



EUROOPAN KESKUSPANKKI

VUOSIKERTOMUS 2003

EUROOPAN KESKUSPANKKI

2003  
2003  
2003  
2003  
2003  
2003  
2003  
2003  
2003  
2003  
2003  
2003  
2003  
2003

VUOSIKERTOMUS  
2003





EUROOPAN KESKUSPANKKI



## VUOSIKERTOMUS 2003

Vuonna 2004  
kaikkien EKP:n  
julkaisujen  
kuva-aiheet on  
valittu 100 euron  
setelistä

© Euroopan keskuspankki, 2004

**Käyntiosoite**

Kaiserstrasse 29  
60311 Frankfurt am Main  
Germany

**Postiosoite**

Postfach 16 03 19  
60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Puhelinnumero**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Faksi**

+49 69 1344 6000

**Teleksi**

411 144 ecb d

*Tilinpäätöstä lukuun ottamatta*

*vuosikertomus on käännetty*

*Suomen Pankissa.*

*Kaikki oikeudet pidätetään.*

*Kopiointi on sallittu ei-kaupallisiin  
ja opetustarkoituksiin, kunhan lähde  
mainitaan.*

*Tämän vuosikertomuksen luvut  
perustuvat 27.2.2004 käytettävissä  
olleisiin tietoihin.*

ISSN 1561-4603 (painettu julkaisu)

ISSN 1725-2881 (verkkójulkaisu)

# SISÄLLYS

<b>ESIPUHE</b>	<b>10</b>	3.3 Setelien liikkeeseenlasku ja tuotanto	<b>94</b>
<b>LUKU I TALOUSKEHITYS JA RAHAPOLITIikka</b>	<b>4</b>	<b>4 UUDET TILASTOT JA TILASTOJEN PARANTAMINEN</b>	<b>97</b>
<b>I RAHAPOLITIikka EUROALUEELLA</b>	<b>16</b>	4.1 Uudet tilastot	<b>97</b>
1.1 EKP:n rahapolitiikan strategian arviointia	<b>16</b>	4.2 Keskipitkän aikavälin tilastostrategia	<b>98</b>
1.2 EKP:n keskeiset korot historiallisen alhaalla vuonna 2003	<b>21</b>	4.3 Tilastojen institutionaalisen ja lainsäädännöllisen perustan vahvistaminen	<b>98</b>
<b>2 RAHA- JA REAALITALouden SEKÄ RAHOITUSMARKKINOIDEN KEHITYS</b>	<b>25</b>	<b>5 TALOUDELLINEN TUTKIMUS</b>	<b>100</b>
2.1 Rahatalous ja rahoitusmarkkinat	<b>25</b>	5.1 Tutkimusaiheet	<b>100</b>
2.2 Hintakehitys	<b>42</b>	5.2 Tutkimusverkostot	<b>100</b>
2.3 Tuotanto, kysyntä ja työmarkkinat	<b>49</b>	5.3 Euroalueen makrotalouden mallintaminen	<b>102</b>
2.4 Julkinen talous	<b>55</b>	5.4 Konferenssit ja vierailijaohjelmat	<b>102</b>
2.5 Globaali makrotaloudellinen ympäristö, valuuttakurssit ja maksutase	<b>59</b>	<b>6 MUU TOIMINTA</b>	<b>104</b>
<b>3 EUROALUEEN ULKOPUOLISTEN EU-MAIDEN REAALI- JA RAHATALouden KEHITYS</b>	<b>65</b>	6.1 Julkisen sektorin keskuspankki-rahoitusta ja erityisoikeuksia koskevien kieltojen noudattaminen	<b>104</b>
<b>LUKU 2 KESKUSPANKIN OPERAATIOT JA MUU TOIMINTA</b>		6.2 Neuvoa-antava toiminta	<b>104</b>
<b>I RAHAPOLIITTiset OPERAATIOT, VALUUTTAOPERAATIOT JA SIIJOITUSTOIMINTA</b>	<b>74</b>	6.3 Euroopan yhteisön rahoitustuki-järjestelmään liittyvien luotonanto- ja luotonotto-operaatioiden hoito	<b>105</b>
1.1 Rahapoliittiset operaatiot	<b>74</b>	6.4 Varantojen hoitopalvelut	<b>105</b>
1.2 Valuuttaoperaatiot	<b>84</b>	<b>LUKU 3 RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUS JA YHDENTYMINEN</b>	
1.3 Sijoitustoiminta	<b>84</b>	<b>I RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUS</b>	<b>108</b>
<b>2 MAKSUJÄRJESTELMÄT JA ARVOPAPERIKAUPAN SELVITYSJÄRJESTELMÄT</b>	<b>86</b>	1.1 Rahoitusjärjestelmän vakauden seuranta	<b>108</b>
2.1 TARGET-järjestelmä	<b>86</b>	1.2 Yhteistyö kriisitilanteissa	<b>110</b>
2.2 TARGET2	<b>88</b>	<b>2 RAHOITUSMARKKINOIDEN SÄÄNTELY JA VALVONTA</b>	<b>112</b>
2.3 Vakuuksien käyttö yli rajojen	<b>89</b>	2.1 Lamfalussyn malli	<b>112</b>
<b>3 SETELIT JA KOLIKOT</b>	<b>92</b>	2.2 Pankkitoiminta	<b>112</b>
3.1 Liikkeessä olevat eurosetelit ja -kolikot sekä rahan käsittely	<b>92</b>	2.3 Arvopaperit	<b>114</b>
3.2 Eurosetelien väärentäminen ja väärentämisen torjunta	<b>93</b>	2.4 Muut seikat	<b>114</b>

<b>3 RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTYMINEN</b>	<b>115</b>	<b>2 VIESTINTÄKANAVAT</b>	<b>153</b>
<b>4 MARKKINAINFRASRAUKTUURIN YLEISVALVONTA</b>	<b>121</b>	<b>3 KESKEISTÄ VIESTINNÄSSÄ VUONNA 2003</b>	<b>154</b>
4.1 Suuria euromääräisiä maksuja välittävien maksujärjestelmien ja infrastruktuurin yleisvalvonta	121	<b>LUKU 7</b>	
4.2 Pienten maksujen maksuliikennepalvelut	123	<b>EUROOPAN UNIONIN LAAJENTUMINEN</b>	
4.3 Arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmät	124	<b>1 KESKEINEN TALOUS- JA RAHOITUS-MARKKINAKEHITYS JA POLITIIKKAKYSYMYKSET</b>	<b>159</b>
		1.1 Taloudellinen kehitys	159
		1.2 EU:hun liittyvien maiden rahoitusmarkkinoiden kehitys	162
<b>LUKU 4</b>		<b>2 JURIDINEN KEHITYS</b>	<b>165</b>
<b>EU-SUHTEET JA KANSAINVÄLISET SUHTEET</b>		<b>3 LIITTYMISVALMISTELUT</b>	<b>166</b>
<b>1 EU-SUHTEET</b>	<b>130</b>	3.1 Keskuspankkitoiminnot	166
1.1 Poliittikkakysymykset	130	3.2 Maksu- ja selvitysjärjestelmät	166
1.2 Keskeisten eurooppalaisten elinten institutionaaliset muutokset	135	3.3 Setelit	167
<b>2 KANSAINVÄLISET ASIAT</b>	<b>136</b>	3.4 Tilastot	168
2.1 Kansainvälinen valuutta- ja rahoitusjärjestelmä	136	3.5 Tietotekniikkainfrastruktuuri ja -sovellukset	168
2.2 Yhteistyö EU:n ulkopuolisten maiden kanssa	139	<b>LUKU 8</b>	
		<b>INSTITUTIONAALINEN RAKENNE, ORGANISAATIO JA TILINPÄÄTÖS</b>	
<b>LUKU 5</b>		<b>1 EKP:N PÄÄTÖKSENTEKOELIMET SEKÄ HALLINTO JA VALVONTA</b>	<b>172</b>
<b>TILIVELVOLLISUUS</b>		1.1 Eurojärjestelmä ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä	172
<b>1 TILIVELVOLLISUUS SUURELLE YLEISÖLLE</b>	<b>144</b>	1.2 EKP:n neuvosto	173
<b>2 TILIVELVOLLISUUS EUROOPAN PARLAMENTILLE</b>	<b>146</b>	1.3 EKP:n johtokunta	176
2.1 Katsaus suhteisiin Euroopan parlamentin kanssa vuonna 2003	146	1.4 Yleisneuvosto	178
2.2 EKP:n näkemyksiä EKP:n ja Euroopan parlamentin kokouksissa käsitellyistä aiheista	146	1.5 EKPJ:n komiteat ja budjettikomitea	179
		1.6 Hallinto ja valvonta	180
<b>LUKU 6</b>		<b>2 ORGANISAATIOMUUTOKSET</b>	<b>182</b>
<b>ULKOINEN VIESTINTÄ</b>		2.1 Henkilöstö	182
<b>1 VIESTINTÄPOLITIikka</b>	<b>152</b>	2.2 Toimenpiteet organisaation sisäisen toiminnan tehostamiseksi	183
		2.3 EKP:n uudet toimitilat	184
		<b>3 EKPJ:N SOSIAALINEN VUOROPUHELU</b>	<b>186</b>

<b>4 EKP:N TILINPÄÄTÖS</b>	<b>187</b>	4 Euroalueen inflaatioerot: mahdolliset syyt ja vaikutukset politiikkoihin	<b>44</b>
Tase 31.12.2003	<b>188</b>	Kuvio: Inflaation hajonta euroalueella	<b>44</b>
Tuloslaskelma vuodelta 2003	<b>190</b>	5 Euroalueen työ- ja hyödykemarkkinoiden rakenneuudistusten kehitys	<b>50</b>
Kirjanpitoperiaatteet	<b>191</b>	6 Kattavien uudistusten merkitys kestävän julkisen talouden kannalta	<b>58</b>
Taseen kommentit	<b>194</b>	7 Luoton myöntämiseen rahapoliittisissa operaatioissa ja päivänsisäisissä luotoissa liittyvä riskienhallinta	<b>82</b>
Tuloslaskelman kommentit	<b>200</b>	8 European Banking Federationin, European Savings Bank Groupin ja European Association of Co-operative Banksin sopimat parhaat menettelytavat kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin kaupoissa osana oleville arvopapereiden säilyttäjäille	<b>90</b>
Selvitys tappioiden jakamisesta	<b>203</b>	9 Euroalueen rahoitusmarkkinoiden integraation mittarit	<b>118</b>
Tilintarkastajan raportti	<b>205</b>	10 Pääomamarkkinoita ja rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä Euroopassa analyysoiva tutkimusverkosto	<b>119</b>
		11 Liiallisia alijäämiä koskeva menettely	<b>134</b>
		12 EKP:n toiminta-ajatus	<b>155</b>
<b>5 EUROJÄRJESTELMÄN KONSOLIDOITU TASE 31.12.2003</b>	<b>206</b>		
<b>LIITTEET</b>			
<b>EUROOPAN KESKUSPANKIN ANTAMAT SÄÄDÖKSET</b>	<b>210</b>		
<b>EUROOPAN KESKUSPANKIN ANTAMAT LAUSUNNOT</b>	<b>213</b>		
<b>EUROOPAN KESKUSPANKIN JULKAISUJA TAMMIKUUSTA 2003</b>	<b>217</b>		
<b>EUROJÄRJESTELMÄN RAHAPOLIITTISET TOIMENPITEET</b>	<b>221</b>		
<b>SANASTO</b>	<b>223</b>	<b>TAULUKOT</b>	
		1 Rahataloudelliset muuttujat	<b>26</b>
		2 Euroalueella olevien liikkeeseen laskemien velkapapereiden kanta liikkeeseenlaskijan sektorin mukaan	<b>31</b>
		3 Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoituksen hankinta ja rahoitusinvestoinnit	<b>32</b>
		4 Hintakehitys	<b>42</b>
		5 Työvoimakustannusindikaattoreita	<b>48</b>
		6 BKT:n määrän kasvu	<b>49</b>
		7 Työmarkkinoiden kehitys	<b>54</b>
		8 Julkinen talous euroalueen maissa	<b>56</b>
		9 Tanskan taloutta kuvaavia indikaattoreita	<b>65</b>
		10 Ruotsin taloutta kuvaavia indikaattoreita	<b>68</b>
		11 Ison-Britannian taloutta kuvaavia indikaattoreita	<b>69</b>
		12 TARGET-maksut	<b>87</b>
		13 Eurosetelien tuotannon jakautuminen vuonna 2003	<b>95</b>
<b>1 EKP:n rahapolitiikan strategian arviointiin liittyvä tutkimus</b>	<b>20</b>		
<b>2 Yritysten velkapaperimarkkinat euroalueen maissa</b>	<b>29</b>		
Kuvio: Muiden euroalueen yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien euromääräisten velkapapereiden kanta	<b>30</b>		
<b>3 Euroalueen kotitalouksien ja yritysten rahoitusaseman kehitys</b>	<b>33</b>		
Kuvio A: Yksityisen ei-rahoitussektorin velka	<b>33</b>		
Kuvio B: Yksityisen ei-rahoitussektorin nettoluotonanto tai -otto	<b>33</b>		

