

# Euroalueen rahamarkkinat kehittyvät – lyhytaikaisten arvopapereiden markkinat käynnistyivät

3.11.2006

**Euron käyttöönoton myötä syntyivät koko euroalueen kattavat yhteiset rahamarkkinat, joilla rahoituslaitokset, institutionaaliset sijoittajat, suuryritykset ja julkisyhteisöt voivat tehokkaasti hallita maksuvalmiuttaan ja korkoriskejään. Euroajan alkuvaiheessa eurorahamarkkinoiden painopiste oli pankkien välisillä tukkutalletusmarkkinoilla, joille on myös kehitynyt laajat johdannaismarkkinat. Sittemmin markkinoiden kasvu on keskittynyt vakuudellisiin repomarkkinoihin, joiden kehitystä on tukenut viime vuosien nopea tuotekehitys. Myös kaupankäynti lyhyillä eurorahamarkkinapapereilla on vauhdittumassa, kun niille on vastikään luotu aiempaa yhtenäisempi ja läpinäkyvämpi markkinaympäristö.**

## Rahamarkkinoiden merkitys

Rahamarkkinoilla tarkoitetaan likvidien ja enintään vuoden pituisten velkasitoumusten tukkumarkkinoita mukaan luettuna näiden velkasitoumusten johdannaismarkkinat. Rahamarkkinoiden tarve syntyy pohjimmiltaan siitä, että näillä markkinoilla kauppaa käyvien instituutioiden, kuten pankkien, institutionaalisten sijoittajien, suuryritysten ja valtioiden tulevat ja lähtevät kassavirrat ajoittuvat eriaikaisesti. Kaikki edellä mainitut instituutiot pitävät kassavaroja varautuakseen tuleviin menoihin. Kassavarojen pitäminen on kuitenkin

kallista, koska niistä saatava tuotto on vähäinen muista sijoituskohteista ja liiketoiminnasta saatavaan tuottoon verrattuna. Toimivat rahamarkkinat mahdollistavat sen, että niillä kauppaa käyvät instituutiot voivat sijoittaa ylimääräiset kassavaransa vähäriskisiin ja likvideihin rahamarkkinainstrumentteihin, jotka ovat tarvittaessa nopeasti muutettavissa takaisin käteiseksi. Samalla rahamarkkinat tarjoavat mahdollisuuden lainata lyhytaikaisesti käteisrahaa yllättävien menojen rahoittamiseksi. Rahamarkkinoiden korkojohdannaisilla talousyksiköt taas voivat suojata rahoitustoimintaansa liittyvää korkoriskiä. Näin ollen hyvin toimivat rahamarkkinat edesauttavat pankkien, yritysten ja julkisyhteisöjen juoksevan liiketoiminnan rahoitusta ja vähentävät toimintaan liittyvää maksuvalmius- ja korkoriskiä ja tukevat siten liiketoiminnan yleistä kehitystä. Vähentäessään rahoituslaitosten maksuvalmiusriskiä toimivat rahamarkkinat myös tukevat rahoitusmarkkinoiden yleistä vakautta.

Rahamarkkinoilla käydään kauppaa monenlaisilla instrumenteilla. Perinteisesti rahamarkkinat on jaoteltu vakuudettomiin ja vakuudellisiin. Vakuudettomilla markkinoilla eli depomarkkinoilla lainataan rahaa eri ajanjaksoiksi perinteisinä aikatalletuksina. Vakuudellisilla markkinoilla eli repomarkkinoilla rahaa taas lainataan vähäriskisiä arvopapereita vastaan joko arvopapereiden osto- ja takaisinmyyntisopimuksilla tai siten,



*Harri Lahdenperä  
toimistopäällikkö  
pankkitoimintaosasto*

*Hyvin toimivat rahamarkkinat lisäävät rahoitusmarkkinoiden vakautta.*

että lainanottaja panttaa arvopaperin lainan antajalle vakuudeksi lainan juoksuajaksi. Rahamarkkinoihin luetaan myös kaupankäynti erilaisilla rahamarkkinapapereilla. Tärkeimpiä rahamarkkinapapereita ovat valtioiden ja muiden julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemat velkasitoumukset, pankkien sijoitustodistukset sekä yritysten ja rahoitusyhtiöiden yritystodistukset. Lisäksi rahamarkkinoihin sisällytetään kaupankäynti rahamarkkinainstrumenttien johdannaissojimuksilla, kuten lyhyillä korkotermineillä, -futuureilla ja koronvaihtosopimuksilla.

