



Rahoitusmarkkinaraportti

3 • 2005

- Pankkien yritysluotot kasvavat ripeästi, koko yritys-
luottokannan kasvu vaimeampaa
- Pankkien kustannustehokkuus parantunut
- Vakuutusyhtiöiden kannattavuus ja vakavaraisuus
hyvät
- Energia-alan ja metalliteollisuuden osakekurssit vah-
vassa nousussa
- TARGET 2 haasteellinen niin vanhoille kuin uusille
jäsenmaille



Suomen Pankki

Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto

22.9.2005

Sisällys

1	Rahoituksen välitys	3
1.1	Yritysten pankkiluottojen kasvu ripeää	3
2	Pankit ja vakuutusyhtiöt	5
2.1	Pankkien kustannustehokkuus parantunut	5
2.2	Kansainvälisen pankkisektorin tuloskehitys positiivinen	7
2.3	Vakuutussektorin tulokset hyviä ja vakavaraisuusasema keskimäärin hyvä	10
2.4	Distance-to-default indikaattori sovellettuna suomalaisille pankeille	12
3	Arvopaperimarkkinat	14
3.1	Osakemarkkinat piristyivät vaimean alkuvuoden jälkeen	14
3.2	Joukkovelkakirjamarkkinat	15
3.3	Helsingin pörssin indeksien muutos	17
4	Infrastrukturi	19
4.1	Komissio rummuttaa konsolidointia	19
4.2	EU:n maksujärjestelmä-hankkeissa haasteita	20
4.3	EKP: Maksuliikepalvelujen kustannukset katettava	22
5	Sääntelyn ja valvonnan kehitys	24
6	Rahoitustoimialan keskeisiä yritysjärjestelyjä ja tapahtumia	27

Projektiryhmä

Pertti Pylkkönen
Sampo Alhonsuo
Jyrki Haajanen
Jaakko Lehto
Marianne Palva
Katja Taipalus
Mervi Toivanen
Jukka Topi
Heli Snellman

Ohjaus

Kari Korhonen
Heikki Koskenkylä
Kimmo Virolainen

1 Rahoituksen välitys

1.1 Yritysten pankkiluottojen kasvu ripeää

Pertti Pyökkönen

Yritysten pankkiluottojen kasvu lähes 10 %:n vauhdissa, mutta koko yritysluottokannan on varsin hidasta ja ulkomailta nostettujen yritysluottojen määrä on kääntynyt laskuun. Asuntoyhteisöjen luottokanta kasvaa selvästi muuta yrityssektoria nopeammin.

Tämän vuoden maaliskuun lopussa yrityssektorin kotimainen luottokanta oli 56,2 mrd. euroa¹. Luottokanta kasvoi edellisestä vuodesta runsaat 3 prosenttia. Yksityisten yritysten kotimaisen luottokannan kasvu jäi alle 3 prosentin ja julkisten yritysten luottokanta supistui hieman. Asuntoyhteisöjen luottokanta kasvoi sen sijaan ripeästi, lähes 8 prosenttia. Yritysten ulkomailta nostamien luottojen määrä aleni vuoden aikana 7 prosentilla 33 mrd. euroon. Asuntoyhteisöistä puhdistettujen kotimaisten ja ulkomaisten yritysluottojen kannan kasvu jäi maaliskuussa vajaaseen 2 prosenttiin.

Talletuspankkien asema yksityisten yritysten luottottajana on edelleen vahvistunut. Pankkien osuus yksityisten yritysten kotimaisista luotoista oli maaliskuussa noussut jo 71 prosenttiin. Pankkiluottojen kas-

vuvauhti oli maaliskuussa lähes 10 prosenttia. Pankkien myöntämien yritysluottojen kasvuvauhti on pysynyt lähes yhtä nopeana myös toisella vuosineljänneksellä². Pankkiluottojen ohella vain julkiselta sektorilta (pl. tel-laitokset) nostettujen luottojen määrä kasvoi hieman. Julkiselta sektorilta nostettujen luottojen määrä on kuitenkin vähäinen, noin 3 prosenttia kotimaisesta yritysluottokannasta. Muiden luotonantajien, kuten vakuutusyhtiöiden ja tel-laitosten yksityisille yrityksille myöntämien luottojen kanta on supistunut 12 kuukaudessa noin 10 prosenttia ja lainakannan supistuminen on jatkunut myös toisella vuosineljänneksellä.

Vakuutussektorin luottokorot ovat selvästi pankkien myöntämiä vaihtuvakorkoisia yritysluottojen korkoja korkeammat. Vakuutussektorin perinteinen velkakirjamuotoinen lainananto on tällä hetkellä erittäin vähäistä.

Työeläkevakuuttajien ns. sijoituslainojen viitekoron laskuperusteita muutettiin elokuun alusta lukien. Käytännössä muutos merkitsee uusien sijoituslainojen viitekoron kolmen prosentin alarajasta luopumista. Muutos parantaa sijoituslainojen kilpailuasemaa pankkilainoihin verrattuna. Sijoituslainoja nostavat tällä hetkellä lähinnä pk-yritykset, joiden rahoituskustannukset tältä osin hieman alenevat.

Luottokantatilastossa yrityssektoriin kuuluvien asuntoyhteisöjen luottokannan kasvu on tällä hetkellä selvästi varsinaisen yrityssektorin luottokannan kasvua

¹ Luottokanta. 2005, 1. neljännes.

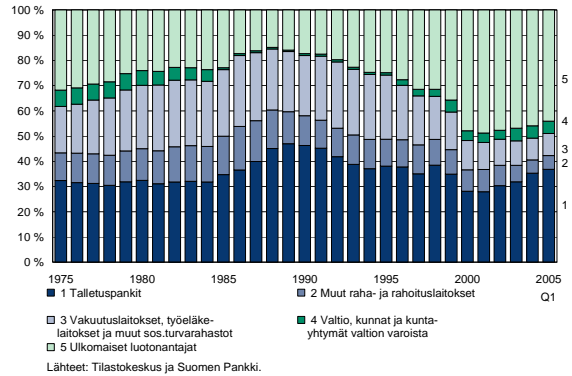
² Suomen Pankki. Tilastokatsaus 9/2005. Rahoitusmarkkinat.

nopeampaa. Asuntomarkkinoiden nykytilanne, eli yhtäältä vahva asuntojen kysyntä sekä toisaalta vanhojen asuntojen lisääntyvä korjaustarve ylläpitää asuntoyhteisöjen luotonkysyntää.

Asuntoyhteisöjen luotoista vajaa puolet on nostettu julkiselta sektorilta (pl. tel-laitokset), pääosin valtiolta, mutta myös kunnilta. Pankkien osuus asuntoyhteisöjen luottokannasta oli viime maaliskuun lopussa noin kolmannes. Pankkien asuntoyhteisöille myöntämien luottojen kasvuvauhti on kuitenkin kasvanut ripeästi alhaisen korkotason myötä. Maaliskuussa 2005 pankkien asuntoyhteisöille myöntämien luottojen kasvu-

vauhti ylsi 20 prosenttiin ja pankkien markkinaosuus asuntoyhteisöjen luotoissa on nousussa.

Kuvio 1. Yritysten luottokannan jakauma



2 Pankit ja vakuutusyhtiöt

2.1 Pankkien kustannustehokkuus parantunut

Mervi Toivanen

Kustannustehokkuus parani lähes kaikissa Suomessa toimivissa pankeissa. Kulut/tuotot –suhdeluku pieneni kasvaneiden tuottojen sekä kulujen maltillisen kehityksen myötä. Myös arvonalennustappioista kirjatut palautukset kasvattivat pankkien liikevoittoja.

Tammi-kesäkuussa 2005 suomalaisten pankkiryhmien ja –konsernien³ yhteenlaskettu liikevoitto kasvoi 5 % 510 miljoonaan euroon verrattuna edellisen vuoden vastaavaan ajanjaksoon (Taulukko 1). Vain Evli-konsernin ja eQ Pankin liikevoitot laskivat. Tulosparrannuksen taustalla ovat tuottojen lisääntyminen ja kulujen maltillinen kehitys. Lisäksi arvonalennustappiot ovat joko säilyneet hyvin matalina tai pankit ovat edelleen kirjanneet palautuksia aikaisemmin kirjatuista tappioista. Suomessa toimivien finanssiryhmittymien⁴

³ Suomalaiset pankkiryhmät ja –konsernit sisältävät seuraavat pankit: Säästöpankit, Aktia Säästöpankki –konsernin, paikallisosuuspankit, Ålandsbanken-konsernin, Evli-konsernin, eQ Online –konsernin, OP-ryhmän ja Sampo-konsernin pankki- ja sijoituspalvelutoiminnan.

⁴ Sisältää seuraavat pankit: Säästöpankit, Aktia Säästöpankki –konsernin, paikallisosuuspankit, Ålandsbanken-konsernin, Evli-

tuloksia ovat myös tukeneet henki- ja vahinkovakuustustoimintojen hyvät liikevoitot. Tosin Sampo-konsernin rakennemuutos heikentää hieman finanssiryhmittymien yhteenlaskettujen liikevoittojen vertailua.

Tuotoista erityisesti korkokate ja nettopalkkiotuotot ovat parantuneet. Korkokatteen kehitystä tukee luottokannan volyymin kasvu, joka peittää alleen muiden tekijöiden (esim. kavenneiden marginaalien) negatiivisen vaikutuksen. Nettopalkkiotuottoja pankit ovat pääsääntöisesti kasvattaneet luotonantoon, omaisuudenhoitoon sekä sijoitusrahastoihin ja –tuotteisiin liittyneissä toiminnoissa. Sijoitusrahastojen kasvanut suosio sijoituskohteena näkyy myös sijoitusrahastoihin tehtyjen nettomerkintöjen kasvuna. Kotimaisiin rahastoihin tehtiin tammi-elokuussa yhteensä 6,8 mrd. euron arvosta nettomerkintöjä⁵. Kun kotimaisista rahastoista valtaosa kuuluu johonkin pankkikonserniin, nettomerkinnöistä kerättävät palkkiot ja muut hallinnointipalkkiot kilahtavat pankkikonsernien kassaan.

Henkilöstökulujen kasvu lisäsi pankkien yhteenlaskettuja kuluja. Palkkatason nousu, henkilöstön kannustejärjestelmiin liittyvät kustannukset ja henkilöstön määrän lisääntyminen olivat yleisimpiä syitä henkilös-

konsernin, eQ Online –konsernin, OP-ryhmän, Sampo-konsernin ja Nordea-konsernin.

⁵ Suomen Sijoitusrahastoyhdistyksen rahastoraportti (syyskuu 2005); Rahoitusmarkkinaraportin kuvioliite 3/2005, kuvio 33.

tökulujen kohoamiseen. Pankkien kustannusten karsinta onkin kohdistunut lähinnä muihin kuluihin.

Kasvaneiden tuottojen ja kulukontrollin ansiosta pankkien kustannustehokkuus (mitattuna kulut/tuotot –

suhdeluvulla) on pääsääntöisesti parantunut. Myös vakavaraisuusprosentit ovat säilyneet keskimäärin korkealla tasolla.