## KUVIOT

1	Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset	18	28	Likviditeettitekijät ja maksuvalmiusjärjestelmän käyttö euroalueella vuonna 2003	75
2	EKP:n korot ja yön yli -korko	22	29	Eurojärjestelmän luotto-operaatioihin hyväksytyt ykköslistan arvopaperit	80
3	M3:n kasvu ja viitearvo	25	30	Vakuuksien käyttö eurojärjestelmän luotto-operaatioissa	81
4	Nimellisen ja reaalisena rahapoikkeaman estimaatit	26	31	Toisessa jäsenvaltiossa olevien vakuuksien osuus kaikista eurojärjestelmälle toimitetuista vakuuksista	91
5	M3:n ja sen vastaerien muutokset	27	32	Vuosina 2000–2003 liikkeessä olleiden setelien arvo yhteensä	92
6	Euroalueella olevien liikkeeseen laskemien velkapapereiden jakauma sektoreittain	28	33	Vuosina 2002–2003 liikkeessä olleiden eurosetelien lukumäärä yhteensä	92
7	Ei-rahoitussektorin velkarahoituksen hankinta	31	34	Vuosina 2002–2003 liikkeessä olleiden eurosetelien lukumäärä	93
8	Euroalueen lyhyet korot	36	35	EKP:n Working Paper -sarjan julkaisut	100
9	Kolmen kuukauden euriborfutuurien korot ja implisiittinen volatilitteetti	36	36	ECB Working Paper -sarja: JEL-luokitus (Journal of Economic Literaturen luokitus)	101
10	Valtion pitkien lainojen tuotot	37			
11	Pitkäaikaisen reaalikorkoisen joukkolainan tuotto ja tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti euroalueella	38			
12	Rahalaitosten lyhyet korot ja lyhyt markkinakorko	39			
13	Rahalaitosten pitkät korot ja pitkä markkinakorko	39			
14a	Osakeindeksit	40			
14b	Osakekurssien implisiittinen volatilitteetti	40			
15	YKHI-inflaatio: tärkeimmät erät	43			
16	YKHIn erien vaikutukset koko indeksin nousuvauhtiin	43			
17	Teollisuuden tuottajahinnat eriteltyinä	47			
18	Työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset sektoreittain	48			
19	BKT:n erien kasvuvaihtelu neljännesvuositasolla	52			
20	Luottamusindikaattoreita	53			
21	Tavaranvienti ja teollisuustuotanto	53			
22	Työttömyys	55			
23	Euron nimellinen ja reaali efektiivinen valuuttakurssi-indeksi	62			
24	Vaihtotase ja sen erät	62			
25	Vienti euroalueen ulkopuolelle, ulkomainen kysyntä ja nimellinen efektiivinen valuuttakurssi	63			
26	Rahoitustase	63			
27	Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden ja euroalueen talouden ja rahoitusmarkkinoiden indikaattoreita	66			

## LYHENTEET

### MAAT

BE	Belgia
DK	Tanska
DE	Saksa
GR	Kreikka
ES	Espanja
FR	Ranska
IE	Irlanti
IT	Italia
LU	Luxemburg
NL	Alankomaat
AT	Itävalta
PT	Portugali
FI	Suomi
SE	Ruotsi
UK	Iso-Britannia
JP	Japani
US	Yhdysvallat

### MUUT

BIS	Kansainvälinen järjestelypankki
BKT	Bruttokansantuote
BPM5	IMF:n maksutasekäsikirja (5. laitos)
cif	kulut, vakuutus ja rahti hintaan luettuina
ECU	Euroopan valuuttayksikkö
EKP	Euroopan keskuspankki
EKPJ	Euroopan keskuspankkijärjestelmä
EKT 95	Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmä 1995
EMI	Euroopan rahapoliittinen instituutti
EMU	talous- ja rahaliitto
ETA	Euroopan talousalue
EU	Euroopan unioni
EUR	euro
fob	vapaasti laivassa
ILO	Kansainvälinen työjärjestö
IMF	Kansainvälinen valuuttarahasto
KHI	kuluttajahintaindeksi
YKHI	yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi

**Euroopan yhteisön käytännön mukaisesti EU-maiden ja hakijamaiden nimet ovat aakkosjärjestyksessä kunkin maan omakielisen nimen mukaan (eivät suomennoksen mukaan).**



EKP on vuodesta 1998 järjestänyt sarjan Euroopan unionin jäsenmaiden nykytaidetta esitteleviä taidenäyttelyitä. Näyttelyiden tarkoitus on ollut tutustuttaa EKP:n henkilöstö ja vieraat kunkin EU-maan taiteeseen. Näyttelyihin on valittu nimenomaan nykytaidetta, koska se kuvastaa aikaa, jolloin rahaliitto toteutui.

Jotkin teoksista on hankittu EKP:n taidekokoelmaan, jota on tarkoitus kartuttaa. Tämän vuosikertomuksen luvut toisistaan erottaville välilehdille on valittu teoksia tästä kokoelmasta.

<b>Hans Vandekerckhove</b> Landschappeling, 2000 Öljyväri, 200 × 160 cm	14
<b>José María Sicilia</b> La luz que se apaga, 1997 Sekatekniikka puulle, 185 × 157 cm	72
<b>Gerhard Balder</b> Roter Nautilus, 1995 Öljyväri, 70 × 54 cm	106
<b>Jens Fänge</b> Jugend, 2003 Öljyväri, 132 × 122 cm	128
<b>Kyriakos Mortarakos</b> Nimetön Sekatekniikka kankaalle, 220 × 320 cm	142
<b>Gérard Garouste</b> La duègne et le pénitent, 1998 Öljyväri, 195 × 160 cm	150
<b>Árpád Szabados</b> Nimetön, 1995 Sekatekniikka kankaalle, 120 × 90 cm	156
<b>Koen Vermeule</b> Nimetön (yksityiskohta), 2002 Öljyväri, 210 × 210 cm	170

**ESIPUHE**



Suurimman osan vuotta 2003 EKP:tä johti Wim Duisenberg, ja hänelle kuuluu siitä kiitos. Hänen puheenjohtajakaudellaan EMI, EKP ja kansalliset keskuspankit selvittivät menestyksekkäästi kohtaamansa haasteet: kaikkien pääomamarkkinoiden ja muiden kuin käteis-transaktioiden muuttuminen euromääräisiksi 4.1.1999, vuosituhanen vaihtuminen ja käteisen euron käyttöönotto 1.1.2002. Eurojärjestelmä koettiin erittäin uskottavaksi keskuspankiksi, jonka politiikka oli luotettavaa ja joka pystyi turvaamaan hyvin rahan arvon sekä säilyttämään hintavakauden ja luottamuksen euroon. Tätä tapaa johtaa tehokkaasti eurooppalaisesta rahataloudesta vastaavien yhteistyötä haluan yhdessä EKP:n johtokunnan muiden jäsenten kanssa ylläpitää ja vahvistaa tulevina vuosina.

\*\*\*

Joulukuussa 2002 EKP:n neuvosto ilmoitti päättäneensä arvioida kattavasti rahapolitiikan strategiaansa vuoden 2003 alkupuolella. EKP:n perustamisesta lähtien tämä strategia on tarjonnut vahvan perustan sisäiselle päätöksenteolle ja johdonmukaiselle ulkoiselle viestinnälle, mikä on edistänyt EKP:n tilivelvollisuuden

toteutumista. Tästä on näyttönä se, että vuodesta 1999 lähtien pitkän aikavälin inflaatio-odotukset – jotka mittaavat keskuspankin uskottavuutta – ovat pysyneet EKP:n hintavakausmääritelmän mukaisina. Tulevaan inflaatioon liittyvän epävarmuuden väheneminen on osaltaan pienentänyt korkojen riskipreemioita ja siten todellisia rahoituskustannuksia. Yli neljän vuoden kokemusten jälkeen EKP:n neuvoston olikin luonnollista haluta systemaattisesti arvioida saatuja kokemuksia ja ulkopuolisten antamia kommentteja.

Toukokuun 8. päivänä 2003 EKP:n neuvosto kertoi strategian arvioinnin tuloksista. Se vahvisti hintavakauden määritelmän, joka oli ilmoitettu lokakuussa 1998 euroalueen YKHIn alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi. Samalla neuvosto selvensi, että tähdätessään hintavakauden määritelmän mukaiseen tavoitteeseen se pyrkii pitämään inflaatiovauhdin alle 2 prosentin, mutta lähellä sitä, keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi neuvosto vahvisti rahapoliittisten päätöstensä perustuvan edelleenkin hintavakauteen kohdistuvien riskien laajaan arviointiin, johon sisältyy sekä taloudellinen että rahataloudellinen analyysi. EKP:n neuvosto korosti, että pyrkiessään arvioimaan kokonaisvaltaisesti hintavakauteen kohdistuvia riskejä se entiseen tapaan vertaa perusteellisesta taloudellisesta analyysistä saatuja tietoja rahataloudelliseen analyysiin keskipitkän ja pitkän aikavälin näkökulmasta. Korostakseen rahan määrän kasvun viitearvon pitkän aikavälin luonnetta EKP:n neuvosto päätti, ettei se enää tarkista tätä viitearvoa vuosittain. Vahvistamalla vakauteen tähtäävän rahapolitiikan strategiansa keskeiset osatekijät ja selvittämällä niitä EKP:n neuvosto on lisännyt ymmärtämystä EKP:n strategiaa kohtaan niin Euroopassa kuin muuallakin maailmassa.

\*\*\*

Vuoden 2003 ensimmäisellä puoliskolla talouskehitys oli erittäin heikkoa sekä Irakin tilanteeseen liittyneiden geopolitiittisten jännitteiden laajenemisen että rahoitusmarkkinoiden epävarmuuden vuoksi. Vasta kesästä 2003 lähtien luottamus euroalueen talouteen vähitellen

koheni ja merkit maailmantalouden elpymisestä vahvistuivat. Kaiken kaikkiaan BKT:n määrän kasvu oli euroalueella 0,4 % vuonna 2003, kun se oli ollut 0,9 % vuonna 2002. Viime kuukausina euroalueen taloudellinen aktiivisuus on lisääntynyt. Maailmantalouden voimakkaan kehityksen ansiosta euroalueen viennin kasvu on pysynyt vahvana. Lisäksi kotimaisella kysynnällä on edellytykset elpyä, varsinkin kun korot ovat matalat ja rahoitustilanne yleisesti ottaen suotuisa. BKT:n määrän odotettua heikompi kasvu viime vuosina kuvastaa euroalueen talouden joustamattomuutta ja siitä johtuvaa haavoittuvuutta maailmantalouden häiriöiden suhteen. Vaikka jonkin verran onkin edistytty – mikä on tunnustettava ja mitä on pidettävä myönteisenä – tarvitaan yhä paljon työtä sellaisten rakenteellisten uudistusten toteuttamiseksi, jotka lisäävät työllisyyden kasvua ja työmarkkinoille osallistumista, parantavat tuottavuutta ja vahvistavat euroalueen kasvupotentiaalia. Demografisen kehityksen vuoksi tarvitaan lisäksi korjaavia toimia sen varmistamiseksi, että terveydenhoito- ja eläkejärjestelmät ovat kestäviä pitkällä aikavälillä.

YKHillä mitattu vuotuinen inflaatiovauhti hidastui 2,1 prosenttiin vuonna 2003 (oltuaan 2,3 % vuonna 2002). Inflaatiovauhdin pysyminen 2:ta prosenttia nopeampana johtui lähinnä siitä, että YKH:n joidenkin vaihtelevien erien hinnat (kuten öljyn ja elintarvikkeiden hinnat vuoden 2003 jälkipuoliskolla) nousivat vastoin odotuksia, mutta myös välillisten verojen ja säänneltyjen hintojen nousut vuoden 2003 aikana vaikuttivat jonkin verran inflaatiovauhtiin. Keskipitkällä aikavälillä inflaatiopaineiden oli vuonna 2003 odotettu kehittyvän hintavakauden mukaisesti.

Rahan määrän kasvun jatkuminen voimakkaana vuonna 2003 ei vaarantanut hintavakauden suotuisia näkymiä. Rahan määrän kasvun voimakkuus johtui osittain talouden ja rahoitusmarkkinoiden huomattavasta epävarmuudesta vuoden 2003 alkupuoliskolla, minkä vuoksi sijoituksia siirrettiin M3:een kuuluviin turvallisempiin, lyhytaikaisiin likvideihin varoihin. Liiallisen likviditeetin kertymistä ei siten pidetty

hälyttävänä: tilannetta on kuitenkin seurattava valppaasti siltä varalta, että likviditeetti säilyi edelleen suurena talouden alkaessa elpyä.

