

EURO & TALOUS

2 • 2007



Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

Rahoitusjärjestelmän vakaus

Katsaus Japanin rahapolitiikkaan

Rahoitusjärjestelmän kriisivalmius

TARGET2-Securities tuo tehokkuutta arvopaperiselvitykseen



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Sisälllys

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne.....	1
Rahoitusjärjestelmän vakaus	15
<i>Juuso Vanhala</i> Katsaus Japanin rahapolitiikkaan.....	33
<i>Sampo Alhonsuo – Veli-Matti Lumiala</i> Rahoitusjärjestelmän kriisivalmius.....	41
<i>Kari Korhonen – Kristina Rantalainen</i> TARGET2-Securities tuotehokkuutta arvopaperiselvitykseen.....	49
Julkaisut.....	59
Kuviot.....	K1

Kannen kuvassa Kimmo Pyykön Elämän kaari -teos vuodelta 1997.

Euro & talous 2 • 2007

15. vuosikerta
(aiemmin Markka & talous)
Lehti ilmestyy neljä kertaa vuodessa.

Päätoimittaja
Erkki Liikanen

Toimitusneuvosto
Jouko Marttila, puheenjohtaja
Heli-Kirsti Airisniemi
Heikki Koskenkylä
Pentti Pikkarainen
Antti Suvanto
Jouko Vilmunen
Petri Uusitalo, sihteeri

Toimitus
Suomen Pankin julkaisu- ja kielipalvelut

Tilaukset
Puhelin: 010 831 2566
Sähköposti: publications@bof.fi

Painopaikka
Edita Prima Oy, Helsinki 2007

Lehden aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-4718 (painettu julkaisu)
ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Suomen Pankki
PL 160
00101 HELSINKI
Puhelin: 010 8311
Faksi: (09) 174 872
www.suomenpankki.fi

Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne

7.6.2007

Maailmantalouden ja maailmankaupan kasvu jatkuu vahvana

Maailmantalous on vuoden 2007 aikana jatkanut nopeaa kasvuaan. Meneillään olevassa ja pitkään jatkuneessa korkeasuhdanteessa kasvu on yhä enemmän painottunut ns. kehittyviin talouksiin (kuvio 1). Aasian kehittyvien maiden – etenkin Kiinan ja Intian – lisäksi talouskasvu on ollut vahvaa useissa entisissä Itä-Euroopan sosialistisissa maissa, kuten Venäjällä ja EU:n uusissa jäsenvaltioissa. Myös useat Afrikan ja Etelä-Amerikan kansantaloudet ovat saaneet osansa vahvasta maailmantalouden kasvusta ja vilkkaasta maailmankaupasta. Samalla hyvinvointikuilu matalan tulotason maiden ja vanhojen teollisuusmaiden välillä on hitaasti kaventunut.

Maailmantalouden korkeasuhdanteen alkuvaiheessa inflaatiopaineet pysyivät pitkään vähäisinä keskeisillä talousalueilla. Globaali kilpailu työ- ja hyödykemarkkinoilla sekä rahapolitiikan uskottavuus ovat hillinneet työ-

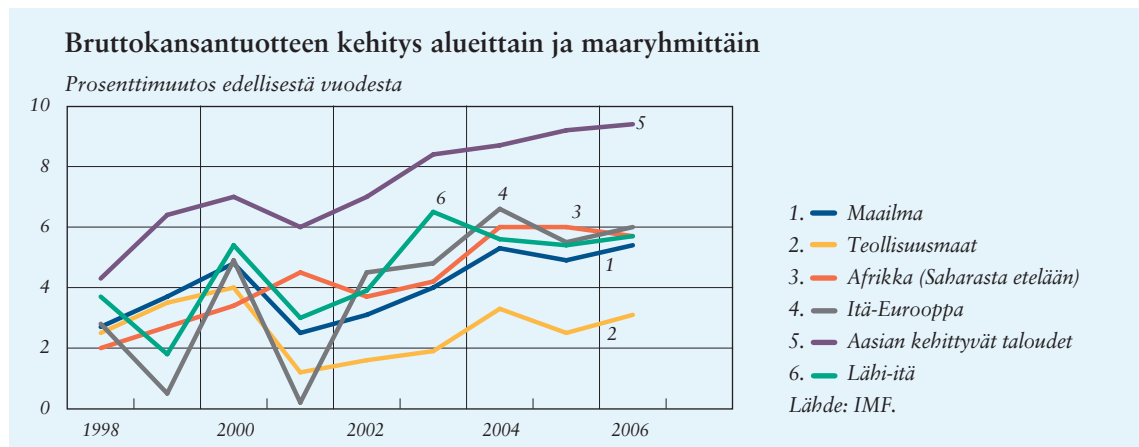
kustannusten ja lopputuotteiden hintojen nousua vanhoissa teollisuusmaissa. Kehittyvissä maissa institutionaaliset muutokset ja talouspolitiikan uskottavuuden paraneminen ovat osaltaan vakauttaneet hintakehitystä.

Rahapolitiikan kannalta maailmantalouden kehitykseen liittyvät haasteet ovat viime aikoina lisääntyneet. Nopea talouskasvu on tuonut mukanaan kapasiteettirajoitteita ja saanut aikaan nousupaineita hintoihin. Rahapolitiikan kiristäminen alkoi poikkeuksellisen alhaiselta korkotasolta Yhdysvalloissa vuonna 2004 ja euroalueella 2005. Kehittyvistä maista Kiinassa ja Intiassa talouden ylikuumenemisen estäminen on viime aikoina noussut entistä selvemmin talouspolitiikan keskeiseksi tavoitteeksi.

Kapasiteettirajoitteet ja ympäristötekijät asettavat kasvulle rajoja

Maailmantalouden pitkään jatkuneen vahvan kasvun aiheuttamat kysyntä-

Kuvio 1.



paineet ovat jo usean vuoden ajan nostaneet raaka-aineiden maailmanmarkkinahintoja (kuvio 2). Energian hinnat laskivat kuluvan vuoden alussa vuoden 2006 huipputasojen alapuolelle, mutta ovat sen jälkeen palautuneet niin, että ne ovat yli kaksinkertaiset vuosituhannen alun tasoon verrattuna. Öljyn markkinahinnat ovat vaihdelleet tänä vuonna voimakkaasti paitsi tarjontasokkien myös sääilmiöihin liittyvien tekijöiden vaikutuksesta.

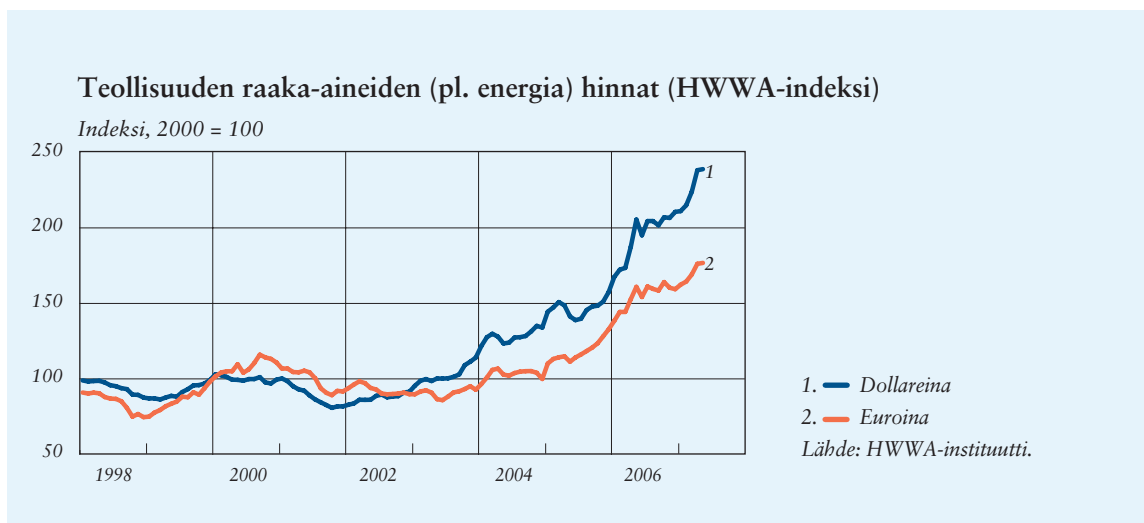
Poikkeukselliset sääilmiöt ovat lisänneet huolta ympäristön tilasta. Ympäristötekijät sekä ympäristöpolitiikka ovatkin selkeästi nousemassa talouskasvuun vaikuttaviksi tekijöiksi. Esimerkiksi kaivostoimintaan kohdistuvat ympäristönormeista johtuvat vaatimukset vaikuttavat osaltaan metallien tarjontaan ja sitä kautta niiden maailmanmarkkinahintaan. Biopolttoaineiden kysynnän kasvu on puo-

lestaan nostanut muun muassa maissin hintaa Yhdysvalloissa. Sääolojen muutokset vaikuttavat talouskehitykseen, erityisesti raaka-aineiden markkinoihin, nopeasti. Esimerkiksi öljyn hinnan lasku vuoden 2007 alussa oli osaltaan seurausta Yhdysvaltojen poikkeuksellisen lämpimästä alkutalvesta, jonka vuoksi lämmitysöljyn kysyntä jäi heikoksi. Pohjoisella pallonpuoliskolla poikkeuksellisen leuto sää hankaloitti viime talvena puunhakkuita, mikä nosti raakapuun hintaa.

Rahoitusmarkkinat odottavat kehityksen jatkuvan suotuisana

Lyhyiden korkojen noususta huolimatta valtioiden liikkeeseen laskemien pitkien joukkovelkakirjalainojen tuotot ovat pysyneet melko vakaina, mikä kuvastaa inflaatio- ja kasvuodotusten vakautta. Kehittyvien maiden ja teollisuusmaiden väliset tuottoerot eli ns. riskilisät ovat pysyneet histo-

Kuvio 2.



riallisesti katsottuna vähäisinä, mikä kuvastaa uskoa siihen, että kehittyvien maiden talouskasvu ja vakauteen pyrkivä talouspolitiikka jatkuvat. Riskilisien pienenemiseen on saattanut vaikuttaa myös rahoitusmarkkinoiden kehitys, joka on mahdollistanut aiempaa paremman riskien hajauttamisen. On myös mahdollista, että riskit on runsaan globaalin likviditeetin oloissa alihinnoiteltu.¹ Maailmantalouden kehitykseen liittyvästä optimismista kertoo niin ikään osakekurssien nousun jatkuminen helmimaaliskuun notkahduksen jälkeen.

Euro on alkuvuodesta lievästi vahvistunut ja dollari sekä erityisesti jeni heikentyneet valuuttamarkkinoilla (kuvio 3). Muutokset euron ja dollarin efektiivisessä valuuttakurssissa ovat kuitenkin vuoden 2002 jälkeen

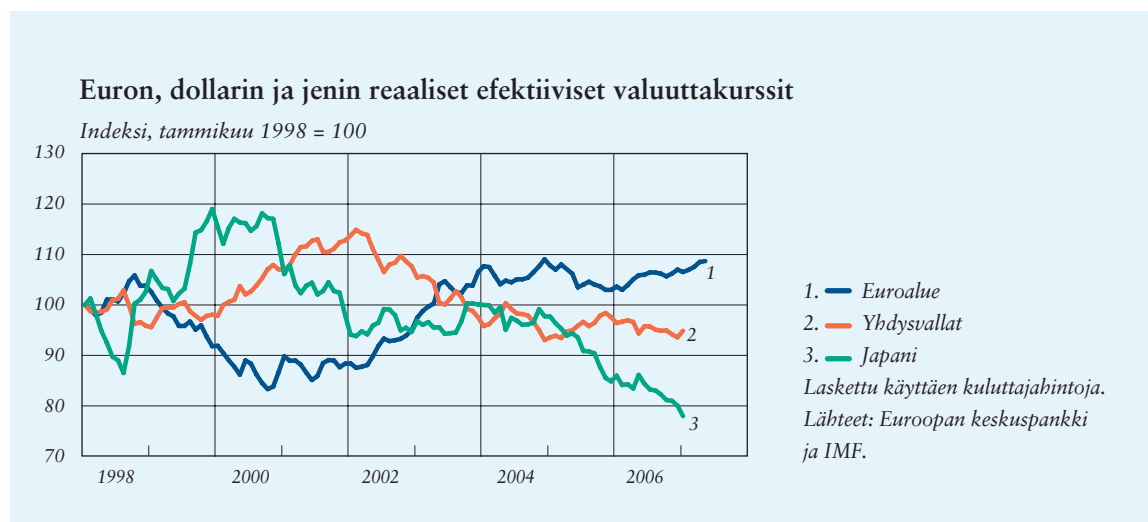
olleet pieniä varsinkin, kun otetaan huomioon eri alueiden väliset merkittävät erot lyhyissä koroissa ja reaalitalouden näkymissä. Toteutuneiden pienten kurssimuutosten vaikutus kilpailukykyyn ja hintakehitykseen euroalueella ja Yhdysvalloissa on jäänyt rajalliseksi. Jenin reaalin valuuttakurssi on sen sijaan heikentynyt selvästi vuoden 2004 jälkeen, mikä parantaa japanilaisten yritysten kilpailukykyä ja luo nousupaineita tuontihinnoille Japanissa. Jenin heikoutta on edesauttanut Japanin erittäin matala korkotaso ja siihen liittyvä ns. korkoerokaupankäynti (carry trade) valuuttamarkkinoilla.²

Vaikka odotukset maailmantalouden kasvusta ovat edelleen optimistiset, kehitykseen liittyvä epävarmuus

¹ Runsaan likviditeetin vaikutuksista riskinottohalukkuuteen lähemmin artikkelissa ”Rahoitusjärjestelmän vakaus” tässä lehdessä.

² Korkoerokaupankäynti tarkoittaa lainaamista alhaisemman koron valuutassa (esim. Japanin jeni) ja lainan sijoittamista paremman tuoton valuuttaan ilman, että syntynyt valuuttakurssiriski täysin katetaan.

Kuvio 3.



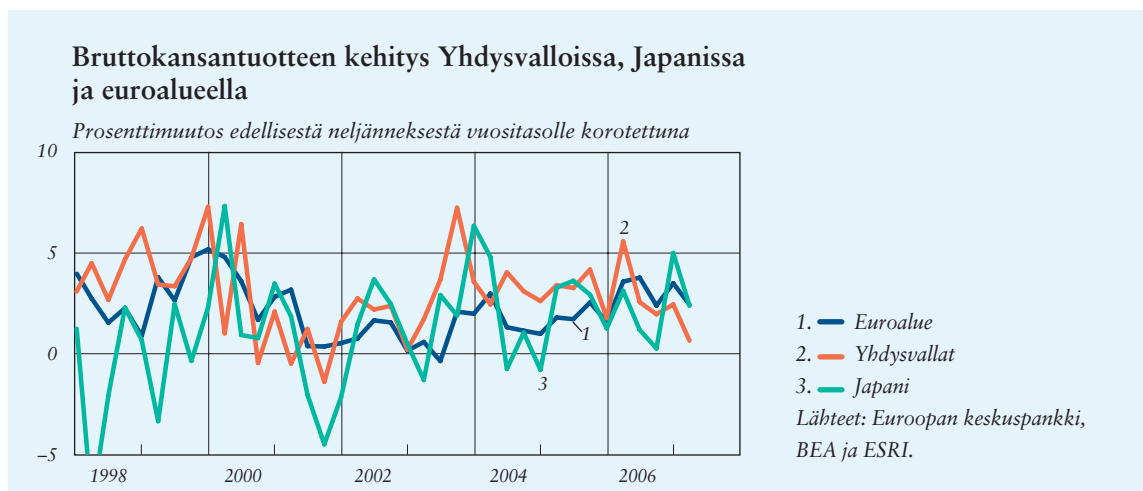
on lisääntynyt tämän vuoden aikana. Useimmat talouskehitystä koskevat riskit ovat luonteeltaan globaaleja. Öljyn ja muiden raaka-aineiden hintakehitykseen liittyy edelleen paljon epävarmuutta. Globaalit tasapainottomuudet, joita Yhdysvaltain vaihtotaseen suuri alijäämä ja sen vastapainona Aasian ja öljyntuottajamaiden suuret ylijäämät kuvastavat, voivat purkautua hallitsemattomalla tavalla, minkä seurauksena dollari heikkenee ja pitkät korot nousevat. Globaalit tasapainottomuudet pitävät yllä myös painetta protektionismiin. Maailmankaupan hidastuminen lisääisi globaalin taantuman riskiä. On myös mahdollista, että rahoitusmarkkinoiden hinnoittelemat riskilisät ovat pitkään jatkuneen nousukauden ja runsaan likviditeetin myötä muodostuneet liian pieniksi. Riskilisien äkillinen kasvu saisi aikaan investointien supistumisen ja heikentäisi kehittyvien maiden talousnäkyviä.

Yhdysvaltain talouden piristyminen viivästyy

Vuosien 2004 ja 2006 välisenä aikana Yhdysvaltain keskuspankki nosti asteittain ohjaukorkoiaan yli 4 prosenttiyksikköä eli 5,25 prosenttiin, millä tasolla se on pysynyt nyt jo lähes vuoden ajan. Yhdysvaltain taloutta koskeneita arvioita ovat viime aikoina leimanneet toisaalta huoli inflaation kiihtymisestä ja toisaalta epävarmuus reaalityalouden näkymistä. Tästä syystä markkinoiden odotukset tulevasta rahapolitiikasta ovat vaihdelleet.

Merkittävin tekijä Yhdysvaltain talouskehitystä koskevan epävarmuuden taustalla on asuntomarkkinoiden raju korjausliike, joka alkoi vuoden 2005 loppupuolella ja on jatkunut näihin päiviin saakka. Asuntoinvestointien vähenemisen arvioidaan supistaneen maan taloudellista kasvua tähän mennessä arviolta noin prosenttiyksikön verran (kuvio 4). Samalla asuntojen hintojen nousu-

Kuvio 4.



vauhti on hidastunut ja hinnat ovat kääntyneet paikoitellen laskuun.

Yhdysvaltain taloutta jo yli vuosikymmenen leimannut vaihtotaseen vaje suureni edelleen vuonna 2006. Vuoden 2006 loppupuolella kauppataseen vaje supistui hieman öljyn hinnan tilapäisen laskun seurauksena, mutta supistuminen ei ole jatkunut enää tämän vuoden aikana.

Vaikka Yhdysvaltain reaalityalouden kehitystä koskeva epävarmuus on lisääntynyt vuonna 2007, todennäköisimpänä kehityskulkuna pidetään edelleen sitä, että talouskasvu vauhdittuu varsin pian lähelle potentiaalista pitkän aikavälin tasoaan. Yhdysvaltain talouden kasvun moottorina on edelleen yksityinen kulutus, joka on pysynyt yllättävänkin vahvana asuntomarkkinoiden heikentymisestä huolimatta. Kulutuksen kasvua ovat tukeneet työllisyyden pysyminen vahvana ja hyvä ansiokehitys. Vuonna 2007 investointien vaikutus kasvuun jää heikoksi rakennusinvestointien vähenemisen ja kone- ja laiteinvestointien heikon kehityksen vuoksi.

Japanissa pysyvää hintojen nousua joudutaan odottamaan pidempään

Japanin talous on kasvanut noin 2 prosentin vuosivauhtia vuoden 2003 jälkeisenä aikana. Poikkeuksellisen pitkään jatkunut noususuhdanne on perustunut vientikysyntään, ja kotimainen kysyntä on ollut vaimeaa.

Pitkään jatkuneen deflaatiokierteen hillittäessä Japanin keskuspankki on

asteittain normalisoinut rahapolitiikkaa ja nostanut korkotason 0,5 prosenttiin. Viime kuukausina inflaatio on pysytellyt lähellä nollaa.³

Japanin talouden kasvun odotetaan lievästi kiihtyvän, mikä mahdollistaa rahapolitiikan normalisoimisen. Japanin jenin heikkeneminen tukee vientikysyntää ja nostaa tuontihintoja. Suhdanekyselyiden mukaan yritysten investointinäköymät ovat hyvät. Vaikka kotitalouksien palkkakehitys on ollut heikkoa, viime aikoina on havaittu orastavia merkkejä kotitalouksien kulutuskysynnän elpymisestä.

Aasian kehittyvissä talouksissa hillitään kasvua

Kiinassa kauppataseen ylijäämä on kuluvan vuoden aikana edelleen kasvanut, mikä on paisuttanut maan valuuttavarantoa ja lisännyt kotimaista likviditeettiä. Voimakkaana jatkuneella lainanannolla on rahoitettu investointeja, mutta samalla lainananto on pitänyt yllä varallisuushintojen nopeaa nousuvauhtia. Kulutuskysyntä on kasvanut investointeja maltillisemmin, ja kuluttajahintojen nousuvauhti on pysynyt vaimeana (kuvio 5). Hillitäkseen ylikuumenemista keskuspankki on tänä vuonna useaan otteeseen nostanut lainakorkoja ja kasvattanut pankkien kassavarantovelvoitetta. Kiinassa ympäristön tila on mm. voimakkaan talouskasvun seurauksena heikentynyt ja

³ Japanin rahapolitiikasta lähemmin Juuso Vanhalan artikkelissa ”Katsaus Japanin rahapolitiikkaan” tässä lehdessä.

ympäristöongelmat on nostettu suureksi talouspolitiikan haasteeksi.

Myös Intian talouden kasvu on jatkunut vahvana. Toisin kuin Kiinassa, Intiassa huolena on ollut kuluttajahintainflaation kiihtyminen. Keskuspankki on vastannut inflaatiopaineisiin kiristämällä rahapolitiikkaa.

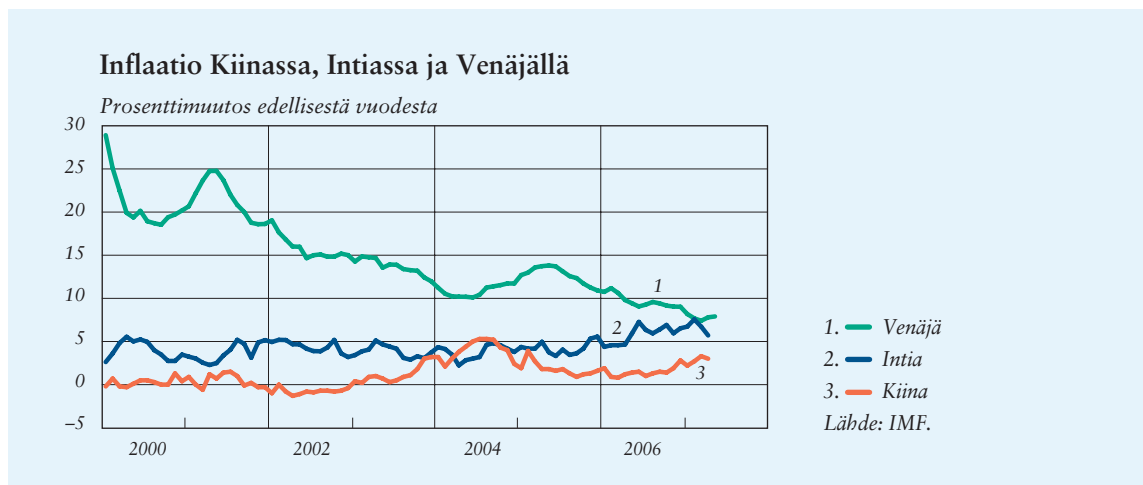
Venäjän talouskasvun painopiste on viime vuosina siirtynyt viennistä kotimaiseen kysyntään. Erityisesti kauppa ja rakentaminen kasvoivat nopeasti vuonna 2006. Investoinnit öljyntuotantoon ovat olleet vähäisiä, ja öljyntuotannon kasvu jäi viime vuonna vain pariin prosenttiin. Raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen nousun myötä kaivannaistuotteiden jalostus vientitarkoituksiin on selvästi lisääntynyt. Venäjä on onnistunut hidastamaan inflaatiota merkittävästi, mutta inflaatiouauhti on edelleen kansainvälisesti katsottuna melko nopea.

Maailmankaupan veto ulottunut myös Etelä-Amerikan ja Afrikan talouksiin

Erityisen positiivista nykyisessä suhdannenousussa on ollut talouskasvun pysyminen nopeana myös useissa Etelä-Amerikan ja Afrikan valtioissa, jotka ennen tätä nousua kärsivät pitkään heikosta kasvusta ja taloudellisesta epävakaudesta. Syitä tilanteen paraneamiseen on monia, mutta useissa tapauksissa raaka-aineiden hintojen nousu on edistänyt maiden talouskasvua. Pitkäjänteinen ja kurinalainen talouspolitiikka on auttanut monia matalan tulotason maita käyttämään hyväksi raaka-aineiden kysynnän globaalia kasvua ja samalla kannustanut säästämään vientituloja.

Yksi esimerkki tällaisesta kehityksestä on Brasilia, jossa vientihinnat lähtivät vahvaan nousuun vuoden 2003 jälkeen. Vaihtotase muuttui nopeasti ylijäämäiseksi, ja tällä hetkellä Brasiliasta on tullut nettoluo-

Kuvio 5.



tonantaja suhteessa muuhun maailman. Kurinalaisella finanssipolitiikalla valtion talous on saatu vahvalle pohjalle, ja tiukan rahapolitiikan avulla inflaatio on vaimennettu lähelle 4:ää prosenttia. Uskottavan talouspolitiikan vallitessa talouden kasvu on yltänyt viime vuosina 3–4 prosenttiin. Raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen kalleus sekä talouspolitiikan liikkumavaran kasvu uskottavuuden sekä ulkoisen rahoitusaseman parantuaessa ylläpitävät Brasilian hyviä talousnäkymiä.

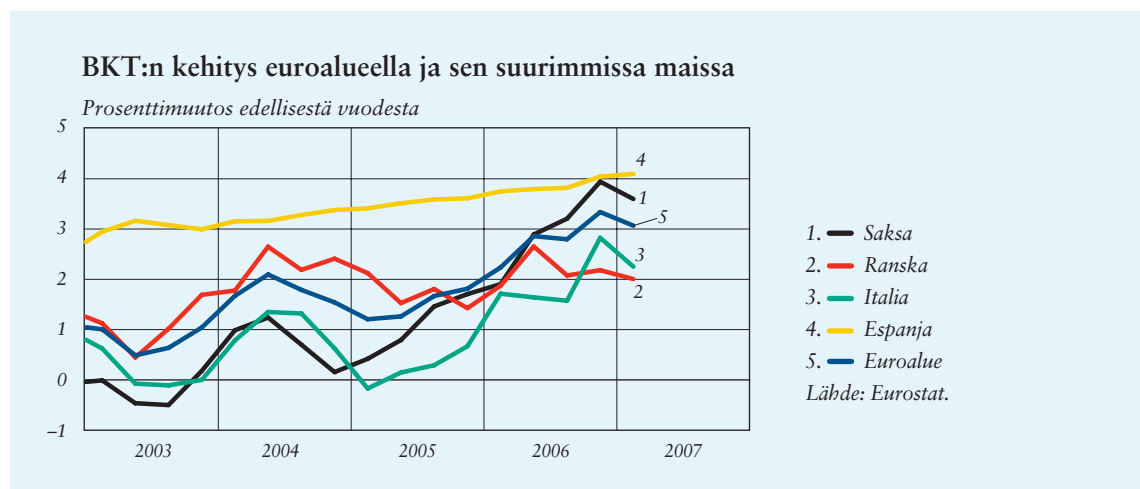
Euroalueen talouskasvu ennustettua parempi

Euroalueen talous on pitkän hitaan kasvun jälkeen elpynyt ilahduttavasti (kuvio 6). Erityisesti merkille pantavaa on Saksan talouskasvun vahvuus. Saksan vienti on lisääntynyt nopeasti jo useiden vuosien ajan, mutta viime aikoina kasvua on vauhdittanut myös yritysten investointien elpyminen.

Investointien kasvu Saksassa on lisännyt investointitavaroiden kysyntää myös muualla euroalueella, kuten Italiassa ja Suomessa. Yksityisen kulutuksen kasvu on Saksassa ollut näihin päiviin saakka vaatimatonta. Syksyllä 2006 ja alkuvuonna 2007 on nähty orastavia merkkejä myös kuluttajien luottamuksen vahvistumisesta. Espanjan kasvuvauhti on jo monta vuotta ollut yli 3 % vuositasolla vahvan kotimaisen kysynnän ansiosta. Ranskan talouden kasvu nopeutui vuonna 2006 hieman eli 2,1 prosenttiin. Myös Italian talous sai viime vuonna lisävauhtia ja kasvuvauhti oli 1,9 %.

Kasvun voimistuessa myös työllisyys on parantunut nopeasti (ks. kehikko). Myös työn tuottavuus alkoi vuoden 2006 aikana kohentua oltuaan pitkään hidasta. Syitä työn tuottavuuden kasvun kiihtymiseen vuoden 2006 aikana ei tarkkaan tunneta, mutta merkittävä osa siitä on suhdannekuunteista. Arvioiden mukaan euro-

Kuvio 6.



alueen työn tuottavuuden kasvun hitaus 1990-luvun lopulla ja 2000-luvun alussa johtui mm. tietotekniikan riittämättömästä hyödyntämisestä palvelusektorilla.⁴

Euroopan keskuspankin neuvosto päätti kesäkuun alun kokouksessaan nostaa ohjauskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä eli 4 prosenttiin. Kyseessä oli kahdeksas peräkkäinen vastaavansuuruinen koronnosto joulukuun 2005 jälkeen. Kun otetaan huomioon euroalueen positiivinen taloustilanne, rahapolitiikka on vielä kasvua tukevalla puolella. Rahoitusolot ovat yleisesti suotuisat, rahan määrän ja luottojen kasvu on voimakasta ja euroalueella on runsaasti likviditeettiä. EKP:n neuvosto seuraa talouskehitystä tarkkaan varmistaakseen, että hintavakauteen keskipitkällä aikavälillä kohdistuvat riskit eivät toteudu.

