
	Epälikvidit varat	6.67	
	Kaupankäyntisalkun ja myytävissä olevien rahoitusvarojen arvo	6.67	

Lähde: Baselin pankkivalvontakomitea.

### 5.1.1 Tiukempi vakavaraisuusvaatimus

Baselin pankkivalvontakomitea on ehdottanut globaaleille, systeemisesti merkittävillä pankeilla 1,0–2,5 prosenttiyksikön lisäpääomavaadetta<sup>28</sup> (Kuvio 18). Lisäpääomavaatimuksen uskotaan kannustavan pankkeja supistamaan toimintojaan, jolloin niiden systeminen merkittävyys vähenisi. Jos pankki lisää systemistä merkittävyyttään esimerkiksi yritysoston kautta, sen lisäpääomavaatimus kasvaa 3,5 prosenttiyksiköön. Baselin pankkivalvontakomitea suhtautuu varuksellisesti ns. ehdollisen pääoman käyttöön ja tulee vaatimaan lisäpääoman täyttämistä rajoituksettomilla ensisijaisilla omilla varoilla (core Tier 1). Pankki voi vahvistaa pääomarakennettaan monin eri tavoin. Valitsemalla maltillisemmän osingonjakostrategian pankki voi pienentää osakkeenomistajille suunnattua voittonjakoa ja vahvistaa siten pääomarakennettaan. Pankki voi myös hakea markkinoilta lisäpääomaa tai pien-

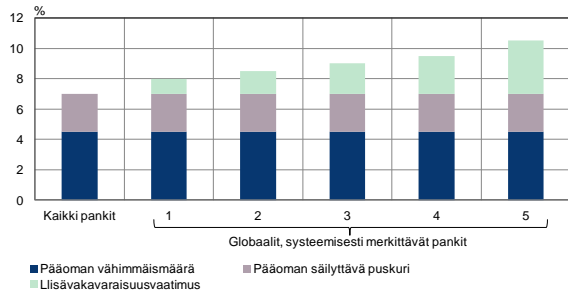
<sup>28</sup> Pankit luokitellaan systeemisen merkittävyyden mukaan viiteen ryhmään, joiden mukaan lisäpääomavaateen suuruus määräytyy.

tää tasettaan rajoittamalla luotonantoa ja myymällä omaisuutta. Luotonannon supistaminen on talouden kannalta haitallista, koska se vähentää yritysten rahoitusmahdollisuuksia ja heikentää talouskasvua. Haitallisten vaikutusten minimoimiseksi pankeille on annettu runsaasti aikaa saavuttaa lisäpääomavaatimukset.<sup>29</sup> Ylimääräisistä pääomavaatimuksista talouteen aiheutuvien vaikutusten odotetaan olevan varsin vähäiset. Tehtyjen laskelmien mukaan 1 prosentin lisävakavaraisuusvaatimus johtaisi 0,06 prosentin supistukseen bruttokansantuotteessa kahdeksan vuoden siirtymäjaksan aikana.<sup>30</sup> Pitkän aikavälin hyödyt rahoituskriisien vähenemisestä ovat kuitenkin huomattavasti suuremmat (0,5 % bruttokansantuotteesta).

<sup>29</sup> Aikataulu on sama kuin Basel III -säätelypaketin pääoman säilyttävän puskurin ja vastasyklisen puskurin käyttöönotossa, eli vaatimukset otetaan käyttöön asteittain vuoden 2016 alusta.

<sup>30</sup> Macroeconomic Analysis Group (MAG) (lokakuu 2011) *Assessment of the macroeconomic impact of higher loss absorbency for global systemically important banks.*

Kuvio 18. Systemisesti merkittävien pankkien lisävakavaraisuusvaatimukset



Huom: Kuvio havainnollistaa Basel III-sääntelypaketin vakavaraisuusvaatimukset, jotka pankkien tulee täyttää rajoituksettomilla ensisijaisilla omilla varoilla (core Tier 1).

Lähde: Baselin pankkivalvontakomitea.