Inflaatiopaineiden heikennyttyä vuoden 2003 alkupuoliskolla EKP:n ohjauskorkoja laskettiin 25 peruspistettä maaliskuussa ja 50 peruspistettä kesäkuussa. Näin ollen perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko saavutti historiallisen alhaisen tason eli 2,0 %. Nämä päätökset sopivat hyvin tavoitteeseen pitää inflaatiovauhti alle 2 prosenttia, mutta lähellä sitä, keskipitkällä aikavälillä. Erittäin alhainen korkotaso oli myös jossakin määrin vastapainona niille eri tekijöille, jotka vaikuttivat epäsuotuisasti talouskehitykseen. Vuoden 2003 jälkipuoliskolla EKP:n ohjauskorot pidettiin ennallaan, koska rahapolitiikan mitoituksen katsottiin olevan sopiva hintavakauden säilyttämiseksi keskipitkällä aikavälillä.

Finanssipolitiikan puolella useimmat jäsenvaltiot eivät saavuttaneet niitä tavoitteitaan, jotka oli määritelty vuoden 2002 lopussa ja vuoden 2003 alussa esitetyissä vakaushjelmissä. Euroalueen keskimääräinen julkisen talouden alijäämä kasvoi 2,7 prosenttiin BKT:stä vuonna 2003 oltuaan 2,3 % vuonna 2002. Lisäksi julkinen talous pysyi edelleen huolenaiheena niissä maissa, joissa sen tasapainottomuudet olivat olleet merkittäviä jo vuonna 2002. Marraskuun 25. päivänä Ecofin-neuvosto päätti olla ryhtymättä toimiin Saksaa ja Ranskaa koskevien komission suositusten perusteella ja sopi, ettei se toistaiseksi soveltaisi näihin maihin liiallisia alijäämiä koskevaa menettelyä. Nämä kaksi maata sitoutuivat korjaamaan liialliset alijäämänsä mahdollisimman pian ja viimeistään vuoteen 2005 mennessä samalla, kun Ecofin-neuvosto ilmaisi olevansa valmis tekemään perustamissopimuksen artiklan 104 kohdan 9 mukaisen päätöksen – ja siten käynnistämään liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn – jos nämä maat jättäisivät noudattamatta sitoumuksiaan. Myös muiden maiden, joilla on vielä julkisen talouden tasapainottomuuksia, on edistytävä saavuttaakseen lähellä tasapainoa olevan tai ylijäämäisen julkisen talouden rahoitusaseman keskipitkällä aikavälillä.

On erittäin tärkeää, että niin julkisen talouden kuin EMUnkin taloudellisen ja institutionaalisen perustan uskottavuus säilyy. EKP:n neuvoston näkemyksen mukaan kaikkien osapuolten on elettävä vastuunsa ja sitoumustensa mukaan. Tulevaisuuden kannalta on olennaista, että julkisen talouden tasapaino ja rakenteellisten uudistusten tekeminen vakiintuvat osaksi talouspolitiikkaa. Tällä olisi positiivisia vaikutuksia myös lyhyellä aikavälillä, sillä se lisäisi yleisön luottamusta sääntöjen uskottavuuteen ja julkisen talouden kestävyyyteen pitkällä aikavälillä. Lisäksi julkisen talouden menoja ja verotusta koskevat uudistukset ja menojen uusi priorisoiminen tuottaviin kohteisiin edistäisivät potentiaalisen tuotannon kasvua.

\*\*\*

Toukokuun 1. päivänä 2004 EU:hun liittyy kymmenen uutta maata, ja kymmenestä uudesta keskuspankista tulee EKP:n jäseniä. Tämä poliittisesti ja taloudellisesti merkittävä tapaus ainostaan noin 14 vuotta Berliinin muurin murtumisen ja 12 vuotta Maastrichtin sopimuksen allekirjoittamisen jälkeen osoittaa, miten nopeasti kehitys kulkee eteenpäin. Toimivaltansa mukaisesti EKP ja kansalliset keskuspankit ovat yhteistyössä EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien kanssa tehneet valtavasti valmistelemaa työtä varmistaakseen näiden maiden keskuspankkien sujuvan integroitumisen EKPJ:hin. Selviytyäkseen tästä haasteesta EKP on rekrytoinut ja rekrytoi edelleen uutta henkilökuntaa erityisesti EU:hun liittyvien maiden asiantuntijoista, jotka osaltaan edistävät – tiedoillaan ja erityisosaamisellaan – EKP:n tehokkuutta ja dynaamisuutta. Lisäksi EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien pääjohtajat on kesäkuusta 2003 lähtien kutsuttu osallistumaan EKP:n yleisneuvoston kokouksiin tarkkailijoina, ja näiden keskuspankkien asiantuntijat ovat huhtikuusta 2003 alkaen osallistuneet tarkkailijoina EKPJ:n komiteoihin.

Kymmenen uuden maan liittyminen on EU:n kannalta historiallisessa ja institutionaalisessa mielessä merkittävä tapahtuma, joka on saanut eurooppalaiset valmistelemaan uutta perustus-

laillista rakennetta Euroopan tulevaisuutta käsittelevän valmistelukunnan työn kautta. EKP seurasi valmistelukunnan ja hallitusten välisen konferenssin työtä erittäin tarkasti ja antoi panoksensa keskusteluihin EKP:n ja EKPJ:n tehtävien ja toimivallan kannalta olennaisissa kysymyksissä. EKP:n neuvosto on suhtautunut myönteisesti Euroopan perustuslakia koskevaan sopimusluonnokseen ymmärtäen, ettei se muuta EKP:n ja EKPJ:n tehtäviä, toimivaltaa, asemaa ja oikeudellista perustaa. EKP:n keskeisenä vaatimuksena oli sisällyttää EU:n tavoitteita koskevan artiklan I-3 kohtaan 3 viittaus ”inflaatiota kiihdyttämättömään kasvuun” tai ”hintavakauteen”. Tämä olennaisen tärkeä viittaus puuttui valmistelukunnan tekstistä. EKP esitti myös erityisesti, että artiklassa I-29 tunnustetaan kansallisten keskuspankkien riippumattomuus, että perustuslakiluonnokseen sisällytetään viittaus yleisesti hyväksytyyn termiin ”eurojärjestelmä” ja että artiklaan III-90 lisätään nimenomainen viittaus EKPJ:n velvollisuuksiin euron aseman varmistamisesta kansainvälisessä rahajärjestelmässä.

\*\*\*

EKP:n organisaation ja toiminnan kannalta vuosi 2003 oli erittäin haastava. Viime vuoden lopussa EKP:n tilinpäätöksen nettotappio oli 477 miljoonaa euroa. Tämä tappio, joka johtuu pääasiassa EKP:n hallussa olevien Yhdysvaltain dollarin määräisten saamisten euroääräisen arvон alentumisesta, syntyy sen jälkeen kun on otettu huomioon kaikki EKP:n tuotot, mukaan lukien liikkeessä olevista euroseteleistä saadut tuotot ja aiempina vuosina valuutta- ja korkorisikin varalta tehtyjen varausten purkamisen eli 2,6 miljardia euroa. Yhdysvaltain dollarin heikkeneminen vuonna 2003 on aiheuttanut tuntuvia realisoitumattomia tappioita, jotka – varovaisuusperiaatteen mukaisesti – katsotaan realisoituneiksi tappioiksi ja kirjataan tuloslaskelmaan, kun taas realisoitumattomat voitot kirjataan arvonnmuutostilille. Myös historiallisen alhaiset korot vuonna 2003 ja niiden kehitys sekä EKP:n keskeisten varantovaluuttojen että euron suhteen ovat johtaneet EKP:n korkotuottojen vähenemiseen. Tämä si-

sältää myös liikkeessä olevien setelien vastaeriin liittyvät tuotot.

Vuoden 2003 lopussa EKP:n henkilöstön määrä oli 1 217 henkeä oltuaan 1 109 edellisen vuoden lopussa. Tammikuun 2003 alusta lukien EU:hun liittyvien maiden kansalaiset ovat voineet hakea kaikkia EKP:n avoimia työpaikkoja, ja EKP käynnistikin rekrytointikampanjoita, joilla pyrittiin palkkaamaan etenkin näiden maiden kansalaisia kääntäjiksi, juristi-lingvisteiksi ja oikeudellisiksi neuvonantajiksi. Tällä hetkellä EKP:ssä on 39 työntekijää EU:hun liittyvistä maista. Heidän työsopimuksensa ovat yli vuoden pituisia.

Vuodesta 1998 lähtien EKP on laajentunut vakaasti, ja sen henkilöstön määrä on kasvanut huomattavasti, mikä on luonut tarpeen tehostaa jatkuvasti organisaation sisäistä toimintaa. Tässä yhteydessä EKP:n johtokunta päätti järjestää henkilöstölle suunnattuja kyselytutkimuksia organisaation toimintaperiaatteista, sisäisestä viestinnästä ja organisaation toimivuudesta. Kyselyjen tulosten perusteella johtokunta päätti käynnistää muutosprosessin ”Uudistuva EKP” (ECB in Motion). Projektitoimiston ja johtokunnan alaisuuteen perustettiin neljä projektiryhmää. Lokakuussa 2003 johtokunta hyväksyi

joukon toimenpiteitä, joista suurimman osan on tarkoitus olla valmiina täytäntöönpanoa varten 1.7.2004. Tavoitteena on lisätä EKP:n toiminnan tehokkuutta, parantaa henkilöstöresurssien hallintaa ja lujittaa keskuspankkiarvoja, kuten tehokkuutta, puolueettomuutta, harkintaa ja tiukkoja eettisiä normeja koko henkilöstön keskuudessa. Uudistusprosessin perusajatuksena on soveltaa aiempaa kokonaisvaltaisemmin, laajemmin ja tehokkaammin tiimityöskentelyn käsitettä EKP:n toiminnan eri alueilla joko lisäämällä henkilöstön osallistumismahdollisuuksia, palkitsemalla henkilökuntaa entistä suuremmin tai vahvistamalla avointa ja yhteistoimintaa korostavaa työympäristöä.

Frankfurt am Mainissa maaliskuussa 2004



Jean-Claude Trichet

Hans Vandekerckhove  
Landschappeling, 2000  
Öljyväri  
200 × 160 cm



LUKU I

# TALOUSKEHITYS JA RAHAPOLITIIKKA



# I RAHAPOLITIikka EUROALUEELLA

## I.1 EKP:N RAHAPOLITIIKAN STRATEGIAN ARVIOINTIA

Kun yhteistä rahapolitiikkaa on harjoitettu euroalueella jo yli neljän vuoden ajan, EKP:n neuvosto arvioi vuoden 2003 ensimmäisellä puoliskolla perusteellisesti EKP:n rahapolitiikan strategiaa kerratakseen tähänastiset kokemukset. Arvioinnissa otettiin huomioon yhtäältä rahapolitiikan päätöksenteon asianmukaista järjestämistä koskenut julkinen keskustelu sekä toisaalta joukko eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioinnin taustaksi laatimia teknisiä tutkimuksia (ks. kehikko 1). EKP:n neuvosto julkisti arviointinsa tulokset 8.5.2003. Arviointi liittyi sekä EKP:n hintavakaustavoitteen kvantifiointiin että hintavakauden riskien arviointi-kehikkoon.<sup>1</sup>

### HINTAVAKAUSTAVOITE

EKP:n neuvosto ilmoitti lokakuussa 1998 hintavakaustavoitteensa kvantitatiivisen määritelmän ”euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) alle 2 prosentin vuotuinen nousu”. Koska hintavakauden määritelmässä viitattiin YKHIn alle 2 prosentin nousuun, oli selvää, että paitsi inflaatio myös deflaatio olisi hintavakauden vastainen. Hintavakauden määritelmässä inflaatiovauhdille ei yksilöity selvää alarajaa, koska YKHIn mahdollisesti sisältyvän mittausarhan suuruus ei ole tiedossa ja voi vaihdella eri aikoina. Yläraja asetettiin selvästi nollassa korkeammalle, jotta määritelmään sisältyisi riittävä puskuri deflaatoriskejä vastaan. Kahden prosentin ylärajan katsottiin olevan samalla riittävän alhainen hintavakauden hyötyjen saavuttamiseksi.

EKP:n neuvosto ilmoitti myös, että hintavakauden tavoitteeseen pyritään keskipitkällä aikavälillä. Tämä kuvasti ajatusta, ettei rahapolitiikka sovi hintojen kontrollointiin tai talouskehityksen hienosäätöön lyhyellä aikavälillä.