Koronaston yhteydessä EKP:n neuvosto julkisti eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot tulevasta talouskehityksestä. Kuluvana vuonna BKT-kasvun odotetaan yltävän 2,3–2,9 prosenttiin ja vuonna 2008 puolestaan 1,8–2,8 prosentin haarukkaan. Yhdenmukaistetun inflaation arvioidaan olevan 1,8–2,2 % tänä vuonna ja 1,4–2,6 % vuonna 2008. Neuvosto näki kasvuarvioon kohdistuvan pidemmällä aikavälillä ennakoitua heikomman kasvun riskejä, jotka ovat luonteeltaan pääosin

ulkoisia. Inflaatio-arvion suhteen neuvosto määrittäi riskit odotettua nopeamman kehityksen suuntaisiksi ja kotoperäisiksi.

Taloukskasvun kiihtyminen ja työllisyyden parantuminen ovat kohentaneet julkisen talouden tilaa miltei kaikissa euroalueen maissa. Julkisen talouden rahoitusaseman odotetaan paranevan edelleen lähivuosina. Vielä tällä hetkellä kaksi euroalueen maata ja viisi muuta EU-maata on liiallisen alijäämän menettelyn piirissä (Italia, Portugali, Tšekki, Unkari, Puola, Slovakia, Iso-Britannia). Näiltä mailta neuvosto on edellyttänyt sopeuttavia toimenpiteitä tiettyyn määräaikaan mennessä. Euroopan komission ennusteen mukaan näyttää siltä, että euroalueen maista Portugali ja muista EU-maista Tšekki sekä mahdollisesti Puola ja Unkari eivät näyttäisi pääsevän eroon liiallisesta alijäämästä asetettuun määräaikaan mennessä. Julkisen talouden rahoitusaseman kohentuminen on osittain suhdanneluonteista, mistä syystä on tärkeää varmistaa, että saatujen hyötyjen myötä varaudutaan kasvaviin ikääntymisen haasteisiin.

Euroalueen lähivuosien kasvunäkymät pysyvät hyvinä, joskin kasvuvauhdin odotetaan tasaantuvan. Kasvu nojaa aiempaa enemmän yksityiseen kulutukseen. Suotuisan talouskehityksen jatkuminen, työmarkkinoiden tiukkeneminen ja raaka-aineiden hintojen nousu aiheuttavat sen, että inflaatoriskit painottuvat inflaation voimistumisen suuntaan.

⁴ Euroalueen työn tuottavuudesta tarkemmin EU KLEMS (maaliskuu 2007). Van Ark, B. – O'Mahony, M. – Ypma, G. (toim.) "The EU Klems Productivity Report" (http://www.euklems.com/data/eu_klems_productivity_report.pdf).

Kapasiteetin puute ja työvoiman saatavuus alkavat rajoittaa kasvua Suomessa

Muihin euroalueen maihin verrattuna Suomen talouskasvu on ollut viime vuodet nopeaa. Kasvu on perustunut vientikysyntään ja toisaalta yksityiseen kulutukseen. Vientikysyntää on pitänyt yllä maailmantalouden vahva kasvu, ja kulutuskysyntä on perustunut asuntojen hintojen nousuun sekä siihen, että kotitalouksien luottamus omaan taloustilanteeseensa on ollut vankka. Vuonna 2006 myös pitkään vaiheina pysytelleet investoinnit lähtivät kasvuun. Työllisyys on edelleen kohentunut, ja työttömyys on jatkanut supistumistaan (ks. kehikko). Vahva talouskasvu ja supistuva työttömyys ovat parantaneet julkisen talouden rahoitusasemaa myös Suomessa.

Vuonna 2007 kasvu on hidastunut viimevuotisesta lukemasta, joka eri syistä oli poikkeuksellisen suuri. Indikaattoreiden valossa näyttää siltä, että suhdannekehitys säilyy suotuisana

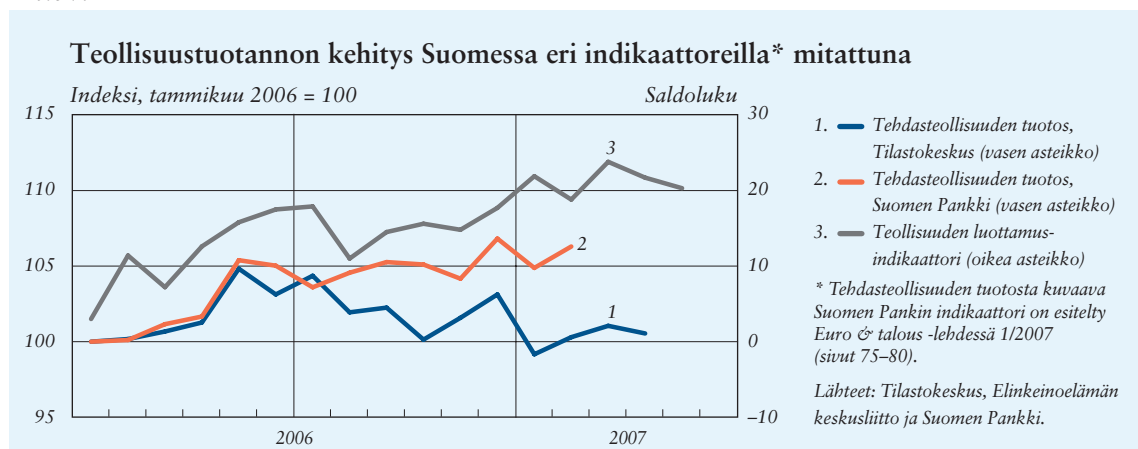
myös tästä eteenpäin, vaikka teollisuustuotannon volyyymi on kehittynyt heikosti vuoden alussa (kuvio 7). Kasvun odotetaan pysyvän lähivuosina noin 3 prosentissa. Monet merkit viittaavat siihen, että kapasiteettirajoitteet ja työvoiman saatavuusongelmat alkavat entistä enemmän hidastaa kasvua. Työ- ja asuntomarkkinoiden tiukkeneminen lisää palkkapaineita ja siten inflaatoriskien painottumista inflaation kiihtymisen suuntaan.

Suuret ja pitkät lainat kasvattavat asuntolainakantaa

Suomessa asuntojen hintojen nousu on viime vuosina ylittänyt kotitalouksien tulotason nousun. Samalla asuntolainakannan kasvu on ollut nopeaa (kuvio 8). Vaikka asuntolainojen kasvu on korkotason nousun myötä hidastunut huipputasoltaan, kotitalouksien velkaantumismuutos on edelleen kova.

Suomalaisten kotitalouksien tuloihin suhteutettu velkaantuminen on edelleen kansainvälisesti vertailtu-

Kuvio 7.



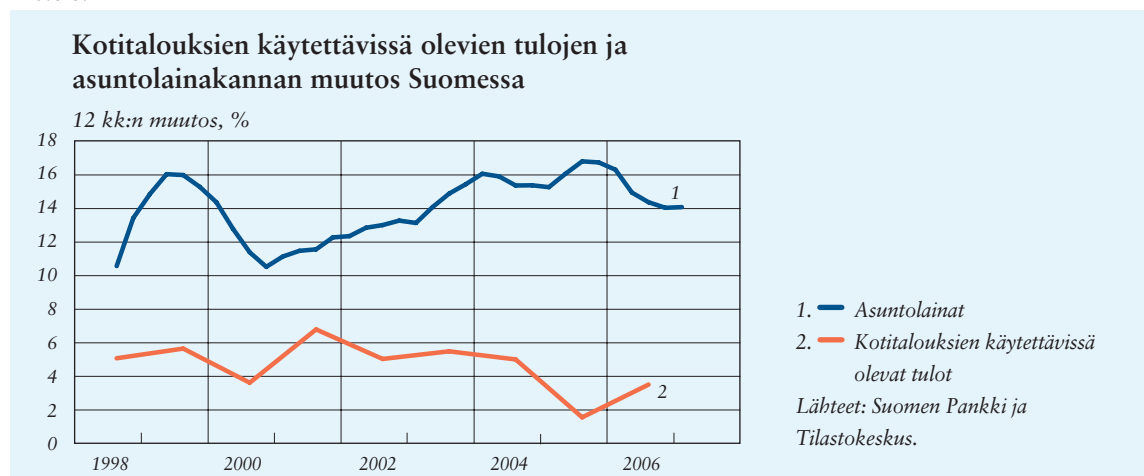
na maltillista, eikä kotitalouksien velkaantuminen arvioiden mukaan uhkaa kansantalouden vakaata kasvua. Velkaantumismuutos ja velkaantumisen keskittyminen antavat aiheen huoleen lähinnä siitä, ovatko tuloihinsa nähden suuria lainamääriä ottaneet kotitaloudet jättäneet riittävästi pelivaraa taloudellisen tilanteensa mahdollista muutosta ajatellen. Velkaantumisen keskittymistä kuvaa se, että vain 20 % kotitalouksista kantaa 80 % kotitalouksien koko velkataakasta.

Asuntolainamarkkinoiden viime vuosien kehitys voidaan osaltaan tulkita siirtymävaiheeksi, jossa erääntyvät ja alkuperäiseltä maturiteetiltaan lyhyet asuntolainat ovat korvautuneet uusilla pidempiaikaisilla asuntolainoilla. Samalla asuntoon liittyvä ennakkosäästäminen on merkittävästi vähentynyt. Tämä kehitys on ollut siinä mielessä myönteistä, että se on parantanut kotitalouksien mahdollisuuksia sopeuttaa asumisenmenot elämäntilanteensa mukaan. Lainanhoitomenoja voidaan

toisin sanoen aikaisempaa paremmin siirtää siihen elinkaaren vaiheeseen, jolloin maksukyky on paras. Velkavivun käytön lisääntyminen asuntoa hankittaessa on korostanut riskien hallinnan merkitystä. Tämä koskee erityisesti kotitalouksia, jotka ensisijassa kantavat sekä tuloihin että korkotasoon liittyvät riskit. Samalla asuntomarkkinoiden tuotantokapeikkojen purkamisen merkitys kasvaa.

Asuntolainakannan kasvu on korkojen nousun vuoksi hidastunut niissä euroalueen maissa, joissa asuntolainojen korko on suurelta osin sidottu lyhyisiin markkinakorkoihin. Suomi kuuluu näihin maihin, joskin Suomessa asuntolainakannan kasvu on hidastunut melko vähän. Syynä tähän on todennäköisesti se, että korkeasuhdanteen jatkuessa kotitalouksien tulo-odotukset ovat vahvistuneet ja työttömyysriski on vähentynyt. Tämä kehitys voi jatkua ennustettua pitempään, mikäli palkkojen nousu muodostuu kovin suureksi ja mikäli

Kuvio 8.



asuntojen tarjontaa ei tonttien saatu-
vuutta parantamalla voida lisätä. Yli-
suuret palkankorotukset ja ylikuumen-
tuneet asuntomarkkinat lisäävät riskiä,
että asuntojen hinnat myöhemmin kor-
jautuvat jyrkästi alaspäin.

Televiestinnän hintakehitys kiihdyttää inflaatiota

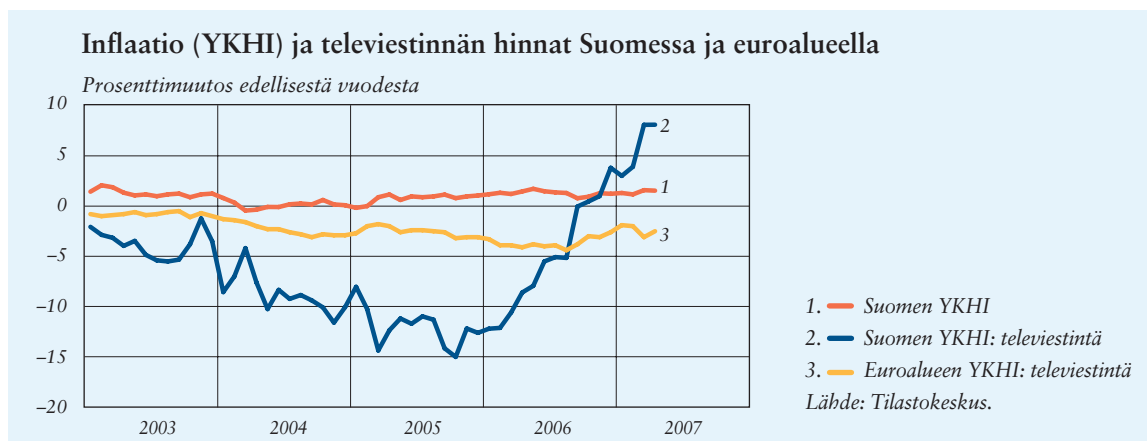
Kuluttajahintojen keskimääräinen nou-
suvauhti on Suomessa viime vuosina
ollut euroalueen hitain. Hidas inflaatio
on tukenut reaalitylojen kasvua. Kulu-
vana vuonna yhdenmukaistetulla kulut-
tajahintaindeksillä (YKHI) mitattu
inflaatio on kiihtynyt noin 1,5 prosent-
tiin. Inflaation kiihtyminen johtuu
lähinnä telepalveluiden hintojen nou-
susta. Telepalveluiden hinnat alkoivat
nousta selvästi vuonna 2006, kun yksi
merkittävä teleoperaattori poistui
markkinoilta ja televiestintätuotteiden
ns. kyttykauppa vapautettiin (kuvio 9).
Näyttää siltä, että markkinatilanteen ja
telemarkkinoiden pelisääntöjen muutos
on ainakin lyhyellä aikavälillä heikentä-

nyt hintakilpailua. Televiestinnän vaiku-
tus huhtikuun 2007 inflaatioon (YKHI)
oli 0,3 prosenttiyksikköä. Vuoden aika-
na tapahtunut muutos on suuri, sillä
telepalveluiden hinnan vaikutus inflaa-
tioon oli vuotta aiemmin vielä selvästi
negatiivinen.

Kansallinen kuluttajahintaindeksi
poikkeaa yhdenmukaistetusta hinta-
indeksistä siinä, että se sisältää asun-
to- ja kulutusluottojen korkojen sekä
asuntojen hintojen vaikutuksen. Näiden
erien mukanaolo indeksissä selittää sen,
miksi kansallisen indeksin mukainen
kuluttajahintainflaatio on viime aikoina
ollut noin prosenttiyksikön nopeampaa
kuin yhdenmukaistetun indeksin
kuvaama inflaatiovauhti. Yhdenmu-
kaistetun inflaation odotetaan Suomes-
sa lähivuosina pysyvän hieman alle
kahden prosentin samalla kun sen ero
kansalliseen kuluttajahintainflaation
kaventuu.

*Asiasanat: Inflaatio, rahapolitiikka,
taloudellinen tilanne*

Kuvio 9.



Onko työmarkkinoiden jousto euroalueella lisääntynyt?

Euroalueen työmarkkinoiden tilanne on ilahduttavasti kohenut. Seitsemän viime vuoden aikana on syntynyt lähes 13 miljoonaa uutta työpaikkaa samalla kun työttömyysaste on laskenut 8,3 prosentista¹ 7,2 prosenttiin. Myönteinen kehitys voimistui viime vuonna (kuvio A).

Työmarkkinoiden tilan parantuminen johtuu pääosin myönteisestä suhdannetilanteesta. On kuitenkin myös merkkejä työmarkkinoiden toimintaa parantavien rakenteellisten muutosten vaikutuksesta. Rakenteellisen työttömyyden supistumiseen viittaa se, että palkkapai-

¹ Maaliskuu 2000.

neet eivät ole euroalueella kasvaneet, vaikka työttömyys on vähentynyt pienimmilleen sitten vuoden 1992, mistä lähtien tietojaa on saatavissa.

Euroalueen työmarkkinoilla on havaittavissa viisi merkittävää kehityssuuntaa, jotka monelta osin kuvaavat työmarkkinoiden rakenteiden muuttumista:

- Osa-aikatyön lisääntyminen selittää noin 45 % työllisyyden kasvusta viime seitsemän vuoden aikana.
- Naisten työllisyyden kasvu (keskimäärin 1,8 %) on ollut ripeämpää kuin miesten työllisyyden kasvu (keskimäärin 0,6 %) vuosina 2000–2006.

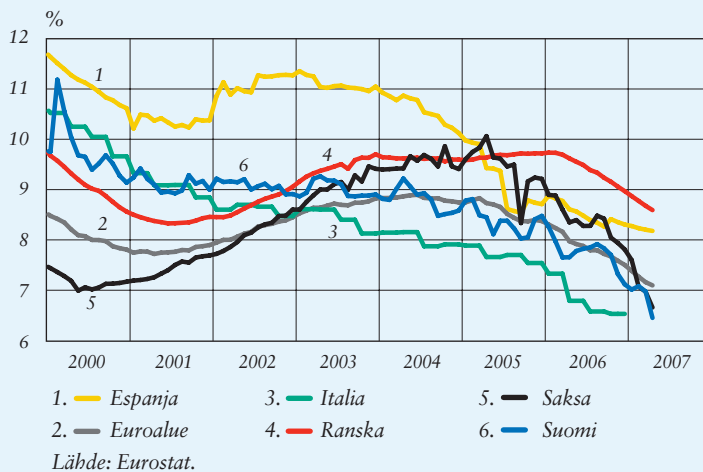
- Ikääntyneiden työllisyysaste on seitsemässä vuodessa noussut 34 prosentista 42 prosenttiin.
- Työllisyyskasvu oli vuosina 1999–2005 nettomääräisesti tarkasteltuna kokonaan peräisin palvelusektorilta.
- Maahanmuutosta on tullut merkittävä työvoiman tarjontaan vaikuttava tekijä joidenkin euroalueen maiden työmarkkinoilla. Erityisesti tämä koskee Espanjaa ja Irlantia.

Osa-aikaisten työpaikkojen osuus kaikista työpaikoista oli 20 % vuoden 2006 loppupuoliskolla. Työllisistä naisista 35 % oli osa-aikatyössä, kun vastaava työllisten miesten osuus oli 7 %. Saksassa naisten osa-aikatyöllisyys on lisääntynyt enemmän kuin esimerkiksi Ranskassa, jossa naisten osa-aikatyöllisyysaste on pysynyt ennallaan kymmenen viime vuoden aikana.

Euroalueella naiset tekevät siis yhä enemmän töitä kodin ulkopuolella. Naisten vahvan työllisyyskasvun voidaan myös olettaa jatkuvan tulevaisuudessa, sillä naisten työllisyysaste (56,9 %) oli viime vuonna vielä selvästi alhaisempi kuin miesten (73 %). Maakohtaiset erot ovat kuitenkin suuria. Viime vuonna Italian naisista noin 46 % teki töitä

Kuvio A.

Työttömyysaste euroalueella ja eräissä alueen maissa



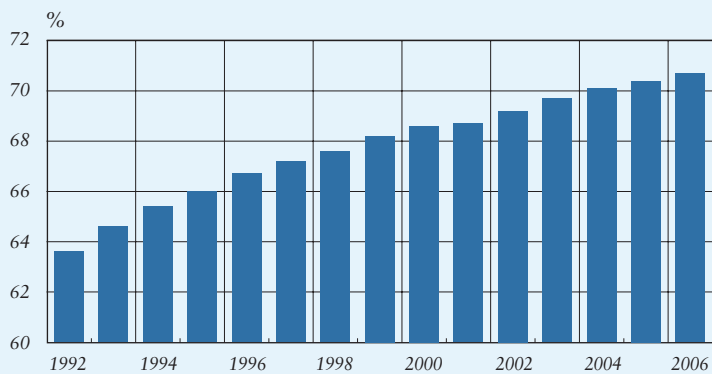
kodin ulkopuolella, kun Suomen vastaava luku on 68 %. Kun 71 % euroalueen työllisistä työskenteli vuonna 2006 palvelualalla (kuvio B), naisten joukossa vastaava luku oli peräti 85 %.

Ikääntyneiden (55–64-vuotiaiden) työllisyyskasvu on ollut ripeää melkein kaikissa euroalueen maissa. Poikkeuksia ovat Kreikka ja Italia. Aivan omaa luokkaansa ikääntyneiden työllisyyden kasvu on ollut Suomessa, jossa 55–64-vuotiaiden työllisyysaste on seitsemässä vuodessa noussut 41,6 prosentista 54,5 prosenttiin.

Eurostatin mukaan EU-maissa asui vuonna 2004 noin 25 miljoonaa maahanmuuttajaa, mikä on 5,5 % alueen koko väestöstä. Syntyperäisten kansalaisten osuus työvoimasta on supistunut erityisen voimakkaasti Espanjassa ja Irlannissa ja jossain määrin myös Portugalissa (kuvio C). Arviolta puolet Espanjan BKT:n kasvusta vuosina 2001–2005 tuli suoraan maahanmuutosta väestön kasvun, työllisyyden lisäyksen ja henkeä kohti laskettujen tulojen kasvun myönteisten vaikutusten seurauksena. Vuoden 2000 jälkeen puolet Espanjan 2,6 miljoonasta uudesta työpaikasta onkin täytetty maahanmuuttajilla.² Irlan-

Kuvio B.

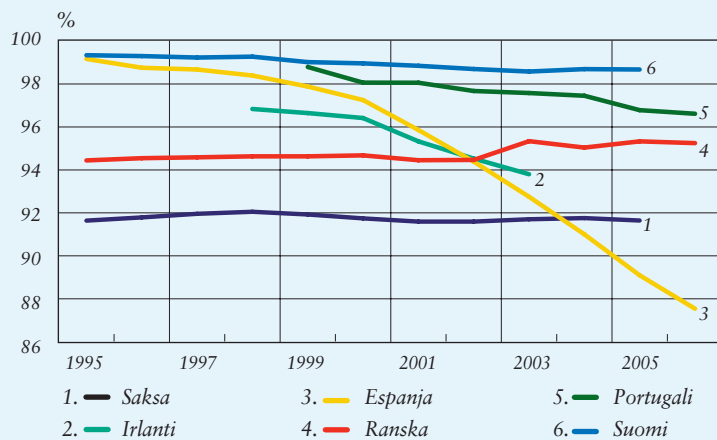
Palvelualalla työskentelevien osuus työllisistä euroalueella



Lähde: Eurostat.

Kuvio C.

Kotimaan kansalaisten osuus työvoimasta



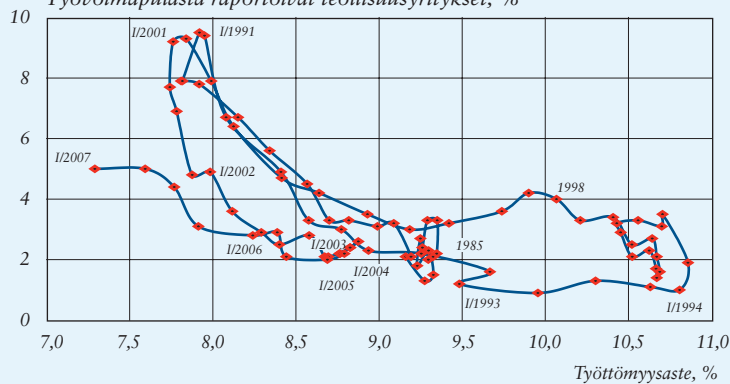
Lähde: Eurostat.

² OECD (2007) *Economic surveys – Spain*.

Kuvio D.

Työttömyysasteen ja työvoimapulan suhde euroalueella

Työvoimapulasta raportoivat teollisuusyritykset, %



Lähteet: Euroopan komissio ja Eurostat.

nissa EU:n uusien jäsenmaiden kansalaiset muodostivat vuonna 2005 jo 3,8 % työikäisestä väestöstä. Suomessa maahanmuuttajien osuus työvoimasta on pysynyt hyvin pienenä.

Ns. Beveridge-käyrää (kuvio D) on perinteisesti käytetty kuvaamaan työttömyysasteen

ja avoimien työpaikkojen suhdetta. Oheisessa kuviossa D käytetään avoimien työpaikkojen sijasta työvoimapulaa raportoivien yritysten osuutta kaikista yrityksistä. Matalamman työttömyysasteen tulisi heijastua työvoimapulan lisääntymisenä ja päinvastoin. Kuvio D nä-

dään, että vaikka työttömyysaste on ennätysalhainen, rekrytointiongelmien lisääntyminen ei ole nopeasti kuin aiemmin.

Beveridge-käyrän siirtyminen sisään päin kertoo teorian mukaan työmarkkinoiden toimivuuden ja jouston parantumisesta ja saattaa osaltaan selittää, miksi työmarkkinoiden ylikuumenemisesta ei ole merkkejä euroalueella. Myös tasapainotyöttömyys on useiden tutkimuslaitosten mukaan supistunut, mikä myös viittaa työmarkkinoiden toimivuuden kohenemiseen.³ Samaan viittaa myös palkkakehityksen pysyminen maltillisena.

³ Tasapainotyöttömyyttä kuvataan usein sillä työttömyysasteella, joka ei aiheuta palkkojen nousuvauhdin kiihtymistä eikä hidastumista (NAIRU = Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment). Evidenssiä NAIRU-asteen alenemisesta löytyy esimerkiksi EKP:n Monthly Bulletin -julkaisusta tammikuulta 2007.

Rahoitusjärjestelmän vakaus

31.5.2007

Suomen rahoitusjärjestelmä on vakaa ja tulevaisuudennäkymät ovat suotuisat. Kansainvälisen toimintaympäristön riskeistä merkittävin liittyy riskilisien pienuuteen ja riskien mahdolliseen väärinhinnoitteluun. Kotimaassa kotitalouksien velkaantumisen kasvuvauhti on pysynyt voimakkaana ja on euroalueen keskiarvoa nopeampi. Kotitaloussektorin tila ei keskimäärin tarkasteltuna ole hälyttävä, mutta velkaantuminen keskittyy suhteellisen pieneen osaan väestöstä. Pankki- ja vakuutus-toiminnan kannattavuus ja vaka-varaisuus ovat varsin hyvät. Vakauden kannalta merkittävimmät haasteet ovat rakenteellisia ja liittyvät finanssisektorin yhdyntymiseen ja kansainvälistymiseen sekä viranomaisten maidenvälisen yhteistyön kehittämiseen. Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurissa on käynnissä suuria kehittämissankkeita, jotka konkretisoituvat lähivuosina. Hankkeilla parannetaan rahoitusjärjestelmän tehokkuutta, mutta niihin sisältyy myös haasteita palvelutason ylläpitämisen, kilpailukysymysten sekä kriisinhallinnan näkökulmasta.

Kansainvälinen toimintaympäristö

Maailmantalous kasvoi vuonna 2006 edelleen ripeästi, ja kasvu on jatkunut nopeana myös tänä vuonna.¹ Vaikka

¹ Ks. Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne -artikkeli tässä lehdessä.

rahopolitiikkaa on kiristetty keskeisillä talousalueilla, korot eivät ole historiallisesti katsoen korkeita. Maailmantalouden kasvun arvioidaan pysyvän nopeana myös lähivuosina, mikä luo hyvät toimintaedellytykset rahoitussektorin yrityksille.

Keskeiset maailmantalouden kasvun uhkakuvat ja riskit liittyvät talouden ylikuumentumiseen ja talouspolitiikan uskottavuuteen useissa maissa, protektionismien lisääntymiseen, ympäristötekijöihin sekä raaka-aineiden – erityisesti öljyn – hinnan kehitykseen. Alueellisista riskeistä Yhdysvaltain reaalitalouden kehitykseen liittyvä epävarmuus on kasvanut.

Yhdysvaltain talouskehitystä koskevan epävarmuuden kasvun taustalla ovat olleet asuntomarkkinoiden viileneminen ja vaikeudet luottoluokitukseltaan heikoiksi arvioitujen arvopaperistettujen asuntolainojen markkinoilla eli ns. subprime-asuntolainamarkkinoilla. Kotitalouksien asuntolainojen maksuhäiriöt ovat lisääntyneet, ja luottoluokitukseltaan heikoiksi arvioitujen arvopaperistettujen asuntolainasaamisten korot ovat nousseet voimakkaasti suhteessa riskittömiin joukkovelkakirjoihin, mikä kertoo markkinoiden tuntemasta epäluottamuksesta. Näitä lainoja on usein myönnetty asiakkaille, joilla on pienet tulot tai maksuhäiriöitä. Vaihtuvakorkoiset lainat ovat tässä asiakasryhmässä olleet keskimääräistä tavallisempia, joten korkojen nousu lienee osasyys maksuvaikeuksien lisääntymiseen. Muutama

tähän markkinasegmenttiin erikoistunut rahoituslaitos on jättänyt konkurssihakemuksen kriisin yhteydessä. Asuntoluotot ovat kuitenkin harvoin aiheuttaneet vakavia luottotappioita, joten rahoitusmarkkinoiden vakaus tuskin on laajasti uhattuna suorien luottotappioiden vuoksi. Merkittävimmät potentiaaliset seurausvaikutukset ovatkin välillisiä ja liittyvät yhtäältä Yhdysvaltain talouskasvun mahdolliseen hidastumiseen ja toisaalta tämän markkinalohkon ongelmien leviämiseen laajemmin rahoitusjärjestelmään markkinoiden keskinäisten kytkösten lisääntymisen takia.