Taulukko 1. Pankkien tuloslaskelman eriä ja tunnuslukuja tammi-kesäkuussa 2005

	Korkokate, milj. euroa		Muut tuotot, milj. euroa		Kulut yhteensä, milj. euroa		Liikevoitto, milj. euroa		Kulut, % tuotoista		Vakavaraisuus 30.6.2005	
	1-6 2005	Muutos %	1-6 2005	Muutos %	1-6 2005	Muutos %	1-6 2005	Muutos %	1-6 2005	1-6 2004	Ensisij. Omilla varoilla	Koko vakavaraisuus
Nordea-konserni	1 810	6.5 %	1 471	-9.8 %	1 816	0.3 %	1 572	6.1 %	55	60	7.0	9.4
*Nordean vähittäispankkitoiminta	1 491	4.1 %	761	7.3 %	1 266	0.4 %	1 049	20.7 %	55	59	-	-
*Nordean vähittäispankkitoiminta Suomessa	401	-	188	-	303	-	285	-	51	-	-	-
*Nordea Pankki Suomi -konserni	596	5.9 %	343	22.1 %	433	-1.6 %	488	27.1 %	47	54	17.6	20.1
Sampo-konserni	150	-3.8 %	2 837	71.9 %	2 360	68.8 %	630	51.1 %	-	-	-	196.5
*Sampo-konsernin luottolaitos- ja sijoituspalvelutoiminta	165	3.1 %	173	2.4 %	209	5.0 %	136	-0.7 %	67	64	-	-
*Sampo-konsernin vakuutustoiminta	-	-	-	-	-	-	519	-	-	-	-	-
*Sampo Pankki -konserni	165	9.3 %	142	4.4 %	196	4.3 %	119	9.2 %	65	67	6.7	9.9
OP-ryhmä	394	5.6 %	282	3.7 %	382	3.0 %	293	6.5 %	53	54	14.0	15.6
*OKO-konserni	78	8.3 %	74	10.4 %	76	10.1 %	75	7.1 %	50	51	7.8	11.0
säästöpankit (pl. Aktia) yhteensä	56	4.3 %	24	11.5 %	52	1.0 %	29	20.7 %	65	69	16.1	18.3
Aktia sp konserni	39	9.6 %	21	0.0 %	38	-0.8 %	21	22.3 %	63	68	9.4	14.5
paikallisosuuspankit yhteensä	38	4.7 %	12	1.7 %	34	0.6 %	16	15.0 %	-	-	19.7	19.7
Ålandsbanken-konserni	15	5.5 %	11	10.2 %	17	6.1 %	9	20.5 %	66	68	7.3	11.7
Evli - konserni	0	-68.8 %	28	-10.9 %	25	5.1 %	4	-50.3 %	91	77	16.1	16.1
eQ Online-konserni	2	25.4 %	13	38.4 %	13	52.2 %	2	-20.3 %	91	83	20.2	20.2
1. Suomalaiset pankkiryhmät ja -konsernit (pl. Nordea)	708	5.0 %	563	3.3 %	769	3.8 %	510	5.1 %				
2. Suomalainen pankkitoiminta	1 109	-	751	-	1 072	-	795	-				
3. Suomessa toimivat finanssiryhmittymät	2 503	5.6 %	4 698	28.5 %	4 736	26.3 %	2 576	14.7 %				

Muut tuotot sisältävät palkkiotuotot nettomääräisinä, aineellisten ja aineettomien hyödykkeiden myyntivoitot ja -tappiot ja osuudet osakkuusyritysten tuloksesta. Kuluissa on mukana poistot sekä arvonalentumiset aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä.

Taulukon erät eivät summaudu liikevoittoon, sillä pankkien kaikki tuloslaskelman erät eivät sisälly taulukkoon.

Muutos-% laskettu vuoden 2004 vastaavista luvuista.

Sampo-konsernin vakavaraisuus-% on laskettu konsolidointimenetelmän mukaisesti. Vakavaraisuusuhde osoittaa konsernin omien varojen suhteen toimialakohtaisesti laskettujen vaatimusten yhteismäärään verrattuna.

Suomalainen pankkitoiminta sisältää suomalaiset pankkiryhmät ja -konsernit, Sammosta pankki- ja sijoituspalvelutoiminnan sekä Nordean Suomen vähittäispankkitoiminnan luvut. Suomessa toimivat finanssiryhmittymät sisältävät suomalaiset pankkiryhmät ja -konsernit, Sampo-konsernin ja Nordea-konsernin.

Lähde: Pankkien osavuositiedot

2.2 Kansainvälisen pankkisektorin tuloskehitys positiivinen

Sampo Alhonsuo – Jyrki Haajanen

Alkuvuoden tulostietojen perusteella kansainvälisen pankkisektorin näkymät ovat hyvät. Pohjoismaissa ja Euroopassa hyvä tuottokehitys ja liiketoimintavolyymien kasvu yhdistyneenä pieniin luottotappiokirjauksiin selittävät parantuneet tulokset. Myös Yhdysvalloissa, Japanissa ja Kiinassa pankit tekevät hyvää tulosta ja kasvavat nopeasti. Vuoden 2004 tulostaso ylittyy selvästi, mikäli tulostahti jatkuu samanlaisena myös loppuvuonna.

Pankki- ja finanssikonsernien parantuneita tuloksia vuonna 2005 selittää kolme asiaa: 1. Luottokannan kasvu on lisännyt myös korkokatteiden kasvua. 2. Muiden tuottojen kehitys on ollut suotuisaa mm. siksi, että konsernit ovat tehneet hyviä tuloksia pääomamarkkinoilla. 3. Luottotappiokirjaukset ovat yleisesti hyvin alhaisia. Konsernien tuloskehityksessä nämä tekijät vaikuttavat niin Pohjoismaiden ja Baltian alueella, kuin myös euroalueella ja muissa Euroopan maissa. Kulujen alentuminen ei alkuvuonna vaikuttanut tulosparannuksiin niin paljon kuin vuotta aiemmin. Tehokkuutta konserneissa pyritään kuitenkin parantamaan jatkuvasti.

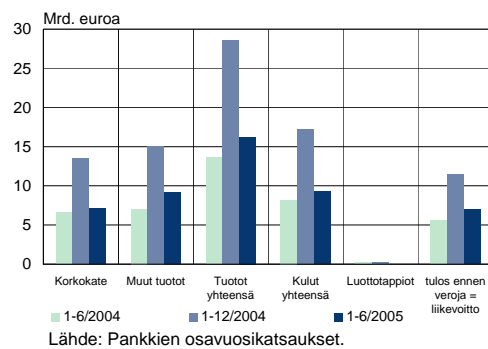
Pohjoismaiden ja Baltian maiden suurimpien pankki- ja finanssikonsernien⁶ yhteenlaskettu tulos

⁶ Tiedoissa ovat mukana Pohjoismaiden 10 suurinta pankki- ja finanssikonsernia, eli (taseen mukaan suuruusjärjestyksessä) Danske Bank, Nordea, SEB Group, Svenska Handelsbanken, DnBNOR Group, FöreningsSparbanken (Swedbank), OP-ryhmä, Sampo-

ennen veroja (eli liikevoitto) oli 7.0 miljardia euroa. tammi-kesäkuussa 2005. Tuloksen kasvu vuoden 2004 tammi – kesäkuusta oli 25 prosenttia. (Kuvio 2). Korkokatteet ovat kasvaneet, koska liiketoimintavolyymien kova kasvu on kompensoinut kovan hintakilpailun ja korkomarginaalien kaventumisen. Myös muita tuottoja on kasvattanut pääomamarkkinoiden hyvän kehityksen lisäksi volyyymien kasvu.

Tuloksien, samoin kuin kulujen ja liiketoimintavolyymien kasvuun on vaikuttanut myös eräiden konsernien (Danske Bank, Kaupthing Bank ja Sampo-konserni) laajeneminen yritysostoin. Luottotappiokirjaukset ovat olleet olemattomia vuoden 2005 alkupuolella. Muutamat konsernit ovat saaneet luottotappiopalauteksia vanhoista luottotappiokirjauksista enemmän kuin mitä uusia luottotappioita on kirjattu.

Kuvio 2. Suurten pohjoismaisten finanssiryhmittymien tuloslaskelman keskeisiä eriä

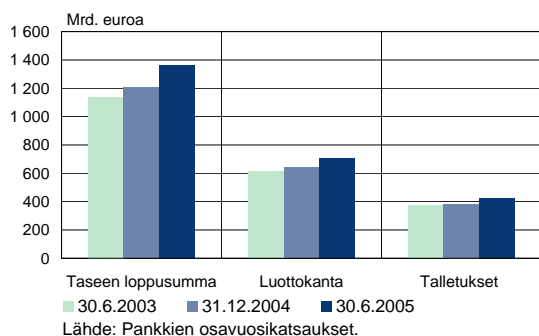


Taseet ovat kasvaneet nopeasti kaikissa konserneissa, mutta erityisesti Baltian maissa taseiden kasvu on ollut lujaa.

konserni, Kaupthing Bank ja Jyske Bank. Poikkileikkaustaulukossa ovat mukana myös Hansabank, Uhispank ja Nordea Pankki Suomi Oyj. Kaikki tiedot ovat konsernitason tasolta. Luvut on muutettu euroiksi 30.6.2005 valuuttakursseilla. Tietojen lähteinä ovat olleet elokuussa julkaistut osavuositarkastukset. Uudet osavuositulokset ja vertailutiedot on julkaistu uusilla IFRS-laskentasäännöillä.

Luottoja suurten pohjoismaisten konsernien taseissa on tätä nykyä yli 700 miljardia euroa ja talletuksia yli 420 miljardia. Luottoenemmyys rahoitetaan viime kädessä kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta.

Kuvio 3. Suurten pohjoismaisten finanssiryhmittymien tase-eriä



Pohjoismaisten (ja myös Baltian maissa toimivien) finanssiryhmittymien tunnusluvut ovat hyviä tai erinomaisia. Sekä kannattavuutta että tehokkuutta kuvaavat tunnusluvut ovat parantuneet. Keskimäärin tarkastellen suurten konsernien vakavaraisuus aleni hieman vuoden 2005 alkupuolella (Taulukko 2).

Taulukko 2. Pohjoismaisten ja Baltian maiden finanssiryhmittymien keskeisiä tunnuslukuja

	1-6 2004	1-12 2004	1-6 2005	Vaihteluväli 1-6/2005
Kannattavuus: ROE %	18.2	17.8	20.4	(6.1 - 36.1)
Tehokkuus: kulut/tuotot, %	54.2	54.1	50.4	(30.3 - 63.0)
Vakavaraisuus, % Tier 1*	10.1	10.1	9.4	(5.8 - 17.6)

*periodin lopussa

Lähde: Pankkien osavuositarkastukset.

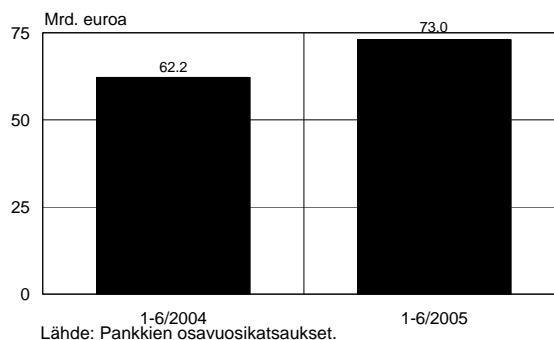
Myös euroalueella, Isossa-Britanniassa ja Sveitsissä suurimpien finanssiryhmittymien tulokset ovat kasvaneet alkuvuonna. Kuvio 4:ssä on yhteenlaskettu 27 eurooppalaisen konsernin⁷ tulos ennen veroja; kasvua

⁷ Kuvassa 4 ja taulukossa 4 on koottu tiedot seuraavista eurooppalaisista konserneista (taseen mukaan suuruusjärjestyksessä): UBS Group, Barclays, HSBC Group, BNP Paribas Group, RBS Group,

viime vuoden vastaavasta ajasta on 18 prosenttia.

Koko vuoden 2004 tulokset olivat jo tasoltaan hyviä, mutta nykyisellä tulosvauhdilla ne ylittyvät tänä vuonna.

Kuvio 4. Suurten eurooppalaisten finanssiryhmittymien yhteenlaskettu tulos ennen veroja



Keskeisten tunnuslukujen sanoma on selkeä: suurilla konserneilla tunnusluvut ovat keskimäärin hyvällä tasolla.

Taulukko 3. Suurten eurooppalaisten finanssiryhmittymien keskeisiä tunnuslukuja

	1-6/2004	1-6/2005	Vaihteluväli 1-6/2005
Kannattavuus: ROE %	18.8	20.4	(9.6 - 33.3)
Tehokkuus: kulut/tuotot, %	61.3	59.8	(41.8 - 73.0)
Vakavaraisuus, % Tier 1*	8.3	8.2	(6.5 - 12.2)

*periodin lopussa

Lähde: Pankkien osavuositarkastukset.