EKP:n neuvosto vahvisti hintavakauden määritelmänsä 8.5.2003 julkaisemassaan tiedotteessa. Samalla se täsmensi pyrkivänsä kyseisen määritelmän mukaisesti säilyttämään inflaatio-

vauhdin alle 2 prosentissa mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

Päättyessään hintavakaustavoitteen kvantitatiivisesta määritelmästä EKP:n neuvosto arvioi yhtäältä inflaation kustannuksia ja toisaalta perusteluja, miksi maltillinen inflaatio olisi vielä hyväksyttävissä.

Inflaatioon liittyvät kustannukset ovat yleisessä tiedossa. Viimeaikaisten tutkimusten mukaan ne saattavat olla jopa korkeammat kuin aiemmin on luultu. Tämä koskee myös maltillista inflaatiota. Tarkemmin sanoen inflaatio haittaa suhteellisten hinnanmuutosten signalointitehtävää ja ohjaa voimavaroja tuottavista käyttökohteista sellaisiin, joiden tarkoituksena on suojata sijoittajia inflaatiota vastaan. Lisäksi inflaatio voimistaa verotuksen vääristäviä vaikutuksia sekä saattaa lisätä epävarmuutta ja vastaavasti kasvattaa riskipremioita, mikä puolestaan heikentää talouden pääomanmuodostusta. Tulonjakomielessä inflaatio lisää epätasa-arvoa, koska se rasittaa erityisesti yhteiskunnan heikoimpia ryhmiä, joilla on vaatimattomimmat valmiudet suojautua inflaation kustannuksilta. Niinpä syvällisemmin pohdiskelematta vaikuttaisi siltä, että tiukan hintavakauden säilyttäminen olisi vahvasti perusteltua.

Inflaation merkittävistä kustannuksista huolimatta on kuitenkin olemassa lukuisia perusteluita, miksi olisi tavoiteltavampaa pyrkiä maltilliseen positiiviseen inflaation. Ensimmäinen perustelu liittyy deflaatoriskeihin ja siihen, että nimellisten korkojen alaraja on nolla. Alarajaongelma johtuu siitä, että keskuspankki ei voi pakottaa nimelliskorkoja alle nollassa. Jos näin yritettäisiin tehdä, siinä todennäköisesti epäonnistuttaisiin, koska yleisö pitäisi mieluummin hallussaan käteistä rahaa – jonka nimellinen tuotto on nolla – kuin antaisi lainaa tai pitäisi talletuksia negatiivisella korolla. Tällaisissa oloissa useista kokonaiskysyntään vaikuttaneista negatiivisista sokeista johtuva pitkäaikainen deflaatio saattaa heikentää keskuspan-

<sup>1</sup> Ks. lisäksi artikkeli ”EKP:n arvio rahapolitiikan strategiasta” kesäkuun 2003 EKP:n Kuukausikatsauksessa.

kin mahdollisuuksia alentaa reaalista korkotasoa virkistääkseen kysyntää ja kompensoidakseen deflaatiopaineita. Vaikka käytettävissä on vaihtoehtoisia politiikan välineitä myös korkojen ollessa nollassa, on viisasta säilyttää turvamarginaali siten, että nollainflaation asemesta tavoitellaan positiivista mutta alhaista inflaatiovauhtia.

Toinen perustelu maltillisen positiivisen inflaatiovauhdin puolesta liittyy hintaindeksin mahdolliseen mittausharhaan, joka voi aiheutua esimerkiksi siitä, että hintojen mittaustuloksissa ei oteta laatueroja riittävän hyvin huomioon. Tämä viittaa siihen, että mittausten mukaan nollatasoisen inflaatiovauhdin tavoittelemisen voisi itse asiassa johtaa hintojen laskuun. Vaikka euroalueen YKHIin sisältyvän mittausharhan suuruus ei ole tiedossa, käytettävissä olevat tutkimukset viittaavat siihen, että se lienee rajallinen.

Kolmas perustelu lievästi positiivisen inflaatiovauhdin säilyttämisen puolesta liittyy suotuisiin vaikutuksiin, joita hintatason positiivisella muutoksella voi olla, koska se helpottaa talouden sopeutumista reaalisesti erilaisiin sokkeihin, kun taloudessa on nimellisten hintojen laskua estäviä jäykkyystekijöitä. Tällaisia jäykkyystekijöitä voi aiheutua tuottajien ja työntekijöiden vastahakoisuudesta nimellisten hintojen ja palkkojen alennuksiin. Vaikka jäykkyyksien käytännön merkitys on erittäin epävarma eikä empiirinen näyttö etenkin euroalueelta ole aukotonta, on keskeisen tärkeää, että rakenneuudistuksilla pyritään parantamaan hyödyke- ja työmarkkinoiden joustavuutta.

Lisäksi eräs keskipitkän aikavälin alhaista mutta positiivista inflaatiovauhtia puoltava perustelu liittyy valuuttaliittoon kuuluvien heterogeenisten alueiden reaaliseen lähentymiseen. Jos eri alueiden tulo- ja tuottavuustasojen lähentyminen on vielä kesken, alueiden kesken voi muodostua rakenteellisia inflaatioeroja, minkä ansiosta liiton kehittyvien alueiden hintataso (ja tulotaso) voi saavuttaa kehittyneemmät samaan liittoon kuuluvat taloudet. On väitetty, että tällaisissa oloissa rahapolitiikan tulisi pyrkiä koko

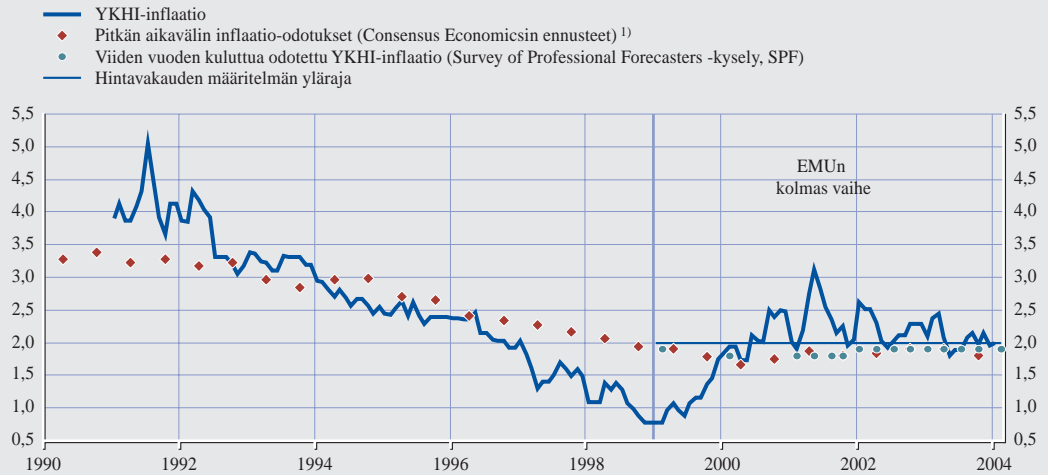
rahaliitossa yhtenäiseen ja riittävän korkeaan inflaatioasteeseen, jotta matalamman inflaation alueet voisivat välttyä nimellisistä jäykkyyksistä tai pitkäaikaisesta hintojen alenemisesta aiheutuville huomattaville kustannuksille. Vaikka nämä perustelut ovat teoreettisesti moitteettomia, käytännössä ne voidaan ottaa riittävän hyvin huomioon strategialla, jossa inflaatiovauhti pyritään säilyttämään alle 2 prosentissa mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä, kuten EKP:n neuvosto toteasi 8.5.2003. Itse asiassa on todettava, että lähentyminen euroalueella on jo verrattain edistynyt eikä näytä tuottavan tällä hetkellä suuria ongelmia. Myös tulevan laajenemisprosessin yhteydessä tämä vaikutus jää todennäköisesti rajalliseksi, koska uusien jäsenvaltioiden suhteellinen osuus laajentuneen euroalueen taloudesta on pieni. Lisäksi uusien jäsenvaltioiden on täytettävä lähentymiskriteerit voidakseen ottaa euron käyttöön. Näin ollen niiden on osoitettava, että niiden taloudellinen lähentyminen on ollut riittävää ja kestävä, sekä täytettävä hitaan inflaation säilyttämisen edellytykset ennen euron käyttöönottoa.

EKP:n neuvosto päätti, että sopivin indeksi sen arvioimiseksi, onko hintavakaus onnistuttu säilyttämään, on edelleen YKHIin kokonaisindeksi. Se kuvaa tarkimmin – harmonisoidulla tavalla kaikissa maissa – edustavan kulutustavarakorin hinnan muutoksia ajan kuluessa. Se on uskottava ja luotettava tilasto, jonka avulla voidaan viestiä läpinäkyvällä tavalla EKP:n sitoutuminen rahan ostovoiman täydelliseen ja tehokkaaseen suojelemiseen.

Toisinaan väitetään, että keskuspankkien tulisi käyttää ”ydininflaation” tai ”perusinflaation” käsitteitä määriteltessään keskeistä tavoitettaan. Nämä mittarit ovat käyttökelpoisia analyysin välineitä, koska niissä kokonaisinflaatiosta on poistettu epävakaimmat osat ja/tai tilapäiset tekijät perustavanlaatuisempien hintakehitystrendien paljastamiseksi. Perusinflaation käyttö hintavakauden määritelmässä johtaisi kuitenkin rahapolitiikan kannalta huomattaviin ongelmiin erityisesti läpinäkyvyyden menetyksen vuoksi. Lisäksi se olisi jokseenkin mielivaltaista, koska

## Kuvio 1. Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähteet: Eurostat, Consensus Economicsin ennusteet, Survey of Professional Forecasters ja EKP:n laskelmat.

1) Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat 6–10 vuoden päähän ulottuvia markkinoiden inflaatio-odotuksia. Joulukuuhun 2002 saakka niiden viiden suurimman euroalueen maan painotettu keskiarvo, joiden osuus euroalueen BKT:stä on yli 80 %.

tällaisten mittareiden laskemiseen ei ole yleisesti hyväksytyjä menetelmiä. Joka tapauksessa kun hintavakaustavoite on määritelty kokonaisinflaation käsittein, EKP ei millään muotoa kiinnitä rahapolitiikassaan liiallista huomiota lyhytaikaisiin hinnanmuutoksiin. EKP:n rahapolitiikan strategian keskipitkän aikavälin suuntautumisella varmistetaan, että EKP:n neuvosto ei painota päätöksissään liikaa hintojen lyhyen aikavälin epävakautta.

Kaiken kaikkiaan EKP:n neuvoston 8.5.2003 tekemä päätös kuvastaa EKP:n hintavakaustavoitteen kvantitatiivisesta määritelmästä saatuja positiivisia kokemuksia ja varmistaa jatkuvuuden aiemmin harjoittamaansa rahapolitiikkaan nähden. Kuten kuvio 1 osoittaa, euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat tammikuusta 1999 lähtien ankkuroituneet lujasti hintavakauden määritelmän mukaiselle tasolle pysyen 1,7–1,9 prosentissa. Tämä on erinomainen tulos ottaen huomioon euroaluetta kohdanneet merkittävät epäedulliset hintasokit. Inflaatio-odotusten tukevan ankkuroitumisen ansiosta epäsuotuisten hintasokkien keskipitkän aikavälin inflaatiovaikutukset ovat rajalliset. Tästä syystä tällaiset sokit eivät edellytä rahapoliti-

kalta voimakkaita reaktioita, jotka puolestaan voisivat vaikuttaa tuotannon määrän vaihteluun negatiivisesti.

### HINTAVAKAUDEN RISKIEN ANALYSOINTI

EKP:n neuvosto ilmoitti lokakuussa 1998, että se järjestelisi, arvioisi ja vertailisi hintavakauden riskien kannalta oleellisia tietoja lähtökohtaisesti kahdelta analyttiseltä kannalta. Jälkeenpäin näitä on alettu kutsua EKP:n rahapolitiikan strategian ”kahdeksi pilariksi”. Tämän kehikon tarkoituksena on varmistaa, ettei rahapolitiikan kannalta oleellisia tietoja jää ottamatta huomioon, kun hintavakauden näkymistä muodostetaan kokonaisvaltaista arviota. Näistä pilareista toisessa on keskeistä raha, ja siinä laajan raha-aggregaatin kasvulle on asetettu EKP:n hintavakaustavoitteen mukainen viitearvo.

EKP:n neuvosto ilmoitti 8.5.2003, että sen rahapoliittiset päätökset perustuisivat jatkossakin hintavakauden riskien kokonaisvaltaiseen analysointiin kahden pilarin perusteella. Vastedes pilareita kutsuttaisiin ”taloudelliseksi analyysiksi” ja ”rahatalouden analyysiksi”. EKP:n neuvosto totesi, että ajan myötä molempia

analyysitapoja oli syvennetty ja laajennettu euroalueelta saatavien tietojen lisääntymisen ja teknisten välineiden kehityksen mukaisesti ja että kehittämistä jatkettaisiin myös tulevaisuudessa.