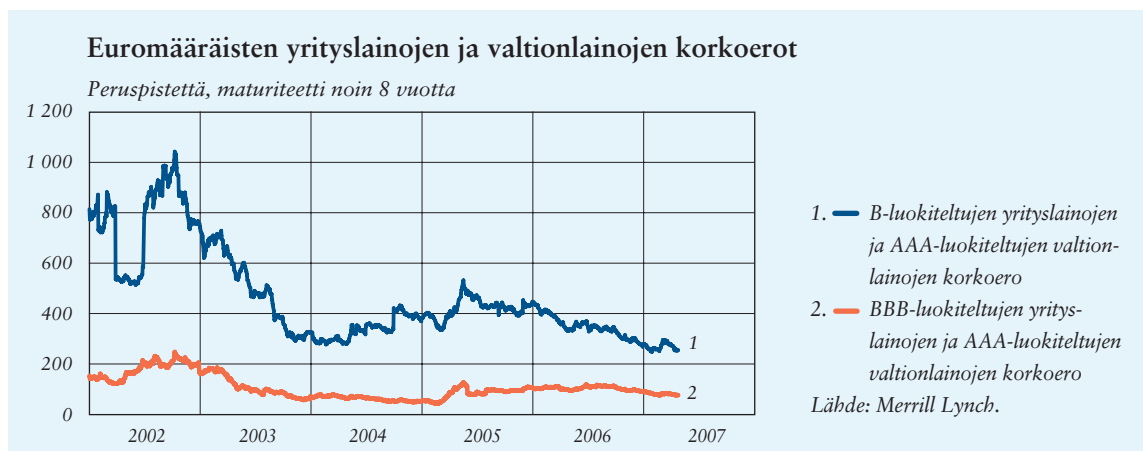
Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on kestänyt hyvin siihen viime vuosina kohdistuneita häiriöitä. Nämä häiriöt ovat kuitenkin olleet suhteellisen vähäisiä, ja avoin kysymys edelleen on, miten markkinoiden toimintakyky säilyisi aiempaa selvästi vakavampien ongelmien ilmaantuessa. Kansainvälisen rahoitusjärjestelmän haavoittuvuutta on lisännyt erityisesti kaksi tekijää: maailmantalouden likvi-

diteetin runsaus sekä säästämisen ja investointien globaali epätasapaino.

Rahoitusmarkkinoilla on edelleen runsaasti sijoitettavaa likviditeettiä, ja markkinoilla vallitsee optimismi. Tämä yhdistelmä on edistänyt monien sijoituskohteiden arvonnousua. Esimerkiksi osakkeiden kurssit ovat nousseet jo pitkään lähes yhtäjaksoisesti. Helmi-maaliskuussa koettiin pörssikurssien maailmanlaajuinen notkahdus, joka kuitenkin jäi tilapäiseksi. Ilmiö alkoi Kiinasta, mikä kertoo maan kasvavasta merkityksestä maailmantaloudessa. Tapaus osoittaa myös, että sijoituskohteiden hinnat eri puolilla maailmaa korreloivat aiempaa voimakkaammin, mikä heikentää mahdollisuuksia vähentää riskejä kansainvälisellä hajautuksella.

Sijoittajien riskinottohalukkuus on ollut poikkeuksellisen voimakas. Korkeoero AAA-luokiteltujen ja luokitukseltaan tätä heikompien yrityslainojen välillä on viime aikoina ollut aiempaan keskiarvoihin verrattuna kapeampi ja kaventunut edelleen (kuvio 1).

Kuvio 1.



Valuuttakurssien vakaus on ollut omiaan lisäämään ns. carry trade-toimintaa, jossa otetaan luottoja matalan koron valuuttoina, mm. jeniinä ja Sveitsin frangeina, ja sijoitetaan korkeamman koron valuuttoihin.

Yksi syy riskinottohalukkuuden kasvuun on toimintaympäristön muuttuminen aiempaa vakaammaksi. Maailmantalouden suhdannevaihtelut ovat vaimentuneet talouskasvun jakauduttua entistä laaja-alaisemmin eri talousalueille. Lisäksi inflaatio on onnistuttu pitämään kohtuullisena kaikilla keskeisillä talousalueilla. Finanssi-innovaatioiden ja erityisesti luottojohdannaismarkkinoiden kehittymisen ansiosta riskit jakautuvat nykyään aiempaa tehokkaammin ja entistä laajemman joukon kannettavaksi. Nämä kaikki tekijät pienentävät sijoittajien vaatimia riskilisiä. Lisäksi raaka-aineiden viennistä riippuvaisten kehittyvien talouksien riskit ovat todennäköisesti pienentyneet ainakin suhdanneluonteisesti. Teollisuuden raaka-aineiden hintaindeksi on noussut jopa yli 20 % toukokuun 2006 alusta, minkä ansiosta raaka-aineita vievien maiden budjettialijäämät ovat supistuneet ja luottoluokitukset parantuneet.

Vaikka riskilisien pienenemisen taustalla on monia rakenteellisia, pysyväisluonteisia tekijöitä, markkinoiden optimismi voi osoittautua liian suureksi eikä riskejä ole välttämättä hinnoiteltu oikein. Luottojohdannaismarkkinoiden toimivuudesta vakavan kriisin aikana ei vielä ole

kokemusta. Hedge-rahastojen merkitys luottojohdannaismarkkinoilla on keskeinen, ja näistä rahastoista on edelleenkin valitettavan vähän luotettavaa ja ajantasaista tietoa.

Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämä on pysynyt suurena jo vuosia ja vaje näyttää vain kasvavan. Vaje ei ole suhteeton verrattuna Yhdysvaltojen kansantalouteen: se on noin 6,4 % bruttokansantuotteesta. Suhteessa vaihtotaseen tuloihin vaje oli kuitenkin 42 %. Liittovaltion budjettialijäämä on myös pysynyt suurena, vaikka verotulot ovatkin ylittäneet ennusteet. Dollarin keskeinen asema kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla ja keskuspankkien suosimana varantovaluuttana on auttanut vajeiden rahoittamista. Myös rahoitusmarkkinoiden pitkälle edennyt globaali integraatio on helpottanut näin suuren alijäämän rahoittamista.

Vaikka Yhdysvaltojen alijäämien riskeistä on keskusteltu jo pitkään, voimakkaita reaktioita markkinoilla ei ole nähty. Dollari on heikentynyt edelleen, mutta mistään romahduksesta ei voida puhua. Toukokuusta 2006 toukokuuhun 2007 kurssilasku on ollut noin 6 % suhteessa euroon. Suhteessa Yhdysvaltojen tärkeimpien kauppakumppaneiden valuutoista muodostettuun valuuttakoriin kurssilasku on ollut paljon vähäisempi, sillä useiden Aasian maiden pyrkimyksenä on estää valuuttojensa vahvistuminen. Myös kulta on jo vuosia vahvistunut suhteessa dollariin, joskin viimeisen vuoden aikana tämä kehitys on hidastunut.

Likviditeettiä on runsaasti, eikä sitä sijoitettaessa välttämättä riskejä hinnoitella oikein.

Suomessa yritysten velkaantuneisuus on pysynyt kohtuullisena.

Kiinalainen uutistoimisto Xinhua kertoi maaliskuussa, että Kiina perustaa uuden valtiollisen sijoitusyhtiön. Yhtiö saanee hallinnoitavakseen osan Kiinan 1 200 miljardin dollarin suuriseksi kasvaneesta valuuttavaranosta. Sen haltuun uskotaan alkuvaiheessa ehkä 200–250 miljardia dollaria. Sijoitusyhtiön tarkoituksena on saada sijoituksille parempi tuotto kuin varovaisia sijoitusperiaatteita noudattava keskuspankki normaalisti pystyy saamaan. Hanke vaikuttanee sijoitusinstrumenttien kysynnän rakenteeseen maailmanlaajuisesti.

Pankkien sääntely-ympäristön merkittävä muutos, vakavaraisuuden vähimmäisvaatimuksia koskeva ns. Basel II -järjestelmä, otettiin eräin rajoituksin käyttöön vuoden 2007 alussa Euroopan unionissa. Uuden järjestelmän myötä pankeilta edellytetyt vähimmäispääomat on kytketty aiempaa selvemmin niiden ottamiin luotto- ja muihin riskeihin. Uudistuksen vaikutuksia luottolaitosten toimintaan vaihtelevissa suhdannetilanteissa seurataan tarkasti usealla eri foorumilla.

Kotimainen toimintaympäristö

Noususuhdanne on jatkunut Suomen kansantaloudessa, eikä merkittävää suhdanteiden heikkenemistä ole näköpiirissä.² Elinkeinoelämän keskusliiton toukokuussa julkaiseman suhdannebarometrin mukaan myös yritykset arvioivat korkeasuhdanteen

jatkuvan. Valoisat kasvunäkymät luovat hyvät edellytykset Suomen rahoitusjärjestelmän vakaudelle.

Rahoituslaitosten keskeisistä kotimaisista velallissektoreista yrityssektorin tila on edelleen varsin ongelmaton. Yritysten kannattavuus on hyvä ja velkaantuneisuus on pysynyt kohtuullisena. Tammikuussa julkaistun teollisuus- ja palveluyritysten rahoituskyselyn mukaan yritysten aikomukset hankkia ulkoista rahoitusta ovat lisääntyneet ja pankkien merkitys rahoituksen antajana on vahvistumassa. Vain harvoilla yrityksillä on ollut vaikeuksia velkojensa hoitamisessa. Suomen Asiakastiedon julkistamien tilastojen mukaan maksuhäiriöisten yritysten lukumäärä supistui edelleen vuonna 2006. Vireille pantujen konkurssien määrä oli alkuvuonna 2007 hiukan pienempi kuin vuotta aiemmin. Pankkien toteutuneista luottotappioista tai järjestämättömistä saamisista ei löydy merkkejä siitä, että yrityssektorin vaikeudet olisivat lisääntyneet. Osakkeiden kurssit Helsingin pörssissä ovat edelleen nousseet, mikä kertoo markkinoiden luottamuksesta yritysten näkymiin. Myös markkinainformaation perusteella lasketut suomalaisten yritysten konkurssitodennäköisyydet ovat pysyneet historiallisesti tarkastellen hyvin pieninä.

Kotitaloussektorin velkaantumisen kasvuvauhti on jatkunut yllättävän ripeänä Suomessa. Suhteessa tuloihin kotitalouksilla on jo enemmän velkoja kuin ennen 1990-luvun

² Ks. Euro & talous 1/2007 sekä artikkeli Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne tässä lehdessä.

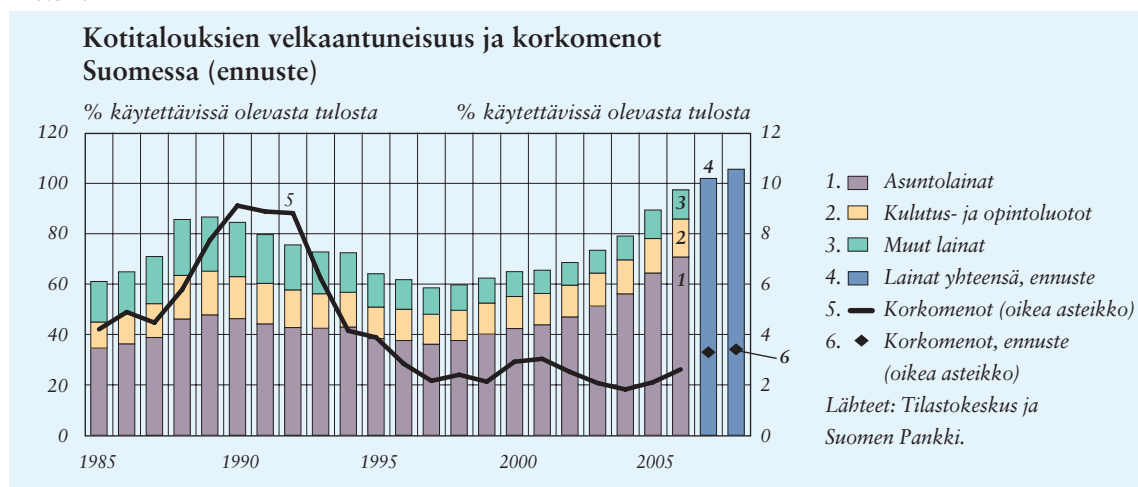
lamaa. Lainojen hoitokulut ovat kuitenkin pienemmät kuin tuolloin, sillä korkotaso on selvästi alempi (kuvio 2). Suomessa valtaosa kotitalousluotoista on vaihtuvakorkoisia, toisin kuin euroalueen suurimmissa talouksissa, Saksassa ja Ranskassa.

Kotitalouksien luotonkysyntä on reagoinut toistaiseksi vain vähän korkotason nousuun (kuvio 3). Luotonkysyntää on pitänyt yllä kotitalouksien

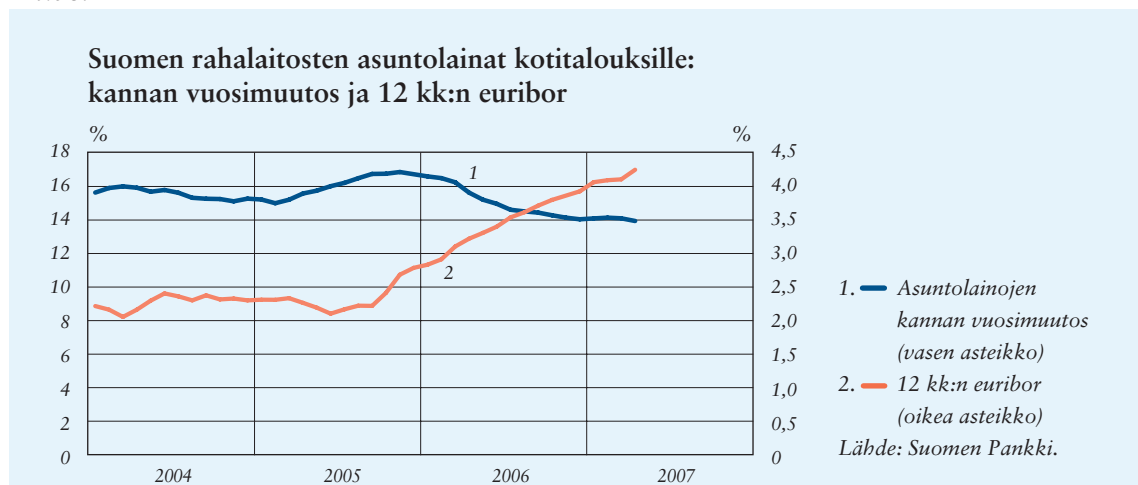
vahva luottamus talouteen.³ Osaltaan ilmiötä selittänevät myös kotitalousluottojen markkinoiden muutokset. Aiempaa joustavammasta käytännöstä mm. lainojen takaisinmaksuajan suhteen mahdollistavat kotitalouksien lainanhoitomenojen pitämisen tasaisena korkotason noususta huolimatta. Uusien asuntolainojen keskimääräi-

³ Kuluttajabarometri 2007, toukokuu. Tilastokeskus.

Kuvio 2.



Kuvio 3.



*Kotitaloudet
velkaantuvat
Suomessa
nopeammin
kuin muualla
euroalueella.*

nen takaisinmaksuaika on pidentynyt 18 vuoteen.⁴

Velkaantumisen ripeän kasvuvauhdin jatkumisesta huolimatta kotitaloussektorin tila ei kokonaisuutena ottaen ole edelleenkään hälyttävä eivätkä kotitaloussektorista aiheutuvat riskit vaaranna pankkien vakautta. Kansainvälisessä vertailussa suomalaisten kotitalouksien velkaantumistaso on varsin maltillinen. Kotitalouksien käytettävissä olevien reaalitulojen odotetaan lähivuosina kasvavan varsin ripeästi ja työttömyyksen laskevan hieman.

Velka jakautuu kotitaloussektorissa kuitenkin hyvin epätasaisesti, sillä vain hieman runsaalla puolella kotitalouksista on lainkaan velkaa. Yksittäisten kotitalouksien ylivelkaantuminen on mahdollista. Vuonna 2006 maksuhäiriöisten lukumäärä kasvoi, mutta kasvu oli hyvin vähäistä.

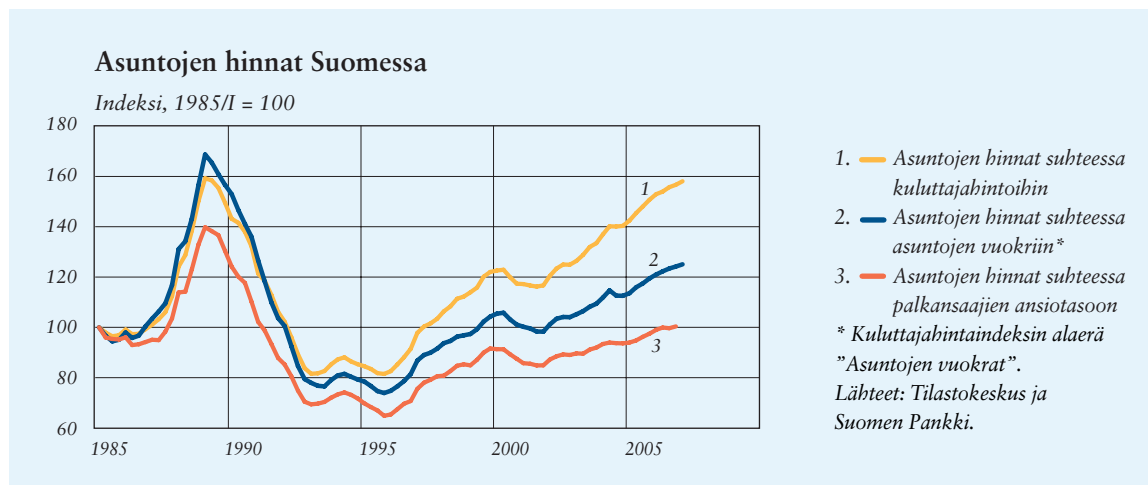
⁴ Finanssialan Keskusliiton raportti Säästäminen ja luotonkäyttö (kevät 2007).

Asuntojen hinnat ovat Suomessa viime vuosina nousseet kotitalouksien tulotasoa nopeammin, ja kuluttajahintoihin suhteutettuna ne ovat jo saavuttaneet 1990-luvun alun lamaa edeltävän tason. Useimpien indikaattoreiden – kuten asuntojen hintojen ja vuokrien tai asuntojen hintojen ja ansiotason suhteen – valossa ei kuitenkaan näytä siltä, että vallitsevat hinnat poikkeaisivat merkittävästi pitkän aikavälin keskiarvoista (kuvio 4). Jo suhteellisen pitkään jatkuneesta hintojen noususta huolimatta Helsingin pörssissä noteerattujen osakkeiden P/E-luvut ovat historiallisesti tarkastellen keskimääräiset tasoltaan, sillä yritysten tulonäkymät ovat parantuneet pitkälti osakkeiden hintojen nousun tahdissa.

Pankki- ja vakuutussektori

Finanssisektorin tila on maailmanlaajuisesti varsin hyvä, ja sen odotetaan jatkuvan suotuisana maailmantalou-

Kuvio 4.



den vahvan kasvun tukemana. Pankkien ja vakuutusyriytysten hyvä kannattavuus ja vakavaraisuus ovat myönteisiä rahoitusjärjestelmän riskisietokyvyn kannalta. Rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta merkittävimmät sektorin sisäiset haasteet ovat rakenteellisia ja liittyvät finanssisektorin yhdentymiseen ja kansainvälistymiseen.

Euroalueen suurimpien pankkien kannattavuus oli vuonna 2006 selvästi parempi kuin vuotta aiemmin, joskin korkokatteen kehitys oli heikkoa. Kehitys on jatkunut hyvänä myös vuoden 2007 ensimmäisellä neljänneksellä. Japanissakin pankkien kannattavuus on parantunut, vaikka se ei vielääkään ole kovin hyvä.

Islantilaiset pankit ovat viime aikoina olleet usein huomion kohteena tehtyään merkittäviä yritysostoja ulkomailla, mm. Suomessa. Laajentumiseen on tarvittu runsaasti ulkomaista rahoitusta, ja sitä on ollut saatavilla. Islantilaisien pankkien kannattavuus on ollut erittäin hyvä.

Suomessa toimivien pankkiryhmien ja -konsernien kannattavuus parani vuonna 2006, ja tiedot vuoden 2007 ensimmäiseltä neljännekseltä kertovat kannattavuuden paranemisen jatkuvan (taulukko 1). Kulut lisääntyivät mutta tuottojen kasvu oli vielä nopeampaa. Sekä korkokate, palkkiotuotot että muut tuotot kasvoivat. Korkokatteen kasvu johtui sekä rahoituksenvälityksen volyymin kasvusta että otto- ja antolainauskorkeiden välisen marginaalin levenemi-

sestä. Korkotason nousu on vaikuttanut antolainauksen korkoihin voimakkaammin kuin talletuskorkoihin, mikä on leventänyt tätä marginaalia. Luottotappiot ovat pysyneet erittäin pieninä. Osakemarkkinat suhtautuvat luottavaisesti pankkitoimialan näkymiin. Pankkiosakkeiden tuottoindeksi Helsingin pörssissä nousi huhtikuun 2006 lopusta huhtikuun 2007 loppuun 28 %, mikä oli jonkin verran enemmän kuin pörssin portfoliotuottoindeksiin 24 prosentin nousu. Samalla pankkiosakkeiden volatiliiteetti on vähentynyt.

Suomalaisten pankkien vakavaraisuus on keskimäärin edelleen varsin hyvä, vaikka siinä esiintyy vaihtelua pankkien kesken. Minkään pankkiryhmän vakavaraisuustunnusluvut eivät ole heikkoja.

Euroopan keskuspankki julkaisi vuoden 2006 lopulla vertailutietoja EU-maiden pankkisektoreista. Oman pääoman tuotolla mitattuna suomalaiset pankit ovat vähemmän kannattavia kuin muiden EU-maiden pankit keskimäärin. Tämä saattaa johtua pankkisektorimme vahvasta vakavaraisuudesta: suurelle omalle pääomalle on vaikeampi saavuttaa tuntuva tuotto. Suomalaispankeissa koko pääoman tuotto on yksi Euroopan suurimmista.

Pankkien antolainaus on jo vuosia kasvanut ottolainauksista nopeammin. Rahoitusta on lisääntyvässä määrin hankittu raha- ja pääomamarkkinoilta. Tästä rahoituksesta pankit joutuvat yleensä maksamaan

Pankkien kannattavuus on edelleen parantunut.

Taulukko 1.

Pankkien tuloslaskelman eriä ja tunnuslukuja tammi-maliskuussa 2007 ja 2006

	Korkokate, milj. euroa		Muut tuotot, milj. euroa		Kulut yhteensä, milj. euroa	
	1-3/2007	1-3/2006	1-3/2007	1-3/2006	1-3/2007	1-3/2006
Nordea-konserni	1 004	927	869	827	992	933
Nordean vähittäispankkitoiminta	817	766	470	466	686	657
Nordean vähittäispankkitoiminta Suomessa	237	208	130	123	165	162
Danske Bank -konserni (pro forma)	768	675	706	683	787	729
Pankkitoiminta Suomessa	72	67	39	33	79	60
OP-ryhmä	244	202	313	300	289	278
OKO-konserni	26	26	153	146	114	104
Säästöpankit	38	30	12	13	29	27
Aktia-konserni	21	21	52	12	50	20
Paikallisuuspankit	26	21	8	9	19	19
Ålandsbanken-konserni	9	8	9	7	10	9
Evli-konserni	0,1	0,3	17	14	14	13
eQ-konserni	2	1	11	11	8	7
	Tulos ennen veroja, milj. euroa		Kulut, % tuotoista		Vakavaraisuus 31.3.2007	
	1-3/2007	1-3/2006	1-3/2007	1-3/2006	Ensisij. %	Koko vaka- omat varat, varaisuus, %
Nordea-konserni	895	853	53	53	6,8	9,4
Nordean vähittäispankkitoiminta	636	619	53	53		
Nordean vähittäispankkitoiminta Suomessa	224	178	45	49		
Danske Bank -konserni	710	647	53	53	6,6	10,1
Pankkitoiminta Suomessa	32	41	73	60		
OP-ryhmä	246	211	52	55	12,8	14,3
OKO-konserni	65	69			8,0	12,7
Säästöpankit	22	16	57	64		
Aktia-konserni	22	13	65	63	18,3	12,4
Paikallisuuspankit	15	11	55	63		
Ålandsbanken-konserni	8	6	56	59	8,5	13,5
Evli-konserni	3	1	83	91		15,2
eQ-konserni	5	5	70	60	13,7	13,7

Kuluissa ovat mukana poistot sekä arvonalentumiset aineellisista ja aineettomista hyödykkeistä.

Taulukon erät eivät summaudu tulokseen ennen veroja, sillä pankkien kaikki tuloslaskelman erät eivät sisälly taulukkoon.

Lähteet: Pankkien osavuositiedot ja tiedotteet.

korkeamman koron kuin talletuksista. Myönteinen piirre pankkien markkinaehtoisessa varainhankinnassa on ollut keskimäärin varsin pitkä matu-riteetti. Joukkovelkakirjamarkkinat ovat vakaampi joskin yleensä kalliimpi rahoituksen lähde kuin rahamarkkinat. Pankkien maksuvalmius on säilynyt hyvänä, eivätkä niiden luotokelpoisuusluokitukset ole muuttuneet negatiiviseen suuntaan.

Pankkien luottosalkkujen laatu on säilynyt hyvänä, mikä näkyy luottotappioiden vähäisyytenä sekä järjestämättömien luottojen määrän pienenä. Asuntojen hintojen nousu on lisännyt asuntojen vakuusarvoa, mikä on mahdollistanut aiempaa suurempien luottojen myöntämisen. Ei ole täysin selvää, onko kaikkien pankkien vakuuspolitiikka ollut riittävän varovaista. Menneisydessä saatujen kokemusten valossa ei kuitenkaan vaikuta todennäköiseltä, että asuntolainat aiheuttaisivat merkittäviä luottotappioita pankeille. Korkojen nousu kuitenkin vaikeuttaa velkaisten kotitalouksien asemaa tavalla, johon sekä pankkien että asiakkaiden itsensä on syytä kiinnittää aiempaa enemmän huomiota.

Pankkien suorat korkoriskit eivät ole muuttuneet merkittävästi, ja riskit ovat kaiken kaikkiaan varsin kohtuullisia.⁵

Suomalaisten vakuutusyhtiöiden kannattavuus on parantunut. Myös vakavaraisuus on säilynyt varsin

hyvänä.⁶ Kokonaismaksutulo kasvoi vuonna 2006 edellisvuotiseen verrattuna, vaikka henkivakuutuksen maksutulo supistuikin hiukan edellisestä vuodesta. Sijoitustoiminnan tuotto jatkui niin ikään hyvänä. Henkivakuutustoiminnassa sijoitussidonnaisten vakuutusten osuus on jatkuvasti kasvanut. Maksutulolla mitaten hiukan yli puolet henkivakuutuksista oli jo vuonna 2006 sijoitussidonnaisia, joskin laskuperustekorkoisten vakuutusten osuus vakuutussäästöistä on yhä selvästi yli 50 %. Tämä kehitys vähentää henkivakuutusyhtiöiden riippuvuutta sijoitustoiminnan tuotoista, mutta riski siirtyy yhtiöiden asiakkaille.

Rakennejärjestelyt Suomen finanssisektorissa jatkuvat. Marraskuussa 2006 Sampo ilmoitti myyvänsä Sampo Pankin koko osakekannan tanskalaiselle Danske Bankille. Kauppa tuli voimaan helmikuun 2007 alussa. Kauppahinta oli runsaat 4 miljardia euroa. Maaliskuussa 2007 Islantilainen Glitnir Bank osti 68 % FIM-konsernin osakekannasta ja teki ostoparjousen lopuistakin osakkeista huhutuksessa. FIM-konsernin osakekanta siirtyi tarjousajan päätyttyä käytännössä kokonaan Glitnirin haltuun. Niin ikään islantilainen Straumur-Burdaras-investointipankki ilmoitti toukokuussa 2007 ostavansa käteisellä 62 % eQ Online -konsernista ja tekevänsä pakollisen ostoparjousen kaikista eQ:n osakkeista samaan hintaan.

*Yrityskaupat
kansainvälistävät
rahoitustoimialaa.*

⁵ Rata tiedottaa 2/2007.

⁶ Vakuutusvalvontaviraston lehdistötiedote 7.3.2007.

Taulukko 2.

Rahoitusmarkkinoiden integraatiohankkeet

	<i>Rahoituslaitokset</i>	<i>Maksaminen</i>	<i>Arvopaperimarkkinat</i>
<i>Markkinat</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Kansainväliset ja sektoreiden väliset fuusiot 	<ul style="list-style-type: none"> • Yhtenäinen euromaksualue (SEPA) 	<ul style="list-style-type: none"> • Pörssifuusiot • Arvopaperikeskusten yhteistyöhankkeet
<i>Keskuspankit</i>	<ul style="list-style-type: none"> • EU-tason vakausanalyysi ja stressitesti 	<ul style="list-style-type: none"> • Keskuspankkien maksujärjestelmä (TARGET2) 	<ul style="list-style-type: none"> • Eurojärjestelmän TARGET2-Securities-hanke
<i>Sääntely ja valvonta</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Vakavaraisuussääntely <ul style="list-style-type: none"> – Basel II (pankit) – Solvenssi II (vakuutusyhtiöt) • Valvonnan yhteistyö 	<ul style="list-style-type: none"> • Maksupalveludirektiivi • Kilpailupolitiikka 	<ul style="list-style-type: none"> • Direktiivi rahoitusväleiden markkinoista (MiFID) • Menettelytapaohjeet (Code of Conduct) • Valvonnan yhteistyö

Rahoitusmarkkinoiden integraatio etenee useilla eri rintamilla (taulukko 2). Voimakas rakennemuutos ja kansainvälistyminen asettavat suuria haasteita sääntelylle ja valvonnalle (ks. kehikko). Yhä suurempi osa rahoitusmarkkinoiden toimijoista on kansainvälisiä konserneja, joilla on merkittävää toimintaa useissa eri maissa. Valvojien ja muiden rahoitusmarkkinoiden vakaudesta vastaavien viranomaisten entistä tiiviimpi kansainvälinen yhteistyö on avainasemassa kehitykseen liittyvien vakaushukien minimoimiseksi.