Keskuspankeilla on huomattavaa kiinnostusta tukea rahamarkkinoiden kehittymistä, koska hyvin toimivat rahamarkkinat lisäävät rahoitusmarkkinoiden vakautta. Lisäksi rahamarkkinat ovat keskuspankeille erityisen tärkeitä siitä syystä, että keskuspankit vaikuttavat yleisön luotto- ja talletuskorkoihin ja niiden välityksellä talouden kehitykseen rahamarkkinakorkojen kautta. Euroalueella Euroopan keskuspankki (EKP) ja kansalliset keskuspankit vaikuttavat rahamarkkinakorkoihin sekä maksuvalmiusjärjestelmän että avomarkkinaoperaatioiden kautta. Maksuvalmiusjärjestelmä koostuu maksuvalmiusluotosta ja talletusmahdollisuudesta, joita vastapuolet voivat käyttää omasta aloitteestaan. Maksuvalmiusluoton avulla vastapuolet voivat saada kansallisilta keskuspankeilta yön yli -likviditeettiä vakuuksia vastaan. Maksuvalmiusluoton korko

on käytännössä samalla pankkien välisen yön yli -koron yläraja. Talletusmahdollisuutta käyttäen vastapuolet voivat tehdä yön yli -talletuksia kansallisiin keskuspankkeihin. Yön yli -talletuksille maksettava korko on käytännössä pankkien välisen yön yli -markkinoiden koron alaraja. Avomarkkinaoperaatioilla eurojärjestelmä vaikuttaa pankkijärjestelmän maksuvalmiustilanteeseen ja siihen, missä määrin pankit joutuvat turvautumaan maksuvalmiusjärjestelmän luotto- ja talletusmahdollisuuteen. Lisäksi tärkeimmillä avomarkkinaoperaatioilla eli perusrahoitusoperaatioilla viestitään, millaista rahamarkkinakorkotasoa eurojärjestelmä tavoittelee. Näin ollen lyhimpien korkojen taso sekä odotukset näiden korkojen tulevasta kehityksestä määräytyvät pitkälti keskuspankin toiminnan perusteella – lyhimpiin korkoihin kohdistuvat odotukset puolestaan ohjaavat pidempien rahamarkkinakorkojen kehitystä. Laajasti ottaen keskuspankin maksuvalmiusjärjestelmä ja avomarkkinaoperaatiot voidaankin lukea osaksi rahamarkkinoita, koska niillä on niin keskeinen rooli rahamarkkinoiden likviditeetin ja korkojen määräytymisessä (kuvio 1).

### **Eurorahamarkkinat kehittyvät nopeasti**

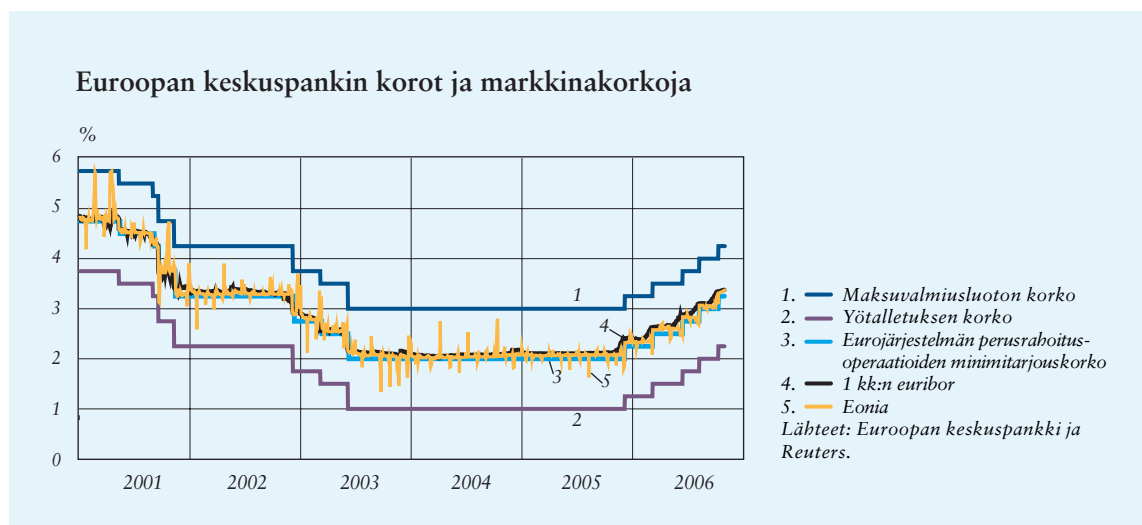
Käytettävissä olevien tilastotietojen pohjalta euromääräisten rahamarkkinainstrumenttien liikkeessä olevasta kannasta ja vaihdon määrästä voidaan

tehdä vain suuntaa antavia arvioita.<sup>1</sup> Eurojärjestelmän kokoamien tilastojen mukaan euroalueen rahoituslaitosten liikkeeseen laskemien sijoitustodistusten ja muiden lyhytaikaisten velkapaperien kanta oli noin 420 miljardia euroa kesäkuussa 2006. Samana ajankohtana euroalueen julkisyhteisöjen lyhytaikaisten velkapaperien (valtion velkasitoumukset, kuntatodistukset yms.) kanta oli noin 375 miljardia ja yritystodistusten kanta noin 95 miljardia euroa. Nämä luvut tosin antavat euroramarkkinoiden koosta liian vaatimattoman kuvan,