EKP:n neuvosto selkeytti myös tapaa, jolla se yhdistää näiden kahden toisiaan täydentävän analyysin tulokset pyrkiessään muodostamaan kokonaisvaltaisen arvion hintakehityksen riskeistä. EKP:n neuvosto totesi erityisesti, että rahatalouden analyysillä pyritään vahvistamaan käsitystä siitä, mitkä taloudellisesta analyysistä saadut lyhyen ja keskipitkän aikavälin tiedot ovat merkittäviä keskipitkän ja pitkän aikavälin näkökulmasta.

Taloudellinen analyysi keskittyy pääasiassa kulloiseenkin talous- ja rahoitusmarkkina-kehitykseen ja siitä aiheutuviin, lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä hintavakauteen kohdistuviin riskeihin, jotka liittyvät kysynnän ja tarjonnan keskinäiseen sopeutumiseen hyödyke-, palvelu- ja tuotannon tekijämarkkinoilla. Tässä yhteydessä on kiinnitettävä asianmukaista huomiota talouteen kohdistuvien sokkien ominaisuuksien tunnistamiseen ja sekä siihen, miten ne vaikuttavat kustannuksiin ja hinnoittelukäyttäytymiseen, että sokkien laajenemismahdollisuuksiin taloudessa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä.

Taloudellinen analyysi yksin ei kuitenkaan kata mekanismeja, joiden välityksellä rahataloudelliset tekijät toimivat pitkällä aikavälillä, eikä sen avulla voida tunnistaa hintakehityksen pitkän aikavälin trendejä. Näin ollen rahapolitiikassa on otettava eksplisiittisesti huomioon rahan määrän keskipitkän aikavälin kasvutrendi, jonka on empiirisesti havaittu olevan läheisessä yhteydessä hintojen muodostukseen pitkän ajan kuluessa.

Rahan määrän kasvun ja inflaation kiistämätön yhteys keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä antaa rahapolitiikalle tukevan ja luotettavan nimellisen kiinnkohdan, jonka aikahorisontti ulottuu pidemmälle kuin tavanomaisten rahataloudellisten mallien perusteella laadituissa inflaatioennus-

teissa. Tässä mielessä EKP:n lähestymistapa kuvastaa sitoutumista sen varmistamiseen, että samalla kun se reagoi talouden kehitykseen, pitkällä aikavälillä hintakehitykseen vaikuttava perustavanlaatuinen tekijä eli rahan määrän kasvuvauhti on jatkuvan tarkkailun alla.

EKP:n kehikossa hintakehitysnäkymien kannalta olennaisia tietoja ei jaotella. Myöskään indikaattoreita ei jaeta jyrkästi joko talouden analyysiin tai rahatalouden analyysiin kuuluviksi. Sitä vastoin kaikkia olennaisia tietoja käytetään johdonmukaisesti siten, että ne täydentävät kaikin mahdollisin tavoin toisiaan.

Jotta rahatalouden analyysin tulosten käyttö vertailukohteena näkyisi asianmukaisesti julkisessa viestinnässä, EKP:n neuvosto päätti myös, että pääjohtajan alustuspuheenvuoron rakennetta EKP:n kuukausittaisissa lehdistötilaisuuksissa muutettaisiin siten, että EKP:n rahapolitiikan strategian täsmennys otettaisiin siinä huomioon.

EKP:n neuvosto päätti myös lopettaa rahan määrän kasvulle annetun viitearvon muodolliset vuosittaiset tarkistukset korostaakseen sitä, että viitearvo toimii vertailuarvona rahatalouden kehitykselle nimenomaan pitkällä aikavälillä. Se kuitenkin päätti myös jatkaa viitearvoon vaikuttavien ehtojen ja oletusten arviointia sekä viestiä näiden oletusten muutoksista heti, kun se tulisi tarpeelliseksi.

## PÄÄTELMÄT

EKP:n neuvosto vahvisti EKP:n rahapolitiikan strategian sekä täsmensi sitä 8.5.2003 antamallaan ilmoituksella. EKP:n neuvoston ilmoitus, että se pyrki säilyttämään inflaatiovauhdin alle 2 prosentissa mutta lähellä sitä, on täysin johdonmukainen lokakuussa 1998 julkistetun EKP:n hintavakauden määritelmän kanssa ja kuvastaa rahapolitiikan täydellistä jatkuvuutta aiemmin harjoitettuun rahapolitiikkaan nähden. Lisäksi esitystapaan liittyvä muutos kahden pilarin kehikossa, jota nyt kutsutaan ”talouden analyysiksi” ja ”rahatalouden analyysiksi”, auttaa yleisöä ymmärtämään paremmin rahapolitiikan harjoittamista.

**EKP:N RAHAPOLITIIKAN STRATEGIAN ARVIOINTIIN LIITTYVÄ TUTKIMUS**

Talvella ja keväällä 2003 EKP:n neuvosto suoritti EKP:n rahapolitiikan strategian arvioinnin. Eurojärjestelmän työntekijät tekivät kymmenen taustatutkimusta osittain myös ulkopuolisten kirjoittajien avulla. Tutkimuksissa keskityttiin tärkeiksi katsottuihin teknisiin aiheisiin, kuten hintavakauden määrittelyssä käytetty tapa ja hintaindeksi, raha-aggregaattien indikaattoriminaisuudet sekä euroalueen rahan kysynnän vakaus. Kyseiset tutkimukset julkaistiin EKP:n verkkosivuilla heti, kun strategian arvioinnin tuloksista tiedotettiin 8.5.2003. EKP julkaisi marraskuussa 2003 kirjan, jossa tutkimukset koottiin yhteen.<sup>1</sup>

Hintaindeksin valinnasta eräässä tutkimuksista pääteltiin, että YKHI olisi edelleen sopiva euroalueen hintojen mittari mutta että sen rakenteessa olisi yhä hieman parantamisen varaa. Erityisesti olisi tärkeää muuttaa usein kansallisten indeksien perusvuotta YKHIn tarkkuuden ja vertailtavuuden varmistamiseksi sekä substituutioharhan vähentämiseksi. Hintaindeksissä ilmenee tällaista harhaa silloin, jos se ei ota huomioon sitä mahdollisuutta, että kun joidenkin hyödykkeiden hinta nousee, kuluttajat voivat vaihtaa kalliimmat tavarat halvempiin ja saavuttaa silti yhtä suuren hyödyn.

Hintavakauden määrittelyssä käytettävästä tavasta arvioitiin sitä, kuinka tärkeää on antaa tarkka tavoiteluku, vaihteluväli tai ainoastaan laadullisesti määritelty hintavakaustavoite. Eräässä tutkimuksessa tähän paneuduttiin tutkimalla pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia koskevaa kyselyaineistoa 15 teollisuusmaassa. Tutkimuksen mukaan nämä inflaatio-odotukset olivat useimmissa maissa tavoitteiden mukaiset. Kun tutkimuksessa verrattiin eri tavoin määriteltyjen inflaatiotavoitteiden tuloksia, ilmeni, ettei julkistettujen tavoitteiden muotoseikoilla ollut havaittavaa vaikutusta niiden kykyyn ankkuroida inflaatio-odotuksia.

Eräs kahdessa tutkimuksessa käsitelty tärkeä aihe oli nimellisten korkojen alaraja nollassa ja pitkän deflaation tai deflaatiokierteen riskit. Vaikka jotkut inflaatioon liittyvistä kustannuksista liittyvät myös deflaatioon, on myös olemassa erityisen vakavia ongelmia, jotka liittyvät vain deflaatioon. Tästä syystä saattaisi olla edullisempaa säilyttää turvamarginaalina hidas mutta positiivinen inflaatiovauhti. Kyseisissä tutkimuksissa käytetyt teoreettiset mallit olivat hieman erilaiset, mutta molemmissa päädyttiin siihen tulokseen, että todennäköisyys nollassa olevan alarajan muuttumisesta sitovaksi ei ole laadullisesti tärkeä tekijä, kun inflaatiotavoite on 1 % tai enemmän.

EKP:n neuvoston päätös vuodelta 1998 asettaa raha keskeiseen asemaan johtui päätelmästä, että inflaatio on keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä rahataloudellinen ilmiö. Eräässä taustatutkimuksista tarkasteltiin laajasti teoreettista ja empiiristä kirjallisuutta ja todettiin, että rahatalouden kehityksen systemaattinen tarkkailu voi auttaa keskuspankkia tunnistamaan vakautta potentiaalisesti horjuttavia sokkeja, joiden havaitseminen olisi vaikeaa reaalisectoriin keskittyvillä malleilla. Toisessa tutkimuksessa arvioitiin mahdollisuuksia parantaa BKT:n määrää koskevia ennusteita suppean rahan avulla. Toisin kuin Yhdysvalloissa tehdyissä tutkimuksissa, tässä tutkimuksessa pääteltiin, että M1 on ennusteiden laadinnassa parempi ja luotettavampi kuin tuottoerot euroalueella. Eräässä tutkimuksessa tehtiin formaaleja testejä, jot-

<sup>1</sup> Euroopan keskuspankki (2003), *Background Studies for the ECB's Evaluation of its Monetary Policy Strategy*.

ka koskivat lavean rahan kysynnän vakautta lyhyellä ja pitkällä aikavälillä euroalueella. Johtopäätös oli, ettei pitkän kuten lyhyenkään aikavälin parametrien vakautta voisi hylätä. Toisessa tutkimuksessa tarkasteltiin kysymystä, miksi lavean rahan kysyntä oli koko euroalueella ollut vakaampi kuin yksittäisissä maissa euroalueella tai sen ulkopuolella. Tutkimuksen mukaan vakautta paransi muun muassa euroalueen yksittäisten maiden rahan kysynnän aggregointi.

## 1.2 EKP:N KESKEISET KOROT HISTORIALLISEN ALHAALLA VUONNA 2003

Euroalueen rahapolitiikan toimintaympäristössä oli vuoden 2003 ensimmäisellä puoliskolla huomattavaa epävarmuutta, joka liittyi Lähi-idän suuriin geopoliittisiin jännitteisiin ja niistä johtuneeseen öljyn hinnan ja rahoitusmarkkinoiden ailahteluun. Vuoden ensimmäisellä puoliskolla BKT:n määrän kasvu oli pysähdyksissä, mutta talouden kehitysnäkymät kohentuivat kesän aikana asteittain, kun sotilaalliset toimet Irakissa päättyivät ja rahoitusmarkkinoiden tilanne normalisoitui. Kaiken kaikkiaan euroalueen BKT:n määrän arvioidaan kasvaneen vain 0,4 % vuonna 2003. Tämä oli pettymys ottaen huomioon, että euroalueen BKT:n määrän kasvu oli potentiaalista kasvua hitaampaa myös vuosina 2001 ja 2002 (edellisenä vuonna kasvuvauhti oli 1,6 % ja jälkimmäisenä 0,9 %).

Vaikka taloudellinen toimeliaisuus oli heikkoa, vuotuinen YKHI-inflaatio hidastui hyvin vähän eli vuosina 2001 ja 2002 olleesta 2,3 prosentista 2,1 prosenttiin vuonna 2003. Näin inflaatiovauhti oli edelleen hieman korkeampi kuin EKP:n määrittelemä hintavakauden yläraja. Vuonna 2003 vaimean talouskehityksen ja euron huomattavan vahvistumisen odotettiin kuitenkin vähentävän inflaatiopaineita keskipitkällä aikavälillä.

EKP:n rahapolitiikan strategian mukaisesti EKP:n neuvosto vertaili taloudellisesta analyysistä saatuja viitteitä hintavakauteen kohdistuvista riskeistä rahatalouden analyysistä saatuihin. Sijoitussalkkujen allokaation muuttuminen kiihdytti osaltaan rahan määrän voimakasta kasvua vuonna 2003, ja markkinoilla oli huomattavasti ylimääräistä likviditeettiä, jota oli alkanut kertyä vuoden 2001 puolivälistä alkaen.

Inflaatoriskejä pidettiin kuitenkin pieninä, koska taloudellinen toimeliaisuus oli vaisua ja luottojen kasvu maltillista.