Rahoitusjärjestelmän infrastruktuuri

Sekä tärkeimpien kansainvälisten että kansallisten maksu- ja selvitysjärjestelmien toiminta on ollut varsin luotettavaa, vaikkakaan ei täysin häiriötöntä. Globaalisti merkittävällä viestintäpalveluiden tarjoajalla SWIFTillä⁷ oli

⁷ Vuonna 2006 SWIFTillä oli 8 105 käyttäjää 207 maassa ja sen kautta lähetettiin 2 806 miljardia sanomaa. Tässä oli kasvua edellisvuotiseen verrattuna 13,7 %. SWIFT Annual Report 2006 (http://www.swift.com/index.cfm?item_id=61877).

keväällä 2007 vakava häiriö, jonka aikana kaikki sen viestintäpalvelut olivat poissa käytöstä noin tunnin ajan. SWIFTin varajärjestelyt kuitenkin toimivat suunnitellusti, joten häiriön vaikutukset jäivät lopulta vähäisiksi.

Yhtenäisen euromaksualueen (Single Euro Payments Area, SEPA) toteutuksen on määrä alkaa vuoden 2008 alussa. Hankkeen tavoitteena on, että euromaksut voidaan suorittaa yhtä tehokkaasti ja turvallisesti maiden välillä kuin kansallisestikin. Pankkien yhteistyöelimenä toimiva Euroopan maksuneuvosto (European Payments Council, EPC) on määritellyt SEPA-tilisiirron ja -suoraveloituksen sekä yleiset vaatimukset SEPA-maksukorteille. Maksun saajalle annettavaan valtakirjaan perustuvaa SEPA-suoraveloituksen nykymallia on kritisoitu turvattomaksi. Pankit ovatkin valmistelemassa uutta rinnakkaista mallia, jossa valtakirjan tarkistaisi maksajan pankki. SEPA-tuotteiden on tarkoitus korvata kansalliset maksutuotteet vuoden 2010 loppuun mennessä.

Finanssivalvonnan tehostaminen Suomessa ja EU:ssa

Rahoitusyritysten toimintaympäristö on maailmanlaajuisesti muuttunut voimakkaasti viimeisen parin vuosikymmenen aikana. Muutosten seurauksena pankkien ja muiden rahoituslaitosten väliset erot ovat hämärtyneet, kun eri toimialojen yritykset ovat yhdistyneet ja liittoutuneet ja niiden tuotteet ja riskit ovat samankaltaistuneet. Useissa maissa viranomaiset ovat vastanneet kehitykseen keskittämällä finanssialan valvonnan joko yhteen organisaatioon tai joissakin tapauksissa – ns. kahden kärjen mallin mukaisesti – vakavaraisuus- ja markkinavalvonnasta vastaaville erillisille organisaatioille.

Suomessa uusi hallitus on esittänyt hallitusohjelmassaan Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston yhdistämistä yhdeksi viranomaiseksi. Hanke tehostaa rahoitus- ja vakuutusmarkkinoiden valvontaa Suomessa. Rahoitus- ja vakuutusvalvonnassa on synergiaetuja osaa- misvaatimusten ja yhteisten valvottavien kautta. Kustannustehokkuuden tavoitteet edellyttävät myös finanssivalvonnassa riittävää asiantuntemuksen keskittämistä. Tehokkuusedut korostuvat etenkin pienen maan, kuten Suomen, tapauksessa. Yksi valvoja takaa samantyyppisissä toiminnoissa tasapuolisen ja yhtenäisen kohtelun kaikille.

Rahoitustoimialan lisääntyvä integraatio on myös haaste rahoitusmarkkinoiden vakaudesta vastaavien viranomaisten – lähinnä valvojien, keskuspankkien ja valtiovarainministeriöiden – maiden väliselle yhteistyölle. Viimeaikaisia esimerkkejä käynnissä olevasta muutoksesta ovat suurten eurooppalaisten ja pohjoismaisten pankkien yritys- järjestelyt, kuten hollantilaisesta ABN Amrosta annetut ostotarjoukset ja Sampo Pankin myynti Danske Bankille. Maiden rajat ylittävien pankkiryhmien merkityksen kasvu onkin voimistanut keskustelua siitä, ovatko EU:n nykyiset viranomaisjärjestelyt riittävät rahoitusmarkkinoiden vakauden takaamiseksi ja onko valvonta ylipäänsä tehokasta.

EU:n pankkivalvonta on vuodesta 1989 lähtien perustunut kotivaltioperiaatteeeseen. Tämän periaatteen nojalla pankille toimiluvan antaneen EU-maan valvoja valvoo koko pankkiryhmää samoin kuin pankin ulkomailla toimivia sivukonttoreita. Kotivaltioperiaatetta ei sovelleta pankin ulkomaisiin tytäryhtiöihin, joita valvovat niiden sijainti- eli isäntämaiden valvontaviranomaiset. Rahoitusmarkkinoiden integraation ja kansainvälistymisen seurauksena eri maiden viranomaisten vastuut ja valtuudet eivät enää ole täysin linjassa keskenään.

EU:ssa on viime aikoina laadittu useita selvityksiä rahoitusmarkkinoiden sääntelyn ja valvonnan kehittämistarpeista. Selvitysten lähtökohtana on, että EU:n rahoitusvalvonnan perusrakenteita ei muuteta lähivuosien aikana. Pankkivalvontaa pyritään tehostamaan monin käytännön toimenpitein muuttamatta pankkiryhmän koti- ja isäntävaltion valvojien nykyisiä vastuita. Toisaalta tytäryrityksien kautta toimivien pankkiryhmien valvonnassa on vahvistettu kotivaltion valvojan päätösvaltaa.

Suomessa ulkomaisten toimijoiden markkinaosuus on hyvin suuri lähes kaikilla rahoitusmarkkinoiden lohkoilla. Ulkomaisen omistuksen merkityksen kasvaessa uhkana on finanssitoiminnan sivukonttoristuminen ja valvontavastuun siirtyminen pois Suomesta merkittävilta osiltaan. Rahoitusmarkkinoiden vakauden ylläpitäminen edellyttää isäntävaltion valvojan osallistumista kansallisten markkinoiden kannalta merkittävien ulkomaisomisteisten toimijoiden valvontaan, olivat ne tytäryrityksiä tai sivukonttoreita. Tämän johdosta on tärkeää, että koti- ja isäntävaltion valvojien välistä yhteistyötä edistetään kaikin mahdollisin keinoin – myös EU:n lainsäädännössä.

Isäntävaltion valvontaviranomaisten asemaa maassa toimi-

vien kansallisesti merkittävien ulkomaisten sivukonttoreiden valvonnassa tulisi vahvistaa erityisesti seuraavilla neljällä toimenpiteellä. Ensiksikin pankkiryhmän kotimaan valvojalla tulisi olla *pakottava velvoite toimittaa kansallisesti merkittävän sivukonttorin valvojalle olennainen tieto pankkiryhmän taloudellisesta asemasta*. EU-lainsäädännössä on jo nykyisin vastaavanlainen velvoite pankkiryhmän kotimaan ja sen kansallisesti merkittävän tytäryhtiön valvojan välisestä tietojenvaihdosta. Toiseksi *kansallisesti merkittävien sivukonttoreiden normaaliaikojen valvontatehtävien (mutta ei vastuiden) delegointi isäntämaan valvojalle tulisi tehdä pakolliseksi*. EU:n nykyinen lainsäädäntö antaa mahdollisuuden mutta ei velvoita valvontatehtävien delegointiin. Kolmanneksi *maiden rajat ylittävän pankkiryhmän kotimaan ja sen kansallisesti merkittävien sivukonttoreiden valvojien välisen valvontaryhmien muodostamisen tulisi olla pakollista ja sivukonttoreiden valvojilla tulisi myös olla oikeus osallistua ja tulla kuulluksi koko pankkiryhmää koskevissa merkittävässä valvonnallisissa päätöksissä*. Tällaiset valvontaryhmät ovat jo käytössä pankkiryhmän kotimaan ja sen kansallisesti merkit-

tävien tytäryhtiöiden valvojien välillä. Lopuksi *kansallisesti merkittävän sivukonttorin isäntämaan rahoitusjärjestelmän vakaudesta vastaavilla viranomaisilla tulisi olla mahdollisuus osallistua pankkiryhmää koskevaan kriisinhoitoon*, jos pankkiryhmän taloudelliset vaikeudet voivat uhata isäntämaiden kansallisten rahoitusjärjestelmien vakautta.

Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurien päävastuullisia yleisvalvojia ovat kansallisten järjestelmien sijaintimaan keskuspankit. Monikansallisten järjestelmien päävastuulliseksi yleisvalvojaksi on valittu Euroopan keskuspankki. Yhtenäisen euromaksualueen synty ja muu markkinakehitys voivat johtaa myös järjestelmien yhdistymiseen, ja tällöin kansalliset keskuspankit eivät enää nykyisellä tavalla ole oman maansa maksuja ja arvopaperitapahtumia käsittelevien järjestelmien päävastuullisia yleisvalvojia. Tällöin yhteisesti sovitut arviointistandardit ja -menetelmät, tiedonkulku keskuspankkien välillä sekä kaikkien asianomaisten keskuspankkien näkemysten riittävä huomiointi järjestelmien yleisvalvonnassa muodostuvat erityisen tärkeiksi. Toisaalta jokaisesta oman maan kannalta merkittävästä järjestelmästä tulee voida

tehdä arvio siitä näkökulmasta, miten se palvelee eri tilanteissa kansalaisten ja yritysten tarpeita.

Infrastruktuurien yleisvalvonnan järjestämisessä ei ole tarvetta EU-lainsäädäntötoimiin, sillä keskuspankit ovat itsenäisesti luoneet tehokkaan infrastruktuurien yleisvalvontajärjestelmän nykyisen toimivaltansa mukaisesti. Sen sijaan valvontaviranomaisten infrastruktuuriin kohdistuvassa kansainvälisessä yhteistyössä ei vastaavaa järjestelyä ole. Tulisikin selvittää, onko tähän tarvetta valvojien toimien ja vastuiden tehokkaan hoitamisen sekä valvontainformaation vaihdon varmistamiseksi järjestelmien yhdistyessä yli rajojen.

Yhtenäinen euromaksualue luo muutospaineita maksuinfrastruktuuriin. Maksujärjestelmien tulee kyetä käsittelemään uusia yhdenmukaisia maksuvälineitä. Lisäksi maksupalveluiden tarjoajat joutuvat toimintaympäristön kansainvälistyessä harkitsemaan, minkälainen infrastruktuuri on sovelia in tulevaisuudessa. Euroopassa on tällä hetkellä toiminnassa yksi yhtenäisen euromaksualueen maksujen selvityskeskus⁸, Euro Banking Association -yhteenliittymän STEP 2 -järjestelmä, ja tietyillä toimijoilla on suunnitelmia rakentaa sille kilpailevia järjestelmiä. Vaikuttaa kuitenkin siltä, että maksupalvelun tarjoajat monessa maassa mieluummin muuttavat järjestelmänsä SEPA-kelpoisiksi kuin siirtyvät käyttämään STEP 2 -järjestelmää.

Päivitetyn SEPA-siirtymäsuunnitelman⁹ mukaan pankit luovat Suomessa peruspalveluille yhtenäiset käytännöt ja standarditason. Tämän lisäksi ne voivat tarjota erilaisia lisäpalveluita. Pankit ottavat SEPA-tilisiirron käyttöön vuoden 2008 alussa. SEPA-suoraveloitukseen pankit suhtautuvat varauksellisesti, koska siihen liittyy riskejä ja lisäkustannuksia kehittyneempiin maksutapoihin verrattuna. Sen vuoksi suomalainen suoraveloitus säilyy pankkien nykyisen arvion mukaan pidempään kuin vuoden 2010 loppuun. Pankit suosittelivat asiakkailleen suoraveloituksen

sijaan verkkolaskun käyttöönottoa. SEPA-kortit pankit ottavat käyttöön Euroopan maksuneuvoston määrittelmän aikataulun mukaisesti, ja Suomen nykyisestä pankkikorttijärjestelmästä luovutaan.

Suomalaiset pankit liittyvät STEP 2 -järjestelmään ja selvittävät tällä hetkellä myös muita mahdollisuuksia pankkien välisen maksuliikenteen hoitamiseksi. Tämä voi johtaa nykyisen kansallisen vähittäismaksujärjestelmän PMJ:n lopettamiseen.

Pankit ovat muuttaneet ulkomaanmaksujen yleisiä ehtoja, ja nykyisissä ehdoissa todetaan, että pankit voivat joutua luovuttamaan maksajaa koskevia tietoja EU:n tai muiden maiden viranomaisille.¹⁰ Muutosten taustalla ovat viranomais selvitykset Yhdysvaltojen viranomaisten pääsystä SWIFTin maksutietoihin terrorismin torjuntaa varten.

Infrastruktuurien yhdentyminen ja globaalistuminen aiheuttavat sen, että järjestelmien häiriöiden vaikutukset ovat laajempia ja merkittävämpiä kuin aikaisemmin. Esimerkiksi edellä kuvattu SWIFTin häiriö olisi voinut johtaa hyvinkin vakaviin ongelmiin rahoitusmarkkinoilla. Yhtenäinen euromaksualue SEPA johtaa kansallisten maksuvälineiden katoamiseen ja maksupalveluiden tarjoajien välisten maksuinfrastruktuurien muutoksiin. Onnistuessaan

SEPA on mahdollisuus tehostaa eurooppalaisia maksupalveluita.

⁸ Pan-European Automated Clearing House (PEACH).

⁹ Päivitetty siirtymäsuunnitelma on luettavissa Finanssialan Keskusliiton verkkosivuilla (www.fkl.fi).

¹⁰ Velvollisuus luovuttaa tietoja viranomaisille tulee näkyviin maksuliikenne-ehdoissa. Finanssialan Keskusliitto, 30.3.2007 (http://www.fkl.fi/asp/system/empty.asp?P=2316&VID=default&SID=510055965699798&S=1&C=19979&A=open_news:item_www:3012).

*Integraatio on
infrastruktuurille
myös haaste.*

SEPA parantaa maksamisen turvallisuutta ja tehokkuutta. Siten se on hyvin kannatettava hanke, joskaan ei täysin ongelmaton. Peruskysymyksiä ovat: Miten maksupalveluiden ja infrastruktuurien tehokkuutta edistetään? Miten varmistetaan, ettei maksupalveluiden taso vaarannu niissä maissa, joissa se on huippuluokkaa (kuten Pohjoismaissa)? Miten varmistetaan, että toisessa maassa sijaitseva infrastruktuuri tarjoaa laadukkaita ja luotettavia palveluita myös kriisitilanteissa?

Eryteisesti korttimaksuissa huolenaiheena ovat markkinamuutosten vaikutukset käyttäjien – kauppiaiden ja kortinhaltijoiden – kustannuksiin sekä kilpailuun yleensä. Duopolistiset, Visan ja Mastercardin hallitsemat korttimarkkinat eivät olisi välttämättä toivottavat. Kilpailun edistämiseksi tulisi syntyä myös muita maksukorttipalveluita tai uskottava uhka, että sellaisia voi tulla markkinoille.

SEPA mahdollistaa kustannus-hyödyt maksujärjestelmiä yhdistämällä. Markkinatoimijat eivät kuitenkaan ole ainakaan vielä hyödyntäneet tätä mahdollisuutta. Vaarana on, että syntyy ympäristö, jossa kansallisia maksuja käsitellään, kuten nykyäänkin kansallisissa järjestelmissä, jotka linkitetään yleiseurooppalaiseen selvityskeskukseen maasta toiseen suoritettavia maksuja varten. Tällainen kaksiportainen järjestelmä olisi haitallinen tehokkuuden kannalta. Usean yleiseurooppalaisen selvityskeskuksen synty on myös toivottavaa kilpailun edistämiseksi.

Suomalaiset pankit ovat todenneet pyrkivänsä säilyttämään nykyisen kansallisen palvelutason täydentämällä eurooppalaista peruspalvelutasoa lisäpalveluin. Lisäpalvelut eivät kuitenkaan saa tarkoittaa lisähintaa, vaan nykyinen kansallinen palvelutaso tulee säilyttää nykyisin tai nykyistä halvemmin hinnoin. Palveluiden kehittäminen ei myöskään saisi pysähtyä odottamaan muiden maiden pääsemistä Suomen kanssa samalle palvelutasolle.

SEPA-oloissa käytettävää infrastruktuuria ei tule valita vain hinnan perusteella, vaan valinnassa on otettava huomioon myös palveluiden laatu ja toiminnan jatkuvuus, myös kriisitilanteissa. Viranomaisille infrastruktuurien yhdistyminen on haaste, koska järjestelmien valvonta tai yleisvalvonta siirtyvät toisen maan viranomaisille (ks. myös kehikko). Riittävä tietojen saanti ja vaikuttamismahdollisuudet on turvattava. Valittavan infrastruktuurin tulee täyttää keskuspankkien järjestelmille asettamat, mm. tehokkuutta, luotettavuutta, käytettävyyttä, sijaintia ja hallintoa koskevat yleisvalvontavaatimukset ja politiikkalinjaukset.

EU:n maksupalveludirektiivi hyväksyttiin keväällä 2007. Sen tavoitteena on yhdenmukaistaa maksamiseen liittyvä lainsäädäntö EU-alueella ja edistää kilpailua lisäämällä maksupalveluiden käyttäjien vaihtoehtoja sekä parantaa maksupalveluiden turvallisuutta ja tehokkuutta. Laajan sovellusalan vuoksi direktii-

vi vaikuttaa lähes kaikkeen maksamiseen, mm. riippumatta maksun koosta sekä siitä, onko kyseessä kansallinen vai EU:n sisällä maasta toiseen suoritettava maksu. Direktiivi sisältää määräykset maksupalveluiden käyttäjien ja tarjoajien tiedonantovelvoitteista sekä oikeuksista ja vastuista. Direktiivillä säädetään myös, että vain perinteiset luottolaitokset, sähköisen rahan laitokset, postit, joilla on kansallisen lainsäädännön mukaan oikeus tarjota maksupalveluita, sekä maksulaitokset saavat tarjota EU:n laajuisia maksupalveluita. Direktiivi sisältää myös maksulaitosten ns. sääntelykehikon. Direktiivi on saatettava kansallisessa lainsäädännössä voimaan 1.11.2009 mennessä.

Maksupalveludirektiivi on merkittävä askel yhtenäisen euromaksualueen luomisessa, sillä se yhdenmukaistaa maksamiseen liittyvän lainsäädännön EU:ssa. Suurimpana kysymysmerkkinä ovat direktiivin vaikutukset kilpailuun. Maksulaitosten perustamisella pyritään nimenomaisesti lisäämään kilpailua maksumarkkinoilla, joita pankit hallitsevat nykyään. Kilpailukysymys on merkittävä, sillä Euroopan komission vähittäispankkitoiminnan kilpailutilannetta käsittelevässä tutkimuksessa havaittiin useita kilpailuongelmia maksukorttien ja -järjestelmien sekä vähittäispankkitoiminnan tuotteiden markkinoilla.¹¹

¹¹ Euroopan komission lehdistötiedote 31.1.2007 (<http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/114&format=HTML&aged=0&language=FI&guiLanguage=en>).

Maksulaitosten ns. sääntelykehikkoa luotaessa pyrittiin kompromissiin yhtäältä maksulaitosten taloudellisen vakauden ja asiakkaiden varojen suojan sekä toisaalta riittävän kevyen sääntelyn välillä, jotta maksulaitoksia todella syntyisi ja kilpailu lisääntyisi. Aika ja markkinat näyttävät, ovatko maksulaitoksille asetetut vaatimukset (mm. oman pääoman vaatimukset) liian tiukkoja, mistä syystä maksulaitoksia ei syntyisi eikä kilpailun lisäämistavoitetta saavutettaisi odotetulla tavalla. Maksulaitoksen perustaminen voi olla esimerkiksi kauppaketjuille houkutteleva vaihtoehto luottolaitoksen perustamisen sijaan.

Arvopaperimarkkinoilla pörssit ja arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmät hakevat edelleen yhteistyökumppaneita, mutta pääasiassa EU:n ulkopuolelta. Kansainvälisesti merkittävin muutos oli New Yorkin pörssin NYSE:n ja neljää eurooppalaista osakepörssiä hallinnoivan Euronextin sulautuminen, jonka kummankin yhtiön osakkeenomistajat hyväksyivät joulukuussa 2006. Uudesta yhtiöstä muodostui listojensa yhdistetyltä markkina-arvolta maailman selvästi suurin ja likvidein pörs-siryhmittymä. Suomen kannalta merkittäviä markkinamuutoksia ovat OMX:n vaihtoehtoisen markkinapaikan (ns. First North) laajeneminen Suomen ja Baltian markkinoille vuoden 2007 kuluessa, OMX:n irtaantuminen Suomen Arvopaperikeskuksen (APK) omistavasta pohjoismaisesta

Miten maksupalveludirektiivi edistää kilpailua?

Arvopaperimarkkinoilla haetaan globaalia yhteistyötä.

Keskuspankitkin hakevat tehokkuutta järjestelmämuutoksien.

arvopaperikeskusryhmittymästä (Nordic Central Securities Depository, NCSD) sekä OMX:n ja amerikkalaisen teknologiapörssin Nasdaqin yhdistymissuunnitelmat. OMX:n ja Nasdaqin omistusyhtiöt ovat allekirjoittaneet alustavan yhdistymissopimuksen, ja yhdistymiselle on keskeisten osakkeenomistajien tuki. Yhdistymisessä syntyisi maailman johtava pörssi- ja teknologiayritys ja suurin maailmanlaajuinen, teknologian avulla linkitetty pörssien ja pörssiasiakkaiden verkosto.

Suomen Arvopaperikeskuksen (APK) ja Ruotsin arvopaperikeskuksen VPC:n visiona on luoda yhdenmukaistettu pohjoismainen kaupankäynnin jälkeinen infrastruktuurijärjestely arvopaperitapahtumien selvitykselle ja toimitukselle, yhtiötapahtumille ja rekistereille (ns. Nordic Single -hanke). Hankkeen painopiste on tällä hetkellä markkinakäytäntöjen yhtenäistämässä ja arvopaperikeskusten palveluiden integroimisessa. Näiden vuoksi Suomen Arvopaperikeskus on järjestänyt useita konsultaatioita. Pörssien tulevaisuuden suunnitelmat saattavat osoittaa erittäin haastaviksi arvopaperikeskuksen näkökulmasta.

TARGET2-järjestelmän käyttöönotolla keskuspankit pyrkivät tehostamaan omia järjestelmiään mm. luopumalla kansallisista teknisistä laitealustoista sekä yhtenäistämään ja parantamaan palvelujaan. Uuden järjestelmän on tarkoitus aloittaa toimintansa kolmessa vaiheessa marraskuus-

ta 2007 alkaen. Suomi siirtyy järjestelmään helmikuussa 2008.

Lisäksi euroalueen keskuspankit suunnittelevat järjestelmää, joka tarjoaisi tehokkaita arvopaperien toimituspalveluita keskuspankkirahassa (ns. TARGET2-Securities-järjestelmä). Järjestelmää suunnitellaan tiiviissä yhteistyössä markkinatoimijoiden kanssa ja lopullinen päätös järjestelmän rakentamisesta tehdään vuoden 2008 alussa (ks. myös artikkelia ”TARGET2-Securities tuo tehokkuutta arvopaperiselvitykseen” tässä lehdessä). Keskuspankit suunnittelevat myös tehostavansa keskuspankkivaikuuksien välitysjärjestelmäänsä. Uudessa järjestelmässä (ns. Collateral Central Bank Management, CCBM 2) sekä kansalliset että maiden väliset vakuusoperaatiot käsiteltäisiin yhteisellä laitealustalla. Perusmääritykset tehdään samalla aikataululla kuin TARGET2-Securities-järjestelmälle.¹²

Eurooppalaiset pörssien, keskusvastapuolien ja arvopaperikeskusten yhteistyöjärjestöt allekirjoittivat marraskuussa 2006 selvitys- ja toimitusjärjestelmiä koskevat menettelytapaohjeet (Code of Conduct for clearing and settlement). Ne koskevat osakkeita ja ovat markkinoiden itsesääntelyä, jolla pyritään tehostamaan kaupankäynnin jälkeistä infrastruktuuria ja parantamaan sen avoimuutta. Säännöt sisältävät kolme aihealuetta: 1) palveluiden hintojen vertailtavuu-

¹² The next generation of Collateral Management – Initial Consultation. EKP (<http://www.ecb.int/ecb/cons/html/t2securities.en.html>).

den varmistaminen, 2) järjestelmien pääsyehtojen ja yhteentoimivuuden määrittäminen mm. tasapuolisten pääsyehtojen varmistamiseksi sekä 3) tuottojen ja kulujen erottelu palveluittain kirjanpidossa, jotta asiakkaat voivat valita vain ne palvelut, joita haluavat, ja saavat tiedot juuri niistä. Näistä ensimmäinen pantiin jo toimeen joulukuuhun 2006 mennessä, ja seuraavien aihealueiden toimeenpanon takarajat ovat kesäkuun 2007 loppu ja tammikuun 2008 alku. Euroopan komissio seuraa sääntöjen täytäntöönpanoa.

Rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurien (ml. arvopaperien kaupankäynti, selvitys- ja toimitusjärjestelmät) integraatio ja yhdenmukaistus

etenevät sysäyksittäin. Kehitys on markkinoiden tehokkuuden kannalta myönteistä. Rakennemuutoksissa on kuitenkin otettava huomioon järjestelmille asetetut yleisvalvonta- ja käyttäjävaatimukset. Suomen Pankin pohjoismaista arvopaperikeskusryhmittymää (NCSD) koskevaa yleisvalvontaa harjoitetaan Ruotsin keskuspankin kanssa yhteistyösopimuksen mukaisesti. Tässä yhteistyössä kiinnitetään vuonna 2007 erityistä huomiota kriisienhallintavalmiuksiin.

Asiasanat: rahoitusjärjestelmä, vakaus, pankkisektori, arvopaperimarkkinat, maksu- ja selvitysjärjestelmät

Myös muuttuva maailma edellyttää kriisienhallintavalmiuksia.

Katsaus Japanin rahapolitiikkaan

24.5.2007

Japanin keskuspankki on yksi maailman merkittävimmistä rahapolitiittisista päättäjistä. Viime vuosina se on joutunut harjoittamaan rahapolitiikkaa oloissa, joista teollisuusmailla ei ole aiempaa kokemusta. Japani ajautui 1990-luvulla sitkeään taantumaa, jota seurasi kuluttajahintojen lasku. Talous ajautui deflaatiokierteeseen, ja keskuspankki laski vuosikymmenen lopulla korot nolllaan. Tämäkään ei riittänyt, vaan vuonna 2001 keskuspankki joutui omaksumaan ns. määrällisen keventämisen rahapolitiikan eli keventämään rahapolitiikkaa likviditeettiä lisäämällä.

Vuodesta 2002 Japanin talous on elpynyt yhtäjaksoisesti. Rahapolitiikassa on palattu takaisin korko-ohjaukseen, ja korkotaso on vähitellen normalisoitumassa. Kasvusta huolimatta inflaatiovauhti on pysynyt sitkeästi lähellä nollla, ajoittain jopa

tätä hitaampana. Japani on ollut eräänlainen rahapolitiittinen laboratorio, jossa on selvitetty, kuinka rahapolitiikalla pyritään irtautumaan deflaatiosta. Tästä syystä Japanin keskuspankin harjoittama rahapolitiikka on saanut erityistä huomiota. Varsin alhainen korkotaso, heikko jeni sekä ns. korkoerokaupankäynti (carry trade) ovat pitäneet Japanin rahapolitiikan myös rahoitusmarkkinoiden keskeisenä puheenaiheena.

Japanin keskuspankin institutionaalinen rakenne

Japanin keskuspankki perustettiin vuonna 1882, mutta vasta vuonna 1942 siitä tuli pysyvä keskuspankilakiin nojaava instituutio. Vuonna 1998 tuli voimaan perusteellisesti uudistettu keskuspankilaki, joka korostaa keskuspankin itsenäisyyden ja avoimuuden periaatteita.

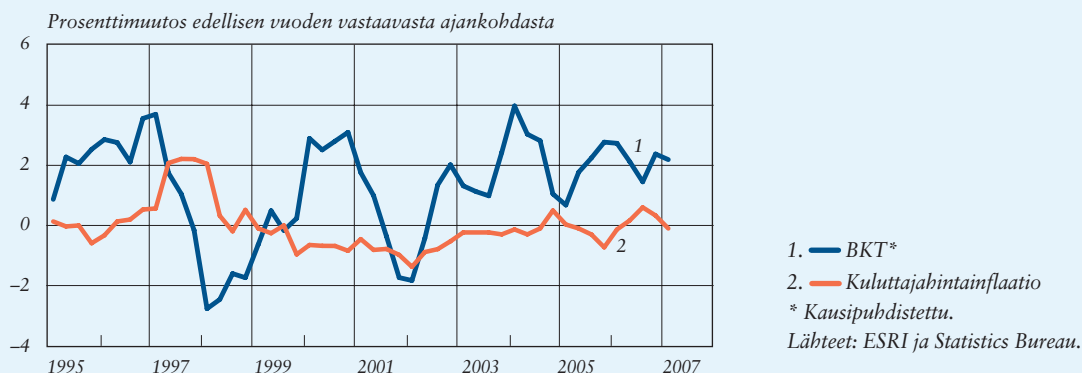
Lain mukaan rahapolitiikan tulee hintavakautta tavoitellen myötävaikuttaa talouden vakaaseen kehi-



Juuso Vanhala
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

Kuvio 1.

Bruttokansantuote ja inflaatio Japanissa



*Japanin
keskuspankin
itsenäisyys ja
avoimuus ovat
lisääntyneet
merkittävästi
viime vuosina.*

tykseen. Johtokunta päättää valuutta- ja rahapolitiikkaan liittyvistä rahamarkkinaoperaatioiden, diskonttokorkojen, lainakorkojen sekä pankeille asetettujen reservivaatimusten määrittelystä ja muutoksista sekä rahapolitiikan suuntaviivoista. Päätökset valuuttakurssipolitiikasta ja valuuttainterventioista ovat valtiovarainministeriön vastuulla, ja keskuspankki ainoastaan suorittaa valuuttaoperaatioita ministeriön päättämien suuntaviivojen mukaisesti.