ING Group, Credit Agricole S.A., Deutsche Bank, ABN AMRO Group, Credit Suisse Group, HBOS Group, SCH Group, Fortis Group, Societe Generale Group, Rabobank Group, Dresdner Group, HVB Group, Iloyds TSB Group, Commerzbank Group, Dexia Bank, BBVA Group, Abbey National Group, Unicredito Group, Banca Intesa Group, Bank Austria Creditanstalt Group, Erste Group ja AIB Group. Kaikki tieto on peräisin julkaistuista osavuositarkastuksista elokuusta 2005. Uudet osavuositulokset ja vertailutiedot on julkaistu uusilla IFRS-laskentasaännöillä. Jokaisesta konsernista on tuloksen osalta kerätty mahdollisimman samansisältöinen erä, eli tulos ennen verojen vaikutusta.

Yhdysvalloissa suuret pankit ovat vuoden 2005 aikana tehneet tasaisen hyvää tulosta. Tuottokehitys on ollut suurissa pankeissa hyvää, kulut ovat olleet tiukassa kontrollissa ja luottotappiokirjaukset ovat olleet hyvin alhaisia. Luottotappiovaraukset suhteessa luottokantaan olivat alhaisimmillaan sitten vuoden 1986⁸.

Toisella vuosineljänneksellä tehtiin myös muita "ennätyksiä": Luottokannan kasvu toisen vuosineljänneksen aikana oli toiseksi nopeinta kautta aikojen Yhdysvalloissa. Erityisesti suurten liikepankkien vaihtuvakorkoiset asuntoluotot ovat kasvaneet nopeasti viimeisten vuosineljännesten aikana. Yhdysvalloissa pankkien luottokannan suhde talletuksiin on noussut nopeasti ja esimerkiksi FDIC:n vakuuttamien luottolaitosten luottojen suhde talletuksiin nousi toisella vuosineljänneksellä 92,7 prosenttiin, eli korkeimmalle tasolle sitten vuoden 2001 alun.

Japanin pankkisektorilla uusi tilikausi (1. huhtikuuta 2005) alkoi lupaavasti ja ensimmäisen neljänneksen tulokset olivat hyviä. Kaikkien 7 suurimman pankkiryhmän tulokset olivat positiiviset ja koko sektorin tuotot nousivat yli 60 % viime vuoden vastaavasta ajankohdasta. Tuottavuuden nousu johtui etupäässä luottotappioiden alenemisesta ja palkkiotuottojen kasvusta. Luottokannan supistuminen näyttää pysähtyvän, mutta korkotuottojen kasvattaminen on kuitenkin vaikeaa johtuen kovasta kilpailusta. Luottotappioiden ja järjestämättömien luottojen supistuminen on johtunut etupäässä talouden tasapainottumisesta. Yksin huhtikuussa yritysten konkurssit vähenivät lähes 14 %. Tämä oli jo 28 perättäinen kuukausi kun yritysten konkurssit jatkoivat laskuaan. Johtuen kovasta kilpailusta luottomarkkinoilla pankit ovat kehittäneet voimakkaasti palkkiotuottoihin perustuvia tuotteitaan,

⁸ Federal Deposit Insurance Corporation, Quarterly Banking Profile second quarter 2005 ja FEDin Report on the condition of the U.S: banking industry, Bulletin, spring 2005.

sekä panostaneet entistä enemmän vähittäispankkitoimintaan. Palkkiotuottojen osuus on silti edelleen varsin alhainen (15-20 %) verrattuna esimerkiksi yhdysvaltalaisiin pankkeihin (40 %).

Japanin parlamentti ei hyväksynyt pääministeri Koizumin ajamaa Postin yksityistämissuunnitelmaa. Jos suunnitelma olisi toteutunut niin sen mukana olisi syntynyt maailman suurin pankki, jonka säästö- ja vakuutustalletukset olisivat olleet lähes 2.900 miljardia USD.

Kiinan pankkisektori on ollut viime aikoina erittäin tuottava, mutta hyvät tulokset ovat pitkälti keino-tekoisia johtuen massiivisesta valtion tuesta. Pankkisektorin ei kuitenkaan uskota vielä kykenevän toimimaan kannattavasti ilman valtion tukea. Valtio on joutunut tukemaan sekä Bank of China:a että China Construction Bank:ia molempia yli 20 miljardilla USD. Myös China Construction Bank on saanut valtiolta avustusta yli 15 miljardia USD. Toimenpiteiden avulla pyritään saattamaan pankit kilpailukykyisiksi vuoden 2006 loppuun mennessä, jolloin rajoitukset ulkomaiselle pankkikilpailulle puretaan.

Monet suuret ulkomaiset pankit ovat ilmaisseet kiinnostuksensa Kiinan pankkisektoria kohtaan. Elokuussa Royal Bank of Scotland Group PLC ilmoitti johtavansa ryhmää, joka ostaa 10% osuuden Kiinan toiseksi suurimmasta pankista Bank of Chinasta. Kauppahinnaksi on ilmoitettu 3 miljardia USD. Ilmoitus oli jo kolmas lyhyen ajan sisällä, jossa ulkomainen pankkiryhmä ilmoittaa ostavansa osuuden kiinalaisesta pankista. Aiemmin Bank of America ja Singapore Temasek ilmoittivat ostavansa merkittävän osan China Construction Bank:sta. Ulkomaiset pankit ovat myös perustaneet Kiinaan sivukonttoreita.

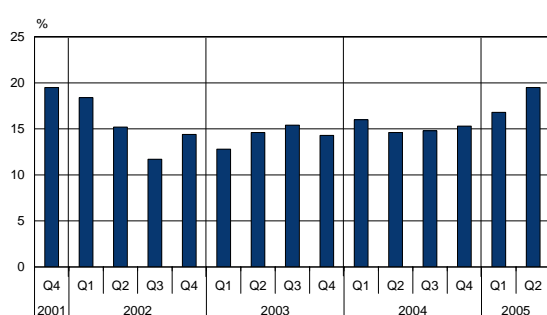
2.3 Vakuutussektorin tulokset hyviä ja vakavaraisuus- asema keskimäärin hyvä

Pertti Pyllkkönen

Vakuutussektorin tuloskehitys on useimilla yhtiöillä säilynyt hyvänä. Toimialan yhteenlaskettu vakavaraisuus on parantunut alkuvuoden aikana. Eläkeyhtiöiden kokonaistulos on parantunut selvästi.

Vakuutustoimialan tilanne on tämän vuoden ensimmäisellä vuosipuoliskolla ollut muun rahoitustoimialan tapaan hyvä. Useimpien tuloksensa julkaisseiden yhtiöiden tulokset ovat joko parantuneet tai pysyneet aiemmalla, varsin hyvällä tasolla. Tuloskehitys on osaltaan tukenut myös suomalaisten vakuutusyhtiöiden eurooppalaisen mittapuun mukaan korkeaa vakavaraisuutta. Vakuutustoimialan keskimääräinen vakavaraisuus on parantunut selvästi tämän vuoden ensimmäisellä vuosipuoliskolla⁹.

Kuvio 5. Henkivakuutusyhtiöiden vakavaraisuus



Lähde: Vakuutusvalvontavirasto.

Tuloksia ovat tukeneet ensisijaisesti varsin vakaa sijoitusympäristö. Sijoitustoiminnan tuotot ovat säilyneet keskimäärin hyvinä. Tuloksia on tukenut myös maksu-

⁹ Vakuutusyhtiöiden, eläkesäätiöiden ja eläkekassojen vakavaraisuus 30.6.2005. Vakuutusvalvontavirasto.

tulon vahva kasvu. Henkiyhtiöillä tuloskehitys vaihtelee kuitenkin selvästi mm. sijoitussalkun koostumuksen mukaan. Useilla vahinkoyhtiöillä tuloskehitystä on hidastanut vahinkokorvausten lisääntyminen. Toisaalta vahinkoyhtiöt ovat kyenneet tehostamaan toimintojaan ja kulusuhteet ovat keskimäärin hieman parantuneet. Työeläkeyhtiöiden kokonaistuloksen parantuminen on ollut poikkeuksellisen hyvä. Työeläkeyhtiöiden viime vuoden ensimmäisen vuosipuoliskon kokonaistulos oli vajaa 0,7 mrd. euroa. Tämän vuoden tulos vastaavalta ajalta nousi runsaaseen 2,3 mrd. euroon, joka ylittää koko vuoden 2004 runsaan 2 mrd. euron tuloksen.

Työeläkeyhtiöiden maksutulon kasvu on tänä vuonna ollut ripeää, tammi – kesäkuussa noin 10 prosenttia. Henkivakuutusyhtiöiden maksutulo kasvoi selvästi viime vuotista nopeammin. Vuonna 2004 uusien henki- ja eläkevakuutusten myyntiä kotitalouksille haittasi epäselvyys vakuutusten tulevasta vero-kohtelusta. Veropäätösten jälkeen uusmyynti on toipunut, etenkin säästöhenkivakuutusten myynti on tämän vuoden aikana ollut vahvaa. Henkivakuutusyhtiöiden koko maksutulon kasvuvauhti nousi tammi – heinäkuussa noin 9 prosenttiin. Yksilöllisten eläkevakuutusten maksutulon kasvu on kuitenkin jäänyt vain niukasti positiiviseksi.

Henkivakuutusyhtiöiden maksutulossa sijoitussidonnaisten vakuutusten osuus lisääntyy koko ajan. Tämän vuoden aikana niiden osuus henkiyhtiöiden koko maksutulosta on jo noin 40 prosenttia.

Myös vahinkovakuutusyhtiöiden maksutulon kasvu tammi – heinäkuussa on ollut varsin nopeaa, noin 7 prosenttia.

Suomen vakuutusalan rakennejärjestelyt jatkuvat. OKO osti Pohjola-Yhtymän osake-enemmistön ja teki ostotarjouksen lopuista osakkeista. Vahinko-Pohjola jää OKO:lle ja vuoden 2005 alussa toimintansa aloittanut Henki-Pohjola siirtyi OP-ryhmälle.

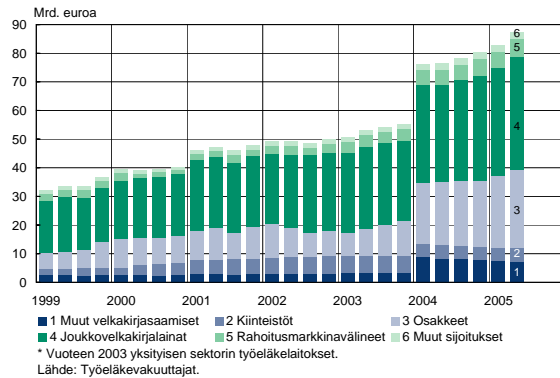
Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminta

Sijoitusympäristö on säilynyt vakaana, eikä vakuutusyhtiöiden sijoitusten jakaumassa ole tapahtunut merkittäviä muutoksia sijoitusinstrumenttien tai sijoitusalueiden osalta viimeisen vuoden aikana.

Työeläkevakuuttajien sijoitustoiminnan puitteiden sääntelyn erot näkyvät selkeästi eläkevakuuttajien sijoitusportfolioiden rakenteissa. Eläkeyhtiöiden sekä myös eläkekassojen ja –säätiöiden sijoituksista runsas 60 prosenttia on sijoitettu erilaisiin korkotuotteisiin. Eläkekassojen – ja säätiöiden korkosijoituksissa rahamarkkinasijoitusten osuus on huomattavasti muita eläkevakuuttajia suurempi.

Sekä eläkeyhtiöillä että eläkekassoilla – ja säätiöillä osakesijoitusten osuus on vajaat 30 prosenttia kaikista sijoituksista. Julkisen sektorin eläkevakuuttajien sijoituksista osakkeiden osuus nousee jo lähes puoleen koko sijoitussalkusta ja korkosijoitusten osuus jää alle osakesijoitusten osuuden. Osakesijoitusstrategiat ovat vaihdelleet tämän vuoden aikana eläkevakuuttajien välillä. Työeläkeyhtiöt ovat ensimmäisen vuosipuoliskon aikana nettomääräisesti ostaneet lisää kotimaisia osakkeita salkkuihinsa runsaan 200 miljoonan euron arvosta. Muut eläkevakuuttajat ovat puolestaan nettomääräisesti myyneet kotimaisia osakkeita salkuistaan.