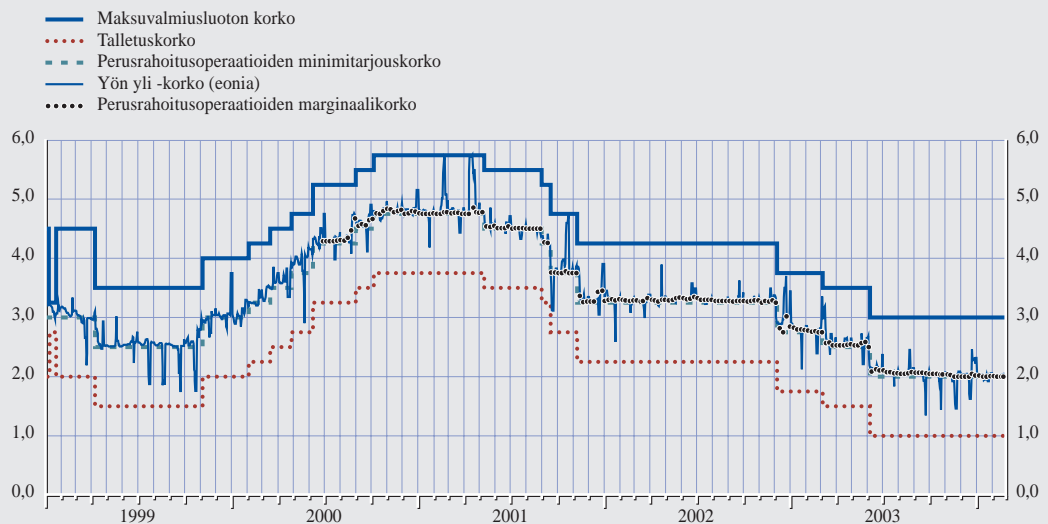
EKP:n neuvosto laski EKP:n keskeisiä korkoja vuoden 2003 maaliskuussa 25 peruspisteellä ja kesäkuussa 50 peruspisteellä. Nämä päätökset, kuten niitä edeltänyt 50 peruspisteen koronalennus joulukuussa 2002, kuvastivat vuoden ensimmäisellä puoliskolla yleistä arviota keskipitkän aikavälin inflaatiopaineiden kevenemisestä. Näiden päätösten jälkeen perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alarajaksi tuli historiallisen alhainen 2,0 %, maksuvalmiusluoton koroksi 3,0 % ja talletuskoroksi 1,0 % (ks. kuvio 2). Vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla nämä korot pidettiin ennallaan, koska EKP:n neuvoston näkemyksen mukaan ne olivat sopuosoinnussa hintavakauden säilyttämisen kanssa keskipitkällä aikavälillä.

Vuonna 2003 tehdyt rahapoliittiset päätökset kuvastavat sitä, että vuoden muutaman ensimmäisen kuukauden aikana taloudesta saatujen tietojen perusteella taloudellinen toimeliaisuus näytti pysyvän vaisuna ja elpyvän hitaammin kuin vuoden 2002 lopussa oltiin odotettu. Geopoliittisten jännitteiden kasvu Lähi-idässä aiheutti epävarmuutta talouden näkymistä, johti öljyn hinnan jyrkkään nousuun ja lisäsi rahoitusmarkkinoiden volatiliteettia. Vaikka todennäköisin skenaario olikin, että BKT:n määrä kasvaisi vähitellen vuoden 2003 loppupuolesta lähtien, epäsuotuisesti vaikuttavia riskejä oli runsaasti. Epävarmuutta maailmantalouden elpymisestä lisäsivät myös euroalueen ulkopuolisten maailman suurimpien talouksien makrotaloudelliset tasapainottomuudet.

YKHI-inflaatio pysyi yli 2 prosentissa vuoden 2003 alkupuolella, kun öljyn hinnan nousu sekä

## Kuvio 2. EKP:n korot ja yön yli -korke

(vuotuinen korko, päivähavaintoja)



Lähde: EKP.

Huom. Perusrahoitusoperaation korko on kiinteäkorkoisten huutokauppojen korko siihen operaatioon asti, jonka maksujen suorituspäivä oli 28.6.2000. Tuosta operaatiosta alkaen perusrahoitusoperaation korolla tarkoitetaan vaihtuvakorkoisten huutokauppojen korkotarjousten alarajaa eli minimitarjouskorkoa.

välillisten verojen ja hallinnollisesti määräytyvien hintojen korotukset aiheuttivat jonkin verran hintojen nousupainetta. Keskipitkän aikavälin hintavakaushäviöiden kannalta oli jonkin verran huolestuttavaa, että YKHI:n vähemmän vaihtelevien osien vuotuinen kasvuvauhti pysyi vaisusta taloudellisesta toimeliaisuudesta huolimatta verrattain korkeana ja nimellinen palkkahenkehitys verrattain nopeana, vaikka työttömyys kasvoi ja tuottavuuden kasvu oli hidasta.

Kaiken kaikkiaan taloudellinen analyysi kuitenkin viittasi vuoden 2003 alussa siihen, että lopulta inflaatiovauhti todennäköisimmin hidastuisi ja vakaantuisi keskipitkällä aikavälillä hitaammaksi kuin 2 % vuodessa. Talouskasvun jatkuvaa heikkoutta alettiin pitää entistä enemmän tekijänä, joka rajoittaisi hintavakauteen mahdollisesti kohdistuvia yläsuuntaisia riskejä, koska se vaikuttaa palkkojen ja hintojen määräytymiseen. Lisäksi keväällä 2002 alkaneen euron vahvistumisen odotettiin vaimentavan ajan myötä kuluttajahintainflaatiota.

Rahan määrän kasvu jatkui voimakkaana vuoden 2003 alkupuolella. Tämä johtui osittain talouden ja rahoitusmarkkinoiden suuresta epävarmuudesta, joka lisäsi sijoitusten allokoitintia M3:een kuuluviin lyhytaikaisiin likvideihin kohteisiin sekä tuki varovaisuussäästämistä. Näin ollen rahatalouden kehitykseen liittyvien inflaatiotarkkien katsottiin olevan vähäisiä. Tätä arviota tuki yksityiselle sektorille ja erityisesti yrityksille myönnettyjen lainojen hidas kasvuvauhti.

Kaiken kaikkiaan EKP:n neuvosto uskoi, että keskipitkän aikavälin inflaatiota hidastavien tekijöiden vaikutus jatkuisi. Siksi se päätti laskea EKP:n keskeisiä korkoja 25 peruspisteellä 6.3.2003, jolloin perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko laski 2,5 prosenttiin.

Vuoden 2003 toisella neljänneksellä kävi entistä selvemmäksi, että reaali-talouden kehitys oli heikkoa ja että elpymisskenaarioon kohdistuvat riskit olivat edelleen voimakkaita. Irakin sotilaallisten operaatioiden mahdollisia vaikutuksia oli aluksi vaikea arvioida. Vaikka geopolitiittiset

jännitteet hellittivätkin kevään kuluessa, vähä vähältä kävi ilmeiseksi, ettei luottamuksen ja taloudellisen toimeliaisuuden voimakas elpyminen olisi lähitulevaisuudessa todennäköistä. Lisäksi SARS-viruksen vaikutuksiin liittyvät huolet varjostivat Itä-Aasian talouskasvunäkymiä. Muita alasuuntaisia kasvun käynnistymiseen kohdistuvia riskejä olivat edelleen tasapainottomuuksien muodostuminen euroalueen ulkopuolella sekä epävarmuus euroalueen yrityssectorilla vielä vaadittavan sopeutuksen laajuudesta, jolla tuottavuutta ja kannattavuutta voitaisiin kohentaa pitkäaikaisen heikon kasvun ja osakkeiden hintojen voimakkaan laskun jälkeen.

Öljyn hinta laski, kun Irakin sotilaallisten operaatioiden lopputulokseen liittyvä epävarmuus hälveni. Talouden tilaa ja euron jatkunutta vahvistumista silmällä pitäen kesäkuussa 2003 oli perusteltua odottaa, että YKH:n vuotuinen kasvuvauhti painuisi keskipitkällä aikavälillä turvallisesti alle 2 prosentin. Tämä inflaatiönäkemyksen ilmeni myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuussa 2003 laatimissa makrotaloudellisissa ennusteissa sekä muiden kansainvälisten laitosten vuoden 2003 toisella neljänneksellä tuottamissa ennusteissa.

Verrattaessa taloudellisen analyysin tuloksia rahatalouden analyysiin, M3:n nopea kasvu näytti olevan entistä voimakkaammin yhteydessä mataliin korkoihin. Tähän viittasi M3:n kaikkein likvideimpien osien nopea kasvu. Suuri osa kertyneestä ylimääräisestä likviditeetistä kuitenkin liittyi sijoitusten uudelleenallokointiin ja rahan varovaisuuskysyntään, joten rahatalouden yleistä tilannetta ei katsottu keskipitkän aikavälin hintakehityksen kannalta merkittäväksi huoleksi varsinkaan vaimean taloudellisen toimeliaisuuden aikana.

Näin ollen EKP:n neuvosto päätti 5.6.2003 laskea EKP:n keskeisiä korkoja 50 peruspisteellä. Koronlasku sopi pyrkimykseen säilyttää inflaatioaste keskipitkällä aikavälillä alle 2 prosentissa mutta lähellä sitä ja tarjosi vastapainoa monille talouskehitykseen epäsuotuisesti vaikuttaville tekijöille.

Vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla luottamus euroalueen talouteen ensin vakaantui ja tämän jälkeen koheni asteittain, kun maailmantalouden elpymisestä saatiin näyttöä. Osake-markkinoiden epävarmuus väheni selvästi, mikä tuki vuoden toisella neljänneksellä alkanutta osakkeiden hintojen nousua. Vuoden 2003 jälkipuolella asteittain alkavan ja vuonna 2004 edelleen voimistuvan taloudellisen elpymisen skenaario tuli entistä todennäköisemmäksi.

Maailmanlaajuisen kysynnän elpyminen oli euroalueen viennin voimakkaan kasvun tärkein syy, ja se tasoitti vuoden 2002 alusta jatkuneesta euron selvästä vahvistumisesta aiheutunutta yritysten kilpailukyvyen heikentymistä. Itse asiassa euroalueen vienti kasvoi selvästi vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla, kun vuoden alkupuolella se oli supistunut. Kotimainen kysyntä pysyi heikkona vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla. Matalan korkotason ja yleisesti suotuisten rahoitusolojen sekä euron vahvistumisesta aiheutuneen vaihtosuhteen parantumisen kuitenkin odotettiin tukevan yksityistä kulutusta. Lisäksi yrityssectorin meneillään olevat pyrkimykset kohentaa tuottavuutta ja kannattavuutta tukivat odotuksia yritysten investointien asteittaisesta elpymisestä. Kaiken kaikkiaan saatavilla olevat vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla laaditut ennusteet, mukaan lukien joulukuussa julkaistut eurojärjestelmän asiantuntijoiden makrotaloudelliset ennusteet, viittasivat siihen, että euroalueen BKT:n määrän reaalin kasvuvauhti voimistuu edelleen vuosina 2004 ja 2005.

Tähän asteittaisen talouden elpymisen skenaarioon lyhyellä aikavälillä kohdistuvat alasuuntaiset riskit vähenivät vuoden jälkipuolella. Vuoden 2003 lopussa EKP:n neuvosto arvioi riskien olevan tasapainossa. Pidemmällä aikavälillä on kuitenkin edelleen epävarmuutta, joka liittyy eräiden maailman alueiden ulkoisten tasapainottomuuksien sitkeyteen ja niiden potentiaalisiin vaikutuksiin maailmantalouden kasvun kannalta.

Mitä tulee hintakehitykseen, vuotuiset YKHI-inflaatiouvahdit eivät pudonneet vuoden 2003



jälkimmäisellä puoliskolla yhtä nopeasti ja merkittävästi kuin aiemmin odotettiin. Tämä johtui pääasiassa elintarvikkeiden epäsuotuisasta hintakehityksestä ja odotettua korkeammasta öljyn hinnasta Irakin konfliktin jälkeen, joskin euron vahvistuminen tasoitti sen vaikutusta. Lisäksi välillisten verojen ja hallinnollisesti määräytyvien hintojen korotukset vuoden 2003 lopussa ja vuoden 2004 alussa vaikuttivat inflaatiovuhteihin. Tammikuussa 2004 vuotuinen YKHI-inflaatio oli 1,9 %.

Kaikesta huolimatta EKP:n neuvosto katsoi vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla ja vuoden 2004 alussa, että lyhyttä pidemmälläkin aikavälillä hintavakaussäilytykset olivat edelleen suotuisat. Sikäli kuin talouden elpyminen olisi vain asteittaista, maltillisen palkkakehityksen ja tuottavuuden syklisen elpymisen odotettiin hillitsevän työvoiman yksikkökustannusten kasvua. Lisäksi euron jälleen alkaneen huomattavan vahvistumisen odotettiin hillitsevän tuotintahintojen kehitystä, mikä hidastaisi suoraan ja epäsuorasti kuluttajahintainflaatiota. Vuoden 2003 kuluessa euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi itse asiassa vahvistui 11 %. Vuoden 2003 lopussa ja vuoden 2004 alussa EKP:n neuvosto katsoi, että hintavakaussäilytykset riippuivat monista oletuksista, jotka koskivat esimerkiksi maailmantalouden kasvua, öljyn hintaa, valuuttakursseja, palkkakehitystä ja finanssipoliittisia toimenpiteitä. Lisäksi EKP:n neuvosto oli sitä mieltä, että merkit joukkolainamarkkinoilla kasvaneista pitkän aikavälin inflaatio-odotuksista antoivat aihetta tarkkaan seurantaan. Mitä tulee rahatalouden kehitykseen, M3:n kasvu hidastui vain hieman vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla. Tämä viittasi siihen, että sijoituksia siirrettiin rahamarkkinoilta varsin maltillisesti M3:n ulkopuolisiin pidempiaikaisiin rahoitusinstrumentteihin. Lisäksi erittäin alhainen korkotaso myötävaikutti likvideimpien varojen jatkuvaan voimakkaaseen kasvuun. Samaan aikaan yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla.