### 5.1.2 Kriisinhallintatoimia tehostetaan

G20-ryhmän alainen vakausneuvosto on tehnyt alustavan esityksen työkaluista ja toimintatavoista, joita tarvitaan globaalien, systemisesti merkittävien rahoituslaitosten toiminnan lopettamiseksi hallitusti tai näiden laitosten pelastamiseksi.<sup>31, 32</sup> Vakausneuvoston esitys on soveltamisalaltaan laajempi kuin Baselin komitean suositus, sillä se koskee pankkien lisäksi rahoituslaitosten holdingyhtiöitä, mukaan lukien ei-säännelty varjopankkitoiminta, vakuutusyritykset sekä rahoitusmarkkinainfrastruktuuri.

Rahoituslaitoksella tulee olla nimetty vastuuvälvo, jolla on tarvittavat valtuudet pelastus- ja uudelleenjärjestelytoimiin kaikissa niissä maissa, joissa rahoituslaitoksella on toimintaa. Vastuuvälvojan tulee varmistaa, että viranomaistoimenpiteiden vaikutuksia arvioidaan ryhmätasolla ja että vaikutukset eri maiden rahoitusvakauteen otetaan huomioon. Maiden välistä yhteistyötä ja valmiutta reagoida kriisitilanteessa parannetaan kriisinhallintaryhmien avulla. Valvojen lisäksi keskuspankeilla, valtionvarainministeriöillä ja

<sup>31</sup> FSB (lokakuu 2011) *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions*.

<sup>32</sup> Euroopan komission ehdotus EU:n pankkien kriisinhallintajärjestelyksi on samankaltainen sisällöltään. Lopullinen versio komission ehdotuksesta on odotettavissa marraskuussa 2011.

talletussuoja- ja vakausrahastoilla tulee olla edustus näissä ryhmissä.

Viranomaisilla olisi oltava riittävän laajat valtuudet varhaiseen väliintuloon, jotta rahoituslaitoksen ongelmat voidaan ratkaista ennen niiden kärjistymistä kriisitilanteeksi. Jos ennalta ehkäisevät toimenpiteet ja pelastusyritykset epäonnistuvat, joudutaan uudelleenjärjestelyyn. Tärkeitä uudelleenjärjestelytyökaluja ovat viranomaisvaltuudet, joilla rahoitusjärjestelmän toimivuuden kannalta tärkeitä toimintoja voidaan siirtää ns. siltapankkiin, sekä velkakirjojen arvon alaskirjaus tai muuntaminen omaksi pääomaksi (bail-in).

Pelastusoperaation ja uudelleenjärjestelyn avuksi jokaisen globaalien, systemisesti merkittävien rahoituslaitoksen tulee määrittää pelastus- ja uudelleenjärjestelysuunnitelma vuoden 2012 loppuun mennessä. Valvontaviranomaisella on valtuudet vaatia rahoituslaitosta muuttamaan toimintamalleja tai organisaatorakennetta mahdollisten uudelleenjärjestelyjen helpottamiseksi.

Rahoituslaitoksiin kohdistettavat viranomaistoimenpiteet esitetään rahoitettaviksi kansallisten talletussuojajärjestelmien ja kriisinhallintarahastojen avulla.

## 5.2 Pyrkimys maksimiharmonisaatioon hiertää EU:n vakavaraisuussäätelyn valmistelua

**Jukka Vauhkonen**

### Euroopan komission vakavaraisuusdirektiivi- ja asetusehdotus uhkaa rajoittaa viranomaisten mahdollisuuksia torjua rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavia riskejä.

Baselin pankkivalvontakomitea julkisti joulukuussa 2010 pankkien säätelyn laajan kokonaisuudistuksen, ns. Basel III -säännösten. Uudistuksen tavoitteena on korjata maailmanlaajuisen rahoituskriisin paljastamia vakavia puutteita pankkien säätelyssä. Uudistuksella kiristetään pankkien vähimmäisvakavaraisuusvaatimuksia. Lisäksi pankeille asetetaan uusia maksuvalmius-, omavaraisuus- ja pääomapuskuri vaatimuksia.<sup>33</sup>

Baselin säännöstö on luonteeltaan suositus, joka on kuitenkin lähes kautta maailman sitouduttu toimeenpanemaan kansallisessa lainsäädännössä. EU:ssa Baselin komitean suositukset on sisällytetty pankkien vakavaraisuusdirektiiviin. Euroopan komissio julkisti ehdotuksensa EU:n vakavaraisuusdirektiiviksi ja -asetukseksi heinäkuussa 2011.