Yleisen kansainvälisen kehityksen tapaan Japanin keskuspankin itsenäisyys ja avoimuus ovat lisääntyneet merkittävästi viime vuosina. Keskuspankkilain mukaan keskuspankin rahapolitiikan autonomiaa tulee kunnioittaa, mutta samalla keskuspankin tulee selvittää yleisölle rahapoliittisten päätösten perusteet. Muodollisesta itsenäisyydestä huolimatta laissa kuitenkin todetaan, että rahapolitiikan ja hallituksen talouspolitiikan tulee olla keskenään sopusoinnussa. Koska rahapolitiikka on osa yleistä talouspolitiikkaa, Japanin keskuspankin tulee aina ylläpitää tiiviitä yhteyksiä hallitukseen ja vaihtaa sen kanssa näkemyksiä riittävästi.

Korkein päättävä elin Japanin keskuspankissa on johtokunta, joka myös vastaa rahapoliittisesta päätöksenteosta. Johtokunta koostuu yhdeksästä valtioneuvoston nimittämästä ja valtiopäivien hyväksymästä jäsenestä (pääjohtaja, kaksi varapääjohtajaa ja kuusi muuta jäsentä). Se kokoontuu pääasiassa 1–2 kertaa kuukaudessa,

mutta tarpeen vaatiessa kokouksia voidaan pitää useamminkin.

Keskuspankkilain mukaan valtiovarainministeri sekä talous- ja finanssipolitiikasta vastaava ministeri voivat osallistua johtokunnan kokouksiin ja tuoda niissä julki harjoitettavaan rahapolitiikkaan liittyviä näkemyksiään. Osallistuessaan johtokunnan kokouksiin hallituksen edustajat voivat esittää rahapolitiikkaan liittyviä ehdotuksia tai pyytää lykkäämään rahapolitiikasta tehtävää äänestystä seuraavaan kokoukseen. Tätä oikeutta hallituksen edustajat ovat myös käyttäneet. Muodollisesti keskuspankki on kuitenkin riippumaton hallituksen näkemyksistä. Jos tällainen päätöksenlykkäyspyyntö esitetään, johtokunta päättää, ottaako se pyynnön huomioon vai ei.

Japanin keskuspankin johtokunta päättää rahapolitiikan suuntaviivoista ja markkinaoperaatioiden ohjesäännöstä rahapolitiikkakokouksissa. Hintavakauden saavuttamiseksi keskuspankki ohjaa yön yli -korkoa tasolle, joka on asetettu markkinaoperaatioiden tavoitteeksi. Japanin keskuspankki käyttää lähinnä avomarkkinaoperaatioita koron ohjaamiseen.

Muutoksia rahapolitiikassa

Japanin viime vuosikymmenen sitkeässä taantumassa, meneillään olevassa elpymisessä ja maassa harjoitetussa rahapolitiikassa on ollut varsin mielenkiintoisia vaiheita. Niin taloudelliset olosuhteet kuin rahapoliittiset

ratkaisutkin ovat olleet epätavanomaisia.

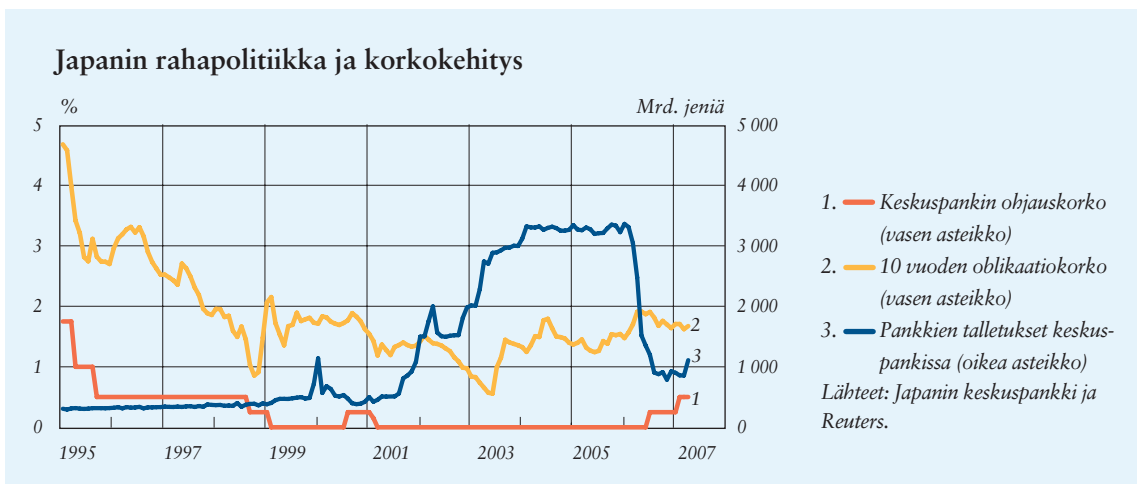
Osake- ja kiinteistökuplan puhkeamisen jälkeen Japanin talouskehitys oli 1990-luvulla hyvin vaisua ja kuluttajahinnat kääntyivät laskuun. Korot laskivat lähelle nollassa keskuspankin löysätessä rahapolitiikkaa. Helmikuussa 1999 keskuspankki laskei rahapoliittisen ohjauksen nollassaan ja omaksui huhtikuussa muodollisesti ns. nollakorkopolitiikan, jota se ilmoitti jatkavansa kunnes deflaatiopaineet hellittävät.

Talous Japanissa alkoi elpyä, ja elokuussa 2000 keskuspankki nosti ohjaukorkoa 0,25 prosenttiin luopuen näin nollakorkopolitiikasta. Tämän korkopäätöksen yhteydessä rahapolitiikkakokoukseen osallistuneet hallituksen edustajat käyttivät oikeuttaan pyyntöön lykätä koronostopäätöstä. Keskuspankin johtokunta päätti tuolloin olla noudattamatta tätä pyyntöä. Japanin talous

kuitenkin palasi taantumaan, ja ohjaukorkoa laskettiin.

Korkotason nollassa tultua vastaan Japanin keskuspankki omaksui maaliskuussa 2001 ns. määrällisen keventämisen rahapolitiikan. Tällä politiikalla pyrittiin suoraan lisäämään rahamarkkinoiden likviditeettiä kasvattamalla pankkien keskuspankissa olevien sekkitilien saldoja. Japanin keskuspankki nosti useaan otteeseen sekkitilien tavoitetasoa ja ilmoitti jatkavansa määrällisen keventämisen rahapolitiikkaa siihen saakka, kunnes kolme ehtoa on täyttynyt. Ensimmäinen inflaation tuli olla positiivinen useamman kuukauden ajan. Toiseksi tulevia kuukausia koskevien inflaatioennusteiden tulisi olla positiivisia. Kolmanneksi keskuspankki varasi itselleen oikeuden jatkaa määrällisen keventämisen politiikkaa, vaikka mainitut ehdot olisivat täyttyneet, mikäli se katsoi taloudellisen tilanteen olevan epäsuotuisa.

Kuvio 2.



Maaliskuussa 2006 Japanin keskuspankki määräitti ensimmäistä kertaa julkisesti inflaatiolle vaihteluvälin.

Takaisin korko-ohjaukseen

Vuonna 2002 alkanut vientivetoinen kasvu on johtanut yritys- ja pankkisektorin vähittäiseen tervehtymiseen, minkä seurauksena Japanin talous on viime vuosina päässyt kiinni myönteiseen kierteseen. Vienti ja yksityiset investoinnit ovat elpyneet, ja tuotanto ja yritysten voitot ovat kasvaneet. Myös palkkojen ja työllisyyden kehitys on alkanut kohentua. Elpymisen myötä myös edellytykset päästä pois deflaatioloukusta ovat konkretisoituneet.

Maaliskuussa 2006 Japanin keskuspankki ilmoitti asettamiensa ehtojen täyttyneen. Inflaatio (pois lukien jalostamattomat elintarvikkeet) oli marras- ja joulukuussa 2005 ollut 0,1 % ja kiihtynyt 0,5 prosenttiin tammikuussa 2006.¹ Lisäksi inflaation odotettiin jatkuvan positiiviseen suuntaan, joskin vaihtelevalla vauhdilla. Myös yleisen talouskehityksen näkymät olivat suotuisat.

Keskuspankki ilmoitti luopuvansa määrällisen keventämisen politiikasta ja siirtyvänsä takaisin korko-ohjaukseen. Johtokunnan näkemyksissä painotettiin, että markkinoiden likviditeettiä tuli vähentää vähitellen. Pankkien keskuspankissa olevien sekkitilien saldot tulisi supistaa reservivaatimustasolle usean kuukauden aikana rahoitusmarkkinoiden vakauden takaamiseksi. Määrällisestä rahapolitiikasta luopumisen yhteydessä hallituksen edustajat eivät vastusta-

neet päätöstä, mutta painottivat, että keskuspankin tulisi tukea talouskehitystä ja deflaatiosta irtautumista pitämällä ohjauskorkoa nollassa.

Maaliskuussa 2006 Japanin keskuspankki määräitti ensimmäistä kertaa julkisesti inflaatiolle vaihteluvälin. Tämä vaihteluvälin määrittäminen on osa keskuspankin pyrkimystä lisätä rahapolitiikan avoimuutta. Keskuspankki ilmoitti 0 ja 2 prosentin välillä olevan inflaatiovauhdin vastaavan sen käsitystä hintavakaudesta. Vaihteluväli valittiin siten, että siihen sisältyi kaikkien johtokunnan jäsenten käsitys hintavakaudesta. Japanin keskuspankki on kuitenkin todennut, että tämä vaihteluväli ei ole tavoite ja että siinä pysyminen ei ole välttämätöntä. Lisäksi keskuspankki päivittää näkemyksensä vaihteluvälistä kerran vuodessa, mikä vähentää sen ilmoittamisen hyödyllisyyttä markkinaodosten muokkaamisessa.

Ilmoitetun vaihteluvälin alaraja on alhaisempi kuin useimpien muiden keskuspankkien käyttämässä vaihteluväleissä, jotka enimmäkseen sijoittuvat välille 1–4 %. Viitaten Japanin edelleen hitaaseen inflaatiovauhtiin ja mahdollisiin deflaatiopaineisiin mm. OECD on kritisoinut vaihteluvälin alarajan alhaisuutta. Toisaalta 1970-luvun jälkeen inflaatiovauhti on Japanissa pääasiassa ollut hitaampi kuin muissa teollisuusmaissa keskimäärin.

Samalla kun Japanin keskuspankki luopui määrällisestä rahapolitiikasta, se julkisti uuden rahapolitiikan strategiansa. Sen mukaan keskus-

¹ Tarkistuneiden lukujen mukaan inflaatio oli hitaampaa alkuvuonna 2006.

pankki tarkastelee taloudellista toimintaa ja hintoja kahdesta näkökulmasta. Ensimmäisessä näkökulmassa keskitytään ennustettuun talouskehitykseen 1–2 vuoden aikavälillä ja arvioidaan todennäköiseksi katsottua kehitystä vakaan kasvun ja hintavakauden kannalta. Toiseksi näkökulmaksi on valittu talous- ja hintakehityksen tarkastelu pidemmällä aikavälillä keskittyen hintavakauteen ja vakaaseen kasvuun pyrkivän rahapolitiikan kannalta merkittävimpiin riskeihin.

Rahapoliittista ohjauskorkoa nostettiin heinäkuussa 2006 nollassa 0,25 prosenttiin. Johtokunnan näkemysten mukaan talous oli elpymässä erityisesti viennin ja yrityssektorin osalta. Yksityisessä kulutuksessa havaittiin vaisuuden merkkejä, joita pidettiin kuitenkin tilapäisinä. Kulutuskysynnän uskottiin lisääntyvän työmarkkinoiden kiristymisen ja sen mukana kasvavien ansioiden myötä. Keskuspankin näkemyksen mukaan tuotanto näytti ylittävän potentiaalisen tuotannon tason ja talouden resurssirajoitteet yleistyivät. Myös inflaation arvioitiin jatkuvan.

Keskuspankin johtokunta katsoi, että taloudellisen tilanteen parantumisen nollakoron stimuloiva efekti oli vähitellen voimistunut ja tämä saattaisi vastaisuudessa aiheuttaa suuria heilahteluja taloudellisessa toiminnassa ja hinnoissa. Näin ollen koron nostaminen oli perusteltua. Keskuspankissa pidettiin myös tärkeänä, että markkinoilla ymmärretään rahapoli-

tiikan tukevan kasvua. Koronnostosta huolimatta tähtäimessä ei ollut koronnostojen sarja nopeassa tahdissa. Tätä seikkaa myös hallituksen edustajat toivoivat korostettavan keskuspankin viestinnässä.

Korkotason normalisoituminen

Japanin rahapolitiikan irtauduttua määrällisestä keventämisestä ja palautua korkopolitiikkaan, on kiinnostus kohdistunut ohjauskoron normalisoinnin tahtiin.

Inflaatiokehitys on kuluneen vuoden aikana pysynyt lähellä nollassa, vaikka talous on ollut kasvussa. Keskuspankin lausunnoissa on painotettu yleistä talouskehitystä enemmän kuin inflaatiota. Hintojen nousun tarkastelussa keskuspankki on painottanut pidemmän aikavälin kehitystä ja ennakoivaa inflaation torjumista.

Viime heinäkuisen koronnoston jälkeen Japanin talouskehitys oli erityisesti syksyllä 2006 odotettua vaimeampaa ja inflaatiovauhti hidastui takaisin nollan tuntumaan. Vaikka talouden hidastumista pidettiin keskuspankin lausunnoissa tilapäisenä, ei koronnostolle ollut riittäviä perusteita vuoden jälkimmäisellä puoliskolla.

Toisaalta keskuspankki on kantanut huolta Tokion ja muiden suurten kaupunkien kiinteistöjen hintojen noususta. Japanin “hukattuun vuosikymmeneen” johtanut osake- ja kiinteistökuplan puhkeaminen 1990-luvun vaihteessa on vielä tuoreessa muistissa, ja vastaava kiinteistömark-

Inflaatiokehitys on kuluneen vuoden aikana pysynyt lähellä nollassa, vaikka talous on ollut kasvussa.

Huolimatta nollan lähellä olevasta inflaatiovauhdista keskuspankki on ilmoittanut, että korkojen vähittäistä nostamista jatketaan.

kinoiden ylikuumeneminen halutaan luonnollisesti ehkäistä ennalta. Tämä kaksijakoinen tilanne, jossa yhtäältä pysyvä irtautuminen deflaatiosta ja toisaalta kiinteistöjen hintojen nousu ovat ajankohtaisia, on tehnyt rahapolitiikan mitoittamisesta hankalaa.

Myönteisten talouslukujen myötä Japanin keskuspankki nosti ohjaukorkoa 0,5 prosenttiin helmikuussa 2007. Helmikuisen koronnoston perustelut nojasivat yleiseen talouskehitykseen ja pidemmän aikavälin inflaatiokehitykseen. Keskuspankin mukaan kulutuskysynnän heikkous oli osoittautunut enimmäkseen tilapäisistä tekijöistä johtuvaksi, kun taas loppuvuoden 2006 ja vuoden 2007 alun tiedot viittaisivat kulutuksen elpymiseen. Inflaatiovauhti oli ollut varsin hidaskas, aivan nollan tuntumassa. Pidemmällä aikavälillä inflaation arvioitiin kuitenkin jatkuvan positiivisena ja tuotannon ylittävän talouden potentiaalisen tuotannon tason. Johtokunnassa katsottiin tärkeäksi tuoda julki, että koronnosto tehtiin eteenpäin katsovin perustein ja siten, että se heijastaa arvioitua talous- ja inflaatiokehitystä 1–2 vuoden perspektiivillä. Toisin sanoen keskuspankin koronnostopäätös tehtiin pidemmän aikavälin näkökulmasta ja tietoisina siitä, että inflaatiovauhti saattaa lyhyellä aikavälillä olla varsin hidaskas ja jopa negatiivinen.

Hinnat (pois lukien jalostamattomat elintarvikkeet) ovatkin laskeutuneet viime kuukausina hieman, helmikuussa 0,1 % ja maaliskuussa 0,3 %.

Japanin keskuspankin huhtikuussa julkaisemassa ennusteessa inflaation arvioidaan vuosina 2007 ja 2008 jäävän hitaammaksi kuin lokakuussa 2006 ennustettiin. Inflaatiovauhdin (pois lukien jalostamattomat elintarvikkeet) odotetaan lyhyellä aikavälillä pysyvän lähellä nollaa (0,1 % vuonna 2007), mutta sen ennustetaan vähitellen kiihtyvän (0,5 % vuonna 2008). Keskuspankki päivitti tässä yhteydessä myös näkemyksensä hintavakaudesta, joka määriteltiin edelleen inflaatiovauhdiksi, joka on 0 ja 2 prosentin välillä.

Huolimatta nollan lähellä olevasta inflaatiovauhdista keskuspankki on ilmoittanut, että korkojen vähittäistä nostamista jatketaan. Keskuspankin lausunnoissa on todettu korkotason olevan erittäin alhainen suhteessa kasvuvauhtiin, jonka ennustetaan ylittävän potentiaalisen tuotannon tason lähivuosina. Alhaisen korkotason pelätään johtavan talouden tasapainottomuuksiin, mm. ylilyönteihin kiinteistöinvestoinneissa. Japanin keskuspankki kiinnittää huomiota myös mahdollisuuteen, että hintojen herkkyys tuotantokuilun umpeutumiseen olisi vähentynyt globalisaation ja säännösten purkamisen myötä. Mahdollisia tulevia koronnostoja on myös perusteltu sillä, että riski joutua deflaatioon ja taloudellisen toiminnan vaimenemisen kierteseen on pienentynyt, koska yrityssektori ja rahoitussektori ovat voimistuneet merkittävästi viime vuosina. Keskuspankin lausunnoissa on korostettu, että ennalta

laadittua aikataulua koronnostoille ei ole.

Korkotasoa, Japanin jeni ja valuuttamarkkinat

Japanin keskuspankin rahapoliittiset päätökset ovat saaneet runsaasti huomiota jenin toista vuotta jatkuneen heikkouden vuoksi. Jenin arvo suhteessa euroon on heikentynyt alhaisimmilleen sitten vuoden 1998 Aasian kriisin. Pitkään jatkuneen hitaan inflaation seurauksena jeni on reaalisella efektiivisellä valuuttakurssilla mitattuna heikoimmillaan vuoden 1985 Plaza-sopimuksen jälkeen.

Heikko jeni on edesauttanut Japanin vientivetoista elpymistä etenkin, kun kotimainen kulutuskysyntä on ollut vaimeahkoa aivan viime vuoden loppupuolelle saakka.

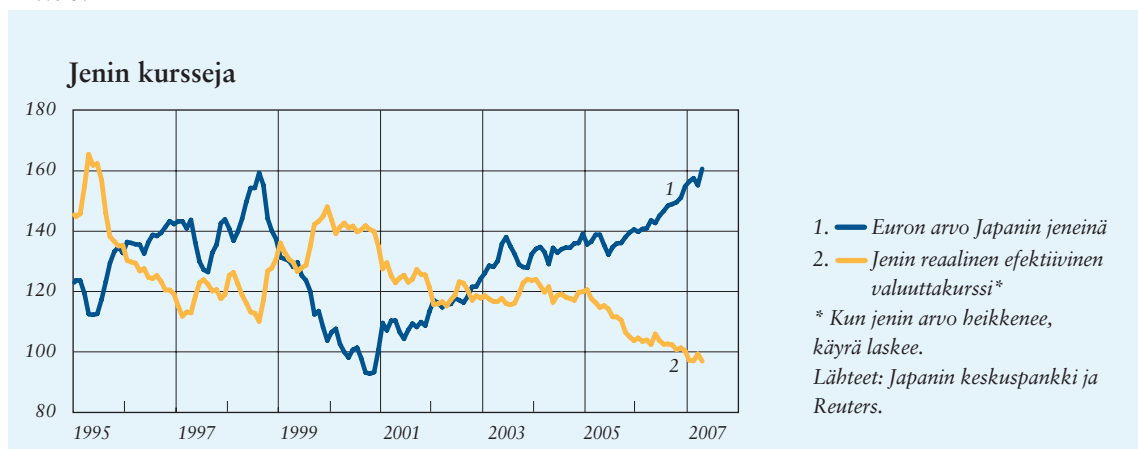
Merkittävänä syynä jenin heikkouteen pidetään Japanin matalaa nimellistä korkotasoa, joka houkuttelee käyttämään jeniä rahoitusvaluuttana ns. korkoerokaupankäynnissä

(carry trade). Korkoerokaupankäynnin suosiota selittää myös valuuttamarkkinoiden vähäinen volatilitiiteetti, joka tarjoaa otolliset olosuhteet siihen, että matalakorkoista valuuttaa lainataan ja sijoitetaan korkeampi-korkoiseen valuuttaan. Näiden kauppojen purkautumisten on katsottu olleen keskeinen tekijä helmikuun 2007 lopun markkinaturbulenssin takana. Japanin keskuspankki on ilmaissut seuraavansa korkoerokauppojen kasvua ja olevansa huolissaan kauppojen nopean purkautumisen mahdollisista vaikutuksista.

Rahapolitiikka tästä eteenpäin

Rahapolitiikan normalisoituminen määrällisen keventämisen politiikasta on toistaiseksi edennyt hallitusti, mutta kenties verkkaisemmin kuin vielä vuosi sitten odotettiin. Talouskehityksen kaksijakoisuus on tuonut rahapolitiikkaan haasteita, kun kasvu viennissä ja yrityssectorilla on ollut voimakasta samalla kun kotimainen

Kuvio 3.



kulutus on ollut heikkoa ja inflaatiovauhti sekä palkkakehitys nollan tuntumassa. Elpymisen leviäminen viennin ja yrityssektorin ohella kotitalouksien kulutuskysyntään edesauttaisi pysyvää irtautumista deflaatiosta ja helpottaisi keskuspankin rahapolitiikan harjoittamista.

Joitakin merkkejä kasvun rakenteen tasapainottumisesta on ollut viime kuukausina nähtävissä, kun kotimainen kulutus on osoittanut elpymisen merkkejä. Ansioiden, kulutuksen ja hintojen nykyistä nopeampi kasvu mahdollistaisi korkotason normalisoimisen, jolla puolestaan olisi valuuttakurssia vahvistava vaikutus. Toistaiseksi heikko jeni on tukenut Japanin vientisektoria, joten jenin vahvistumisella olisi myös kielteisiä vaikutuksia. Jos vahvistuva kotimainen kulutus kompensoisi tätä vaikutusta, olisivat edellytykset Japanin tasapainoiselle kasvulle ja rahapolitiikan normalisoitumiselle jatkossa varsin hyvät.

Asiasanat: Japani, rahapolitiikka, määrällinen rahapolitiikka, korkotaso

Rahoitusjärjestelmän kriisivalmius

23.5.2007

Rahoitusjärjestelmän luotettava toiminta on kaikissa tilanteissa yhteiskunnan kannalta elintärkeää. Rahoitusmarkkinat ovat kansainvälistyneet, ja uutta tekniikkaa on otettu laajalti käyttöön. Tämä on muuttanut myös uhkakuvia. Aiempaa enemmän ovat korostuneet rahoitusjärjestelmän infrastruktuuriin kohdistuvat uhat. Viranomaisten ja rahoitusmarkkinoiden muiden toimijoiden on oltava aktiivisia torjuessaan uusia uhkakuvia ja varautuessaan niihin. Kansainvälistymisen myötä kansallisten rajojen merkitys myös varautumisjärjestelyissä on rahoitusmarkkinoilla vähentynyt. Euroopan unionissa on luotu sopimukseen pohjautuva järjestelmä, jonka avulla mahdollisiin rahoitusjärjestelmän kriiseihin varaudutaan. Tätä järjestelmää testataan kansainvälisillä ja kansallisilla harjoituksilla. Rahoitusalan yritysten ja organisaatioiden oma jatkuvuus suunnittelu ja varautuminen ovat oleellinen osa toimenpiteitä, joilla rahoitusjärjestelmän kriisinsietokykyä pidetään yllä.

Rahoitusjärjestelmä on keskeinen osa yhteiskunnan toimivuutta

Hyvin toimiva ja vakaa rahoitusjärjestelmä on yksi nykyaikaisen yhteiskunnan keskeinen tunnusmerkki. Rahoitusjärjestelmä laajasti ymmärrettynä käsittää monia erilaisia insti-

tuutioita ja toiminnallisia kokonaisuuksia. Se on osa yhteiskunnan kriittistä infrastruktuuria.¹ Tämä on myös todettu säännöllisesti eri hankkeissa, joissa on laadittu suunnitelmia yhteiskuntaan kohdistuvien vakavien uhkien varalta.²

Suomen rahoitusjärjestelmä on teknisesti hyvin kehittynyt. Kansainvälisesti verrattuna uutta tekniikkaa hyödynnetään Suomessa kaikessa rahoitustoiminnassa laajalti, mikä parantaa koko kansantalouden tuotavuutta ja lisää rahoitustoimialan yritysten tehokkuutta.

Kolikon kääntöpuolella ovat huomattava riippuvuus tekniikan käytettävyydestä ja yhteiskunnan suuri haavoittuvuus tilanteissa, joissa toimintaan kohdistuisi vakavia häiriöitä. Yhteiskunnan eri toimintojen keskinäisen riippuvuuden lisääntyminen ja digitaalisen tekniikan aiempaa laajempi hyödyntäminen ovat tuoneet uusia uhkia ja vaikeasti hallittavia riskejä.

Suomalainen rahoitusjärjestelmä on riippuvainen tietojärjestelmistä monella tasolla. Kriisitilanteiden kan-



Sampo Albonsuo
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*

** Kirjoittaja on tällä hetkellä virka-vapaalla Suomen Pankista ja työskentelee Euroopan keskuspankissa.*



*Veli-Matti Lumiala
turvallisuuspäällikkö
hallinto-osasto*

¹ Muita infrastruktuurin kriittisiä osia ovat esimerkiksi energiahuolto, terveydenhuolto, tieto- ja viestintätekniikka, liikenne, vesi- ja elintarvikehuolto.

² Ks. esimerkiksi Euroopan unionin elintärkeiden infrastruktuurien suojaamisohjelmaa koskevan ns. vihreän kirjan liite 2 elintärkeistä infrastruktuureista (julkaistu 17.11.2005), 12.12.2006 annettu direktiiviehdotus Euroopan elintärkeiden infrastruktuurien määrittämisestä ja nimeämisestä sekä niiden suojaamisen parantamistarpeen arvioimisesta. Vastavia Suomea koskevia dokumentteja ovat ”Yhteiskunnan elintärkeiden toimintojen turvaamisen strategia” (valtioneuvoston periaatepäätös 23.11.2006), voimassa oleva valmiuslaki (1080/1991) ja ehdotus uudeksi valmiuslaiksi (oikeusministeriö, komiteamietintö 2005:2). Kaikki nämä tuovat esiin rahoitusjärjestelmän ja erityisesti maksujärjestelmän yhteiskunnan kriittisenä ja elintärkeänä toimintona.

nalta merkittäviä ovat rahoituspalveluita tuottavat keskitetyt järjestelmät, joiden käyttökeskukset ovat rahoitusjärjestelmän kriittisiä solmukohtia. Toinen haasteellinen taso ovat tietoverkot, jotka toimivat palveluiden käyttäjien eli yritysten, kotitalouksien ja julkisen sektorin yhteytenä palveluihin.

Yksi Suomen kaltaisille pienille maille tyypillinen piirre on rahoitusmarkkinoiden toimijoiden rajallinen määrä. Tämä lisää yksittäisen toimijan merkitystä ja samalla kriisialttiutta verrattuna laajempiin ja monipuolisempiin rahoitusmarkkinoihin.

Yhteiskunnan kriittiseen infrastruktuuriin kohdistuvien riskien hallintaan on kiinnitetty viime vuosina entistä enemmän huomiota. Merkittävänä käynnistävinä tekijöinä tässä ovat tekniikan haavoittuvuuden lisääntyminen, järjestelmien keskinäisten riippu-

vuuksien kasvu, integraation eteneminen sekä uhkakuvien muuttuminen.

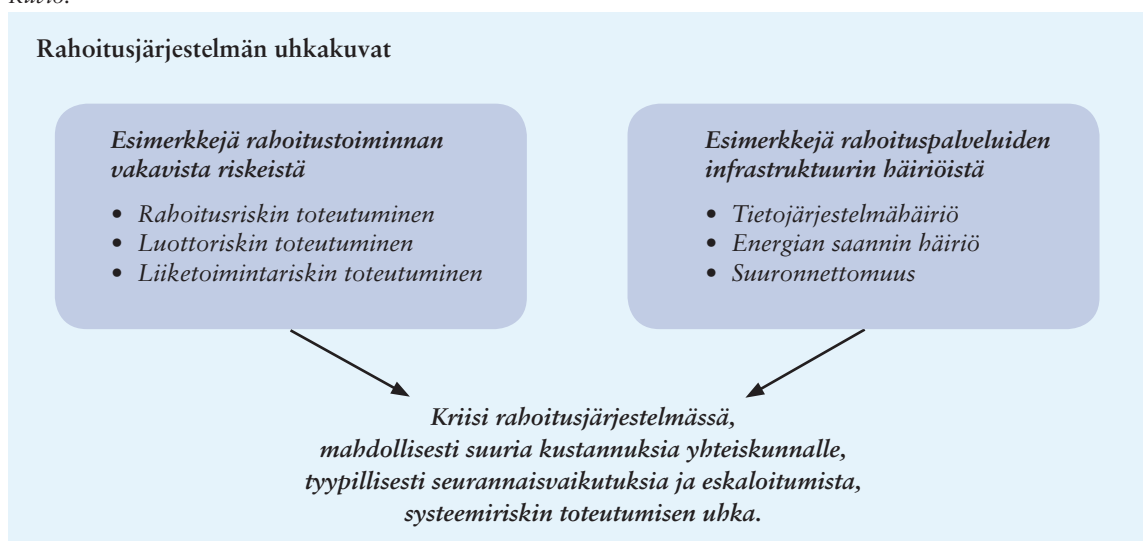
Uhkakuvien uudelleenarvioinnin taustalla ovat myös terrori-iskut (New York syyskuussa 2001, Madrid maaliskuussa 2004, Lontoo heinäkuussa 2005), luonnonkatastrofit (tsunami, Katrina-hirmumyrsky) ja vuonna 2006 esiin noussut lintuinfluenssa ja pandemian uhka.