Vuoden 2004 alussa lopussa euroalueella oli huomattavasti enemmän likviditeettiä kuin in-

flaatiota kiihdyttämättömän kasvun rahoittamiseksi olisi tarvittu. EKP:n neuvosto painotti, että se, aiheutuuko kertyneestä ylimääräisestä likviditeetistä inflaatiopaineita keskipitkällä aikavälillä, riippuisi voimakkaasti siitä, missä määrin sijoittajat pyrkivät palauttamaan sijoitusten jakaumaa ennalleen, sekä talouskasvun vahvuudesta tulevaisuudessa. Jos ylimääräinen likviditeetti pysyy markkinoilla, se voi aiheuttaa inflaatiopaineita keskipitkällä aikavälillä. Näin ollen EKP:n neuvosto painotti, että rahatalouden kehitystä olisi seurattava tarkoin.

Kaiken kaikkiaan EKP:n neuvosto katsoi, että vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla ja vuoden 2004 alussa rahapolitiikan mitalitus oli sopeva keskipitkän aikavälin hintavakauden säilyttämiseksi. Tästä syystä EKP:n keskeiset korot pidettiin jakson aikana ennallaan. EKP:n neuvosto kuitenkin teki selväksi, että se seuraisi jatkossakin tarkoin kaikkia tekijöitä, jotka voisivat vaikuttaa sen arvioon hintavakauteen keskipitkällä aikavälillä kohdistuvista riskeistä.

## 2 RAHA- JA REAALITALouden SEKÄ RAHOITUSMARKKINOIDEN KEHITYS

### 2.1 RAHATALOUS JA RAHOITUSMARKKINAT

#### M3:N KASVU VAHVAA

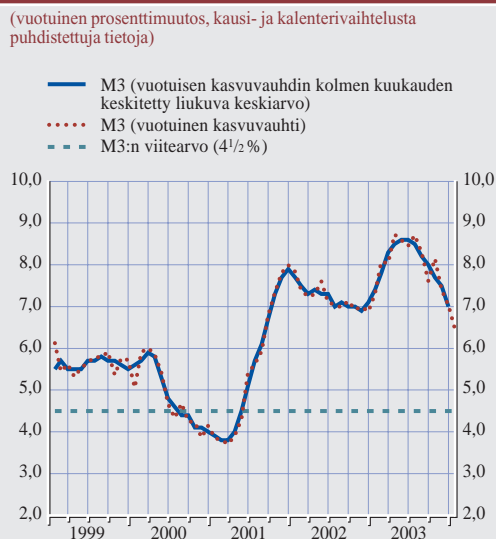
Vuoden 2001 puolivälistä alkanut euroalueen rahan määrän voimakas kasvu jatkui vuonna 2003. Lavean raha-aggregaatin M3:n keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui jopa 8,0 prosenttiin oltuaan 7,2 % vuonna 2002 ja 5,4 % vuonna 2001. Kasvukehitys oli kuitenkin erilaista vuoden 2003 alku- ja jälkipuoliskolla. Kahdella ensimmäisellä neljänneksellä M3:n vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi ja oli nopeimmillaan 8,5 prosentissa toisella neljänneksellä. Tämän jälkeen kasvu hidastui jonkin verran ja oli 7,6 % vuoden 2003 viimeisellä neljänneksellä (ks. kuvio 3).

M3:n kasvun voimistumisen jatkuminen vuoden 2003 alkupuoliskolla johtui pitkälti siitä, että euroalueen sijoittajat suosivat erityisesti likvidejä instrumentteja. Tähän olivat syynä rahoitusmarkkinoiden ja geopoliittisen tilanteen epävakaus, silloiset varsin epävarmat talouden ja työllisyyden kasvunäkymät ja tuottokäyrän loivuus. Myös alhaiset korot vauhdittivat rahan määrän kasvua.

Vuoden 2003 jälkipuoliskolla rahan määrän kasvu vaimeni vain hitaasti. Rahoitusmarkkinatilanteen ja talousnäkyvien kohenemisesta huolimatta talouden toimijat siirsivät sijoituksia pitkäaikaisiin kohteisiin ja vähensivät varovaisuussäästämistä vain vähitellen. Lisäksi alhaiset korot tukivat edelleen rahan määrän kasvua.

Vuoden 2001 puolivälistä alkanut M3:n vahva kasvu johti siihen, että euroalueelle kertyi huomattavasti enemmän likviditeettiä kuin inflaatiota kiihdyttämättömän kasvun rahoittamiseksi tarvitaan. Tämä näkyi rahapoikkeamaindikaattorien jyrkkänä nousuna (ks. kuvio 4). Nämä indikaattorit ilmoittavat M3:n kasvun kumulatiiviset poikkeamat M3:n kasvuvauhdin viitearvosta vuoden 1999 alusta.<sup>2</sup> Sekä nimellinen että reaalin rahapoikkeama suurenevät edelleen voimakkaasti vuonna 2003. Vuoden 2003 viimeisellä neljänneksellä ne olivat suurimmillaan sitten EMUn kolmannen vaiheen alun.<sup>3</sup>

Kuvio 3. M3:n kasvu ja viitearvo



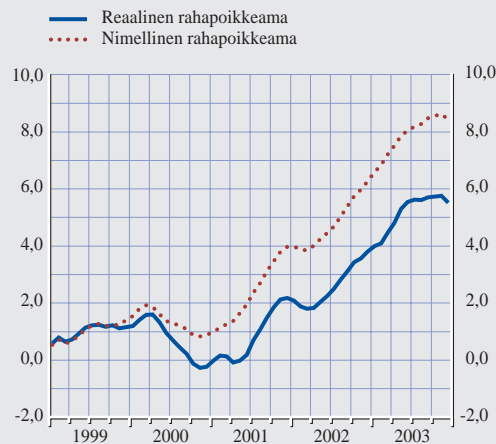
Lähde: EKP.

Rahan määrän kasvun jatkumiseen voimakkaana vuonna 2003 vaikutti ensisijaisesti kaikkein likvideimpien erien eli suppean raha-aggregaatin M1:n kehitys (ks. taulukko 1). Näistä eristä liikkeessä olevan rahan määrän vuotuinen kasvuvauhti pysyi vahvana, koska sekä euroalueella olevat että euroalueen ulkopuoliset kasvattivat edelleen käteisvarantojaan vuonna 2003. Liikkeessä olevan rahan määrä kasvoikin vuoden jälkipuoliskolla ennen käteisrahan vaihtoa vallinneelle pitkän aikavälin tasolle. Myös yön yli -talletusten kasvu oli voimakasta vuonna 2003, mikä johtui näiden talletusten hallussapidon vaihtoehtoiskustannusten pienuudesta ja vuoden alussa vallinneesta suuresta epävarmuudesta.

- Nimellisellä rahapoikkeamalla tarkoitetaan erotusta, joka saadaan, kun M3:n toteutuneesta määrästä vähennetään M3:n määrä, joka olisi syntynyt, jos M3:n kasvuvauhti olisi ollut viitearvonsa 4,5 prosentin mukaista joulukuusta 1998 alkaen (joulukuun 1998 on valittu perusjaksoksi). Reaalilla rahapoikkeamalla tarkoitetaan puolestaan erotusta, joka saadaan, kun toteutuneesta, YKH:llä deflatoidusta M3:n määrästä vähennetään M3:n deflatoitu määrä, joka olisi syntynyt, jos M3:n nimellinen kasvuvauhti olisi ollut viitearvonsa 4,5 prosentin ja inflaatiovauhti olisi ollut EKP:n hintavakaustavoitteen mukainen. Perusjakso on jälleen joulukuun 1998.
- On syytä muistaa, että perusjakso on valittu joksikin sattumanvaraisesti. Tästä syystä rahapoikkeamaindikaattorien tuloksia on tulkittava varoen.

#### Kuvio 4. Nimellisen ja reaalisen rahapoikkeaman estimaatit

(prosentteina M3:n kannasta, kolmen kuukauden keskitettyjä liukuvia keskiarvoja)



Lähde: EKP.  
Huom. Tarkemmin alaviitteessä 2.

Muiden lyhytaikaisten talletusten kuin yön yli-talletusten vuotuinen kasvuvauhti pysyi varsin vakaana keskimäärin 5,0 prosentissa vuonna 2003. Talouden toimijat vähensivät enintään kahden vuoden määräaikaistalletuksiaan, mutta

irtisanomisajaltaan enintään kolmen kuukauden talletukset lisääntyivät huomattavasti. Tämä oli seurausta tämäntyyppisten talletusten korkoeron asteittaisesta kapenemisesta vuoden alkupuoliskolla: rahalaitokset ovat yleensä maksaneet suurempaa korkoa enintään kahden vuoden määräaikaistalletuksille kuin irtisanomisajaltaan enintään kolmen kuukauden talletuksille.

Jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien vuotuisen kasvuvauhti hidastui 8,4 prosenttiin vuonna 2003 oltuaan 11,3 % vuonna 2002. Hidastuminen ajoittui lähinnä vuoden 2003 jälkipuoliskolle ja viittasi siihen, että talouden toimijat alkoivat vähitellen supistaa sijoituksiaan M3:een sisältyviin turvallisiin lyhytaikaisiin instrumentteihin, kun rahoitusmarkkinoiden epävarmuus vähentyi ja tuottokäyrä jyrkkeni.

M3:n vuotuinen kasvuvauhti hidastui edelleen 6,4 prosenttiin tammikuussa 2004. Tämä antoi lisää viitteitä siitä, että euroalueen sijoittajat olivat asteittain siirtämässä sijoituksiaan M3:n ulkopuolisiin pitkäaikaisiin ja riskipitoisempiin sijoituskohteisiin. Samalla alhaiset korot tukivat edelleen likvidien varojen kysyntää.

#### Taulukko 1. Rahataloudelliset muuttujat

(vuotuinen prosenttimuutos, vuosi- ja neljännesvuosikeskiarvoja, kuusi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)

	2002	2003	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2004 Tamm.
<b>M1</b>	7,6	11,0	8,8	10,1	11,3	11,5	11,2	11,2
Liikkeessä oleva raha	-11,8	32,2	12,9	39,1	35,7	29,6	26,2	25,0
Yön yli -talletukset	10,9	8,2	8,2	6,6	8,1	8,9	9,1	9,1
M2-M1 (= muut lyhytaikaiset talletukset)	5,7	5,0	4,8	4,3	5,5	5,7	4,7	3,7
Enintään 2 vuoden määräaikaistalletukset	2,3	-1,0	1,5	0,4	0,0	-1,5	-3,2	-3,7
Irtisanomisajaltaan enintään 3 kk:n talletukset	8,5	9,9	7,6	7,5	9,9	11,4	10,9	9,4
<b>M2</b>	6,6	8,0	6,7	7,1	8,3	8,5	7,9	7,4
M3-M2 (= jälkimarkkinakelpoiset instrumentit)	11,3	8,4	8,5	10,5	9,8	7,4	6,0	1,1
<b>M3</b>	7,2	8,0	7,0	7,6	8,5	8,3	7,6	6,4
<b>Luotot euroalueelle</b>	4,5	5,1	4,1	4,2	4,8	5,4	5,9	5,9
Luotot julkisyhteisöille	1,6	4,3	2,0	2,1	3,5	4,9	6,6	6,2
Lainat julkisyhteisöille	-1,0	0,2	-1,2	-1,2	-0,4	1,0	1,5	1,4
Luotot yksityiselle sektorille	5,3	5,3	4,7	4,8	5,1	5,5	5,7	5,8
Lainat yksityiselle sektorille	5,3	5,0	4,8	5,0	4,6	4,9	5,3	5,5
<b>Pitkäaikaiset velat (ilman omaa pääomaa ja varauksia)</b>	4,4	5,6	5,2	5,1	5,2	5,6	6,4	7,1

Lähde: EKP.