<sup>1</sup> Kansainvälinen järjestelypankki (BIS) ja eurojärjestelmä julkaisevat sektorikohtaisia tietoja lyhytaikaisten velkapaperien liikkeeseenlaskuista ja kannoista. EKP julkaisee säännöllisin väliajoin raportin euroramarkkinoiden tilasta ja kehityksestä. Tämän raportin tiedot perustuvat EKP:n ja eurojärjestelmään kuuluvien kansallisten keskuspankkien euroramarkkinoiden liikepankeille tekemään kyselyyn. Lisäksi International Capital Market Association -yhdistys julkaisee säännöllisesti myös liikepankeille ja muille rahamarkkinosapuolille osoitettuun kyselyyn pohjautuvan raportin Euroopan repomarkkinoista.

sillä euro on laajalti käytetty kansainvälinen valuutta ja myös euroalueen ulkopuoliset pankit ja yritykset laskevat liikkeeseen euromääräisiä rahamarkkinavelkakirjoja. Reposopimusten liikkeessä olevasta kannasta on vähemmän tietoa, mutta International Capital Market Association -yhdistyksen (ICMA) kyselyiden perusteella puhutaan kokoluokaltaan 2 000 miljardin euron sopimuskannasta. Liikkeessä olevien velkasitoumusten kanta on kuitenkin vajavainen markkinoiden koon mittari, sillä lyhytaikaisten velkapaperien tapauksessa kaupankäynnin määrä voi olla hyvin suurta liikkeessä olevaan kantaan suhteutettuna. Eurooramarkkinoiden kokonaisvaihdoista on kuitenkin toistaiseksi olemassa vain hajanaisia tietoja. EKP:n ja eurojärjestelmän kansallisten keskuspankkien tekemien rahamarkkinakyselyjen perusteella voidaan karkeasti arvioi-

Kuvio 1.



*Samalla kun euroramarkkinat ovat kasvaneet ja kehittyneet, ne ovat myös erikoistuneet siten, että rahamarkkinoiden eri lohkot yhä selvemmin palvelevat likviditeetti- ja korkoriskihallinnan eri osa-alueita.*

da, että euroramarkkinoiden tyyppillinen päivävaihto liikkuu useissa sadoissa miljardeissa euroissa.

Euroramarkkinoiden kehitys on ollut nopeaa sen jälkeen, kun euro otettiin käyttöön yhteisenä rahana vuoden 1999 alussa. Euroajan alkuvaiheessa rahamarkkinoiden painopiste oli pankkien välisillä talletusmarkkinoilla, jotka integroituvat nopeasti koko euroalueen kattaviksi, likvideiksi markkinoiksi. Sittenkin markkinoiden kasvu on kuitenkin keskittynyt vakuudellisiin repomarkkinoihin, joilla kaupankäynnin määrä on kasvanut yli 20 prosentin vuosivauhtia ajanjaksolla 1999–2005. Repomarkkinoiden vaihto olikin jo vuonna 2002 suurempaa kuin talletusmarkkinoiden vaihto, ja on tätä nykyä jo yli kaksinkertainen talletusmarkkinoihin verrattuna. Repomarkkinoiden nopeaan kasvuun on useita syitä.<sup>2</sup> Ensinnäkin rahoitusmarkkinoiden nopea arvopaperistuminen on tuonut runsaasti uutta vähäriskistä ja likvidiä vakuusmateriaalia repomarkkinoiden käyttöön. Toiseksi repomarkkinoita on edesauttanut pankkien tarve rajoittaa luottoriskejään ja vähentää luottoriskistä aiheutuvaa lisäystä vakavaraisuusvaatimuksissa, mistä syystä pankit suosivat vakuudellista lainanantoa vakuudettomien talletusten sijasta. Kolmanneksi pankeilla ja muilla rahoituslaitoksilla on tarve hankkia lisätuottoja hallussa pitämilleen arvopapereille ja tähän ne

pääsevät mm. lainaamalla näitä arvopapereita niitä tilapäisesti tarvitseville. Lisäksi euroalueen selvitysjärjestelmien kehittyminen ja integroituminen ovat tehneet vakuuksien liikuttelun yli maiden rajojen huomattavasti aiempaa helpommaksi ja taloudellisemmaksi.