EU:n vakavaraisuusdirektiivi on tähän saakka vastannut pitkälti Baselin komitean antamia suosituksia. Komission heinäkuinen ehdotus poikkeaa kuitenkin merkittäväällä tavalla Baselin komitean suosituksista.

Baselin vakavaraisuussäännöstö on vuodesta 1988 saakka määritellyt kansainvälisen *minimitason* pankki-

<sup>33</sup> Uudistuksen sisältöä tarkastellaan yksityiskohtaisesti esim. artikkelissa Vauhkonen (2010) Basel III -uudistus parantaa pankkien riskinkantokykyä. Euro & talous 3/2010.

en vakavaraisuusvaatimuksille. Baselin säännösten alkuperäisenä tavoitteena oli hillitä maiden välistä haitalliseksi katsottua kilpailua pankkisäätelyn keventämisessä, jonka pelättiin johtavan pankkisäätelyyn yleiseen rapautumiseen.

Lakiteknisin termein Baselin komitean suositukset ovat perustuneet vakavaraisuussäännösten *minimiharmonisaatioon*: suosituksia noudattavilla mailla on ollut kansallisessa lainsäädännössään mahdollisuus asettaa maansa pankeille kireämpiä mutta ei keveämpiä vaatimuksia kuin Baselin komitean suositukset.

Euroopan komissio kuitenkin katsoo, että minimiharmonisaatio on johtanut ja voi vastaisuudessakin johtaa EU:n tasolla pirstaleiseen säätely-ympäristöön, joka mahdollistaa säätelyn kiertämisen, vääristää kilpailua ja aiheuttaa kustannuksia monissa maissa toimiville pankeille. Näiden ongelmien estämiseksi komissio päätti heinäkuisessa vakavaraisuusdirektiivi- ja asetusehdotuksessaan osin luopua minimiharmonisaatio periaatteesta.

Jos komission säätelyehdotus toteutuu, valtaosa Basel III -suositukseen sisältyvistä määrällisistä vaatimuksista toteutetaan vastaisuudessa ns. *maksimiharmonisaationa*: jäsenmaat eivät voisi poiketa EU-tasolla sovitusta vaatimuksista alas- eivätkä ylöspäin. Lakiteknisesti uudistus toteutettaisiin siten, että kaikkia jäsenmaita suoraan sitovat vaatimukset sisällytettäisiin asetukseen ja muut säännökset direktiiviin.

Komission ehdotus mahdollisimman pitkälle viedyistä yhdenmukaistuksesta on saanut ristiriitaisen vastaanoton. Pankkitoimiala näyttää pääosin kannattavan ehdotusta. Sen sijaan mm. useat keskuspankit ja kansainväliset organisaatiot, esimerkiksi Euroopan järjestelmäriskikomitea (ESRB), ovat voimakkaasti kritisoineet ehdotusta siltä osin, että se liiallisesti rajoittaisi viranomaisten mahdollisuuksia reagoida kan-

sallisten rahoitusjärjestelmien vakautta uhkaaviin riskeihin.

Järjestelmäriskikomitean mukaan kansalliset luoto- ja velkaantumissyklit poikkeavat merkittävästi toisistaan. Näiden syklien loiventamiseksi viranomaiset tarvitsevat ns. makrovakaustyökaluja. Esimerkkejä tällaisista työkaluista ovat mm. harkinnanvaraisesti kiristettävät vakavaraisuus-, maksuvalmius- tai omavaraisuusastevaatimukset. Komission ehdotus kuitenkin lukitsisi nämä vaatimukset yhteiselle eurooppalaiselle tasolle ja siten estäisi niiden harkinnanvaraisen kansallisen käytön.

### 5.3 Euroopan järjestelmäriskikomitean ensimmäinen suositus kohdistuu valuuttalainoihin

Hanna Westman

**Euroopan järjestelmäriskikomitea on julkaistanut ensimmäisen jäsenmaille annettun suosituksen. Suosituksen tavoitteena on varmistaa, etteivät valuuttaluotonantoon liittyvät riskit kasva uhkaamaan rahoitusjärjestelmän vakautta.**

Euroopan järjestelmäriskikomitea (ESRB) aloitti toimintansa vuodenvaihteessa.<sup>34</sup> Komitean tärkein tehtävä on tunnistaa koko rahoitusjärjestelmää uhkavia riskejä ja ehkäistä niiden kasvu varoitusten ja suositusten avulla.