Rahoitusjärjestelmään kohdistuvat uhkat

Rahoitusalan yrityksissä toteutuu jonkinlaisia häiriötä ja riskejä päivittäin. Tästä ei kuitenkaan kertaluonteisena tapahtumana koidu suuria kustannuksia asianomaisille yrityksille tai niiden asiakkaille, eikä toiminta kokonaisuudessaan ole uhattuna.

Vakavampia ovat harvinaiset tilanteet ja häiriöt, jotka toteutessaan uhkaavat koko rahoitusjärjestel-

Kuvio.



män vakautta ja viime kädessä sen olemassaoloa. Niistä tyypillisesti aiheutuu kustannuksia ja tappioita, jotka koko kansantalous kantaa muodossa tai toisessa.

Rahoitusmarkkinoiden vakavat häiriöt voidaan jakaa kahteen luokkaan:

1. Rahoitustoiminnan riskien vaka-
va toteutuminen.
2. Rahoituspalveluiden tuottami-
seen käytetyn infrastruktuurin
vakavat häiriöt.

Rahoitusjärjestelmän uhkaskenaarioissa on perinteisesti ollut kyse erilaisten rahoitustoiminnan riskien realisoitumisesta. Esimerkiksi pankkien luotto- tai rahoitusriskit voivat joissain ääritilanteissa toteutua tavalla, joka uhkaa yksittäisen pankin ja myös koko pankkijärjestelmän olemassaoloa. Suomen ja monen muun teollistuneen maan pankkikriisit ovat esimerkkejä suurista kustannuksista aiheuttaneista taloudellisten riskien toteutumisista.

Toinen, viime vuosina aiempaa enemmän korostunut näkökulma riskeihin ja häiriöihin ovat juuri rahoitusjärjestelmän infrastruktuurin kohdistuvat uhkat. Tällaisten kriisien luonne ja merkitys ovat muuttuneet voimakkaasti integraation ja tekniikan entistä laajemman hyväksikäytön myötä. Seurauksena tästä kehityksestä on, että erilaiset riskit saattavat toteutuessaan levitä aiempaa nopeammin ja entistä laajemmalle. Infrastruktuurin häiriöiden vaikutukset voivat olla

aiempaa huomattavasti suurempia ja muodostaa systeemitasoisien riskien.

Osana yhteiskunnan kriittisen infrastruktuurin suojaamista viranomaiset ovat arvioineet myös merkittävimpiä uhkatekijöitä. Suomen yhteiskunnan elintärkeiden toimintojen turvaamisen strategian (valtioneuvoston periaatepäätös 23.11.2006) mukaiset uhkamallit käyvät ilmi oheisesta taulukosta.

Rahoitusjärjestelmän kannalta nämä uhkat ovat merkittäviä, vaikka niiden vaikutukset poikkeavat toisistaan. Sähköisen infrastruktuurin häiriintyminen näkyy palveluiden tuottamiseen käytetyn infrastruktuurin toimimattomuutena, kun taas esimerkiksi suuronnettomuus tai terrorismi voi aiheuttaa rahoituskriisin omaisuuden ja arvojen häviämisen kautta. Lisäksi viranomaisten ja toimialan yhteisissä arvioissa uhkakuvina koko

Taulukko.

Yhteiskunnan elintärkeiden toimintojen uhkamallit:

- *Sähköisen infrastruktuurin häiriintyminen.*
- *Väestön terveyden ja toimeentuloturvan vakava häiriintyminen.*
- *Taloudellisen toimintakyvyn vakava häiriintyminen.*
- *Suuronnettomuudet ja luonnon aiheuttamat onnettomuudet.*
- *Ympäristöuhkat.*
- *Terrorismi sekä järjestäytynyt ja muu vakava rikollisuus.*
- *Väestön liikkeisiin liittyvät uhkat.*
- *Poliittinen, taloudellinen ja sotilaallinen painostus.*
- *Sotilaallisen voiman käyttö.*

Pankkikriisit ovat esimerkkejä suurista kustannuksista aiheuttaneista taloudellisten riskien toteutumisista.

Toimenpiteillä pyritään toisaalta ehkäisemään ennalta kriisitilanteet, ja mikäli kriisitilanteeseen kuitenkin joudutaan, minimoimaan sen aiheuttamat vaikutukset.

rahoitusjärjestelmälle ja sen yrityksille on nähty erityisesti seuraavat:

- Energian (sähkön) saanti voi vaikeutua tai loppua kokonaan.
- Tietojärjestelmät lakkaavat toimimasta ja/tai tietoliikenne pysähtyy.
- Tapahtuu jokin suuronnettomuus tai vakava terroriteko.
- Yhteiskunnassa kehittyä sodan luonteinen tilanne.

Yksittäisen rahoitustoimialan yrityksen kannalta tilanne voidaan pelkistää seuraavasti. Jos uhka toteutuu,

- toimintoon liittyvät osapuolet (muut rahoitusmarkkinoiden toimijat, asiakkaat) eivät ole käytettävissä/tavoitettavissa
- tietojärjestelmät eivät ole käytettävissä
- tietoliikenneyhteydet eivät toimi
- henkilöstö ei ole käytettävissä
- toimitilat eivät ole käytettävissä.

Uhkakuvilla on toteutuessaan oma ajallinen ja alueellinen ulottuvuutensa, mikä vaikuttaa seurauksiin ja kustannuksiin yhteiskunnassa. Oleellinen piirre on eskaloituminen, eli se, että jonkin riskin tai uhkakuvan toteutuessa jossakin osassa rahoitusjärjestelmää, se vaikuttaa suoraan muihinkin osiin järjestelmää vaikeuttaen toimintaa ja aiheuttaen kerrannaisseurauksia. Tarpeeksi vakava tilanne uhkaa koko rahoitusjärjestelmää ja voi merkitä systeemikriisin toteutumista eli koko rahoitusjärjestelmän ”kaatumista” häiriöiden ja riskien toteuduttua.

Viranomaiset luovat perustan varautumiselle

Sekä viranomaisten että rahoitusjärjestelmän yritysten on varauduttava uhkatilanteiden varalle. Toimenpiteillä pyritään toisaalta ehkäisemään ennalta kriisitilanteet, ja mikäli kriisitilanteeseen kuitenkin joudutaan, minimoimaan sen aiheuttamat vaikutukset. Sitä varten niin viranomaisilla kuin yksittäisillä toimialan yrityksilläkin on oltava soveltuvat suunnitelmat sekä toimenpiteet etukäteen valmisteltuina ja kriisiharjoituksissa testattuina.

Suhtautuminen varautumistoiimiin luonnollisesti riippuu viranomaisesta ja toimijasta. Erityisesti keskuspankin näkökulmasta varautumisessa korostuu koko järjestelmän taso, ei yksittäinen yritys tai toimija.

Suomen varautumisessa rahoitusjärjestelmän kriiseihin ja kaikkiin tähän järjestelmään kohdistuviin uhkiin voi erottaa kansallisen ja kansainvälisen tason. Kansallisella tasolla varautumista ohjaavat Suomen lainsäädäntö – erityisesti valmiuslaki – ja viranomaisten rahoitusjärjestelmän yrityksille suuntaama ohjeistus. Kotimaista viranomaisyhteistyötä harjoitetaan rahoitusmarkkinaviranomaisten (valtiovarainministeriö, Suomen Pankki, Rahoitustarkastus, sosiaali- ja terveysministeriö ja Vakuutusvalvontavirasto) kesken. Varautuminen saa konkreettista sisältöä mm. puolustustaloudellisen suunnittelukunnan Rahoitushuoltoopoolin kautta. Siinä ovat mukana kaikki viranomaistahot ja markkinaosapuolet Suomessa.

Euroopan unionin keskuspankit, valvontaviranomaiset ja valtiovarainministerit ovat puolestaan solmineet vuonna 2005 yhteistoimintapöytäkirjan, joka tukee ja edistää yhteistyötä maiden välillä rahoitusjärjestelmän kriisitilanteissa.

Kansainvälisen yhteistyön lisääntymisen taustalla on se, että kansalliset rahoitusjärjestelmät ovat entistä enemmän kytköksissä toisiinsa, samoin kuin se, että rahoitusmarkkinoiden integraatio Euroopassa edennyt yhä pidemmälle. Se on tuonut mukanaan aiempaa keskittyneemmän rakenteen, jossa esimerkiksi sama keskus tarjoaa palveluita koko eurooppalaiselle markkina-alueelle. Monessa maassa toimivien suurten finanssi-instituutioiden merkitys on kasvanut viime vuosina nopeasti. Suomen kannalta oleellista on lisäksi rahoitusmarkkinoiden pohjoismainen ulottuvuus, koska Suomen rahoitusmarkkinat ovat monin tavoin kiinteästi kytköksissä muihin Pohjoismaihin.

Yhteistoimintapöytäkirjan mukaan muita viranomaisia on informoitava, kun systeemiriskin mahdollisuus on olemassa tai kun jokin osapuolista haluaa selvittää, onko tällaista uhkaa olemassa. Pöytäkirja kattaa vain sellaiset tilanteet, joilla arvioidaan olevan kansainvälisiä vaikutuksia. Sopimus ei ole juridisesti sitova, vaan vapaaehtoiseen yhteistyöhön perustuva aieasiakirja.

Eurojärjestelmässä varautumista kriisitilanteisiin ohjaa mm. järjestel-

mään kuuluvien keskuspankkien yhteinen Target-maksujärjestelmä. Pohjoismaiset keskuspankit allekirjoittivat vuonna 2003 yhteistoimintasopimuksen rahoituskriisien hallinnasta. Eri maiden keskuspankeilla ja valvontaviranomaisilla on lisäksi omia kahden- tai monenkeskisiä yhteistyösopimuksia. Yhteistoimintasopimusten sisältö niin eurooppalaisella kuin pohjoismaisella tasolla käsittää lähinnä periaatteiden, toimintatapojen ja mahdolliseen kriisinhallintaan liittyvän organisoitumisen kuvauksen. Tietojen vaihdosta sopiminen kriisitilanteiden hoidossa on keskeinen osa yhteistoimintasopimuksia.³

Yritysten jatkuvuussuunnittelu

Viranomaisten varautumisen lisäksi kriisitilanteiden hoitamisen kannalta ensiarvoisen tärkeitä ovat rahoitusalan yritysten omat yrityskohtaiset jatkuvuussuunnitelmat ja varautumisjärjestelyt. Yksittäisten yritysten ja organisaatioiden kriisivarautumisen lähtökohtana ovat liiketoiminnalliset perusteet, asiakkaiden kanssa tehdyt sopimukset sekä näihin liittyvä riskienhallinta.

Rahoitusjärjestelmän riskienhallinta, uhkakuvien torjuminen ja kriisinhallintavalmiuksien parantaminen vaativat jatkuvaa päivittämistä ja

³ Ks. esimerkiksi Euro & talous -lehden erikoisnumero vuodelta 2006 Suomen rahoitusjärjestelmän vakaudesta. Sivulla 76 on lueteltu kaikki Suomen Pankin allekirjoittamat kansainväliset ja kansalliset yhteistoimintasopimukset ja -pöytäkirjat rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamiseksi ja kriisitilanteiden hallitsemiseksi.

Kansainvälisen yhteistyön lisääntymisen taustalla ovat rahoitusjärjestelmien kasvaneet kytkökset ja rahoitusmarkkinoiden integraation eteneminen Euroopassa.

Ovatko vapaaehtoiset sopimukset viranomaisten kesken ja yritysten jatkuvuussuunnitelmat riittäviä vakavan rahoituskriisin tai -häiriön hoitamiseksi?

uudelleenarviointia. Ennaltaehkäisyssä korostuu organisaatiotasolla jatkuvuussuunnittelu, jonka tarkoituksena on varautua jo ennalta mahdollisiin ongelmatilanteisiin.

Hyvällä suunnittelulla yritys pyrkii varmistamaan, että se pystyy jatkamaan toimintojaan mahdollisimman pienin menetyksin ja täyttämään velvoitteensa, vaikka sen toiminta häiriintyisi jonkin sisäisen tai ulkopuolisen tapahtuman takia. Toimintaa häiritsevä tapahtuma voi olla tietojärjestelmähäiriön lisäksi esimerkiksi inhimillinen virhe, väärinkäytös, tietoliikennekatkos, sähkökatkos, tulipalo, vesivahinko, toimitilojen osittainen tai täydellinen tuhoutuminen tai avainhenkilöiden menetys. Esimerkkeinä jatkuvuussuunnitteluun liittyvistä järjestelyistä ovat varoitilojen käyttö sekä tietojärjestelmien ja sähkönsyötön kahdentaminen.

Yhteiskunnan näkökulmasta tällainen varautuminen ei kuitenkaan kaikilta osin ole riittävää, ja järjestelyitä on täydennettävä muilla ohjausmekanismeilla, kuten juuri sopimuksilla, lainsäädännöllisillä velvoitteilla sekä viranomaisten ja alan yritysten yhteisillä toimilla.

Järjestelyiden mittaaminen ja kehittäminen harjoituksissa

Ajankohtainen kysymys niin Suomessa kuin muissakin Euroopan maissa on tehtyjen toimien ja suunnitelmien riittävyys kansainvälisessä toimintaympäristössä. Ovatko viime kädessä vapaaehtoisiiin sopimuksiin poh-

jautuva järjestelmä ja rahoitusjärjestelmän yritysten omat jatkuvuussuunnitelmat riittäviä useita maita koskevan vakavan rahoituskriisin tai häiriön hoitamiseksi?

Kysymys on ajankohtainen Euroopassa mm. suurten monikansallisten rahoitusalan yritysten merkityksen kasvun vuoksi. Kehitys on johtanut tuotannon, palvelujen ja koko rahoitustoimialan verkostoitumiseen ja keskinäisten riippuvuuksien kasvuun yli kansallisten rajojen. Samaan aikaan yritystasolla pyrkimys keskittyä ydinosaamiseen liittyviin toimintoihin on johtanut yhä lisääntyvään tukitoimintojen ulkoistamiseen ja palveluiden hankkimiseen oman organisaation ulkopuolelta.

Rahoitusjärjestelmä on rakenteeltaan keskittynyt erityisesti pienissä maissa. Tällöin suuren monikansallisen rahoitusalan yrityksen tytäryhtiö tai sivukonttori voi olla systeemisesti merkittävä pienessä maassa, ja tämä voi osoittautua ongelmalliseksi mahdollisen kriisin hoitamiseksi. Lakisäätöinen ohjaus tai sääntely on vapaasti liikkuvien pääomien ja integraation maailmassa hyvin ongelmallista.

Yksi vastaus edellä esitettyyn kysymykseen on ollut viime vuosina se, että viranomaiset keskenään ja yhdessä markkinaosapuolien kanssa ovat järjestäneet erilaisia kriisiharjoituksia. Niiden avulla voidaan testata kriisinhallinnan yhteistoimintasopimusten toimivuutta ja toimialan yritysten omia valmiuksia suurten riskien

toteutumisen tai merkittävien häiriöiden varalle. Harjoitukset perustuvat yleensä johonkin skenaarioon, jossa rahoitusjärjestelmää uhkaa kriisi samanaikaisesti monessa maassa.

Euroopan unionissa ja euroalueella on järjestetty useita rahoitusjärjestelmän kriisiharjoituksia ja -simulointeja eri viranomaisten kesken. Vuonna 2006 järjestettiin niin EU:n laajuinen harjoitus kuin eurojärjestelmän oma kriisisimulaatioharjoitus. Myös Pohjoismaiden kesken on järjestetty kriisiharjoituksia.

Isossa-Britanniassa rahoitusjärjestelmän kriisinsietokykyä on viime vuosina testattu suurissa vuosittaisissa harjoituksissa, joihin ovat osallistuneet yhdessä niin viranomaistahot kuin markkinaosapuoletkin.⁴ Harjoituksissa on käyty läpi mm. pandemia-tilanteen hallintaa. Suomessa on viimeksi vuonna 2005 järjestetty rahoitusmarkkinoiden valmiusharjoitus (ns. PATO 2005), jossa testattiin niin rahoitusmarkkinoiden viranomaisten kuin muidenkin osapuolien valmiuksia kriisitilanteissa.

Kokemukset näistä harjoituksista ovat olleet pääasiassa myönteisiä. Niin viranomaiset kuin harjoituksiin osallistuneet markkinaosapuolien edustajat ovat katsoneet ne erittäin hyödyllisiksi. Esimerkiksi viranomais-ten välinen informaation kulku eri

maiden kesken on ollut keskeinen testauksen kohde.

Kriisiharjoitukset ovat kuitenkin tuoneet esiin myös monia kehittämis-kohteita. Yksi niistä on yhteisen tilannearvion muodostamisen varmistaminen eri osapuolien kesken kriisin uhatessa tai häiriön toteutuessa rahoitusjärjestelmässä. Myös maiden välisten toimenpiteiden tarkastelu on ollut esillä. Eurooppalaista kriisinhallintajärjestelmää ei myöskään ole testattu todellisessa moneen maahan ulottuvassa kriisitilanteessa.

Eurojärjestelmän kannalta vuoden 2006 kriisiharjoitus osoitti, että mahdollisiin systeemiin häiriöihin ja uhkiin rahoitusmarkkinoilla on valmistauduttu monin eri tavoin. Eurojärjestelmän piirissä on aloitettu myös työ, jonka tarkoituksena on parantaa rahoitusmarkkinoiden infrastruktuurin jatkuvuussuunnitelmia erityisesti euroalueen näkökulmasta. Eurojärjestelmän erityispiirre jatkuvuussuunnittelussa on järjestelmien yleinen monimutkaisuus ja näkökulmaerot eri instituutioiden kesken.

Kriiseihin varautumisen haasteita

Suomen rahoitusmarkkinoiden kehitys viime vuosina osana integroituvaa eurooppalaista rahoitusmarkkina- aluetta asettaa selkeitä haasteita varauduttaessa uhkakuviiin ja kriiseihin. Suuri riippuvuus tietotekniikan moitteettomasta toiminnasta on yksi selkeä kehityskulku ja saa uusia muotoja. Ulkomaisen omistuksen osuus Suomen rahoitusmarkkinoista on

Euroopan unionissa ja euroalueella on järjestetty useita rahoitusjärjestelmän kriisiharjoituksia ja -simulointeja eri viranomaisten kesken.

⁴ Ks. www.fsc.gov.uk, Tripartite initiatives: Financial Sector Market Wide Exercise 2006 Report. Isossa-Britanniassa keskuspankki, valvontaviranomainen ja valtiovarainministeriö tekevät laajaa yhteistyötä rahoitusjärjestelmän jatkuvuussuunnitelun alalla.

Kriisien kansainvälinen luonne korostaa voimakkaasti etukäteisvarautumisen merkitystä.

huomattava suurten kansainvälisten rahoituskonsernien kautta.

Rahoitustoiminnan eurooppalainen integraatio altistaa kansalliset rahoitusjärjestelmät muualla yhteistoiminta-alueella tapahtuville häiriöille tai niiden seurannaisvaikutuksille. Tästä lähtökohdasta sekä ennalta ehkäisevien toimien että kriisitilanteiden hoitoon liittyvien toimintatapojen on katettava koko Euroopan unioni.

Näihin haasteisiin vastaaminen edellyttää erityisesti pienen maan viranomaisilta jatkuvaa aktiivisuutta. Uskottava uhkakuviin varautuminen ja uhkien torjuminen vaativat monipuolista kansainvälistä yhteistyötä rahoitusmarkkinoiden viranomaisten (keskuspankit, valvojat ja valtiovarainministeriöt) kesken.

Uhkakuvien ja Suomen rahoitusjärjestelmään mahdollisesti kohdistuvien kriisien kansainvälinen luonne korostaa voimakkaasti etukäteisvarautumisen merkitystä. Eskaloituminen ja mahdollisten kustannusten suuruus vakavissa kriiseissä ja häiriöissä merkitsevät, että yksittäisen yrityksen ja organisaation tasolla hyvä jatkuvuussuunnittelu on erityisen tärkeää ja oleellinen osa varautumista.

Avainsanat: rahoitusjärjestelmän kriisit, uhkakuvat, kriisisimulointiharjoitukset, jatkuvuussuunnittelu, kriisienhallinta

TARGET2-Securities tuo tehokkuutta arvopaperiselvitykseen

28.5.2007

Euroopan keskuspankin neuvosto päätti huhtikuun 2007 lopussa, että eurojärjestelmä alkaa suunnitella markkinaosapuolten kanssa yhteistä teknistä järjestelmälustaa arvopaperikauppojen selvitystä varten. Suunnitteluun osallistuu arvopaperikeskusten edustajien lisäksi pankkien ja välittäjien edustajia. Hankkeen tavoitteena on parantaa yli kansallisten rajojen solmittujen arvopaperikauppojen selvityksen tehokkuutta ja arvopaperimarkkinoiden kilpailukykyä. Tämän TARGET2-Securities-nimellä tunnetun hankkeen on tarkoitus konkretisoitua vuonna 2013, jolloin keskuspankit voivat tarjota uusia palveluja rahoitusmarkkinoille.

Eurojärjestelmän aloittama hanke on jatkoa Euroopan arvopaperikeskusten liiton (ECSDA) ja Euroopan komission toimenpiteille, jotka ovat tähänneet selvitystoiminnan kilpailuvyyn tehostamiseen. Euroopan arvopaperikeskusten liitto on edistänyt arvopaperikeskusten välisten linkkien rakentamista maiden välisen selvityksen nopeuttamiseksi. Komissio on pyrkinyt omilla sääntely- ja politiikka-aloitteillaan parantamaan arvopaperikaupan läpinäkyvyyttä ja luotettavuutta. Edistys alalla on ollut hidasta, vaikka ponnistelut ovat tällä vuosikymmenellä olleet merkittäviä. Arvopaperien selvittäminen ja toimitaminen on Euroopan unionissa edel-

leen huomattavasti kalliimpaa kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa.

Nykyinen selvitystoiminta on rakenteeltaan pirstaloitunut. Paikallinen lainsäädäntö ja selvityskäytännöt hankaloittavat arvopaperikauppojen selvitystä maiden välillä ja tekevät sen kalliiksi. Maiden rajojen yli toteutettavien arvopaperikauppojen selvitysprosessit ovat monivaiheisia. Euroopan markkinarakenteen perustuu kansallisiin järjestelyihin ja käsittää näin ollen useita välikäsiä, mikä kasvattaa selvityskustannuksia. Jotta ulkomaisen arvopaperin kaupan voi selvittää, arvopaperivälittäjän täytyy olla arvopaperin liikkeeseenlaskumaan arvopaperikeskuksen jäsen tai maksaa jollekin muulle toimijalle, joka toimii sen jäsenenä.

Kulut, joita selvitysjärjestelmäoperaattorit perivät kauppojen selvityksestä, eroavat maittain merkittävästi, eikä selvitysketjun hinnoittelu ole asiakkaalle läpinäkyvää. Kun kotimaisen arvopaperikaupan selvityksen transaktiokustannukset vaihtelevat 0,5–2 euroon, maiden välinen selvitys maksaa jopa 5–15 euroa. Ei kuitenkaan ole selvää, mikä osa kuluista syntyy arvopaperikeskuksissa ja mikä asiakkaita palvelevissa pankeissa.

TARGET2-Securities-palvelun perusajatus

Eurojärjestelmän TARGET2-Securities-hankkeen (T2S) tavoitteena on edistää nimenomaan arvopaperikeskuksille tarjotulla palvelulla koko arvo-



*Kari Korhonen
toimistopäällikkö
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*



*Kristina Rantalainen
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*

Arvopaperikaupan ketju

Sen jälkeen kun arvopaperikaupan osapuolet ovat sopineet keskenään kaupoista, on vielä hoidettava useita asioita, jotta kauppa toteutuu ja ostaja saa kaikki kaupan kohteeseen liittyvät oikeutensa ja myyjä rahansa. Suomenkielinen terminologia ei ole kovin vakiintunutta, mutta termillä ”selvitys” viitataan usein yleisesti koko kaupan jälkeiseen toimintoon (post-trading-prosessi). Keskeiset palvelut tuotetaan selvitysjärjestelmistä ja erilaisista rekistereistä tai tilijärjestelmistä muodostuvassa kokonaisuudessa.

Arvopaperien selvitysjärjestelmillä tarkoitetaan järjestelmiä, joissa hoidetaan sekä arvopaperikauppojen selvitys (clearing) että toimitus (settlement).¹ Kun sopimus arvopaperikaupasta osapuolten välillä on syntynyt joko kahdenkeskisesti ns. OTC-markkinoilla tai pörssissä, käyn-

¹ Suomessa näistä toiminnoista säädetään arvopaperimarkkina- ja arvopaperiosuusjärjestelmästä sekä arvo-osuustililaissa.

nistyy selvitysprosessi, jonka lopputuloksena ostaja saa kaikki kaupan kohteeseen liittyvät oikeutensa ja myyjä rahansa (settlement). Selvitys on itse asiassa prosessin välivaihe, jossa lasketaan eri osapuolten saamiset ja toimitusveloitteet. Perinteisesti siihen on liittynyt veloitteiden nettoutus, mutta nykyisin monissa maissa käytetään bruttosuoriteperusteisia toimitusjärjestelmiä.

Yksinkertaistaen prosessi voidaan jakaa arvopaperikaupan raha- ja omistusoikeussiirtoihin liittyvien virtojen hallinnointiin (management of flows) ja arvopapereiden hallinnointiin (custody, management of stocks).

Yksityiskohtaisemmin arvopaperikaupan selvitysprosessiin² voidaan katsoa kuuluvaksi seuraavat toiminnot:

² Heikki Koskenkylä (toim.) (2002) Suomen rahoitusmarkkinat 2002, luku 2.5 ”Arvopapereiden selvitysjärjestelmät”. Suomen Pankki A:102.

- kauppojen täsmäytys ja vahvistaminen
- selvitysohjeiden anto ja niiden täsmäytys
- selvitysosapuolten positioiden laskenta ja mahdollinen nettoutus (clearing)
- mahdollinen kaupan takaa-minen
- rahaerien ja arvopapereiden siirto (settlement)
- omistusoikeuden siirtoon liittyvät rekisterikirjaukset (settlement / custody)
- yhtiötapatumien hoitaminen (custody).

Arvopaperiselvitys on organisoitu arvopaperikeskuksiin, joita säädellään kansallisesti. Toimintojen eri osien luonne ja sisältö kuitenkin vaihtelevat maittain.

paperimarkkinoiden toiminnan tehokkuutta. Tarkoituksena on tarjota yksi tekninen alusta, jolla Euroopan arvopaperikeskukset toteuttaisivat arvopaperien siirrot yhteisessä prosessissa keskuspankkirahaa käyttäen.¹

Suunnitelmien mukaan TARGET2-Securities tarjoaa palvelua ainoastaan selvitysprosessin toimitusvaiheessa (settlement), jossa raha ja arvopaperit vaihtavat omistajaa (kuvio). Arvopaperikaupat toimitetaan yhdenmukaistettujen sääntöjen mukaan samalla järjestelmälustalla. Muut arvopaperikeskusten nykyisin tarjoamat palvelut, kuten selvitystahtumien täsmäytys, arvopaperien säilytys, arvo-osuusrekisterien pito, yhtiötapahtumiin liittyvät palvelut, liikkeeseenlaskupalvelut ja muut mahdolliset lisäpalvelut, jäisivät edelleen arvopaperikeskuksille, ellei niitä

¹ Palvelun perusteet on kuvattu EKP:n 26.4.2007 julkaisemassa kannanottoopyynnössä. Ks. T2S Consultation Paper: General Principles and High-Level Proposals for the User Requirements, <http://www.ecb.int/ecb/cons/shared/files/t2s-us-070426.pdf>.

ole tarkoituksenmukaista hoitaa tässä yhteydessä. Arvopaperikeskusten ja niiden osapuolten suhde säilyisi ennallaan, ja toimintaan sovellettaisiin kansallista lainsäädäntöä.

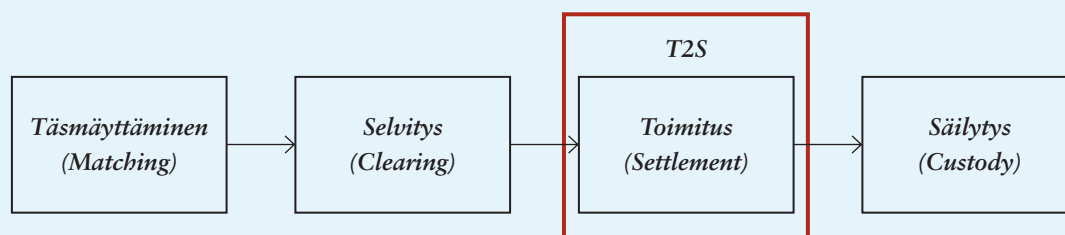
Euroopan keskuspankin neuvosto on seurannut markkinaosapuolten ja muiden viranomaisten hankkeita alalla ja päätenyt siihen, että keskuspankeille maksujärjestelmistä kertynyttä kokemusta kannattaa käyttää arvopaperimarkkinoiden kehittämiseen. Koska arvopaperien selvitys ja toimitus tukevat keskuspankkien tehtävien kannalta tärkeätä maksujärjestelmän luotettavuutta ja tehokkuutta, neuvosto päätti keskittää kehittämishankkeen marraskuussa 2007 aloittavan keskuspankkien uuden sukupolven maksujärjestelmän, TARGET2:n, yhteyteen.²

² Euroalueen yhteinen maksujärjestelmä TARGET luotiin alun perin varmistamaan EKP:n rahapolitiikan toteutuminen nopeasti, luotettavasti ja turvallisesti. TARGET yhdisti euroalueen keskuspankkien sekkitilit ja EKP:n maksujärjestelmän. TARGET2 on seuraava askel suurten maksujen järjestelmien integroitumisessa ja tarjoaa yhteisen järjestelmälustan suurten ja pienten maksujen välittämiseen.