Kuvio 6. Työeläkelaitosten sijoituskanta



Sijoitusten painopisteiden erot heijastuvat myös sijoitusten alueellisessa jakautumisessa. Eläkeyhtiöiden sijoituskannasta kolmannes on sijoitettu kotimaisiin kohteisiin. Julkisen sektorin eläkevakuuttajien sijoituksista kotimaahan on suuntautunut ainoastaan noin viidennes. Yhtiökohtaisten eläkekassojen ja –säätiöiden sijoitukset sijoituksista vajaa 60 prosenttia on suuntautunut kotimaahan.

Julaisen sektorin eläkevakuuttajien sijoituksista euroalueen ulkopuolisten sijoitusten osuus, runsas kolmannes, on selvästi muita eläkevakuuttajia suurempi. Euroalueen ulkopuolelle tehdyt sijoitukset on tehty ensisijaisesti osakemarkkinoille.

Eläkevakuuttajien kiinteistösijoitusten rakenne on muuttumassa mm. siten, että asuntosijoitusten merkitys on alenemassa ja kiinteistörahastosijoitusten osuus kasvussa.

Sijoitusrahastojen merkitys työeläkevakuuttajien sijoitusten kanavana on jatkuvasti lisääntynyt. Erityisesti ulkomaiset sijoitukset tehdään entistä useammin rahastojen kautta. Myös muilla vakuutuslaitoksilla sijoitusrahastojen käyttö ulkomaisissa sijoituksissa on lisääntynyt.

Pääomasijoituksia työeläkevakuuttajat ovat tehneet runsaan miljardin euron arvosta. Hedge-rahastoihin

tehdyt sijoitukset jäävät jonkin verran pääomasijoituksia pienemmiksi.

2.4 Distance-to-default indikaattori sovellettuna suomalaisille pankeille

Jaakko Lehto

Distance-to-default indikaattori kuvaa yrityksen konkurssiriskiä. Tämä markkinanäkemyksen sisältävä indikaattori on herättänyt kiinnostusta niin yksityisen sektorin riskienhallinnassa kuin pankkien vakausanalyysissäkin. Mittarin ennakoivaa ominaisuutta tukee sen pohjautuminen osakemarkkinahintoihin.

Kiinnostus osakekurssipohjaisten indikaattorien käyttöön yritysten riskianalyyseissa ja pankkien vakausanalyyseissa on lisääntynyt viime vuosina merkittävästi. Tehokkailta rahoitusmarkkinoilla osakekurssit sisältävät lähtökohtaisesti kaiken olemassa olevan informaation yrityksen taloudellisesta tilanteesta ja kehityksestä. Tästä johtuen markkinainformaatioon perustuvan indikaattorin tulisi reagoida muutoksiin yrityksen taloudellisessa asemassa aikaisemmin kuin perinteisten tilinpäätösinformaatioon nojaavien indikaattorien.

Tunnetuin markkinanäkemyksen sisältävistä konkurssiriski-indikaattoreista on Distance-to-Default-luku (jatkossa DD-luku). DD-luku perustuu optiohinnoittelumalliin¹⁰, jossa oma pääoma nähdään optiona koko pääomaan. Tätä ajatusmallia seuraten voidaan osakkeiden hintainformaatiota sekä taseen velkaeriä hyödyntäen selvittää markkinoiden arvio siitä, kuinka

¹⁰ Black, F. and M. Scholes (1973), "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", Journal of Political Economy, 3, 637-654.

lähellä yritys on tilannetta, jossa sen markkina-arvo laskee alle velkojen nimellisarvon (konkurssitila). DD-luku osoittaa etäisyyden konkurssista yrityksen koko pääoman markkina-arvon keskihajontojen lukumäärällä mitattuna¹¹.

DD-lukua laskettaessa on määritettävä oman pääoman markkina-arvon volatiliteetti. Volatiliteetin laskutavalla on huomattava vaikutus DD-luvun käyttäytymiseen. Aikaisempi tutkimus on pääasiassa käyttänyt edeltävän kuuden kuukauden päivittäisistä osakekurssituotoista laskettua keskihajontaa¹². Pitkä aikaperiodi oman pääoman volatiliteetin laskennassa johtaa vakaampaan, mutta myöhemmin reagoivaan DD-lukuun kuin lyhyt aikaperiodi. Aikaperiodin valinnassa tulee myös huomioida osakemarkkinoiden likviditeetti.

Suomalaisille pankeille laskettu koko pääomalla painotettu aggregaatti DD-luku osoittaa pankkikriisiä ennakoineen käänteen tapahtuneen vuoden 1989 alussa (Kuvio 7)¹³. Sen jälkeen aggregaatti DD-luku laski tasaisesti kunnes lasku kiihtyi vuoden 1992 puolivälissä. Alussa laskua vauhditti pääasiassa SKOP:in aikaisessa vaiheessa alkanut DD-luvun lasku. Vuoden 1992 jyrkkään laskuun myötävaikuttivat eniten KOP ja SYP.

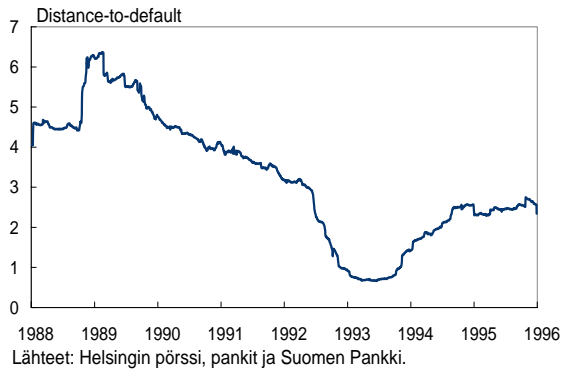
¹¹ Katso lisää esim.

<http://www.moodyskmv.com/research/whitepaper/ModelingDefaultRisk.pdf>.

¹² Gropp et al. (2002), "Equity and Bond Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility", ECB Working Paper 150; Marcus, A and I. Shaked (1984) "The Valuation of FDIC Deposit Insurance Using Option-Pricing Estimates", Journal of Money, Credit and Banking, 16, 446-460.

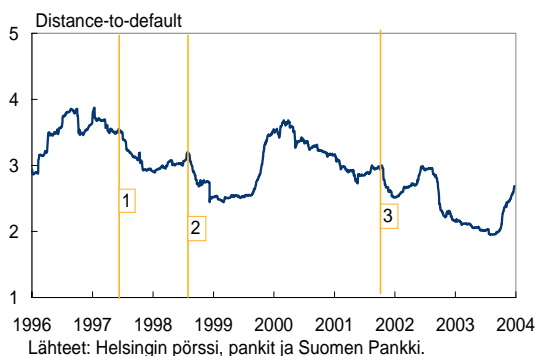
¹³ Tarkastelussa mukana olevat pankit: KOP, SYP, SKOP, OKO, ÅAB, Interbank. Tämän raportin kuvioiden DD-luvut perustuvat oman pääoman volatiliteettiin, joka on laskettu 12 edeltävän kuukauden tuottohavaintojen keskihajontana.

Kuvio 7. Aggregaatti DD-luku suomalaisille pankeille 1.1.1988-1.1.1996



Kansainväliset talouteen vaikuttaneet shokit 1990- ja 2000-luvulla heijastuivat myös suomalaisten pankkien koko pääomalla painotettuun aggregaatti DD-lukuun (Kuvio 8)¹⁴. Numero 1 viittaa Aasian kriisin alkukeen, numero 2 kuvaa Venäjän kriisiä ja numero 3 New Yorkin terroristi-iskua. Kaikilla näillä shokeilla oli suora vaikutus niin yksittäisten pankkien DD-lukuun kuin myös aggregaatti DD-lukuun. Venäjän kriisi heijastui suomalaisten pankkien DD-lukuihin näistä kriiseistä eniten.

Kuvio 8. Aggregaatti DD-luku suomalaisille pankeille 1.1.1996-1.1.2004



¹⁴ Tarkastelussa mukana olevat suomalaiset pankit: OKO, Merita, Nordea, Sampo, ÅAB.

DD-luvun ennakoivaa ominaisuutta on tutkittu muun muassa luottokelpoisuusluokituksen alenemisen yhteydessä¹⁵ ja konkurssisiin liittyen¹⁶. Mielenkiintoinen näkökulma on myös se, sisältääkö DD-luku ennakoivaa informaatiota pankkien tilan arvioimiseen käytetyistä tilinpäätöstunnusluvuista. Suomen pankkikriisin aikaisella aineistolla tutkittuna DD-luku näyttää ennakoivan ROE-tunnuslukua yli puolella vuodella ja luottotappioiden osuutta kaikista lainoista muutamalla kuukaudella. DD-luvun yhteys ja ennakoiva vaikutus tilinpäätöstunnuslukuihin ovat vahvimmillaan vahvan kasvun ja vastaavasti laman aikakausina.

DD-luvun käyttöä osana pankkien vakausanalyysia puoltaa mittarin pohjautuminen osakemarkkinoihin, jotka ovat lähtökohtaisesti eteenpäin katsovia. Tähänastinen tutkimus on myös julkaissut rohkaisevia tuloksia DD-luvun ennakoivasta ominaisuudesta. Indikaattorin positiivisena piirteenä on lisäksi sen saatavuus tiheällä aikavälillä, toisin kuin tilinpäätöksiin nojautuvien tunnuslukujen.

¹⁵ Gropp et al. (2004), "Equity and Bond Market Signals as Leading Indicators of Bank Fragility", ECB Working Paper 150.

¹⁶ <http://www.moodykmv.com/research/newResearch.html>.

3 Arvopaperimarkkinat

3.1 Osakemarkkinat piristyivät vaimean alkuvuoden jälkeeseen

Jukka Topi

Osakkeiden hinnat lähtivät keväällä nousuun sekä maailman keskeisillä markkina-alueilla että Suomessa. Osakkeiden hinnat ovat nousseet etenkin energia-alalla, mutta muillakin toimialoilla kurssikehitys on kestänyt hyvin viime kuukausien häiriöt. Osakemarkkinoiden volatiliiteetti on pysynyt vähäisenä.

Osakkeiden hintakehitys piristyi vaimean alkuvuoden jälkeen keväällä maailman keskeisillä osakemarkkinoilla. Elokuun loppuun mennessä osakkeiden hinnat nousivat vuoden 2005 alusta euroalueella runsaat 11 %, Japanissa vajaat 8 % ja Yhdysvalloissa vajaat 3 %¹⁷. Hinnat lähtivät käytännössä nousuun vasta touko-kesäkuussa, sillä tammi-huhtikuussa yleisindeksit laskivat niin euroalueella, Yhdysvalloissa kuin Japanissakin. Kevään ja kesän kurssinousun keskeinen selittäjä olivat yritysten odotettua paremmat tulokset sekä etenkin Yhdysvalloissa ja Japanissa parantuneet

¹⁷ Osakkeiden hintojen kehityksen arvioinnissa on käytetty euroalueella DJ Euro Stoxx laaja -indeksiä, Yhdysvalloissa S&P 500 -indeksiä ja Japanissa Nikkei 225 -indeksiä.

makrotalouden näkymät. Energiahintojen nousu ei kesän aikana näkyvästi vaikuttanut yleiseen kurssikehitykseen, mutta tuki sen sijaan öljy- ja kaasuteollisuuden osakkeiden hintoja. Osakemarkkinat eivät reagoineet voimakkaasti Lontoon heinäkuisiin terroristiskuihin. Ensimmäiset reaktiot Katrina-hurrikaanin vaikutuksiin Yhdysvalloissa ovat myös olleet maltillisia.

Rahoitustoimialoista vakuutusyhtiöiden ja pankkien osakkeiden hinnat jatkoivat keskeisillä markkinoilla kahden edellisen vuoden nousuaan lukuun ottamatta Yhdysvaltain pankkiosakkeita. Myös euroalueella ja Japanissa vakuutusyhtiöiden osakkeiden hintojen kehitys oli myönteisempää kuin pankkien osakkeiden hintojen kehitys.