Tähän mennessä komitea on kokoontunut kolme kertaa keskustelemaan EU-maita uhkaavista järjestelmäriskeistä ja päättämään tarvittavista toimenpiteistä rahoitusvakauden turvaamiseksi. Vaikka komitean ensisijainen tavoite on vähentää pidemmän aikavälin järjestelmäriskejä, se on joutunut ottamaan kantaa myös ajankohtaisiin rahoitusmarkkinaongelmiin.

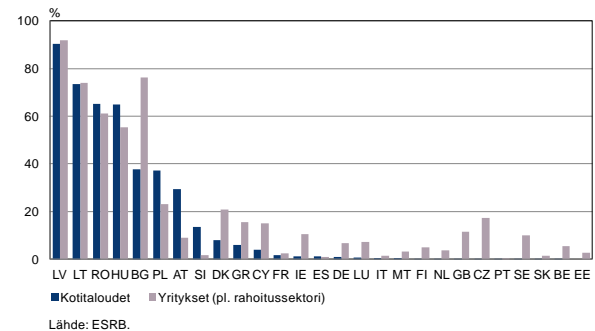
Järjestelmäriskikomitea antoi ensimmäisen suosituksensa lokakuun 2011 puolivälissä.<sup>35</sup> Suositus kohdistuu valuuttaluotonantoon liittyviin riskeihin. Valuuttaluotonanto voi johtaa järjestelmäriskien kasvuun rahoitusjärjestelmässä usealla eri tavalla. Ensinnäkin valuuttaluotonanto kasvattaa rahoituslaitoksen valuut-

takurssiriskiä, jollei sitä kateta asianmukaisesti. Lisäksi rahoituslaitoksen luottoriski arvioidaan helposti liian pieneksi, jos asiakkaiden taseessa olevien valuuttatasaamisten ja -varojen välillä on merkittävä epäsuhde. Valuuttaluotonanto lisää myös rahoituslaitoksen rahoitus- ja likviditeettiriskiä sekä vahvistaa tartuntariskiä emo- ja tytäryhtiöiden välillä. Valuuttaluottojen (usein) alhaisempi korkotaso saattaa johtaa myös luotonannon liialliseen kasvuun sekä edistää hintakuplien muodostumista esim. kiinteistömarkkinoilla.

#### 5.3.1 Valuuttaluotot suosittuja huolimatta riskeistä

Valuuttaluotot ovat olleet suosittuja erityisesti Keski- ja Itä-Euroopan maissa, mutta myös euroalueen ulkopuolisissa maissa, kuten Tanskassa ja Ruotsissa (Kuvio 19).

**Kuvio 19. Valuuttaluotonanto suhteessa kokonaisluotonantoon kesäkuussa 2011**



Suomessa kotitaloudet ja PK-yritykset eivät ole juuri käyttäneet valuuttaluottoja 1990-luvulta saatujen huonojen kokemusten jälkeen, joten meillä komitean suositus ei johda erityisiin toimenpiteisiin.

Ruotsalaispankkien aggressiivinen luotonanto Baltiassa 2000-luvun alussa on yksi esimerkki valuuttaluotonantoon liittyvistä riskeistä. Rahoituskriisi on vaikuttanut Baltian maiden talouteen erittäin negatiivisesti ja kasvattanut samalla ruotsalaispankkien luotto-

<sup>34</sup> Euroopan järjestelmäriskikomitean rakenteen kuvaus, ks. Rahoitusmarkkinaraportti 1/2011.

<sup>35</sup> Recommendation of the European Systemic Risk Board of 21 September on lending in foreign currencies (ESRB/2011/1).

tappioita.<sup>36</sup> Tappioiden määrä on ollut niin suuri, että se on eräissä tapauksissa ollut uhkana jopa pankin vakavaraisuudelle.