Hyvin toimivat arvopaperien selvitys ja toimitus tukevat keskuspankkeille tärkeää maksujärjestelmän luotettavuutta ja tehokkuutta.

Kuvio.

Arvopaperikaupan selvityksen vaiheet ja T2S:n toiminnan rajaus



Espanjan, Italian, Ranskan ja Saksan keskuspankit tuottavat TARGET2-Securities-palvelun markkinaosapuolten tuella.

Keskuspankit palvelevat arvopaperikeskuksia tarjoamalla niiden käyttöön arvopaperikeskusten osapuolten – eli pankkien ja sijoituspalveluyritysten – keskuspankkitilien saldot. Tämän ns. keskuspankkirahan etu on siinä, että arvopaperikeskukset voivat erottaa selvitystoiminnan rahoituksen omasta luottoriskistään ja turvata ostajan ja myyjän pääomarisikin suorittamalla arvopaperitoimituksia vain asianmukaista maksua vastaan. Eurojärjestelmä oli usean vuoden ajan selvittänyt, miten keskuspankkirahapalvelut toimitettaisiin tasapuolisesti erilaisille arvopaperikeskuksille. TARGET2-Securities on näiden pohdintojen seuraus.

Selvityksen lopullisuudesta annetun direktiivin määritelmien mukaan TARGET2-Securities ei olisi järjestelmä, vaan arvopaperikeskuksilla olisi edelleen kansalliseen lainsäädäntöön perustuva selvitysjärjestelmän sääntelykehikko.³ Oikeudellisesti arvo-osuustilit sijaitsisivat edelleen arvopaperikeskuksissa, ja arvopaperikeskukset vastaisivat tietojen oikeellisuudesta. On kuitenkin mahdollista, että joidenkin maiden kansalliseen lainsäädäntöön tarvitaan muutoksia.

Eurojärjestelmä rakentaa järjestelmästä sellaisen, että se pystyy teknisesti prosessoimaan usean valuutan määräisiä selvitystapahtumia, mikäli Euroopan talousalueen muut keskus-

pankit ovat valmiita tuomaan oman valuuttansa tähän järjestelmään. Palvelu aloitetaan kuitenkin euromääräisillä selvitystapahtumilla.

Eurojärjestelmä organisoi palveluiden tuottamiseksi siten, että keskuspankit erikoistuvat. TARGET2-Securities-palvelun tuottavat ja kehittävät Espanjan, Italian, Ranskan ja Saksan keskuspankit yhdessä. Palvelu tarjotaan kustannusperusteisesti ilman voittotavoitetta.

Arvopaperikeskusten integraatiota on kehitetty tähän mennessä kahdenvälisillä linkkiratkaisuilla, joita Euroopan arvopaperikeskusten liitto (ECSDA) on voimakkaasti tukenut, konsolidoitumisen kautta syntyneiden arvopaperikeskusryhmien tietojärjestelmähankkeilla, ja kansallisten toimintatapojen yhdenmukaistus-hankkeilla. Keskeisimpiä maasta toiseen sijoittamisen selvityspalveluita ovat kuitenkin olleet kansainvälisten arvopaperikeskusten ja suurten säilyttäjäpankkien jakeluverkostojen kautta tuotetut palvelut. Nämä verkostot ovat olleet hajanaisia ja toiminnallisesti puutteellisia, tai niihin on liittynyt kilpailuongelmia. Siten tehokkuus ei ole parantunut odotetusti.

Keskuspankkien TARGET2-Securities-hanke organisoivat useat päällekkäiset selvitystoiminnan verkot yhteiselle järjestelmäalustalle. Pankkisektorin näkökulmasta yksi hankkeen kulmakiviä on mahdollisuus saada teknisesti yhteys jokaiseen arvopaperikeskukseen yhden käyttäjärajan avulla.

³ Siirtomääräysten (transfer orders) järjestelmään tulon hetki ja peruuttamattomuus määräytyisivät kunkin arvopaperikeskuksen sääntöjen mukaan, ja arvo-osuussiirtojen luonne (esim. omistusoikeus) määräytyisi kansallisen lain mukaan.

TARGET2-Securities-hankkeen päätavoitteet voidaan tiivistää seuraavasti:⁴

1. Maiden välisten arvopaperikauppojen selvitys on yhtä tehokasta kuin kotimaisten kauppojen selvitys. Kaikki osapuolet toimivat samalla teknisellä alustalla.
2. Kilpailu ja markkinoiden läpinäkyvyys lisääntyvät, jolloin myös loppukäyttäjien kustannukset pienenevät.
3. Arvopaperikeskusten asiakkailta on mahdollisuus halutessaan keskittää arvopaperiomistuksensa yhteen paikkaan.
4. Liikkeeseenlaskijat tavoittavat yhdellä kertaa laajan investoijapohjan.
5. EKP:n rahapoliittisten operaatioiden edellyttämien vakuuksien hallinnointi tehostuu.
6. Keskuspankkirahan käyttö selvityksessä pienentää systeemiriskin uhkaa.

TARGET2-Securities-järjestelmä rakennetaan TARGET2-maksujärjestelmän yhteyteen. Toisen sukupolven järjestelmän, TARGET2:n, on määrä aloittaa marraskuussa 2007. TARGET2 luo käyttäjille likviditeettisammion⁵, ja TARGET2-Securities luo yhden liittymän, jonka kautta kaikki arvopaperikaupat toimitetaan. Rahatilit

kuuluvat maksujärjestelmään ja arvopaperitilit arvopaperikeskusten hallintaan. Tilit yhdistetään toisiinsa selvitysalustan avulla.

TARGET2-Securities tarjoaa myös mahdollisuuden tehostaa pankkien keskuspankkirahoituksen vakuuskäyttöä. Tähän pyritään kehittämällä nykyistä keskitetymin toimiva vakuushallintajärjestelmä rinnan TARGET2-Securities-hankkeen kanssa.⁶

TARGET2-Securities toteuttaa EKP:n yhdenvertaisuusperiaatetta tarjoamalla samat mahdollisuudet likviditeetin käytön tehostamiseen kaikille eurojärjestelmän vastapuolille. Suunnitelmiin kuuluu lisäksi järjestelmän asiakkaisiksi tulevien arvopaperikeskusten jäsenyysehtojen yhdenmukaistus.

Vaikka kustannusten vähentäminen ja toimintatapojen yhdenmukaistaminen ovat hankkeen ensisijaiset tavoitteet, välilliset vaikutukset ovat laajemmat, koska arvopaperien selvityksen uudistaminen tukee rahoitusmarkkinoiden syvenemistä ja aiempaa tasaisempaa riskien jakaantumista markkinoilla. Nämä tukevat yhteisön investointeja ja talouden kasvua.

Yhteydet muihin keskeisiin samanaikaisiin hankkeisiin

Keskuspankit ovat saaneet poliittista tukea hankkeelleen EU:n talous- ja valtiovarainministerien Ecofin-neuvostolta, joka on käsitellyt hanketta

Ensisijaisena tavoitteena on vähentää kustannuksia ja yhdenmukaistaa toimintatapoja.

⁴ Ks. EKP:n johtokunnan jäsen Gertrud Tumpel-Gugerellin puhe 30.11.2006 (http://www.ecb.int/press/key/date/2006/html/sp061130_1.en.html).

⁵ Lähemmin Tikkanen Anna-Maija (2005) TARGET2 -maksujärjestelmä Suomessa toimivien asiakkaiden näkökulmasta. Euro & talous 2/2005.

⁶ Vakuushallinnan kehittämiseksi eurojärjestelmä julkaisi kannanottopyynnön. Se on luettavissa EKP:n verkkosivuilta (<http://www.ecb.int/ecb/cons/html/t2securities.en.html>).

Euroopan komissio katsoo TARGET2-Securities-bankeen tukevan tavoitteita.

useaan otteeseen. Lissabonin strategian⁷ mukaan EU panostaa kilpailukyvyyn parantamiseen ja teknisten innovaatioiden hyväksikäyttöön. Strategian allekirjoittajamaat ovat sitoutuneet vahvistamaan rahoitusjärjestelmän rakenteiden integraatiota. Antaessaan tukensa keskuspankkien hankkeelle ministerit kuitenkin asettivat useita ehtoja hankkeen toteuttamiselle. Neuvosto korosti markkina-konsultaatioiden merkitystä, tasapuolisen hallintomallin tarvetta ja sitä, että liittymisen järjestelmään tulee olla vapaaehtoisia. Palvelun tulisi mahdollistaa sekä arvopaperien suora omistus että välillinen, moniportainen omistus yhtä tehokkaasti ja samoin kustannuksin. Lisäksi valtiovarainministerit näkevät tarpeelliseksi pitää hanke avoimena kaikille EU-valuutoille.⁸

Komission vuonna 1996 perustama nk. Giovannini-ryhmä on tunnistanut 15 selvitystoiminnan yhdenytymistä jarruttavaa estettä. Näiden esteiden poistaminen on useiden arvopaperimarkkinoita koskevien toimialajärjestöjen jatkuvan yhdenmuokaisuksen kohteena. On esimerkiksi sovittu, että arvopaperikeskukset korvaavan kaikki kansalliset tietoliikennestandardinsa yhteisillä maaliskuuhun 2011 mennessä. Lisäksi komission korkean tason asiantuntijaryh-

⁷ Heikki Koskenkylä (toim.) (2004) Rahoitusmarkkinoiden integraatio. Suomen Pankki A:107. Ks. myös Euroopan komission verkkosivut (http://ec.europa.eu/publications/booklets/move/36/index_en.htm).

⁸ Council Conclusions: Clearing and settlement (TARGET2-Securities project), 27.2.2007.

mien⁹ on tarkoitus luoda painetta esteiden poistamiseksi sekä koordinoita käytännön toimia.

Euroopan komission pitkään valmisteleva arvopaperien selvitysalueen direktiiviehdotus osoittautui keväällä 2006 poliittisesti kuitenkin mahdolliseksi toteuttaa. Sen sijaan EU:n sisämarkkinakomissaari McCreevy päätyi 11.7.2006 neuvottelemaan arvopaperimarkkinoiden toimialaorganisaatioiden kanssa eräänlaisen itsesääntelyratkaisun (ns. Code of Conduct) laatimisesta. Ratkaisu tarkoittaa hinnastojen julkisuutta, avoimia järjestelmiin liittymisen ehtoja, ns. palvelupakettien purkamista ja palvelukohtaisten kustannusten erottelua kirjanpidossa.¹⁰ Tämän komissio katsoo johtavan palvelujen välisen ristiinsubventoinnin poistumisen ja lisääntyvän kilpailun kautta tapahtumakohtaisten kustannusten supistumiseen. Komissio katsoo keskuspankkihankkeen ja toimialan itsesääntelyn tukevan toisiaan.

Direktiivi rahoitusvälineiden markkinoista (MiFID) uudistaa marraskuussa 2007 arvopaperimarkkinoiden kaupankäynnin. Selvitysyhteisöt jäävät direktiivin sääntelyn ulko-

⁹ Asiantuntijaryhmien työtä voi seurata Euroopan komission sisämarkkinatäätöosaston verkkosivuilla (http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/clearing/index_en.htm).

¹⁰ Säännöstö koskee arvopaperikeskuksia ja pörssiä sekä selvitysyhteisöjä – myös niitä, jotka toimivat keskusvastapuolina (CCP). Toimeenpano on vaiheistettu. Aluksi toimintasäännöstö pätee vain osakkeisiin, mutta myöhemmin sitä laajennetaan muihin rahoitusvälineisiin, kuten joukkovelkakirjalainoihin ja johdannaisiin. Säännöstö ei koske liikkeeseenlaskupalveluja. Tarkoituksena on eriyttää kustannukset ja tuotot toisistaan. Lisäarvo- ja ydinpalveluiden välillä tulee tehdä ero.

puolelle, mutta monenkeskisille kaupankäyntijärjestelmille ja säännellyille markkinoille annetaan mahdollisuus valita selvitysyhteisö tai arvopaperikeskus, jonka kautta kaupat selvitetään. Erilaisten arvioiden mukaan transaktioiden systemaattisesta pankkien ja sijoituspalveluyritysten sisäisestä toteutuksesta ja selvityksestä seuraa, että arvopaperikeskusten volyymit voivat pienentyä 10–30 %. Tästä seuraa mahdollisesti kannattavuushaasteita olemassa oleville ratkaisuille.

Arvopaperimarkkinat ovat kuitenkin globaaleja, ja pörssienkin integraatio on muuttumassa maailmanlaajuiseksi. Suurta osaa kansainvälisistä arvopaperisijoituksista hallitaan moniportaisissa välittäjäketjuissa. Näihin arvopapereihin liittyvät oikeudet merkitään välittäjän ylläpitämälle tilille sen sijaan, että loppusijoittajalla olisi suora omistusoikeus liikkeeseenlaskupaikan arvopaperikeskuksessa oleviin arvopapereihin. Koska tällaisiin ketjuihin liittyvät oikeudelliset järjestelyt vaihtelevat paljon maittain, valtiot käyvät neuvotteluja tarkoituksenaan yhdenmukaistaa asianmukaisia aineellisoikeudellisia säännöksiä kansainvälisellä yleissopimuksella.¹¹ Sopimus vähentäisi erityisesti maiden väliseen arvopapereiden vaihdantaan ja vakuuskäyttöön liittyviä oikeudellisia riskejä. Useissa maissa, kuten Suomessa, moniportainen arvopaperien hallinta

on todettu osin vajavaisesti lainsäädännöllä suojatuksi.

TARGET2-Securities-hanke kietoutuu osaksi tätä kansainvälistä kehikkoa, jolla pyritään syventämään rahoitusmarkkinoiden integraatiota, mutta hanke osaltaan myös hyötyy edellä mainituista laajemmista yhdenmukaistushankkeista. Näiden ja yksittäisten markkinaosapuolten omien hankkeiden välille syntyy merkittäviä riippuvuussuhteita, ja yksittäisen hankkeen todellisten vaikutusten mittaaminen tulee vaikeaksi.

Hankkeen aikataulu ja organisoituminen

EKP:n neuvosto julkaisi ensimmäisen lehdistötiedotteen TARGET2-Securities-hankkeesta heinäkuussa 2006. Sen jälkeen asian työstäminen on edennyt ripeästi yhteistyössä markkinaosapuolten kanssa. Maaliskuussa 2007 neuvosto teki esiselvitysten jälkeen päätöksen edetä seuraavaan vaiheeseen eli käyttäjämäärittelyjen laadintaan. Samalla neuvosto linjasi, että liittyminen järjestelmään on vapaaehtoista ja että TARGET2-Securities rakennetaan TARGET2-maksujärjestelmän tekniikkaa ja projektikemusta hyväksi käyttäen samalle alustalle. Pyydettyään markkinoilta kannanottoja EKP:n neuvosto päätti määrittelyvaiheen organisaatiosta huhtikuun 2007 lopulla pitämässään kokouksessa.

Eurojärjestelmä ei voi onnistua hankkeessaan yksin. Siksi se tekee laajaa yhteistyötä markkinaosapuol-

Hankkeella tavoitellaan uutta vaihetta rahoitusmarkkinoiden yhdentymiseen seuraavalla vuosikymmenellä.

¹¹ Yleissopimusluonnos on Unidroit'n verkkosivuilla (<http://www.unidroit.org>).

Vaikutukset yksittäisten toimijoiden kilpailukykyyn eivät ole itsestään selvät, koska näiden mukautumiskyky vaihtelee.

ten kanssa. Tätä varten on kutsuttu kokoon neuvonantajaryhmä, joka koostuu keskuspankkien, arvopaperikeskusten ja käyttäjien edustajista, joita on mukana 14 kustakin ryhmästä. Määrittelyä varten perustettiin teknisiä ryhmiä, kansalliset käyttäjäryhmät ja EKP-vetoinen projektiryhmä.

Käyttäjämääritykset ja järjestelmäkuvaukset on sovittu tehtäväksi kuluvan vuoden loppuun mennessä siten, että päätös järjestelmän rakentamisesta tehdään huhtikuussa 2008. Tavoitteena on, että järjestelmä otetaan käyttöön vuoden 2013 alussa.

Huhtikuun kokouksessaan neuvosto päätti myös kytkeä keskuspankkivakuuksien hallinnon integroinnin ja TARGET2-Securities-aikataulun toisiinsa.

Keskeisiä avoimia kysymyksiä

Eurojärjestelmä toivoo, että kaikki euroalueen arvopaperikeskukset liittyvät yhteiseen selvitysalustaan, vaikka palvelu on niille käytännössä vapaaehtoinen. Nykyisen kaltaiset keskuspankkirahapalvelut jäävät vaihtoehdoksi TARGET2-Securities-palvelulle. Palvelun hintataso riippuu paljon tapahtumamäärästä. EKP on esittänyt alustavia arvioita tulevasta kustannustasosta.¹² Kaikki tarvittavat palvelut eivät kuitenkaan välttämättä kuulu ydinpalveluihin, vaan niistä saatetaan veloittaa arvopaperikeskuksia erikseen. Myös tarvittavan sopi-

¹² Tarkemmin EKP:n arvio 26.4.2007 julkaistussa TARGET2-Securities – Economic Feasibility -raportissa (<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/t2seconomicfeasibility0703en.pdf>).

musjärjestelmän luominen on suuri haaste.

TARGET2-Securities-hankkeella tavoitellaan kolmatta aaltoa rahoitusmarkkinoiden integraation syventämiseen maksujärjestelmähankkeiden TARGET ja TARGET2 seuraajaksi. Hankkeen vaikutus yksittäisten toimijoiden ja markkinoiden kilpailukykyyn ei ole etukäteen itsestään selvä, koska toimijoiden muuntumiskyky vaihtelee. Tekniikan kehitys ja rahoitusalan muutokset ovat nopeita, mutta yksittäisten toimijoiden on vaikea poiketa kokonaan aiemmillä linjauksilla luodulta kehityspolulta. Nykyiset tekniset ratkaisut vaikuttavat siihen, miten helppo arvopaperikeskuksen on liittyä TARGET2-Securities-palveluiden käyttäjäksi tai miten helppo yksittäisen pankin on mukauttaa toimintansa uudentyypiseen selvitysprosessiin.¹³ Arvopaperikeskuksille sisäisen prosessin pilkkominen on jossain määrin hankalaa teknisesti, mutta niiden kannalta etenkin vastuukysymysten täsmentäminen on tärkeätä siksi, että useassa maassa arvopaperikeskuksille on asetettu ankaria vastuita. Vielä ei myöskään ole päätetty, millaisin menettelyin arvopaperikeskusten odotetaan sitoutuvan järjestelmään osallistumiseen vuoden 2008 keväällä.

On selvää, että TARGET2-Securities-aloite on luonut ympäris-

¹³ Toimijoiden riippuvuutta teknisestä kehitysalustaan ovat käsitelleet mm. Heikkinen ja Korhonen (2007) teoksessaan Technology-driven efficiencies in financial markets (johtopäätösluku). Suomen Pankki A:110.

tön, jossa jokainen arvopaperimarkkinoiden toimija joutuu tutkimaan tarkkaan omat strategiansa. Erityisesti arvopaperikeskukset ovat joutuneet pohtimaan aiempaa avarammin liiketoimintansa kehittämisvaihtoehtoja. Osa niistä ilmeisesti harkitsee järjestelmäyhteistyötä, toiset fuusioita ja kolmannet luottavat lisäarvopalveluidensa ylivoimaisuuteen uuden sääntelyn ja TARGET2-Securities-palvelun luomassa ympäristössä. Vaikuttaa siltä, että sektorin nykyinen ilmapiiri olisi omiaan tehostamaan EU:n arvopaperimarkkinarakenteita merkittävästi.

Asiasanat: TARGET2-Securities, arvopaperimarkkinat, arvopaperikeskus, selvitysjärjestelmä, keskuspankkiraha, likviditeetin hallinta, Code of Conduct, MiFID

Julkaisut

Täydellinen julkaisuluettelo löytyy Suomen Pankin Internet-sivustosta (<http://www.suomenpankki.fi/>).

Suomen Pankin julkaisujen tuotannossa siirrytään entistä laajemmin sähköiseen julkaisemiseen ja jakeluun. Tutkimuksista ja selvityksistä mm. keskustelualoitteet sekä Yleistajuiset selvitykset (A-sarja) ja Tieteelliset erillisjulkaisut (E-sarja) julkaistaan vain sähköisinä Suomen Pankin verkkopalvelussa.

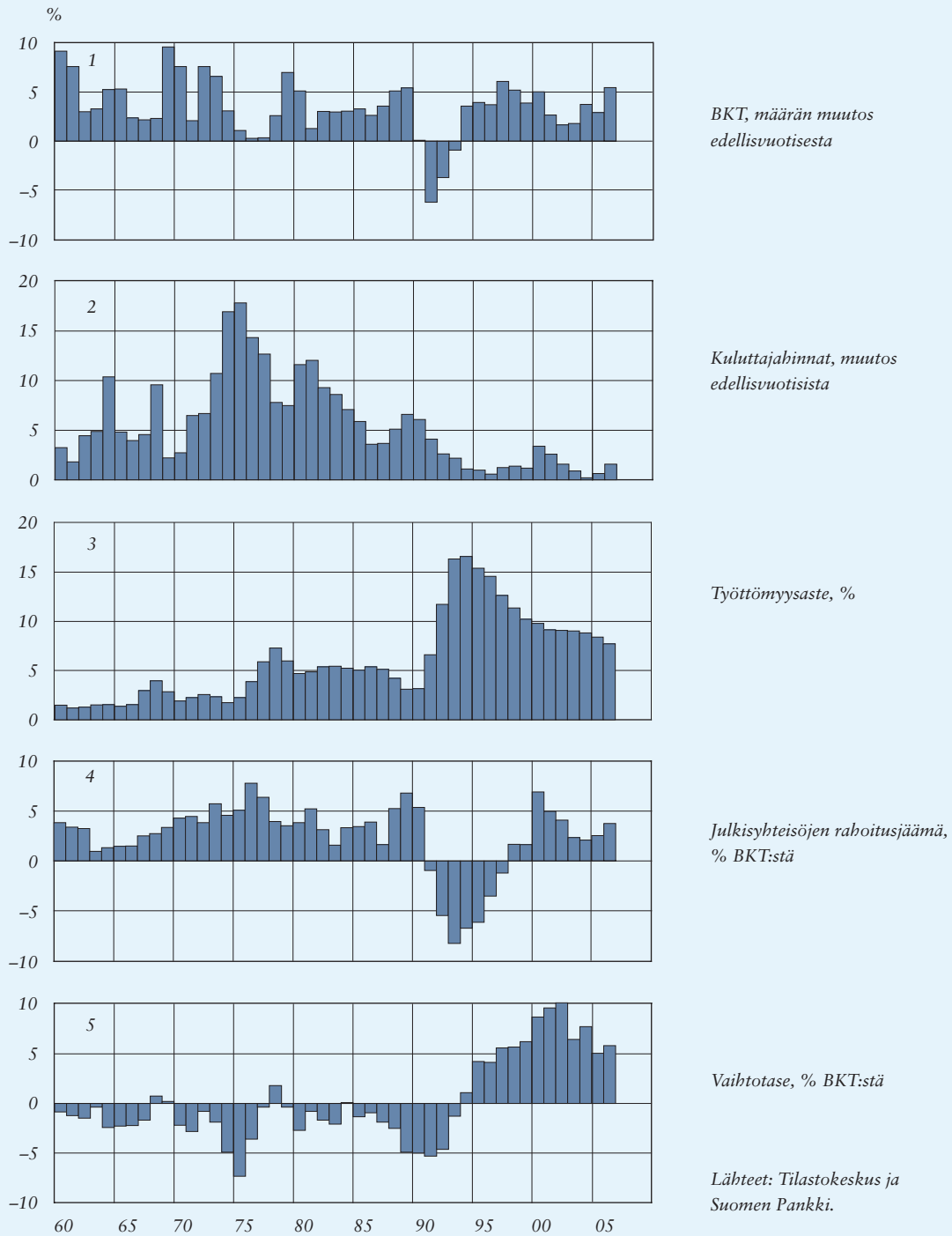
Suomen Pankin verkkosivuilla on maksuton palvelu, jonka kautta voi tilata sähköisiä julkaisuja Suomen Pankista. Tilaaja saa sähköpostiinsa tiedon tilaamastaan julkaisusta heti sen ilmestyttyä. Julkaisuja voi tilata osoitteessa www.suomenpankki.fi > Julkaisut > Sähköisten julkaisujen tilaaminen. Mikäli tietojen rekisteröimisessä ilmaantuu ongelmia, voi ottaa yhteyttä osoitteeseen publications@bof.fi.

Suomen Pankin vanhoja painettuja julkaisuja on mahdollista tilata jälkitilauksena Suomen Pankin varastosta www.suomenpankki.fi > Julkaisut > Painettujen julkaisujen tilaaminen.

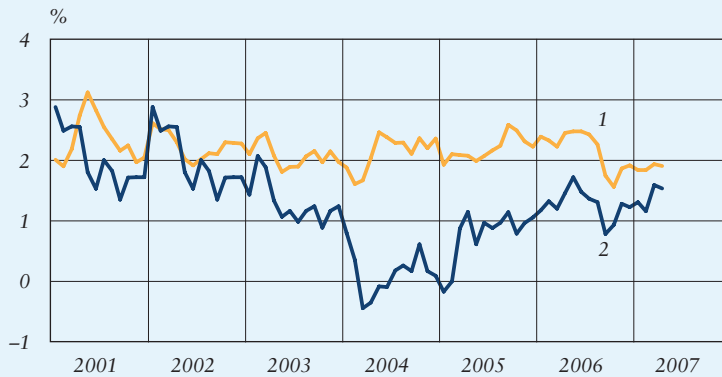
Kuviot

1. Keskeiset tasapainomuuttujat
2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa
3. Rahamäärän kehitys euroalueella
4. Keskuspankkikorkoja
5. Euriborkorot
6. Kansainvälisiä 3 kuukauden korkoja
7. Pohjoismaiden 3 kuukauden korkoja
8. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja
9. Suomalaisten pankkien viitekorkoja ja 12 kuukauden euribor
10. Lainojen ja talletusten keskikorot
11. Uusien kotitalousluottosopimusten keskikorot
12. Pankkien luottokanta korkosidonnaisuuksittain
13. Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat
14. Euron kurssi dollariin ja jeniin nähden
15. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden
16. Suomen kilpailukykyindikaattoreita
17. Euroalueen osakeindeksejä
18. Suomen julkisen talouden tasapaino
19. Suomen julkisen talouden velka
20. Suomen kauppataase ja vaihtotase
21. Suomen viennin aluejakauma
22. Suomen vienti toimialoittain
23. Suomen ulkomaankauppahinnat
24. Suomen ulkomaisen nettovarallisuuden eriä
25. Suomen BKT ja teollisuustuotanto
26. Työttömyysaste
27. Suomen varallisuushintoja

1. Keskeiset tasapainomuuttujat

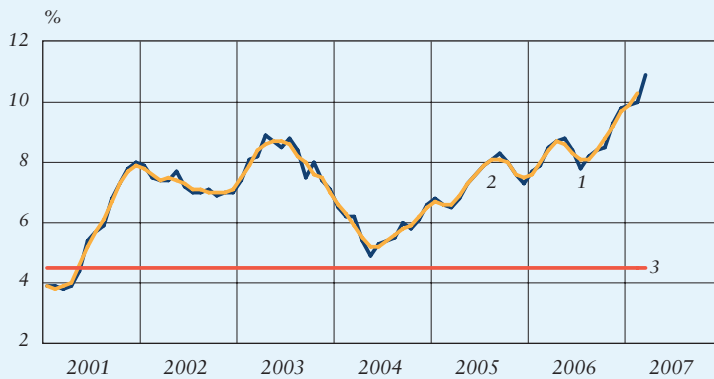


2. Hintavakaus euroalueella ja Suomessa



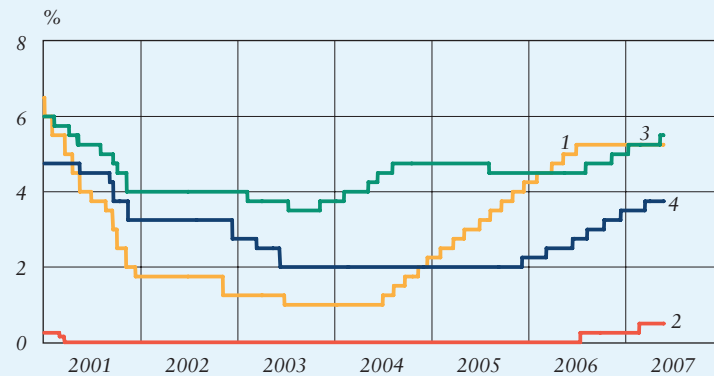
Yhdenmukaistettu kuluttajahinta-
indeksi, 12 kk:n prosenttimuutos
1. Euroalue
2. Suomi
Lähteet: Eurostat ja Tilastokeskus.

3. Rahamäärän kehitys euroalueella



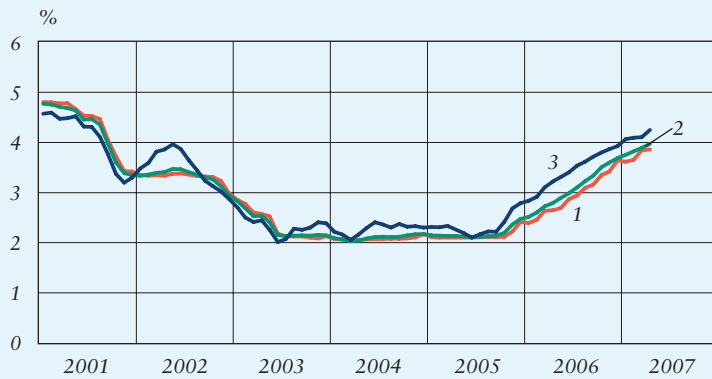
1. Rahamäärä M3:
12 kk:n prosenttimuutos
2. M3: 12 kk:n prosenttimuutoksen
3 kk:n liukuva keskiarvo
3. M3:n viitearvo
Lähde: Euroopan keskuspankki.