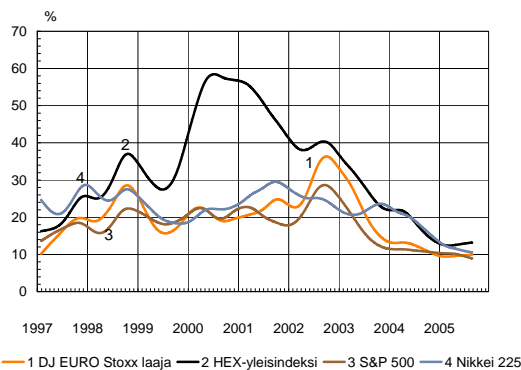
Myös Suomessa osakkeiden hintojen nousu kiihtyi keväällä. Osakkeiden hinnat nousivat vuoden alusta elokuun loppuun mennessä vajaat 18 % eli selvästi euroalueen yleistä kehitystä nopeammin. Suomessa osakkeiden hintakehityksen toimialakohtaiset erot olivat vuoden ensimmäisten kuukausien aikana pienet, mutta ovat huomattavasti kasvaneet loppukevään ja kesän aikana. Toimialoista¹⁸ energia-alalla ja rakennusteollisuudessa osakkeiden hinnat nousivat vuoden alusta elokuun loppuun mennessä yli 50 %. Etenkin energia-alan myönteisessä kehityksessä näkyi öljyhintojen voimakas nousu. Metsäteollisuus on ainoa toimi-

¹⁸ Tässä luvussa tarkastellaan toimialoja Helsingin pörssin heinäkuun loppuun asti käytetyn luokituksen mukaisesti. Toimialaluokituksen ja indeksien muutoksista katso luku 3.3.

ala, jonka osakkeiden hintakehitys oli tammi-elokuussa laskeva (noin 2 %). Hinnat laskivat lähinnä keväällä toimialan työehtosopimusneuvottelujen ollessa käynnissä, jo ennen työkiistan kärjistymistä tuotannon keskeytymiseen. Muista keskeisistä toimialoista metalliteollisuuden osakkeiden hinnat nousivat kahdeksan ensimmäisen kuukauden aikana noin 35 %. Myös rahoitusalan osakkeiden hinnat nousivat yleistä kurssikehitystä nopeammin (vakuutus 35 %, sijoitus ja pankit 19 % elokuun loppuun mennessä). Tietoliikenne ja elektroniikka -toimialan kurssinousu sen sijaan jatkui suhteellisen vaimeana (noin 7 % elokuun loppuun mennessä).

Osakemarkkinoiden volatilitiitti pysyi keskeisillä markkina-alueilla edelleen viime vuosien kehitykseen verrattuna erittäin pienenä (Kuvio 9). Helsingin pörssissä yleisindeksin historiallinen volatilitiitti on myös viime vuosia selvästi pienempi, vaikka alkoikin hienoisesti nousta alkuvuoden aikana.

Kuvio 9. Osakeindeksien historialliset volatilitiitit*



* Hodrick-Prezcott-suodatettu osakeindeksien päivittäisten tuottojen annualisoitu keskihajonta (20 pv).
Lähteet: Bloomberg, Helsingin pörssi, omat laskelmat.

Keskeisistä markkina-alueista osakevaihdon arvo kasvoi vuoden 2005 ensimmäisellä vuosipuoliskolla Yhdysvalloissa¹⁹ vajaat 10 % ja euroalueella vajaat 6 % verrattuna edellisen vuoden vastaavaan ajanjaksoon,

¹⁹ New Yorkin pörssin ja Nasdaqin osakevaihdot.

mutta väheni Japanissa noin 8 %. Helsingin pörssissä osakevaihto kasvoi vuoden kahdeksan ensimmäisen kuukauden aikana vajaat 16 % edellisen vuoden vastaavasta ajanjaksosta. Osakevaihdon kasvu kiihtyi Suomessa kevään ja kesän aikana.

3.2 Joukkovelkakirjamarkkinat

Katja Taipalus

Tuleva kehitys niin yritys- kuin valtion joukkolainojenkin osalta herättää mielenkiintoa. Yritysjoukkolainoissa puhuttavat matalat korkoerot, valtion joukkolainoissa taas pitkien korkojen matala taso.

Vuodesta 2002 lähtien yritysten joukkolainojen korkoerot ovat kaventuneet merkittävästi. Osaltaan korkoerojen supistuminen on johtunut lisääntyneistä kysyntäpaineista sijoittajien etsiessä lisätuottoa matalan koron ympäristössä. Keväällä korkoeroissa nähty korjausliike, joka johtui Fordin ja General Motorsin ongelmista, jäi väliaikaiseksi. Kesällä korkoerot palasivat jälleen korjausliikettä edeltäneelle, kaventuvalle trendilleen ja ovat jatkaneet hidasta kaventumistaan.

Korkoerojen kaventumista on osaltaan edistänyt liikkeeseenlaskujen vähäisyys suhteessa kysyntään. Alkukesä Euroopassa oli poikkeus, sillä kesäkuussa regulaation tiukentumisen vuoksi uusia liikkeeseenlaskuja oli hyvin paljon. Pankkien välinen kilpailu ja lainahtojen lieventyminen yhdistettynä alhaiseen korkoympäristöön ovat lisänneet yritysten kiinnostusta perinteiseen pankkilainoitukseen markkinarahoitukseen sijaan. Toisaalta heikomman luottoluokituksen yritysten liikkeeseenlaskut ovat lisääntyneet alhaisten korkoerojen innostamana etenkin USAssa. Euroopassa

näiden yritysten liikkeeseenlaskut ovat hieman pudonneet viime vuodesta. Näiden liikkeeseenlaskujen kasvun ennakoidaan näkyvän lisääntyvinä maksuhäiriöinä tilastoissa vuoden 2006 jälkeen.

Myös kehittyvien talouksien joukkovelkakirjojen liikkeeseenlasku on vuoden 2005 ensimmäisellä puoliskolla säilynyt vahvana – volyymit ovat olleet suurimmat sitten vuoden 2000.

Sijoittajien mielenkiinto ei kuitenkaan ole rajoittunut ainoastaan yritysluottoihin, vaan kysyntäpaineet ovat yhä selvemmin alkaneet näkyä myös strukturoitujen asettien markkinoilla. Etenkin mielenkiinto arvopaperistettuja eriä kohtaan on ollut merkittävässä kasvussa. Tämä näkyy selvästi niin USAn kuin Euroopan markkinoilla. Vuonna 2004 USAssa laskettiin liikkeeseen jo enemmän arvopaperistettuja (ABS) instrumentteja kuin perinteisiä yritysjoukkolainoja. Sijoitusinnon lisäys ei kuitenkaan ole ollut pelkästään ongelmatonta, sillä luottoriskiluokittaja Standard and Poor's raportoi elokuussa suuren kysynnän johtaneen siihen, että allaolevia riskejä analysoidaan yhä harvemmin todella perusteellisesti ja sijoituspäätökset tehdään nopeasti. Tämä voi myöhemmin johtaa ikäviin yllätyksiin sijoituksien arvoissa. Luottoluokituksen alentumisen ja lisääntyneiden rahoituskustannuksien myötä myös Ford ja GM ovat yhä enemmän siirtyneet arvopaperistettuun rahoitukseen.

Eräät sijoittajat kärsivät tappioita luottojohdannaismarkkinoilla Fordin ja GM:n luottoluokituksen alenemisen yhteydessä, mutta luottojohdannaismarkkinat palautuivat nopeasti. USAn ja Euroopan lisäksi luottojohdannaismarkkinoille on viime aikoina yhä lisääntyvässä määrin tullut kysyntää Aasiasta, jossa esimerkiksi CDOLla²⁰ haetaan hajautusta paikallisesti keskittyneisiin positioihin.

²⁰ Collateralised debt obligation

Yritysjoukkolainojen korkoerojen kapeuden ohella markkinoita ovat askarruttaneet pitkien valtion lainojen matalat tasot niin USAssa kuin Euroopassakin. Elokuun lopussa USAn korkokäyrän raportoitiin olevan jo lähellä invertoitumista, mutta syyskuun ensimmäisellä viikolla ainakin välittömät pelot tästä hellittivät.

Viime viikkojen aikana keskustelua on hallinnut hirmumyrsky Katrina ja sen mahdolliset vaikutukset. Yritysbondien osalta tilannetta tarkkaillaan mm. katastrofibondien, etelävaltioiden kunnallisten bondien sekä USAn CMBS²¹ instrumenttien osalta. Mikäli öljyn hinta pysyy korkealla, se ei voi olla vaikuttamatta negatiivisesti jo ennestään heikkojen autonvalmistajien tilanteeseen. Samoin suurennuslasin alla ovat vakuutusyhtiöille ja jälleenvakuutusyhtiöille tulevien korvausvaateiden suuruus, joiden ensi arviot ovat vaihdelleet 20 miljardista aina 60 miljardiin dollariin.

Yleisesti hirmumyrskyn tuhoista voidaan todeta, että ne on hajautettu erilaisten sijoitusinstrumenttien kautta rahoitusmarkkinoilla monien eri sijoittajien kannettavaksi.

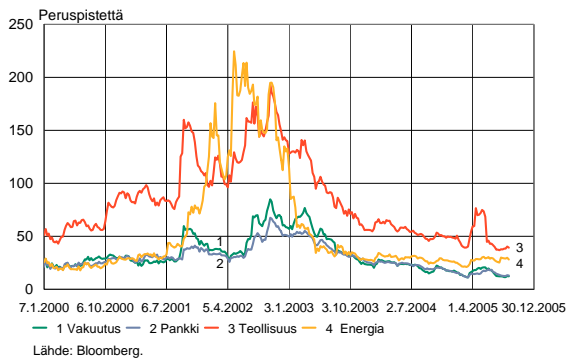
Muina merkittävinä tapahtumina joukkovelkakirjamarkkinoilla voidaan mainita Saksassa Landesbankin valtion takauksien päättyminen 18 kesäkuuta. Tämä on heijastunut kyseisten rahoituslaitosten kohonneina rahoituskustannuksina.

Kotimaan tapahtumina voidaan mainita seuraavat lainojen liikkeeseenlaskut: Citycon Oyj:n pääomalaina (70 milj. euroa) ja Cargotecin (100 milj. euroa) kesäkuussa, Nordea Bank AB (750 milj. euroa / EMTN) elokuussa. Lisäksi Sampo Pankki ilmoitti siirtävänsä miljardin euron edestä asuntoluottoja asuntoluottopankkiinsa. Näitä vastaan laskettiin liikkeeseen joukkovelkakirjalaina. Yritysten kansainvälisissä luokituk-

²¹ Commercial mortgage backed securities

sissakin tapahtui muutoksia, sillä Fortum Oyj:n luotto-
luokitus nousi A-:een elokuussa (Standard and Poors).

**Kuvio 10. CSFB:n likvidien yrityslainaindeksien
korkeero swap-korkoon nähden**



3.3 Helsingin pörssin indeksin muutos

Pertti Pylkkönen

Helsingin pörssi otti käyttöön uuden toimialaluokituksen heinäkuun alussa. Uusi luokitus yhtenäistää eri maiden pörsien toimialojen hintakehityksen vertailtavuutta.

Pohjoismaiden ja Baltian maiden osakemarkkinoiden integroituminen astui askeleen eteenpäin, kun kaikki OMX:n omistamaa kuusi pörssiä ottivat käyttöön MSCI:n²² ja S&P:n kehittämän ja vuonna 1999 käyttöönotetun kansainvälisen GICS²³-toimialaluokituksen heinäkuun alusta lukien. Myös Norjan ja Islannin pörssit käyttävät GICS-luokitusta.

²² MSCI = Morgan Stanley Capital International.

²³ GICS = Global Industry Classification Standard.

GICS luokittelee yhtiöt neljällä tasolla: ylimpänä tasona on toimialaluokka, joita on kymmenen. Toimialaluokkia ovat energia, perusteollisuus, teollisuustuotteet ja -palvelut, kulutustavarat ja -palvelut, päivittäistavarat, terveydenhuolto, rahoitus, informaatioteknologia, tietoliikennepalvelut sekä yhdyskuntapalvelut. Toimialaluokka jakautuu toimialaryhmiin, joita on 24 kappaletta. Toimialaryhmät jakautuvat puolestaan 64 toimialaan ja edelleen 139 alatoimialaan.

Yhtiöiden luokitus määräytyy sen mukaan mistä liiketoiminnasta pääosa yhtiön liikevaihdosta koostuu. Yhtiöt luokitellaan alhaalta ylöspäin.