Samalla kun euroramarkkinat ovat kasvaneet ja kehittyneet, ne ovat myös erikoistuneet siten, että rahamarkkinoiden eri lohkot yhä selvemmin palvelevat likviditeetti- ja korkoriskihallinnan eri osa-alueita. Talletus- ja repomarkkinoita pankit ja muut rahamarkkinatoimijat käyttävät erityisesti lyhyen aikavälin likviditeetitilanteen hallintaan. Tämä näkyy siinä, että niin talletus- kuin repomarkkinoidenkin painopiste on hyvin lyhyissä, valtaosin yön yli -transaktioissa. Korkoriskien hallintaan rahamarkkinaosapuolet taas käyttävät yhä enemmän rahamarkkinoiden johdannaistuotteita. Niistä nopeimmin kasvavia ovat erilaiset koronvaihtosopimukset, joissa osapuolet voivat vaihtaa vaihtuvakorkoisen position kiinteäkorkoiseen ja päinvastoin. Kaikkein nopeimmin ovat yleistyneet yli yön -koronvaihtosopimukset, joissa sopimuksen vaihtuvakorkoinen osuus on sidottu euron yli yön -korkoa mittaavaan indeksiin (eonia), joka lasketaan pankkien välisten talletusmarkkinoiden perusteella päivittäin.<sup>3</sup> Tällaiset koronvaihtosopimukset,

<sup>2</sup> EKP (2005) Euro Money Market Study 2004.

<sup>3</sup> Eoniakorko (Euro overnight index average) on euroalueen pankkien keskinäisten yön yli -luottojen toteutunut painotettu keskiporko.

joille on syntynyt laajat ja likvidit markkinat euroalueella, tarjoavat pankeille, vakuutusyhtiöille sekä eläke- ja muille rahastoille joustavan mahdollisuuden suojautua lyhyiden korkojen muutoksilta tai muodostaa näkemys lyhyiden korkojen tulevista muutoksista.

### Lyhyiden europapereiden markkinat yhä keskenkasvuiset

Euroramamarkkinoiden nopea kehitys on johtanut siihen, että nämä markkinat ovat nykyään sekä kooltaan että tehokkuudeltaan rinnastettavissa Yhdysvaltojen dollariramamarkkinoi-

hin. Itse asiassa euroalueen tukkumarkkinat ja niihin kytkeytyvät korkotermini- ja koronvaihtosopimusten markkinat ovat vaihdoltaan selvästi Yhdysvaltojen vastaavia markkinoita suuremmat.<sup>4</sup> Yksi syy koronvaihtosopimusten nopeaan yleistymiseen euroramamarkkinoilla on se, että euroajan alussa nimenomaan pankkien väliset talletusmarkkinat integroituivat nopeimmin. Kun koronvaihtosopimusten hinnat heijastavat näiden markkinoiden tulevia

<sup>4</sup> BIS (2004) Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004.

## Reposopimustyyppiä

<b>Perinteinen reposopimus</b>	Käteisen rahan haltija sopii ostavansa arvopaperin ja myyvänsä sen takaisin sovittuun hintaan joko vaadittaessa tai tietyn ajan kuluttua.
<b>Yleisvakuudellinen reposopimus</b>	Luoton antaja saa lainan ajaksi hallintaoikeuden tiettyyn, etukäteen sovittuun vakuussalkkuun, eli kyseessä on käytännössä vakuudellinen laina. Yleensä markkinaosapuolet määrittelevät etukäteen vähäriskisistä velkapapereista koostuvia salkkuja, joita voidaan käyttää yleisvakuudellisissa reposopimuksissa. Sopimukseen voi kuulua myös mahdollisuus vaihtaa salkun velkakirjojen koostumusta reposopimuksen aikana tiettyjen etukäteen sovittujen sääntöjen mukaisesti.
<b>Kolmikantarepo</b>	Repokauppa tehdään kolmannen osapuolen välityksellä siten, että kaupan käteismäärät ja vakuudet liikkuvat aina osapuolelta toiselle välittäjänä toimivan pankin kautta. Välittäjä pitää reposopimuksen pohjana olevat arvopaperit hallussaan reposopimuksen ajan ja huolehtii, että arvopapereita on riittävästi lainan vakuudeksi. Kolmikantajärjestelyllä reposopimuksen kumpikin osapuoli pystyy suojautumaan toiseen osapuoleen liittyvältä luottoriskiltä. Kolmikantasopimuksen välittäjänä toimii yleensä europapereiden haltijan säilyttäjäpankki, jolloin vältetään myös tarpeelta siirtää arvopapereita säilyttäjäpankista toiseen reposopimuksen ajaksi.