4. Keskuspankkikorkoja



1. Yhdysvaltain fed funds
-tavoitekorko
2. Japanin yön yli -lainakorko
3. Ison-Britannian repokorko
4. Eurojärjestelmän
minimitarjouskorko
Lähde: Bloomberg.

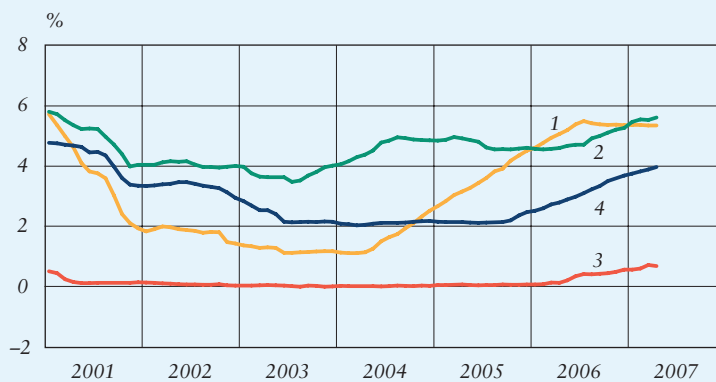
5. Euriborkorot



- 1. 1 kk
- 2. 3 kk
- 3. 12 kk

Lähde: Reuters.

6. Kansainvälisiä 3 kk:n korkoja

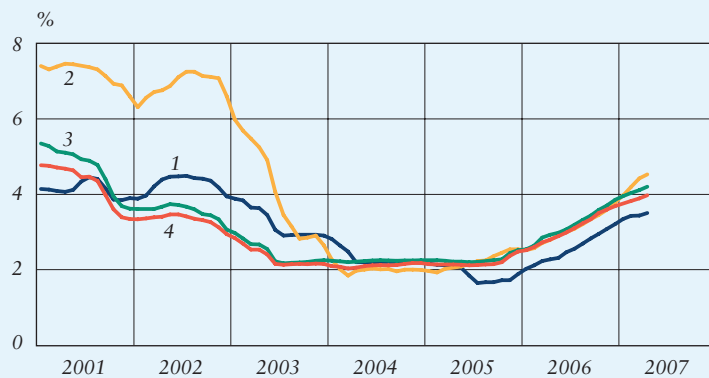


Pankkien välisiä korkoja

- 1. Yhdysvallat
- 2. Iso-Britannia
- 3. Japani
- 4. Euroalue

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters.

7. Pohjoismaiden 3 kk:n korkoja

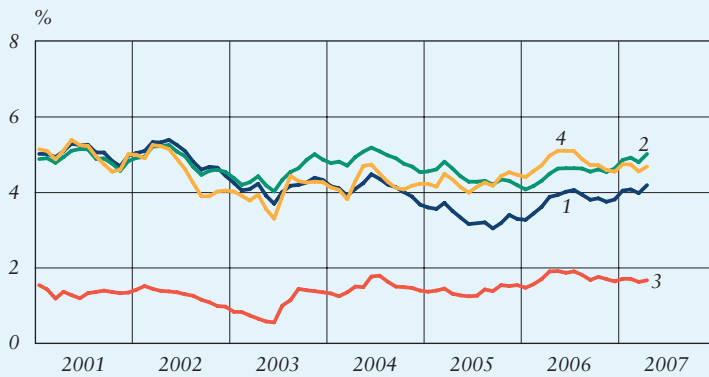


Pankkien välisiä korkoja

- 1. Ruotsi
- 2. Norja
- 3. Tanska
- 4. Suomi

Lähde: Reuters.

8. Kansainvälisiä pitkäaikaisia korkoja

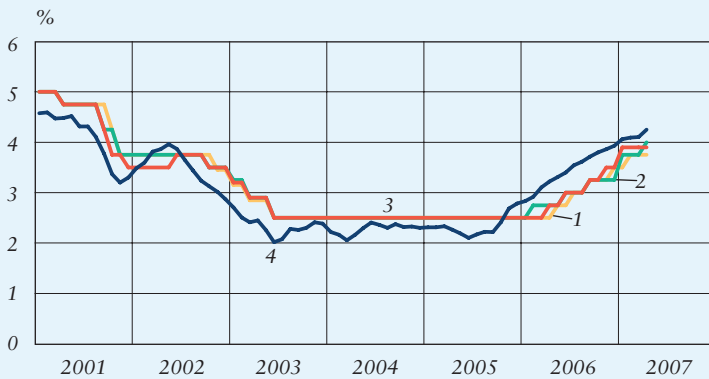


Valtion 10 vuoden obligaatiokorkoja

1. Suomi
2. Iso-Britannia
3. Japani
4. Yhdysvallat

Lähde: Reuters.

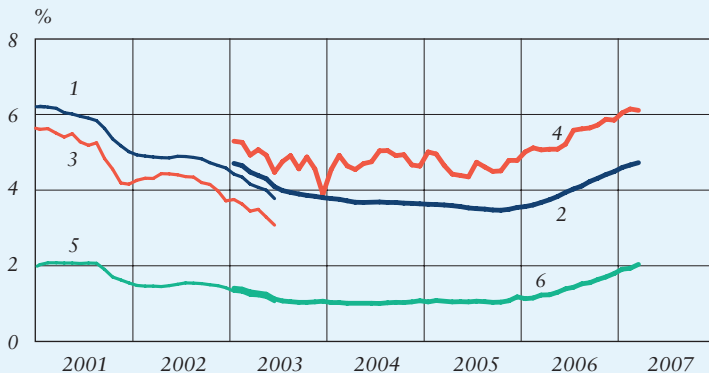
9. Suomalaisen pankkien viitekorkoja ja 12 kuukauden euribor



1. Nordea-prime kuukauden lopussa
2. Sampo-prime kuukauden lopussa
3. Osuuspankkiryhmän prime kuukauden lopussa
4. 12 kk:n euribor

Lähteet: Pankit ja EKP.

10. Lainojen ja talletusten keskikorot

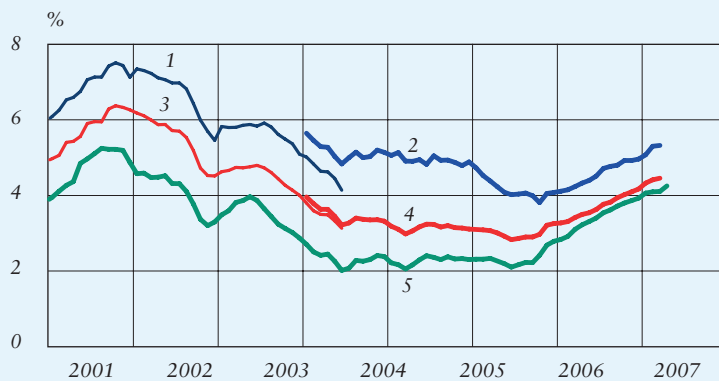


1. Pankkien lainakanta
2. Rahalaitosten lainakanta
3. Pankkien uudet lainat
4. Rahalaitosten uudet lainasopimukset
5. Pankkien talletuskanta
6. Rahalaitosten talletuskanta

Lähde: Suomen Pankki.

Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003. Uudessa tiedonkeruussa rahalaitokset sisältävät talletuspankkien lisäksi myös muut luottolaitokset.

11. Uusien kotitalousluottosopimusten keskipöröt



1. Pankkien uudet kulutusluotot
2. Rahalaitosten uudet kulutusluottosopimukset*
3. Pankkien uudet asuntolainat
4. Rahalaitosten uudet asuntolainasopimukset
5. 12 kk:n euribor

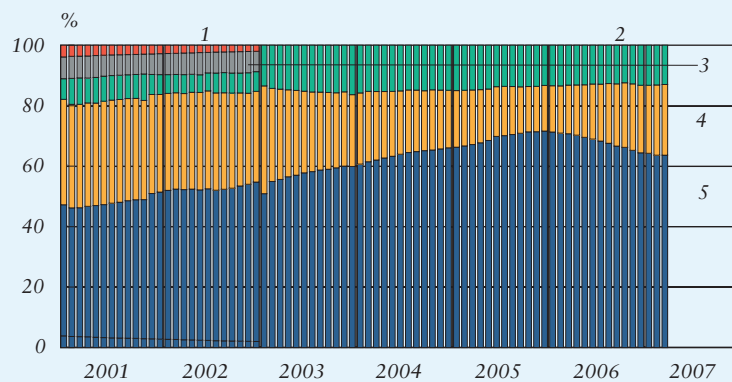
*Luokitusmuutos: Uusista kulutusluottosopimuksista on siirretty korttiluotot yhteen tililuottojen kanssa.

Lähde: Suomen Pankki.

Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003.

Uudessa tiedonkeruussa rahalaitokset sisältävät talletuspankkien lisäksi myös muut luottolaitokset.

12. Pankkien luottokanta korkosidonnaisuuksittain

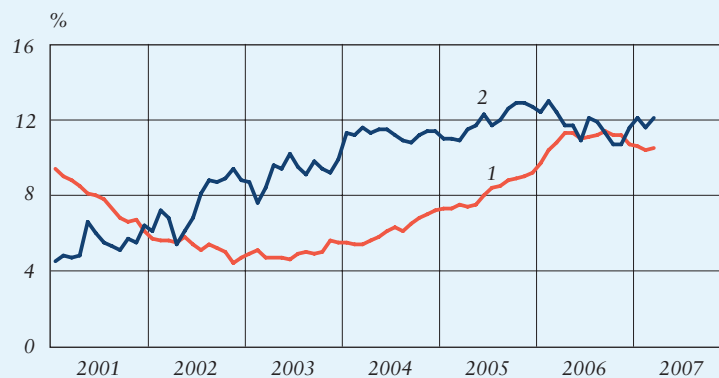


1. Peruskorkosidonnaiset
2. Muihin korkoihin sidotut (sisältää vuodesta 2003 alkaen myös peruskorkoon ja kiinteään korkoon sidotut)
3. Kiinteäkorkoiset
4. Pankkikohtaisiin viitekorkoihin sidotut (primekorot ja vastaavat pankkien omat viitekorot)
5. Euriborsidonnaiset

Lähde: Suomen Pankki.

Tiedonkeruu muuttui 1.1.2003 alkaen.

13. Rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämät lainat

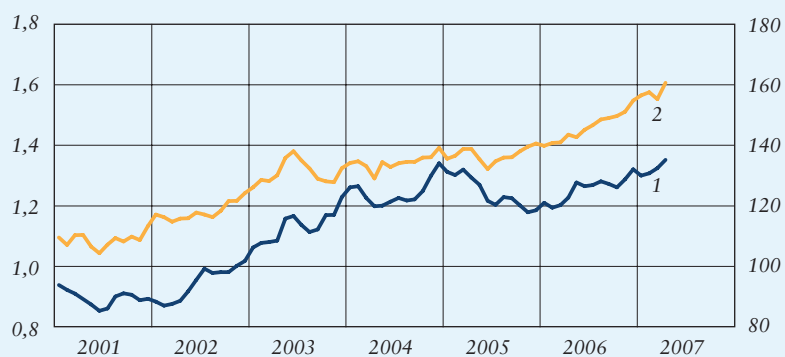


12 kk:n prosenttimuutos

1. Euroalueen rahalaitosten euroalueelle myöntämät lainat
2. Suomalaisten rahalaitosten euroalueelle myöntämät lainat

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

14. Euron kurssi dollariin ja jeniin nähden

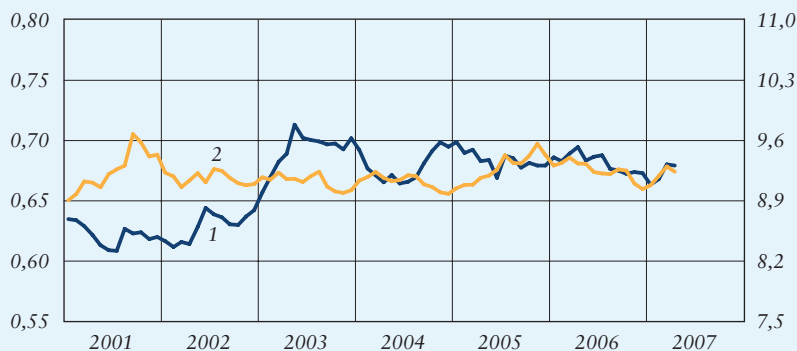


Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

1. Euron arvo Yhdysvaltain dollareina (vasen asteikko)
2. Euron arvo Japanin jeneinä (oikea asteikko)

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters.

15. Euron kurssi Englannin puntaan ja Ruotsin kruunuun nähden

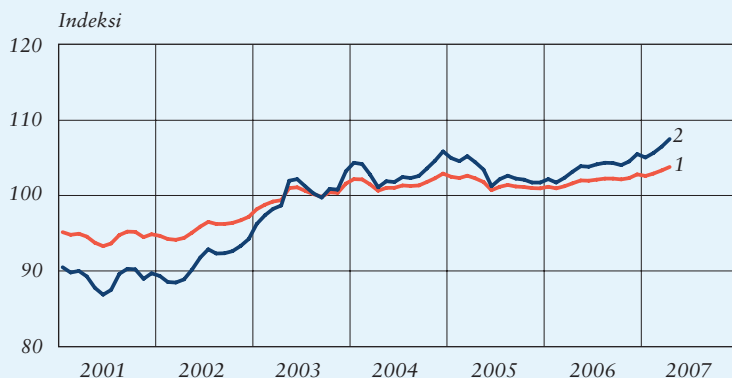


Kun euro vahvistuu, käyrä nousee.

1. Euron arvo Englannin puntina (vasen asteikko)
2. Euron arvo Ruotsin kruunuina (oikea asteikko)

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters.

16. Suomen kilpailukykyindikaattoreita



Tammi-maaliskuu 1999 = 100

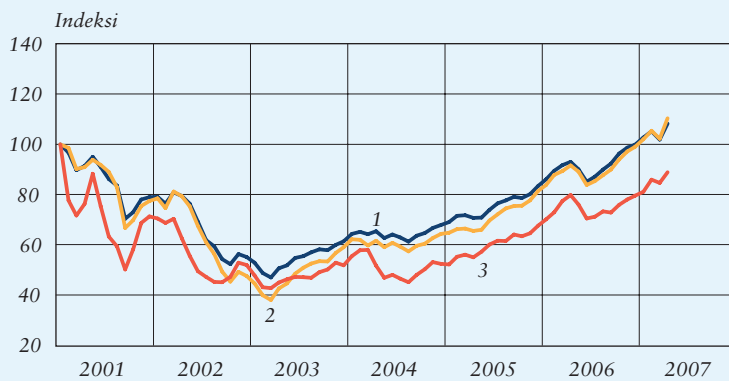
Perustuvat ulkomaankauppapainoisiin valuuttakursseihin.

Kun Suomen hintakilpailukyky heikkenee, käyrä nousee.

1. Suppea kilpailukykyindikaattori euroalueen maat mukaan lukien
2. Suppea kilpailukykyindikaattori

Lähde: Suomen Pankki.

17. Euroalueen osakeindeksejä

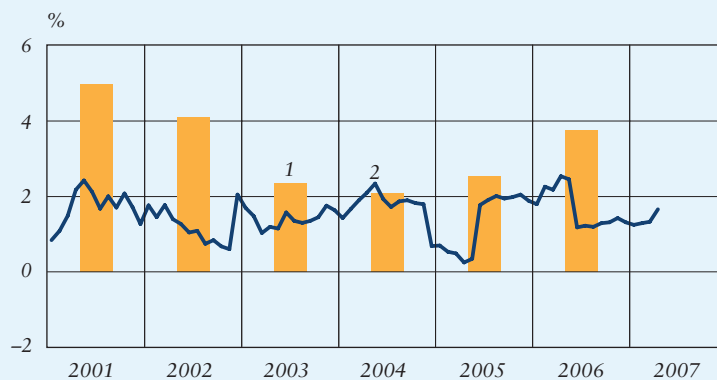


Tammikuu 2001 = 100

1. Koko euroalueen DJ Euro Stoxx -osakeindeksi
2. Saksan DAX-indeksi
3. Suomen OMX Helsinki-yleisindeksi

Lähteet: Bloomberg ja Helsingin Pörssi.

18. Suomen julkisen talouden tasapaino

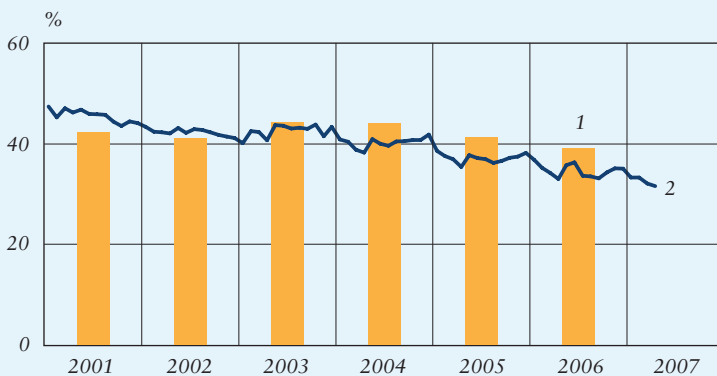


% BKT:stä

1. Julkisyhteisöjen rahoitusjäämä
2. Valtion tulojäämä,
12 kk:n liukuva summa

Lähteet: Valtiokonttori, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

19. Suomen julkisen talouden velka

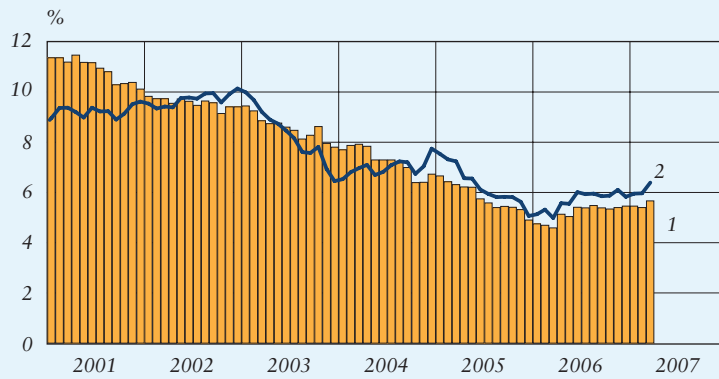


% BKT:stä

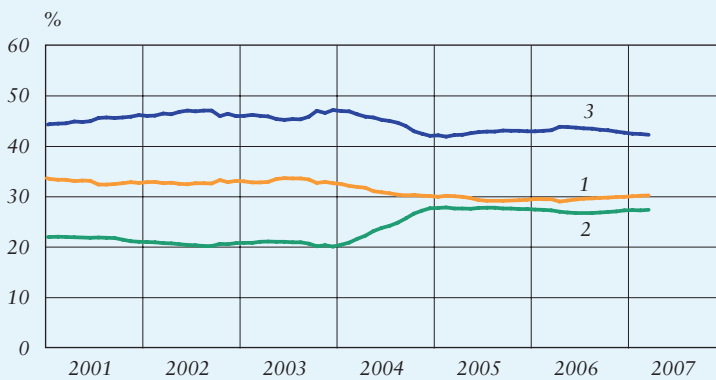
1. Julkisyhteisöjen velka
2. Valtion velka, 12 kk:n liukuva summa

Lähteet: Valtiokonttori, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

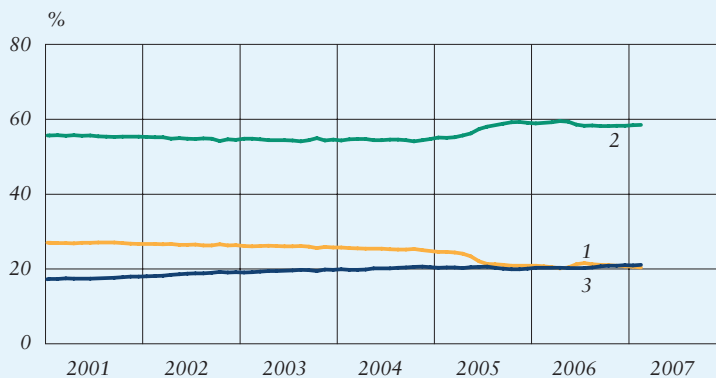
20. Suomen kauppataase ja vaihtotase



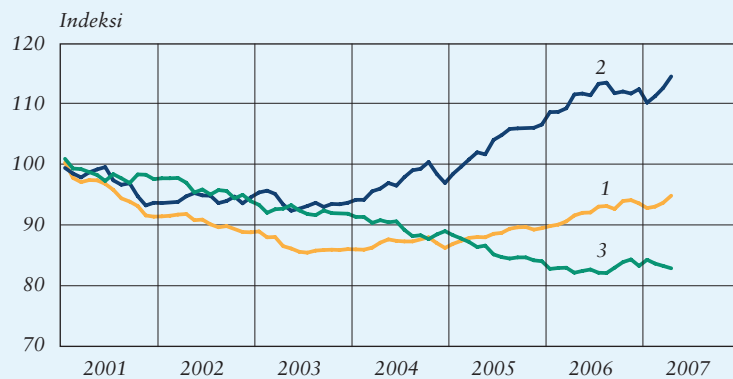
21. Suomen viennin aluejakauma



22. Suomen vienti toimialoittain

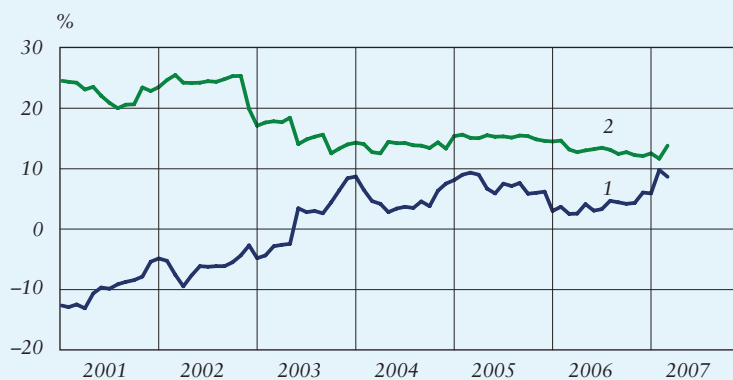


23. Suomen ulkomaankauppahinnat



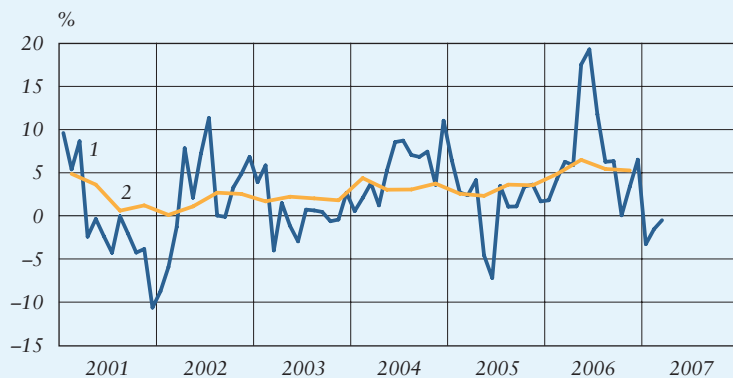
2000 = 100
 1. Vientihinnat
 2. Tuontihinnat
 3. Vaihtosuhte
 Lähde: Tilastokeskus.

24. Suomen ulkomaisen nettovarallisuuden eriä



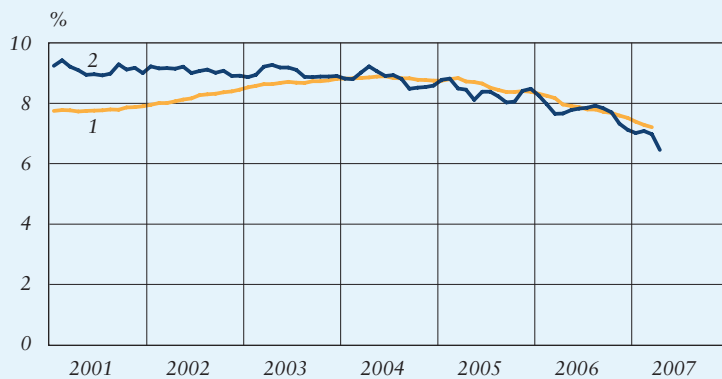
% BKT:stä
 1. Suomen ulkomainen nettovarallisuus ilman oman pääoman eriä
 2. Suorat sijoitukset Suomesta ulkomaille, netto
 Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

25. Suomen BKT ja teollisuustuotanto



Prosenttimuutos edellisvuotisesta
 1. Teollisuustuotanto
 2. Bruttokansantuote
 Lähde: Tilastokeskus.

26. Työttömyysaste

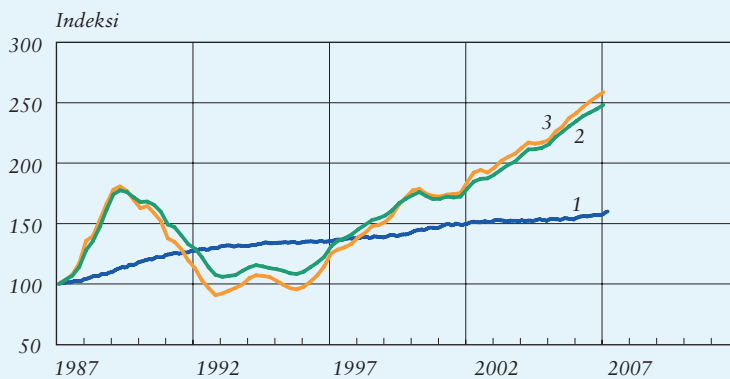


1. Euroalue

2. Suomi

Lähteet: Eurostat, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

27. Suomen varallisuushintoja



Tammi-maaliskuu 1987 = 100

1. Kuluttajaindeksi

2. Asuntojen hinnat

3. Vanhojen kaksioiden velaton neliöbinta

Lähde: Tilastokeskus.

Suomen Pankin organisaatio

4.5.2007

PANKKIVALTUUSTO

Puheenjohtaja **Seppo Kääriäinen**, varapuheenjohtaja **Antti Kalliomäki**, **Pekka Ravi**,
Liisa Jaakonsaari, **Martti Korhonen**, **Mika Lintilä**,
Tanja Saarela, **Marja Tiura**, **Ben Zyskowitz**

Pankkivaltuuston sihteeri Anton Mäkelä

JOHTOKUNTA

Erkki Liikanen
johtokunnan
puheenjohtaja

Matti Louekoski
johtokunnan
varapuheenjohtaja

Sinikka Salo
johtokunnan jäsen

Pentti Hakkarainen
johtokunnan jäsen

Johtokunnan sihteeri Arno Lindgren

Yleisvastuu
EKPJ-asioista

Johdon sihteeristö
Kjell Peter Söderlund

Johtokunnan
sihteeripalvelut
Kansainvälinen yksikkö
Lakiasiaain yksikkö
Viestintäyksikkö

Strategia- ja
organisaatioryhmä

Sisäinen tarkastus
Erkki Kurikka

**Rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto**
Heikki Koskenkylä

- Vakaustoimisto
- Yleisvalvontatoimisto
- Tilastoyksikkö**
- Maksutasetoimisto
- Rahoitustilasto-
toimisto
- Tilastojärjestelmä-
toimisto

Maksuvälineosasto
Mauri Lehtinen

- Aluekonttorit
Kuopio, Oulu,
Tampere, Turku,
Vantaa

**Rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto**
Antti Suvanto

- Ennustetoimisto
- Kirjasto ja tietopalvelut -toimisto
- Seurantatoimisto

**Siirtymätalouksien
tutkimuslaitos**
(BOFIT)

Tutkimusyksikkö

Pankkitoimintaosasto
Pentti Pikkarainen

- Markkinaoperaatioiden
toimisto
- Riskienhallinta-
toimisto
- Sijoitustoimisto
- Selvitys- ja maksu-
toimisto
- TARGET-toimisto

Hallinto-osasto
Esa Ojanen

- Hallintopalvelu-
toimisto
- Kielipalvelutoimisto
- Taloushallinto-
toimisto

Henkilöstöyksikkö
IT-yksikkö
Turvallisuusyksikkö

Suomen Pankin yhteydessä toimii **Rahoitustarkastus**, jonka johtaja on Anneli Tuominen.

Suomen Pankki

PL 160, 00101 HELSINKI

Puhelin: 010 8311, faksi: (09) 174 872, sähköposti: publications@bof.fi

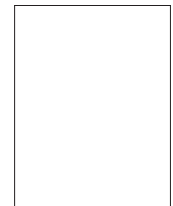
Euro & talous -lehden tilaus tai jakelun muutosilmoitus

Vanhat yhteystiedot
Yritys
Nimi
Osoite
Uudet yhteystiedot
Yritys
Nimi
Osoite
Uusi tilaus <input type="radio"/> Peruutus <input type="radio"/> Kpl

Suomen Pankin verkkosivuilla on maksuton palvelu, jonka kautta voi tilata sähköisiä julkaisuja Suomen Pankista. Tilaja saa sähköpostiinsa tiedon tilaamastaan julkaisusta heti sen ilmestyttyä.

Julkaisuja voi tilata osoitteessa www.suomenpankki.fi > Julkaisut > Sähköisten julkaisujen tilaaminen.

Mikäli tietojen rekisteröimisessä ilmaantuu ongelmia, voi ottaa yhteyttä osoitteeseen publications@bof.fi.



SUOMEN PANKKI

PL 160
00101 HELSINKI

Suomen Pankki
Bank of Finland
PO Box 160
FI-00101 HELSINKI
FINLAND



.2343