Helsingin pörssissä toimialaindeksit lasketaan kolmella tasolla, eli toimialaluokille, toimialaryhmille ja toimialoille. Näille kaikille kasketaan sekä hinta-että tuottoindeksit.

Uuden toimialaluokituksen ohella Helsingin pörssi on ryhtynyt laskemaan uutta OMX Helsinki Benchmark-indeksiä (OMXHB). Uuden vertailuindeksin tavoitteena on kuvata pörssin yleistä kehitystä ja indeksissä on tällä hetkellä 55 vaihdoltaan ja markkina-arvoltaan suurinta osaketta. Indeksia lasketaan sekä hinta-että tuottoindeksinä. Molemmat indeksit lasketaan lisäksi painorajoitettuna ja rajoittamattomana indeksinä. Painorajoituksen määrittelyn taustalla on UCITS-direktiivi ja indeksi soveltuu näin ollen ko. direktiivin mukaisten sijoitusrahastojen vertailuindeksiksi.

Indeksin laskennassa yhtiöiden osakemäärää kuvaa vapaassa vaihdannassa olevien osakkeiden lukumäärä. Esimerkiksi valtion omistuksessa olevia osakkeita tai sisäpiirin omistuksessa olevia osakkeita ei lueta mukaan osakemäärään.

OMXHB-indeksiä vastaavaa vertailuindeksiä lasketaan myös esimerkiksi Tukholman, Kööpenhaminan sekä Oslon pörsseissä.

Helsingin pörssin tuottoindeksien laskentakaava on muuttunut mm. siltä osin miten osinkokorjaus indeksien laskennassa tehdään. Myös osakkeiden lukumäärän korjaus tehdään päivittäin aikaisemman neljännesvuositarkistuksen sijaan.

Toimialaluokituksen uudistuksen ohella OMX yhtenäisti omistamiensa pörssien indeksien nimet loka-kuun alussa. Esimerkiksi Helsingin pörssin yleisindexin uusi nimi on OMXH aiemman HEX-indeksin sijaan.

4 Infrastrukturi

4.1 Komissio rummuttaa konsolidointia

Heli Snellman

Integraatio etenee vääjäämättä. EU-komission tuore kannanotto vaatii rajat ylittävien arvopaperien selvitys- ja toimituskustannusten pienentämistä.

Sisämarkkinakomissaari McCreevy otti 13.9. puheensa²⁴ kantaa rajat ylittävien arvopaperien selvitys- ja toimituskustannusten kalleuteen. Samassa yhteydessä hän mainitsi, että joidenkin markkinaosapuolien ehdotama yksi eurooppalainen keskusvastapuoli (Central Counter Party; CCP) voisi tarkoittaa kustannussäästöjä ja parantaa tehokkuutta EU:n rahoitusmarkkinoilla. Komissio tulee arvioimaan lainsäädännöllisten toimenpiteiden tarpeellisuutta seuraavien kuuden kuukauden kehityksen perusteella.

Kuluneen kesän aikana arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurissa ei viety päätökseen merkittäviä muutoksia. Integraatio kuitenkin etenee kaiken aikaa arvopaperi- ja maksujärjestelmien eri sektoreilla. Esimerkiksi Islannin Pörssi harkitsee lehtitietojen²⁵ mukaan

²⁴ <http://europa.eu.int/rapid/pressReleasesAction.do?reference=SPEECH/05/503&format=HTML&aged=0&language=EN&guiLanguage=en>

²⁵ The Wall Street Journal Europe 27.7.2005

liittymistä OMX:ään. OMX Exchangesin pörssit ovat yhtenäistäneet toimintojaan kesän aikana ottamalla käyttöön kansainvälisen toimialaluokituksen sekä harmonisoimalla indeksiensä nimet (ks. luku 3.3). OMX Exchanges ilmoitti syyskuun alussa sopineensa tiedon vaihdosta Shanghai Pörssin kanssa Pohjoismaiden ja Baltian sekä Kiinan rahoituspalvelujen kehittämiseksi²⁶. Lisäksi OMX suunnittelee myyvänsä pankkeja ja pankkiiriliikkeitä palvelevan teknologiaalikeitoimintansa ja keskittyvänsä entistä enemmän markkinapaikkoihin²⁷. Nordea ja The Bank of New York puolestaan tekivät elokuussa strategisen sopimuksen, jonka tarkoituksena on tarjota yhdessä Nordean yhteisöasiakkaille Pohjoismaissa ja Itämeren alueella kansainvälisiä säilytys- ja selvityspalveluja. Nordea toteaa, että sopimuksen myötä siitä tulee tämän alueen johtava arvopaperipalveluiden tarjoaja.²⁸ Globalcustody.net –sivuston listauksen²⁹ mukaan Nordea on maailmanlaajuisessa säilyttäjäpalvelutilastossa sijalla 17 ollen siten suurin pohjoismaainen toimija. SEB puolestaan on listauksen mukaan sijalla 21.

²⁶ http://www.hex.com/fi/uutiset/index/unnamed_115.html; lehdistötiedote 6.9.2005

²⁷ <http://www.omxgroup.com/company/fi/showreleases.aspx?id=2005083120100&company=0>; lehdistötiedote 31.8.2005

²⁸ http://www.nordea.com/sitemod/nordea_com/modules/PressReleases/index.asp?pid=59552&strcorecontentarea=342; lehdistötiedote 24.8.2005

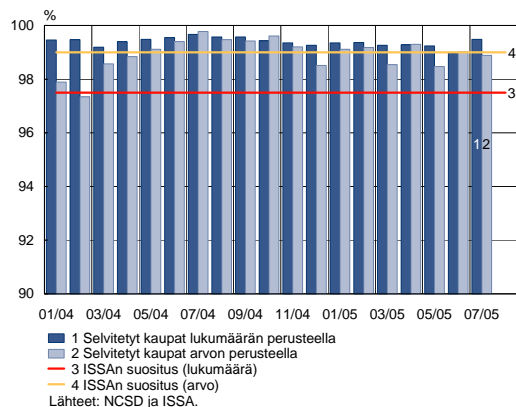
²⁹ http://www.globalcustody.net/fi/custody_assets_worldwide_full/, 8.9.2005

Integraation edetessä tulee huolehtia riittävästä kilpailusta. Esimerkiksi Ison-Britannian kilpailukomissio on ilmoittanut viivästyttävänsä kahdella kuukaudella loppuraporttiaan LSE:n mahdollisesta ostosta.³⁰

APK:n toiminta

Heinäkuun 21. päivänä oli Helsingin Pörssissä kaikkien aikojen korkein osakkeiden päivävaihto, 4,3 mrd. euroa.³¹ Myös APK:ssa selvitettyjen kauppojen lukumäärä oli heinäkuussa suuri, ja edellisen kerran vastaavalle tasolle päästiin maaliskuussa 2004. Tammiheinäkuussa 2005 pörssikaupoista 99,3% lukumäärän perusteella laskettuna toimitettiin määräajassa (T+3), mikä ylittää ISSAn³² määrittämät selvityssuosituksot (vähintään 97,5%). Sen sijaan pörssikauppojen arvon perusteella laskettu selvitysaste oli 98,9%, kun ISSAn suositus on vähintään 99% (Kuvio 11).

Kuvio 11. HEXClearissa T+3 selvitetty pörssikaupat ja ISSAn määrittelemät suositukset selvityksen minimitasoksi



APK:n OM-järjestelmässä toimivien tilinhoitajayhteisöjen lukumäärä on kasvanut kuluneen puolentoista

³⁰ Bloomberg 18.8.2005

³¹ http://www.hex.com/files/58Rhn30Qv/linkkifile/050801_Statistics_July_Fin.pdf

³² International Securities Services Association; arvopaperisäilyttäjä- en kansainvälinen yhteistyöjärjestö

vuoden aikana kuudesta yhteentoista. Uusista tilinhoitajayhteisöistä kaksi toimii ulkomailta käsin.

APK:n rahamarkkinainstrumenttien (RM) selvitysjärjestelmässä selvitettyjen raha- ja joukkovelkakirjainstrumenttien arvot ja lukumäärät ovat pienentyneet vuodesta 1998 lähtien selvästi. Selvitysaste oli 99,6% tammi-heinäkuussa 2005, kun se vuoden 2004 vastavana ajankohtana oli 99,4% ja vuonna 2003 99,7%.

4.2 EU:n maksujärjestelmä- hankkeissa haasteita

Marianne Palva

EU-alueen kaksi keskeistä maksujärjestelmähanketta TARGET 2 ja SEPA kantagertelevat ja asettavat haasteita myös Baltian maille. Ruotsi luopuu TARGET:sta ja hankkii uuden RTGS-järjestelmän. Virossa käyttöön uusi vähittäismaksujärjestelmä, ESTA. Baltian maiden arvopaperikeskusten välille DVP-linkit. Tanskan VP on pidentänyt selvitys- ja toimituspäivää. IMF suosittelee Norjan FSAP-arviossa arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmän riskienhallinnan kehittämistä.

TARGET 2

Alkuperäisen aikataulun mukaan TARGET 2 piti ottaa käyttöön vuoden 2007 alussa, mutta projekti ei ole edennyt odotetusti ja käyttöönotto siirtyy vuoden 2007 jälkimmäiselle puoliskolle³³. Viivästyminen tietää lisäinvestointeja niille uusille EU-maille, jotka suunnittelevat liittyvänsä TARGET 2:een ottaessaan euron käyttöön vuoden 2007 alussa. Koska TARGET-

³³<http://www.ecb.int/paym/pdf/target/future/sibos2005target2presentation.pdf>

liittymä on edellytys euroon liittymiselle, nämä maat joutuvat nyt rakentamaan liittymän myös nykyiseen TARGET:iin. Tämä tietää lisäkustannuksia väliaikaisesta liittymästä myös pankeille. .

Riksbank sulkee europolvelun 2006 lopulla

Ruotsi irrottautuu TARGET:sta jo ennen TARGET 2:den käyttöön ottoa. Ruotsin keskuspankki päätti helmikuussa 2005 suunnitellessaan RTGS-järjestelmänsä korvaamista uudella, toisen sukupolven järjestelmällä ja kuultuaan ruotsalaisia pankeja, ettei se liity TARGET 2:een. Uusi järjestelmä oli tarkoitus ottaa käyttöön vasta TARGET 2:n valmistuttua. TARGET 2:n myöhästyminen ei kuitenkaan vaikuta Ruotsin suunnitelmiin, vaan uuteen järjestelmään on tarkoitus siirtyä alkuvuodesta 2007³⁴. Liittymä nyky-TARGET:iin suljettaneen jo vuoden 2006 lopulla ja viimeistään uuteen järjestelmään siirryttäessä.

SEPA-siirtymäsuunitelma valmisteluun Suomessa

SEPA, eli hanke yhteiseurooppalaisen maksualueen luomiseksi ei ole edennyt toivotulla tavalla. Pankit hyväksyivät ylätasoin suunnitelman jo toukokuussa 2002, mutta yksityiskohdista ei ole vielääkään päästy sopimukseen. Uuden infrastruktuurin luominen edellyttää sopimusta mm. yksityiskohtaisista standardeista. Yhtenäisen suoraveloitussuunnitelman luominen on osoittautunut erityisesti vaikeaksi johtuen siitä, että nykyiset kansalliset järjestelmät poikkeavat huomattavasti toisistaan mm. suoraveloitussuunnitelman käsitteilyn ja maksujen peruuttamisosoikeuden osalta. EU:n komission parhaillaan valmistelema lainsäädäntö maksamisesta, ns. New Legal Framework (NLF) tulee

³⁴ <http://www.riksbank.com/templates/Page.aspx?id=12761> ja http://www.riksbank.com/upload/FRIX_hemsida_eng.pdf

sisältämään säädöksiä myös maksujen suorittamisesta ja oikeudesta peruuttaa niitä. Sen lopullinen versio piti julkaista syyskuussa, mutta julkistaminen on siirtynyt ainakin lokakuulle.