*Rahamarkkina-  
papereiden  
kaupankäynnissä  
eurorahamarkkinat  
ovat jäljessä  
verrattuna  
Yhdysvaltoihin.*

korkoja koskevia odotuksia, tämä tuki koronvaihtosopimusten laajaa käyttöä. Lisäksi koronvaihtosopimusten käyttöä tukee se, että euroalueella – toisin kuin Yhdysvalloissa – valtionlainamarkkinat eivät ole täysin yhtenäiset, vaan valtionlainoissa on eroja luottoluokituksen, käytettyjen selvitysjärjestelmien, verotuksen ja markkinakonventioiden osalta. Tämä epäyhtenäisyys vaikeuttaa valtionlainojen tuottokäyrän käyttöä korkojohdannaisten hinnoitteluperusteena, mikä on tukenut koronvaihtosopimusten laajaa käyttöä korkojohdannaisten hinnoittelussa. Samasta syystä koronvaihtosopimusten hinnoista on euroalueella tullut perusta luottoriskillisten velkapapereiden hinnoittelulle – luottoriskin osalta koronvaihtosopimusten hinnat heijastavat keskimääräistä pankkiriskiä.<sup>5</sup>

Repomarkkinoiden suhteen eurorahamarkkinat ovat edelleen askeleen jäljessä Yhdysvaltojen vastaavista markkinoista.<sup>6</sup> Tämä johtuu mm. siitä, että Yhdysvalloissa on yhtenäisemmät valtionpaperimarkkinat sekä arvopaperimarkkinoita koskeva lainsäädäntö ja verotus kuin euroalueella. Lisäksi arvopapereiden selvitysjärjestelmä on Yhdysvalloissa integroituneempi ja tehokkaampi kuin euroalueella. Näistä esteistä

<sup>5</sup> Remolona Eli M. – Wooldridge Philip D. (2003) The euro interest rate swap market. BIS Quarterly Review.

<sup>6</sup> Esimerkkinä Yhdysvaltojen repomarkkinoiden koosta voidaan mainita, että yksinomaan maan valtionlainojen välittäjien reposopimuksilla hankittu rahoitus ylsi noin 3 390 miljardiin dollariin eli noin 2 700 miljardiin euroon huhtikuun 2006 lopussa.

huolimatta alun perin Yhdysvaltojen markkinoilla kehitetyt repomarkkinoiden innovaatiot on nopeasti omaksuttu myös eurorepomarkkinoilla. Tärkeimpiä näistä innovaatioista, jotka ovat viime vuosina merkittävästi tehostaneet repomarkkinoiden toimintaa, ovat yleisvakuudelliset reposopimukset (general collateral repo) sekä kolmikantarepot (tri-party repo).

Yhdellä osa-alueella eli rahamarkkinapapereiden kaupankäynnissä eurorahamarkkinat ovat kuitenkin edelleen selvästi jäljessä Yhdysvaltojen vastaavista markkinoista. Erityisesti tämä koskee yksityisen sektorin eli pankkien, rahoitusyhtiöiden ja muiden yritysten liikkeeseen laskemia lyhytaikaisia velkapapereita (kuvio 2). Niillä käydään kauppaa yhteisten euroalueen laajuisten markkinoiden sijasta edelleen leimallisesti kansallisilla paikallismarkkinoilla. Tällaisia rahamarkkinapapereita rahoituslaitokset ja muut yritykset käyttävät erityisesti käyttöpääoman (lyhytaikaiset saamiset ja varastot) rahoittamiseen. Heinäkuussa 2006 näiden rahamarkkinapapereiden kanta ylsi Yhdysvalloissa noin 1 400 miljardiin euroon, kun se euroalueella jäi noin 500 miljardiin euroon.<sup>7</sup> Osana rahoitusmarkkinoiden yleistä arvopaperistumista varsinkin vakuudelliset (asset-backed) yritystodistusmarkkinat ovat viime vuosina kasvaneet erityisen nopeasti Yhdysvalloissa.

<sup>7</sup> Yhdysvaltojen luvusta puuttuvat pankkien liikkeeseen laskemat sijoitustodistukset, kun sen sijaan euroalueen lukuun ne sisältyvät.

Vakuudellisia yritystodistuksia käytetään erilaisten lyhytaikaisten saamisten, kuten kauppaluottojen, kulutus- ja autolainojen rahoittamiseen. Niissä yritystodistuksen haltijalla on etuoikeus velkakirjan katteena olevaan saamissalkkuun ja tuon salkun tuottamia korkoja ja lyhennyksiä käytetään yritystodistuksen takaisinmaksuun.