Esimerkkinä valuuttaluotonantoon liittyvistä riskeistä voidaan pitää myös Unkaria. Unkarissa 50 % asuntolainoista on myönnetty (pitkälti Sveitsin frangi määräisinä) valuuttalainoina. Sveitsin frangin voimakas vahvistuminen suhteessa muihin valuuttoihin, on lisännyt unkarilaisten velkataakkaa, sillä kotitalouksien tulot ovat Unkarin forintin määräisiä. Monen kotitalouden velkataakka oli ylisuuri jo ennen rahoitusmarkkinakriisin puhkeamista, ja viimeaikaiset tapahtumat, kuten työttömyyden nopea kasvu ja asuntojen hintojen romahtaminen, ovat vain pahentaneet tilannetta entisestään. Unkarin hallitus esitti syyskuussa radikaalin lakialoitteen, joka antaisi velallisille mahdollisuuden kuolettaa valuuttalainansa kertamaksuna kiinteään valuuttakurssiin. Ehdotettu Sveitsin frangin ja Unkarin forintin välinen valuuttakurssi oli merkittävästi nykykurssia alhaisempi, mikä käytännössä tarkoittaisi tappioita luotonantajille.<sup>37</sup> Valuuttalainat ovat pitkälti ulkomaisten ja erityisesti itävaltalaisien pankkien myöntämiä, joten valuuttaluotonannosta syntynyt ongelma siirtyisi unkarilaisista kotitalouksista rasittamaan naapurimaan pankkisektoria.

Toimenpiteitä valuuttaluotonantoon liittyvien riskien hillitsemiseksi on tehty myös Latviassa, Puolassa, Romaniassa ja Itävallassa. Esimerkiksi Itävallan keskuspankki ja kansallinen valvontaviranomainen ovat jo pitkään varoittaneet pankkeja liiallisesta valuuttaluotonannosta Itä-Euroopan maissa. Toimenpiteillä ei kuitenkaan ole saavutettu toivottua lopputulosta.

<sup>36</sup> Vuonna 2009 bruttokansantuote supistui 14 % Virossa, 18 % Latviassa ja 15 % Liettuaissa. Samalla asuntojen hinnat romahtivat 50–70 % ja työttömyys lisääntyi nopeasti.

<sup>37</sup> Ehdotettu kiinteä valuuttakurssi oli 180, kun samaan aikaan lakialoitteen julkistamisen kanssa valuuttakurssi oli 240. Useimmat asuntolainat ovat myönnetty silloin kun valuuttakurssi oli 150–160.

### 5.3.2 Suositus velvoittaa erityistoimiin valuuttaluotoissa

Euroopan järjestelmäriskikomitean ensimmäinen julkinen suositus sisältää seitsemän alakohtaa. Ne käsittelevät kuluttajansuojaa ja asiakkaiden luottokelpoisuutta, riskienhallintaa ja -hinnoittelua sekä rahoituslaitosten vakavaraisuutta. Suositus kannustaa myös seuraamaan kasvavan valuuttaluotonannon vaikutuksia (ylivelkaantumista ja hintakuplien kehittymistä). Yksi suosituksen tärkeimmistä kohdista on vaatimus soveltaa nk. vastavuoroisuusperiaatetta. Vastavuoroisuusperiaate tarkoittaa, että jos viranomaiset EU-maassa A ottavat käyttöön työkalun hillitsemään valuuttaluotonantoon liittyviä riskejä, kaikkien muidenkin EU-maiden viranomaisten tulisi varmistaa, että niiden valvottavat noudattavat maan A viranomaisen määrittämää sääntöä omassa, maahan A kohdistuvassa valuuttaluotonannossaan. Vastavuoroisuusperiaatteen avulla halutaan rajoittaa mahdollisuuksia kiertää sääntelyä organisaatiojärjestelyjen avulla.

Suositus on osoitettu EU-jäsenmaille, kansallisille valvontaviranomaisille ja Euroopan pankkiviranomaiselle (European Banking Authority, EBA), ja se koskee viranomaisia kaikissa EU-maissa. Kaikkien jäsenmaiden on toimittava suositusten mukaisesti joulukuun 2012 jälkeen.<sup>38</sup> Valuuttaluotonannon merkitys rahoitusvakauden kannalta vaihtelee kuitenkin maittain, joten sen toteutuksessa sovelletaan suhteellisuusperiaatetta. Käytännössä tämä tarkoittaa, että maakohdittaisia eroja otetaan huomioon suosituksen noudattamisessa. Jos jokin jäsenmaa päättää olla noudattamatta suositusta, sen on perusteltava päätöksensä järjestelmäriskikomitealle viimeistään vuoden 2012 lopussa.

<sup>38</sup> Osan suosituksesta tulee olla toimeenpantu jo kesäkuussa 2012, kun taas joissakin alakohtissa takaraja on vuoden 2013 loppu.