Euroopan keskuspankki edellyttää raportissaan³⁵, että kussakin jäsenmaassa laaditaan SEPA- siirtymäsuunnitelma tämän vuoden aikana. Suomen Pankki on käynnistänyt keskustelut Suomen Pankkiyhdistyksen ja sen jäsenpankkien kanssa suunnitelman laatimiseksi. SEPA:n ja NLF:n asettamat haasteet kohtaavat erityisesti uusia EU-maita, koska näiden mahdollisuudet osallistua valmisteluihin ovat olleet rajoitetut.

ESTA modernisoi Viron maksujärjestelmän

Virossa otetaan lokakuussa käyttöön uusi pienten maksujen järjestelmä, ESTA³⁶, joka korvaa nykyisen DNS-nimisen järjestelmän. Uuden järjestelmän aukioloaika tulee olemaan 8:15-17, mikä on lähes kolme tuntia nykyistä pidempi. Virossa valmistellaan myös pankkien välisten suoraveloitusten käyttöönottoa ensi vuoden puolella. Tällä hetkellä suoraveloituksia voidaan tehdä vain saman pankin asiakkaiden kesken. Suunnitteilla oleva järjestelmä vastaa pitkälti muissa pohjoismaissa käytössä olevaa suoraveloitussuunnitelmaa; maksajalla ei esim. olisi oikeutta pyytää pankkia peruuttamaan maksun, kun se on veloitettu tililtä. NLF saattaa edellyttää muutoksia tämän hetken suunnitelmiin.

Baltian arvopaperikeskusten välille DVP-linkit

Viron ja Latvian arvopaperikeskusten välillä otettiin käyttöön DVP (delivery versus payment) linkki jo viime vuonna. Vastaavanlaisten linkkien käyttöönotto

³⁵ Kohti yhtenäistä euromaksualueita – kolmas seurantaraportti, joulukuu 2004

³⁶ EeSti panga Tavamaksete Arveldussüsteem

kaikkein Baltian maiden arvopaperikeskusten välillä alkoi tänä kesänä³⁷.

Tanskan VP pidentää toimituspäivää

Arvopaperikeskusten erilaiset toimintamallit ovat lainsäädännöstä johtuvien eroavuuksien ohella osoittaneet integraation esteeksi. Integraation onnistuminen edellyttää toimintatapamuutoksia. Kansainvälisenä arvopaperikeskuksena toimivan Euroclear Bankin kehitettyä omaa selvitys- ja toimitusjärjestelmäänsä, Tanskan arvopaperikeskus VP pidentä kesällä operatiivista selvitys- ja toimituspäivää ottaessaan käyttöön yhden selvitys- ja toimitusajon lisää. Tämä mahdollistaa Euroclearissä selvitettyjen arvopapereiden toimituksen VP:hen ja edelleen toimittamisen Tanskassa vielä saman arvopäivän aikana.

IMF:n arvio: Norjan rahoitussektorilla kehitettävä riskienhallintaa ja formalisoitava yleisvalvontaa

Kansainvälinen valuuttarahasto julkaisi kesäkuussa arvion³⁸ Norjan taloudesta ja toteutetusta rahoitussektorin tilan arviointiohjelmasta (Financial Sector Assessment Program). Yleisesti ottaen arvio on positiivinen, mutta siinä kiinnitetään huomiota siihen, että ääritilanteissa rahoitusjärjestelmän tietyt piirteet voivat johtaa tartuntariskin tai systeemiriskin toteutumiseen, ja edellyttävät tämän vuoksi toiminnan tarkkaa seuranta ja riskienhallinnan kehittämistä. Ensisijaisesti tulisi kehittää arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmän riskienhallintaa. Myös pienten maksujen järjestelmän likviditeetin hallintaa suositellaan kehitettävän. Lisäksi keskuspankkia kehoitetaan formalisoimaan yleisval-

³⁷ <http://www.ee.omxgroup.com/?id=3951>

³⁸ Norway: Financial System Stability Assessment, including Reports on the Observance of Standards and Codes, June 14, 2005

vontatehtävien hoitoa ja lisäämään tehtävien hoitoon liittyvää läpinäkyvyyttä.

4.3 EKP: Maksuliikepalvelujen kustannukset katettava

Heli Snellman

EKPJ:n arvio euroalueen vähittäismaksujärjestelmistä on johtanut parannuksiin joissakin maksujärjestelmissä. Arvion mukaan Suomen PMJ täytti siltä vaaditut peruseriaatteet ilman muutoksia. EKP:n neuvosto antoi politiikkalinjauksen kansallisten keskuspankkien tarjoamista pienten maksujen palveluista.

EKP julkaisi elokuussa 2005 raportin, jossa euroalueen vähittäismaksujärjestelmät on arvioitu maksujärjestelmien peruseriaatteita (core principles) vastaan.³⁹ Tämä arviointi on osa EKPJ:n maksujärjestelmien yleisvalvontatehtävää. Arvioitavat vähittäismaksujärjestelmät jaettiin systemisesti merkittäviin vähittäismaksujärjestelmiin (systemically important retail payment systems; 6 kpl), merkittäviin vähittäismaksujärjestelmiin (prominently important retail payment systems; 7 kpl) sekä muihin vähittäismaksujärjestelmiin (2 kpl). Suomalaisista maksujärjestelmistä arvioitiin pankkien välinen maksujärjestelmä, PMJ, jonka kautta välitetään pankkikorttimaksut, normaalit kotimaiset tilisiirrot ja suoraveloitukset. PMJ täyttää kaikki siltä vaaditut yhdeksän peruseriaatetta. Toinen kotimainen maksujärjestelmä, POPS, on arvioitu jo

³⁹ European Central Bank (2005) *Assessment of euro retail payment systems against the applicable core principles*

aiemmin suurten maksujen järjestelmien arvioinnin yhteydessä.⁴⁰

EKP:n neuvosto antoi elokuussa politiikkalinjauksen keskuspankkien luottolaitoksille tarjoamista maksupalveluista.⁴¹ Euroopan yhteisön perustamissopimus antaa eurojärjestelmän kansallisille keskuspankeille mahdollisuuden tarjota luottolaitoksille järjestelyjä pienten euromääräisten maksujen käsittelyyn, jotta maksujärjestelmien turvallisuus, tehokkuus ja palvelujen saatavuus taataan.

Kansalliset keskuspankit voivat joko ylläpitää omia järjestelmiä tai osallistua yksityisiin pienten maksujen järjestelmiin. Keskuspankkien tulee kuitenkin politiikkalinjauksen mukaan huolehtia siitä, etteivät keskuspankin tarjoamat palvelut vääristä kilpailua tai syrjäytä markkinoilla syntyneitä ideoita.

⁴⁰ European Central Bank (2004) *Assessment of euro large-value payment systems against the core principles*

⁴¹

<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/policystatementretailpaymentservicesfi.pdf>

5 Sääntelyn ja valvonnan kehitys

Jyrki Haajanen

Tänä vuonna on loppusuoralla monia merkittäviä kansainvälisiä lainsäädäntö-hankkeita, joiden valmistelutyössä myös Suomi on ollut aktiivisesti mukana viime vuosien aikana.

Rahoituslainsäädännön suurimpiin kansainvälisiin hankkeisiin lukeutuva ns. **Basel II** on loppusuoralla. EU komissio julkisti heinäkuussa 2004 Basel II:n periaatteita noudattavan direktiiviehdotuksen, jonka avulla pyritään entistä paremmin varmistamaan, että luottolaitosten ja sijoituspalveluyritysten omat varat ovat niiden riskeihin nähden riittävän suuret. Vaadittu oman pääoman määrä kytketään jatkossa entistä tarkemmin pankin todellisiin riskeihin kannustamalla pankkeja riskienhallinnan kehittämiseen, vahvistamalla vakavaraisuuden valvontaa ja parantamalla pankkien vakavaraisuuden hallinnan läpinäkyvyyttä. Uudistuksen tavoitteena on osaltaan lisätä rahoitusmarkkinoiden vakautta.

Euroopan parlamentti aloitti keväällä 2005 direktiiviehdotuksen käsittelyn. Komission ehdotuksen mukaan uusi direktiivi tulisi voimaan 31.12.2006. Pankeilla olisi silti edelleen mahdollisuus soveltaa nykyisiä säännöksiä vuoden 2007 loppuun asti. Luottoriskin ja operatiivisen riskin kehittyneimmät menettelmät voitaisiin ottaa käyttöön vasta vuoden 2007 lopussa Euroopan parlamentin käsittelyssä. Direktiiviehdotuksen on kuitenkin jätetty lähes 900 muutosesitystä, joten aikataulussa pysyminen tulee olemaan haasteellinen tehtävä.

IFRS-tilinpäätösstandardit tulivat EU:ssa voimaan vuoden 2005 alusta. Uudet standardit koskevat kaikkia listattuja yrityksiä. Pankeille keskeinen rahoitusinstrumenttien arvostamista koskeva standardi, IAS 39, otettiin käyttöön tietyin poikkeuksin. Poikkeukset koskivat käypien arvojen mahdollista harkinnanvaraisesta käyttöä tiettyjen instrumenttien osalta (eli ns. käyvän arvon optiota) sekä suojauslaskennan soveltamista erityisesti pankkitalletusten yhteydessä. Vaikka IFRS-uudistuksen keskimääräiset vaikutukset eurooppalaisten pankkien tilinpäätösten tunnuslukuihin näyttävätkin jäävän varsin pieneksi niin pidemmällä aikavälillä uudistus tulee vääjäämättä vaikuttamaan pankkien riskienhallintaan sekä niiden liiketoimintaan.

Rahoitusvälineiden markkinat –direktiivi (MiFID) on eräs tärkeimmistä Euroopan komission rahoituspalveluiden toimintasuunnitelman lainsäädännöllisistä hankkeista. Kysymyksessä on laaja arvopaperimarkkinoiden rakennetta, sijoituspalvelujen tarjoamisessa noudatettavia menettelyjä, palvelujen tarjoajille asetettavia vaatimuksia ja sijoittajansuojaa koskeva uudistus, joka edellyttää kotimaassa mm. arvopaperimarkkinalain, kaupankäynnistä vakioiduilla optioilla ja termiineillä annetun lain ja sijoituspalveluyrityksistä annetun lain muuttamista. Valtiovarainministeriö on asettanut työryhmän, jonka tehtävänä on valmistella ehdotus tarvittavasta lainsäädännöstä. Kotimaisen

lainsäädännön muutostarpeiden perustana on ennen kaikkea sijoituspalveluja koskeva uusi EU-lainsäädäntö, mutta työryhmä voi myös esittää näkökohtia kansallisen kehityksen aiheuttamista lainsäädännön muutostarpeista.

Uudistuksen seurauksena mm. sijoitusneuvonnasta tulisi luvanvarainen palvelu, rahoituksenvälittäjien mahdollisuudet tarjota sijoittajille suunnattuja palveluita rajojen yli lisääntyisi ja arvopaperimarkkinavojien yhteistyön merkitys kasvaisi. Uudistukset on saatettava voimaan 30.10.2006 mennessä.

Valtiovarainministeriö asetti vuonna 2004 työryhmän, jonka tehtävänä oli valmistella ehdotus arvopapereiden yleisölle tarjoamisen tai kaupankäynnin kohteeksi ottamisen yhteydessä julkistettavasta esitteestä EU:n **esitedirektiivin** pohjalta. Työryhmän selvitysten ensisijaisena kohteena oli määritellä osakeyhtiön vastuu arvopaperimarkkina- ja osakemyyjän vastuuta.

Esitedirektiivissä jätetään jäsenvaltion valittavaksi, millaisen vastuun puutteellinen tai virheellinen esite synnyttää. Esitevastuulla tarkoitetaan arvopapereiden liikkeeselaskijan tai sen asiamiehen siviilioikeudellista vahingonkorvausvastuuta, joka liittyy arvopapereiden liikkeeselaskun yhteydessä laadittavassa tarjousesitteessä esitettyihin virheellisiin tai puutteellisiin tietoihin. Tarjottaessa arvopapereita yleisölle sijoittajat perustavat sijoituspäätöksensä kuitenkin pitkälti määrämuotoiseen tarjousesitteeseen. Siten oli tarkoituksenmukaista asettaa tämä kysymys tarkasteltavaksi esitedirektiivin täytäntöönpanon yhteydessä, vaikka Suomen voimassa oleva laki täyttääkin direktiivin vähimmäisvaatimukset. Työryhmä luovutti esitedirektiivin täytäntöönpanoa koskevan ensimmäisen raport-

tinsa 7.12.2004. Hallituksen esitys annettiin eduskunnalle 21.4.2005.