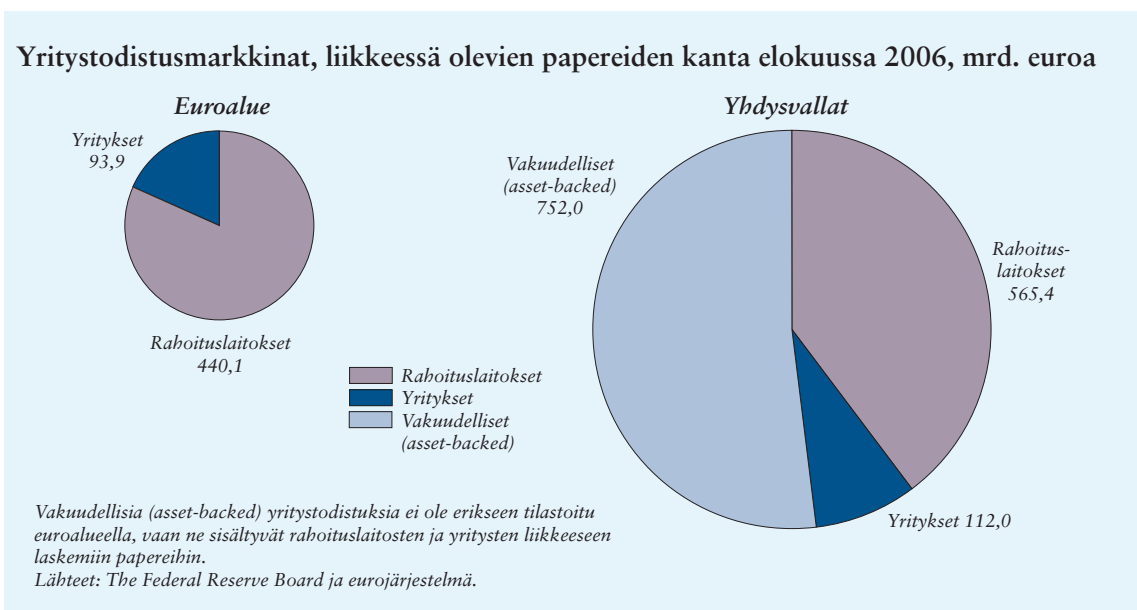
### STEP-hanke – eurorahamarkkinoiden uusin innovaatio

Eurorahamarkkinapapereiden liikkeenlaskun ja kaupankäynnin esteisiin kiinnitettiin huomiota jo vuonna 2001 EKP:n perustamassa rahamarkkinoiden yhteistyöryhmässä, jossa EKP:n ja suurimpien eurorahamarkkinoilla toimivien pankkien edustajat keskustelevat eurorahamarkkinoiden

ajankohtaisista ja rakenteellisista asioista. EKP:n yhteistyöryhmän aloitteesta vastuu tämän markkinalohkon toimintaa rajoittavien esteiden analysoinnista ja kehitysehdotusten tekemisestä siirtyi pankkien valuutta- ja rahamarkkinatoimintoja edustavan ACI-rahoitusmarkkinayhdistyksen (The Financial Markets Association) asettamalle työryhmälle. Tämä työryhmä julkaisi syyskuussa 2002 alustavan raportin, joka sisälsi joukon ehdotuksia ja suosituksia yhteis-eurooppalaisen lyhytaikaisten velkapapereiden markkinoiden eli ns. STEP-markkinoiden<sup>8</sup> (Short-Term European Paper) luomiseksi. Tämä alustava raportti lähetettiin julkiselle

<sup>8</sup> Vaikka yleisesti puhutaan STEP-markkinoista, on huomattava, että STEPin myötä ei luoda uutta markkinapaikkaa STEP-papereille, vaan kauppaa käydään edelleen OTC-markkinoilla.

Kuvio 2.



lausuntokierrokselle ja lopullinen raportti julkistettiin joulukuussa 2003.

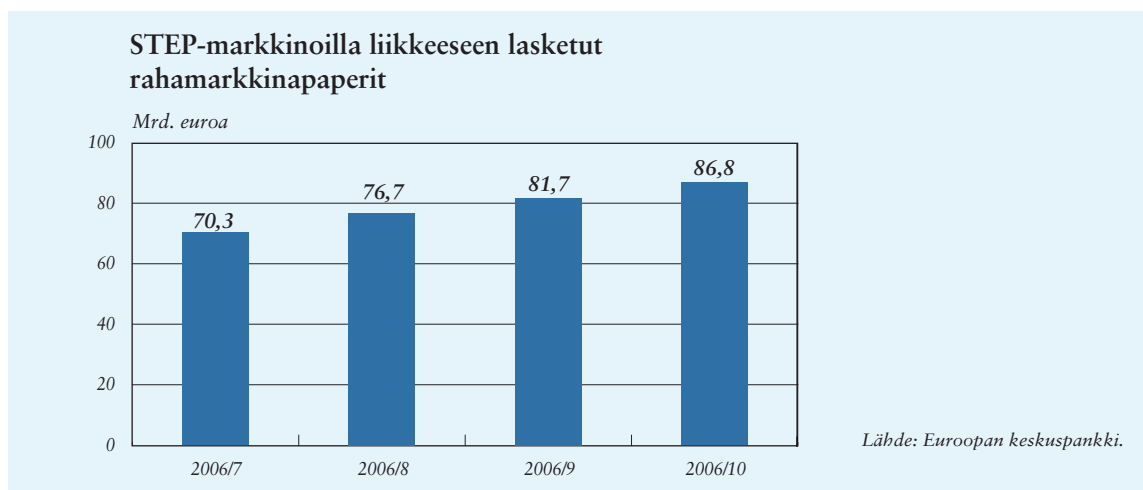
Käytännön tasolla STEP-hankkeen etenemistä tuki se, että Euroopan pankkiyhdistysten liitto (European Banking Federation, FBE) tuli vuonna 2005 hankkeen toiseksi pääpromootoriksi ACI-rahoitusmarkkinayhdistyksen rinnalle. Pankkiyhdistysten liitto ja ACI-rahoitusmarkkinayhdistys ovatkin sittemmin yhteistyössä valmistelleet STEP-markkinoiden elementit sekä vastaavat hankkeen organisoinnista ja valvonnasta. Myös EKP ja euroalueen kansalliset keskuspankit ovat alusta alkaen tukeneet STEP-hanketta toiminnallisella tasolla, vaikka vastuu STEP-markkinoista onkin edellä mainituilla pankeja ja rahamarkkinoita edustavilla eurooppalaisilla yhdistyksillä.

Ensimmäiset ns. STEP-leiman saaneet rahamarkkinapaperit laskettiin liikkeeseen heinäkuussa 2006. Lokakuun 2006 loppuun mennessä

STEP-markkinoilla olevien papereiden kanta oli reilut 86 miljardia euroa (kuvio 3), mikä on vielä varsin pieni osa kaikista euromääräisistä rahamarkkinapapereista. On kuitenkin odotettavissa, että STEP-leimattujen papereiden määrä kasvaa nopeasti lähiaikoina. Nimittäin lyhytaikaisten papereiden liikkeeseenlaskijoiden on luontevaa hakea STEP-leimaa uusille ohjelmilleen sitä mukaa kuin vanhat ohjelmat erääntyvät.

STEP-vaatimukset liittyvät rahamarkkinaohjelmia koskevien tietojen saatavuuteen, dokumentaation standardointiin, selvityskäytäntöjen yhtenäistämiseen ja tilastotietojen tuottamiseen STEP-markkinoista. Näillä vaatimuksilla pyritään luomaan aiempaa toimivammat ja yhtenäisemmät markkinat eurooppalaisille rahamarkkinapapereille. On kuitenkin huomattava, että STEP-hanke sinänsä ei kykene ratkaisemaan kaikkia markkinoiden kehityksen tiellä olevia

Kuvio 3.