Valtiovarainministeriö asetti vuonna 2004 virkamiestyöryhmän, jonka tuli tehdä arvio vaihtoehtoisista tavoista kehittää **kiinteistörahaslakia**. Työryhmän tuli erityisesti 1) selvittää ja vertailla Euroopassa käytössä olevien kiinteistörahaslakien oikeudellisia muotoja, toimintaa ja verotusta, 2) tehdyn vertailun perusteella arvioida, miten kiinteistörahaslakisäädäntöä Suomessa tulisi kehittää kotimaisten markkinoiden toiminnan parantamiseksi sekä 3) esittää vaihtoehtojen arviointiin perustuvat toimenpide-ehdotukset.

Joulukuussa 2004 julkistetun väliraportin mukaan työryhmä on identifioinut keskeisiksi kysymyksiksi kiinteistörahaslakien oikeudellisen muodon, kiinteistörahaslakien ja niiden osakkaiden verotuksen sekä näihin vaikuttavan kysymyksen siitä, keiden oletetaan olevan kiinnostuneita sijoittamisesta kiinteistörahaslakoihin.

Työryhmän mielestä sijoitusrahaslakia pitäisi muuttaa sijoitusrahaslakimuotoisen kiinteistörahaslakien mahdollistamiseksi ja kiinteistörahaslakia pitäisi muuttaa, jotta toimijoilla olisi mahdollisuus säänneltyyn kommandiittiyhtiömuotoiseen kiinteistösijoitus-toimintaan. Kummassakin vaihtoehdossa verotus toteutuisi vain sijoittajan tasolla. Työryhmä ei pidä tarkoituksenmukaisena eikä EY-oikeudellisten syiden vuoksi perusteltunakaan kiinteistösijoitustoimintaa harjoittavaan osakeyhtiöön kohdistuvia veronhuojenuksia. Pyrkimys saattaa suora kiinteistösijoitus ja kiinteistösijoitusosakeyhtiön kautta tehty sijoitus verovapaiden yhteisöjen näkökulmasta verotuksellisesti samaan asemaan johtaisi epäneutraalisuuteen normaalisti veroa maksavien tahojen ja eri toimialojen välillä. Tällainen ratkaisu olisi muutoinkin veropoliittisesti vaikeasti hyväksyttävissä. Työryhmän loppuraportti julkistetaan 30.11.2005.

Valtiovarainministeriön vuonna 2004 asettaman työryhmän tehtävänä oli valmistella hallituksen esityksen muotoon markkinakehityksen huomioon ottava ehdotus **yritysostotarjousdirektiivin** ja sen nojalla komission antamien säännösten täytäntöön panemiseksi tarvittavasta lainsäädännöstä. Ehdotuksessa oli myös otettava kantaa osakeyhtiölainsäädännön kokonaisuudistuksessa ehdotettuihin muutoksiin julkisia ostotarjouksia koskevaan lainsäädäntöön. Työryhmän oli mahdollista myös tehdä ehdotus osakeyhtiölainsäädännön ja arvopaperimarkkinalainsäädännön lähemmästä yhteensovittamisesta.

Työryhmän mietintö julkistettiin toukokuussa 2005. Raportissa on useita liitteitä, jotka taustoittavat työryhmän ehdotuksia, selvityksiä ja keskusteluja. Työryhmä ei kuitenkaan tehnyt ehdotuksia komission antamien säännösten täytäntöön panemiseksi tarvittavasta lainsäädännöstä, koska kyseisten säännösten valmistelua ei ole aloitettu komissiossa. Työryhmä ehdottaa direktiivin kansallista täytäntöönpanoa

1.1.2006 alkaen, jos osakeyhtiölain kokonaisuudistus tulee silloin voimaan. Muussa tapauksessa täytäntöönpanoa ehdotetaan direktiivissä edellytettynä ajankohdaksi eli 20.5.2006 alkaen.

Elokuussa 2005 annetussa hallituksen esityksessä ehdotetaan muutettavaksi **lähdeverolakia** siten, että hallintarekisteröidylle osakkeelle maksettavasta osingosta perittäisiin jatkossa 15 prosenttia tai verosopimuksen edellyttäessä tätä suurempi vero. Osingon maksajan ei tarvitsisi enää antaa osingon saajan tietoja viranomaisille muutoin kuin erikseen pyydettyä. Hallintarekisteröidyn osakkeen pitää kuitenkin sijaita sellaisessa valtiossa, jonka kanssa Suomella on verosopimus. Osingosta perittäisiin normaali 28 prosentin lähdevero jos se maksetaan sellaiseen valtioon, jonka kanssa Suomella ei ole verosopimusta. Uudella säännöksellä pyritään selventämään nykyisen lain ja asetuksen sanamuotojen ristiriitaa sovellettuun käytäntöön. Osingon saajan yksilöintitietojen kattava hankkiminen ennen osingon maksamista on osoittautunut käytännössä mahdottomaksi tehtäväksi.

6 Rahoitustoimialan keskeisiä yri- tysjärjestelyjä ja tapahtumia

Päivämäärä *Tapahtuma ja kuvaus*

Tammikuu 2005 *Henkivakuutusyhtiö Pohjola aloitti toimintansa. Suomi-yhtiöltä siirtyi 1,2 mrd. euron vakuutuskanta Henki-Pohjolaan. Suomi lopetti uusien henkivakuutusten myynnin.*

Suomen suurimpiin vakuutusmeklareihin kuuluva Aon Finland oy myi henki- ja sijoitusvakuutusvälitystoimintansa Bon Life Oy:lle.

Brittiläinen Standard Chartered Bank osti Korea First Bankin 3,3 mrd. dollarilla.

Citigroup ilmoitti myyvänsä Travellers Life & Annuity-vakuutusyhtiön MetLife-yhtiölle 11,5 mrd. dollarilla.

Helmikuu 2005 *Valtio myi 7,1% omistamistaan Sampo Oyj:n A-sarjan osakkeista hintaan 10,75 euroa per osake. Valtiolle jäi myynnin jälkeen vielä 14 % osakkeista ja 13,9 prosenttia äänistä.*

Japani toiseksi suurin rahoituskonserni Mitsubishi Tokyo Financial Group ilmoitti ostavansa maan neljänneksi suurimman rahoituskonserni UFJ Holdingin.

Maaliskuu 2005 *Osakeyhtiölaissa olevat omien osakkeiden hankintaa koskevat rajoitukset muuttuivat. Julkiset osakeyhtiöt voivat muutoksen jälkeen hankkia omia osakkeitaan enintään 10 prosenttia yhtiön osakepääomasta tai kaikkien osakkeiden äänimäärästä.*

Espanjalainen Banco Bilbao Vizcaya Argentaria teki 7,6 mrd. euron ostotarjouksen italialaisesta Banca Nazionale del Lavoroista.

ABN AMRO ilmoitti ostavansa belgialaisen yksityispankin Bank Corluyn.

Alfred Berg ilmoitti, että se aikoo muuttaa oikeudellisen asemansa Eurooppayhtiöksi vuoden 2005 kuluessa.

<i>Päivämäärä</i>	<i>Tapahtuma ja kuvaus</i>
	<p><i>ABN Amro Holding NV teki 6,3 mrd. euron ostotarjouksen italialaisen Banca Antonvenetta SpA:n osake-enemmistön ostamiseksi.</i></p> <p><i>Société Générale ilmoitti ostaneensa venäläisen Promek Bankin.</i></p>
Huhtikuu 2005	<p><i>Swedbank ilmoitti, että se omistaa 98 % Hansapankin osakekannasta. Hansapank otetaan pois Tallinnan pörssilistalta.</i></p> <p><i>Fortis AG ja FB Insurance yhdistetään. Uudesta yhtiöstä Fortis Insurance Belgium tulee Belgian suurin vakuutusyhtiö.</i></p> <p><i>Vakuutusosakeyhtiö Henki-Sampo sai toimiluvan Ruotsiin perustettavalle tytäryhtiölle, jonka nimeksi tulee If Livförsäkring Ab.</i></p> <p><i>New Yorkin pörssi ja chicagolainen Archipelago yhdistyvät.</i></p> <p><i>Nasdaq osti Instinetin.</i></p> <p><i>Société Générale osti puolalaisen kulutusluottoyhtiön Eurobankin.</i></p> <p><i>Kaupthing ilmoitti ostavansa brittiläisen Singer & Friedlanderin noin 550 miljonnalla punnalla.</i></p>
Toukokuu 2005	<p><i>Henkivakuutusosakeyhtiö Skandia ilmoitti lopettavansa uusien vakuutusten myynnin Suomessa.</i></p> <p><i>E*Trade ja Ameritrade aikovat yhdistyä.</i></p> <p><i>SAXESS-kaupankäyntijärjestelmä otettiin käyttöön Vilnan pörssissä. Yhteinen kaupankäyntijärjestelmä on nyt käytössä kaikissa OMX-konserniin kuuluvissa pörseissä.</i></p> <p><i>Helaba osti Frankfurter Sparkassen.</i></p> <p><i>WestLB ilmoitti ostavansa Weber Bankin.</i></p>
Kesäkuu 2005	<p><i>Unicredito Italiano ilmoitti ostavansa saksalaisen HVB:n ja sen tytäryhtiöt 19,2 mrd. eurolla.</i></p> <p><i>SEB:n tytäryhtiö SEB Unibanca osti latvialaisen henkivakuutusyhtiön Balta Lifen osakekannan tanskalaisen Codanin tytäryhtiöiltä 7,7 milj. eurolla.</i></p> <p><i>BNP Paribas osti yhdysvaltalaisen Commercial Federal Corpin (Nebraska).</i></p>

Päivämäärä	Tapahtuma ja kuvaus
	<p><i>Bank of America Corp. ilmoitti ostavansa 9 % China Construction Bankin osakekannasta. Myös Singaporen valtion omistama investointiyhtiö Temasek Holdings osti CCB:n osakkeita.</i></p> <p><i>Norjalainen DnB NOR ja saksalainen Norddeutsche LB ilmoittivat perustavansa yhteisyrityksen, joka toimii Baltiassa, Puolassa, Suomessa ja Tanskassa.</i></p> <p><i>Nordea ilmoitti ostavansa Sammon Puolassa toimivan henki- ja eläkevakuutusyhtiöt 95 milj. eurolla.</i></p> <p><i>Bank of America ostaa MBNA Corporation.</i></p>
Heinäkuu 2005	<p><i>Helsingin Pörssi aloitti uusien toimialaindeksien laskennan.</i></p> <p><i>Standard & Poor's nosti OKO:n luokituksia; lyhyt A-1 → A-1+ ja pitkä A+ → AA-</i></p>
Elokuu 2005	<p><i>Sampo Pankki ilmoitti siirtävänsä asuntovakuudellisia lainoja tytäryhtiölleen Sampo Asuntoluottopankille runsaan miljardin euron arvosta.</i></p> <p><i>Nordea ja The Bank of New York allekirjoittivat sopimuksen, jonka tarkoituksena on tarjota yhteistyössä säilytys- ja selvityspalveluja Nordean yhteisöasiakkaille sekä Pohjoismaissa että Itämeren alueella.</i></p> <p><i>Royal Bank of Scotlandin johtama ryhmä osti 10 % Kiinan toiseksi suurimman pankin Bank of Chinan osakekannasta.</i></p>
Syyskuu 2005	<p><i>OKO osti enemmistön (58,5%) Pohjola-Yhtymän osakekannasta. Vahinko-Pohjola siirtyy OKO:lle ja Henki-Pohjola sekä Pohjolan rahastoyhtiö myydään edelleen OP-Ryhmälle.</i></p> <p><i>Etelä-Afrikkalainen Old Mutual teki ostotarjouksen Skandiasta.</i></p> <p><i>Standard & Poor's vahvisti Suomen valtion A-1+ ja AAA luokitukset..</i></p> <p><i>Banca Popolare päätti myydä 30 %:n osuuden Banca Antonvenetasta hollantilaiselle ABN Amrolle.</i></p>