## STEP-markkinoiden pääelementit

- STEP-markkinoita hallinnoi kymmenhenkinen STEP-markkinakomitea, jonka jäsenet Euroopan pankkiyhdistysten liitto (FBE) ja ACI-rahoitusmarkkinayhdistys yhdessä nimitävät. Komitea on määritellyt ne informaatio-ym. vaatimukset, jotka STEPin alla liikkeeseen laskettavien rahamarkkinaohjelmien on täytettävä. Nämä vaatimukset on koottu komitean laatimaan ns. STEP-markkinakäytäntöön (STEP Market Convention). Komitea valvoo myös näiden vaatimusten toteutumista. Komitealle on laadittu omat menettelytapaohjeet (Code of Conduct), joissa määritellään komitean kokoonpano, päätöksentekomenettelyt ja tehtävät sekä taataan komitean jäsenten riippumattomuus liikkeeseenlaskijoista ja muista sidosryhmistä. Käytännön toiminnassa komiteaa avustaa STEP-sihteeristö.
- STEP-rahamarkkinaohjelmia voivat laskea liikkeeseen pankit, muut rahoituslaitokset, yritykset, vakuutusyhtiöt ja eläkerahastot, julkisyhteisöt ja kansainväliset rahoituslaitokset. STEP-ohjelmat voivat pohjautua minkä tahansa EU-maan lainsäädäntöön. Paperit voidaan laskea liikkeeseen minkä tahansa vaihdettavan valuutan määräisenä, joskin STEP-markkinoiden painopiste tulee olemaan euro-määräisissä rahamarkkinapapereissa. Yksittäisen ohjelman minimikoko on 150 000 euroa.
- Liikkeeseenlaskijan tai liikkeeseenlaskijan edustajan on laadittava kaikista STEPin alla liikkeeseen laskettavista rahamarkkinapaperiohjelmissa sisällöltään ja rakenteeltaan standardoitu liikkeeseenlaskuesite (STEP Information Memorandum). Tämä esite on päivitettävä säännöllisesti kolmen vuoden välein sekä aina kun kyseinen ohjelma tai liikkeeseenlaskijan taloudellinen tila muuttuu olennaisesti.
- Ohjelmalle, joka täyttää kaikki markkinakäytännössä esitetyt vaatimukset, myönnetään hakemuksesta ns. STEP-leima (STEP label). Leiman myöntää STEP-sihteeristö sen jälkeen, kun riippumaton taho on tarkistanut, että liikkeeseenlaskuesite sisältää kaikki vaaditut tiedot ja että liikkeeseenlaskija on sitoutunut muihin STEP-velvoitteisiin.<sup>1</sup> Myönnetty STEP-leima viestittää, että ohjelma täyttää kaikki STEP-standardit. Leima ei ole kannanotto papereiden tai niiden liikkeeseenlaskijan luotokelpoisuuteen.
- STEP-ohjelmien liikkeeseenlaskuesitteet sekä myös muut STEP-markkinoihin liittyvät tiedot ovat julkisesti saatavilla yhdestä osoitteesta ([www.stepmarket.org](http://www.stepmarket.org)).
- EKP kerää ja julkaisee säännöllisiä tilastoja STEP-markkinoilla liikkeeseen laskettujen papereiden määrästä ja hinnoista.
- STEP-rahamarkkinapaperit on laskettava liikkeeseen jossakin EU-alueen arvopaperikeskuksessa ja niiden on oltava vapaasti siirrettävissä arvo-osuusmuotoisina. Lista hyväksytyistä arvopaperikeskuksista julkaistaan STEP-markkinoiden kotisivulla.

<sup>1</sup> Eräät eurojärjestelmän keskuspankit, Suomen Pankki mukaan lukien, ovat sitoutuneet suorittamaan tämän tarkistustehtävän STEP-markkinoiden kahden ensimmäisen toimintavuoden ajan.

ongelmia. Monissa EU-maissa on esimerkiksi juridisia ja verotuksellisia esteitä, jotka vaikeuttavat sekä rahamarkkinapaperien liikkeeseenlaskua että sijoittamista näihin papereihin.<sup>9</sup> EU-maiden kansallisessa lainsäädännössä on mm. eriäviä säädöksiä siitä, mitkä tahot ovat oikeutettuja laskemaan liikkeeseen rahamarkkinapapereita ja mikä on näiden papereiden minimi- ja maksimimaturiteetti. Verotuksessa puolestaan lyhyiden rahamarkkinapapereiden korkotuottoihin sovellettava lähdeverotus on epäyhtenäistä EU:n alueella. Myös Euroopan hajanainen arvopapereiden selvitysinfrastruktuuri hidastaa markkinoiden kehitystä, sillä toisin kuin Yhdysvalloissa, Euroopassa ei vielä pääasiassa pystytä rahamarkkinapaperikauppojen selvitykseen samana arvo-päivänä.

<sup>9</sup> The European Financial Market Lawyers Group (EFMLG) (2002) The money market: Legal aspects of short-term securities. Consultation report.

Syyskuussa 2006 EKP:n neuvosto päätti, että eurojärjestelmän myöntämien luottojen vakuudeksi kelpaavia velkapapereita arvioitaessa STEP-markkinat hyväksytään ns. ei-säännellyiksi markkinoiksi sen jälkeen kun EKP alkaa julkaista tietoja STEP-papereiden tuotoista.<sup>10</sup> Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että tällaisilla markkinoilla liikkeeseen lasketut paperit hyväksytään eurojärjestelmän myöntämien luottojen vakuudeksi, jos ne täyttävät myös muut vakuuksille asetetut kelpoisuusvaatimukset.<sup>11</sup>

*Asiasanat: rahamarkkinat, maksuvalmius, repo, euro, STEP*

<sup>10</sup> Toistaiseksi EKP julkaisee tilastoa vain liikkeeseen laskettujen STEP-papereiden kannasta.

<sup>11</sup> Toistaiseksi valtaosa STEP-markkinoilla liikkeeseen lasketuista papereista on luottolaitosten velkainstrumentteja, jotka voidaan hyväksyä keskuspankkiluoton vakuudeksi vain, jos niitä listataan tai noteerataan säännellyillä markkinoilla.