## RAHALAITOSTEN LUOTONANTO YKSITYISELLE SEKTORILLE LISÄÄNTYI

Kuviossa 5 on esitetty pääpiirteittäin M3:n ja rahalaitossektorin konsolidoidussa taseessa olevien M3:n vastaerien vuotuiset virtatiedot vuonna 2003. M3:n kasvun voimistumiseen vuoden 2003 ensimmäisellä puoliskolla vaikutti lähinnä se, että euroalueen rahalaitossektorin ulkomaisten nettosaamisten ja euroalueelle myöntämien luottojen vuotuiset kasvuvauhdit nopeutuivat, kun taas rahalaitosten pitkäaikaisen velkojen (laskettuna ilman omaa pääomaa ja varauksia) kasvuvauhti pysyi jokseenkin muuttumattomana. Vuoden 2003 jälkipuoliskolla M3:n kasvu hidastui hieman, kun rahalaitosten pitkäaikaisen velkojen (laskettuna ilman omaa pääomaa ja varauksia) vuotuinen kasvuvauhti nopeutui ja ulkomaisten nettosaamisten hidastui. Ilmeisesti sijoittajat alkoivat jälleen sijoittaa enemmän koti- ja ulkomaisiin pitkäaikaisiin kohteisiin, kun tuottokäyrä jyrkkeni ja rahoitusmarkkinoiden epävarmuus väheni. Rahalaitossektorin euroalueella oleville suuntaaman luotonannon kasvu nopeutui kuitenkin edelleen.

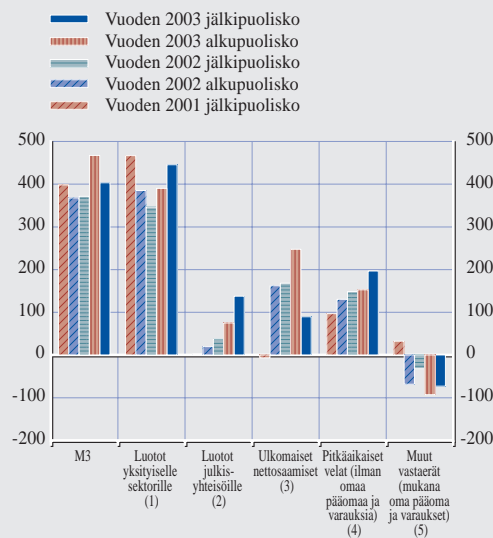
Rahalaitosten euroalueella oleville suuntaaman luotonannon vuotuinen kasvuvauhti nopeutui vuoden 2003 viimeisellä neljänneksellä 5,9 prosenttiin vuoden 2002 vastaavan neljänneksen 4,1 prosentista. Nopeutuminen johtui sekä yksityisen sektorin että julkisyhteisöjen lainanotto- tarpeiden lisääntymisestä.

Hidastuttuaan vuoden 2000 puolivälistä vuoden 2002 loppuun rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämien lainojen vuotuinen kasvu oli suhteellisen vakaata vuoden 2003 alkupuoliskolla (rahalaitosten luotoista yksityiselle sektorille 87 % on lainoja). Vuoden jälkipuoliskolla kasvuvauhti kuitenkin nopeutui. Heikko talouskasvu näyttää tasapainottaneen pankkien alhaisen korkojen vaikutuksia euroalueella erityisesti vuoden alkupuoliskolla. Talouskasvunäkymien kohennuttua lainojen kysyntä lisääntyi jonkin verran.

Pitkällä aikavälillä tarkasteltuna yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti oli vuonna 2003 re-

Kuvio 5. M3:n ja sen vastaerien muutokset

(vuotuisia virtatietoja, ajanjakson lopussa, mrd. euroa, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.  
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5

aalisesti määriteltynä noin 1¼ prosenttiyksikköä hitaampi kuin vuodesta 1980 lähtien laskettu pitkän aikavälin keskiarvo. Edellisiin talouskasvultaan pitkään heikkona pysyneisiin ajanjaksoihin verrattuna lainojen kehitys oli kuitenkin suhteellisen vahvaa vuonna 2003. Tämä johtuu siitä, että korot ovat olleet rakenteellisesti alhaiset käteisen euron käyttöönotosta alkaen.

Vuonna 2003 EKP otti käyttöön neljännesvuotuisen euroalueen pankkien luotonantoa koskevan kyselytutkimuksen. Kyselyllä kerätään tietoja euroalueen luottomarkkinoiden kysyntä- ja tarjontatilanteesta ja täydennetään rahalaitoksia koskevia muita korko- ja luottotilastoja.<sup>4</sup> Vuoden 2003 alussa lähes puolet pankeista ilmoitti tiukentavansa yritysten lainoihin sovellettavia kriteereitä. Vuoden kuluessa yritysten luottokriteereitä tiukentaneiden pankkien määrä pieneni kuitenkin jatkuvasti, mikä viittasi luotonantiedellytysten jonkinastei-

4 Ks. EKP:n Kuukausikatsauksen huhtikuun 2003 numeron artikkeli ”Kyselytutkimus pankkien luotonannosta euroalueella”.

seen vakautumiseen euroalueella. Sitä vastoin kotitalouksille lainojen luottokriteereitä tiukentaneiden pankkien määrä oli vähäinen koko vuoden, mikä on saattanut tukea kotitalouksille myönnettyjen lainojen (varsinkin asuntolainojen) suhteellisen voimakasta kasvua vuonna 2003.

Julkisyhteisöille suunnatun luotonannon kasvu kiihtyi huomattavasti vuonna 2003. Tässä kehityksessä näkyi julkisen talouden alijäämien kasvu, mikä oli puolestaan pitkälti sidoksissa euroalueen heikkoon talouskasvuun.

#### LIKVIDITEETIÄ RUNSAASTI TARJOLLA

M3:n vuotuinen kasvu pysyi kaiken kaikkiaan vahvana vuonna 2003, vaikka se heikkenikin vuoden jälkipuoliskolla. Voimakkaan kasvun seurauksena euroalueelle on kertynyt enemmän likviditeettiä kuin inflaatiota kiihdyttämättömän talouskasvun rahoittamiseksi tarvitaan. Ylimääräiseen likviditeettiin liittyvät inflaatoriskit arvioitiin kuitenkin pieniksi, koska likviditeetin runsaus johtui lähinnä aiemmista sijoitusten uudelleenjärjestelyistä ja koska taloudellinen toimeliaisuus oli vaimeaa. Tätä arviota tuki rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämien lainojen suhteellisen hidaskasvuvauhti vuonna 2003.

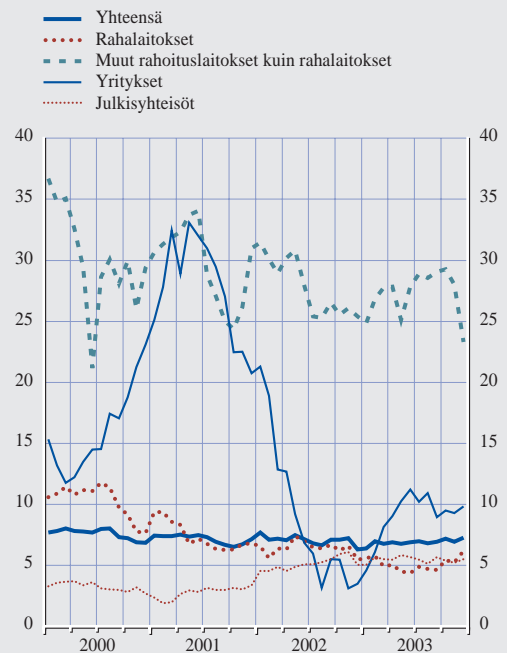
Ellei sijoitusten siirtojen palautuminen vauhditu, on olemassa vaara, että jos talouskasvu voimistuu merkittävästi, ylimääräinen likviditeetti purkautuu kulutuksena ja aiheuttaa inflaatiopaineita keskipitkällä aikavälillä. Tästä syystä EKP:n neuvosto on toistuvasti painottanut tarvetta seurata tarkoin rahan määrän kehitystä.

#### VELKAPAPERIEMISSIOIDEN MÄÄRÄ KASVUSSA

Vuonna 2003 euroalueella olevien liikkeeseen laskemien velkapaperien markkinat kasvoivat hieman nopeammin kuin edellisellä vuonna. Velkapaperien kannan vuotuinen kasvuvauhti nopeutui 7,3 prosenttiin vuoden 2003 lopussa oltuaan 6,3 % vuotta aiemmin. Kasvuvauhdin nopeutuminen johtui lähinnä pitkäaikaisten velkapaperien markkinoiden kehityksestä. Pitkäaikaiset velkapaperit muodostivat 90,5 % euroalueella olevien liikkeeseen laskemien

**Kuvio 6. Euroalueella olevien liikkeeseen laskemien velkapapereiden jakauma sektoreittain**

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

Huom. Vuotuiset kasvuvauhdit lasketaan rahoitustransaktioiden perusteella ja ne on puhdistettu uudelleenluokittelun, arvostusmuutosten, valuuttakurssimuutosten tai itse transaktioista johtumattomien muiden vastaavien muutosten aiheuttamista eroista.

velkapaperien kannasta vuoden 2003 lopussa. Euroalueella olevien euromääräisten velkapapereiden bruttoemissioiden osuus kaikkien valuuttojen määräisistä emissioista oli noin 94 % vuonna 2003. Euro säilytti houkuttelevuutensa myös kansainvälisten liikkeeseenlaskijoiden keskuudessa. Euroalueen ulkopuolella liikkeeseen laskettujen euromääräisten velkapapereiden kanta kasvoi 17,4 % vuonna 2003, kun kasvu oli vuotta aiemmin ollut 12,9 %.

Julkisyhteisöjen velkapaperiemissioiden vuotuinen kasvuvauhti nopeutui euroalueella vuoden 2002 lopun 5,0 prosentista 5,5 prosenttiin vuoden 2003 lopussa (ks. kuvio 6). Kehitys johtui lähinnä siitä, että julkisyhteisöjen alasektoreista valtion emissiot lisääntyivät vuoden 2003 lopussa 4,7 prosenttiin oltuaan 4,1 % vuotta aiemmin. Muiden julkisyhteisöjen –

**YRITYSTEN VELKAPAPERIMARKKINAT EUROALUEEN MAISSA**

Laajat ja syvät yritysten velkapaperimarkkinat avaavat varteenotettavan, vaihtoehtoisen tien yritysten rahoituksen hankintaan. Tämä voi vaikuttaa talouskehitykseen merkittävästi. Yritys laskee liikkeeseen arvopapereita pääasiassa tarvitessaan rahoitusta, ja sen instrumenttivalintaan vaikuttavat useat tekijät, kuten verotus, konkurssi ja muut kustannukset.

Tässä kehikossa yrityssectorilla tarkoitetaan yrityksiä ja muita rahoituslaitoksia kuin rahalaitoksia. Jälkimmäisiin kuuluvat vakuutuslaitokset ja muut rahoituksenvälittäjät. Suurin osa muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten velkapapereista lasketaan kuitenkin liikkeeseen erityisten rahoituksenvälitysyhtiöiden kautta. Nämä ovat rahoitustoimintaa harjoittavia laitoksia, joiden päätehtävänä on kerätä rahaa kolmannelle osapuolelle, kuten luottolaitokselle, yritykselle, sijoitusrahastolle tai julkisyhteisöille. Tällaisen rahoituksenvälitysyhtiön laillinen omistaja voi olla se yhtiö, jolle se hankkii varoja, tai se voi olla vapaa kaikista pääomasidoksista siihen nähden ja olla perustettu vain tietyn rahoitustransaktion helpottamista varten. Jälkimmäisessä tapauksessa sitä kutsutaan erillisyyhtiöksi (special purpose vehicle). Erillisyyhtiöllä on yksi ainoa tehtävä eli varojen kanavointi lainanantajilta lainanottajille. Se ei saa osallistua muuhun toimintaan kuin siihen transaktioon, jota varten se perustettiin, ja se suojaa sijoittajaa saatavien alkuperäisen omistajan (alullepanijan) mahdollista konkurssia vastaan.<sup>1</sup>

Yrityssectorin euromääräisten velkapaperiemissioiden keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti on suureksi osaksi ohittanut kaikkia sektoreita koskevan vastaavan kasvuvauhdin EMUn kolmannesta vaiheesta alkaen. Yritysten liikkeeseen laskemien euromääräisten velkapapereiden kanta on kasvanut keskimäärin 14 % vuodessa tammikuusta 1999. Vauhti on nopeutunut huomattavasti EMUn toisesta vaiheesta, jolloin se oli keskimäärin 2 %. Sama pätee myös muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten euromääräisiin velkapaperiemissioihin, joiden keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti on ollut 37 % tammikuusta 1999 alkaen oltuaan 11 % EMUn toisen vaiheen aikana. Nykyään euroalueen yritysten velkapaperimarkkinat ovat laajentuneet kattamaan suuren joukon eri talussektoreiden liikkeeseenlaskijoita erilaisine rahoitustarpeineen ja luottokelpoisuusluokituksineen. Ennen yritysten velkapaperimarkkinat oli rajoitettu luottoluokituksen AA tai sitä paremman luokituksen saaneille lainanottajille, mutta nyt niillä näkyy laajeneva joukko eri luottokelpoisuusluokituksia. Myös talussektoreiden kirjo on laajentunut. Vaikka televiestintä-, media- ja tietotekniikka-alan yritykset hallitsivat yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen markkinoita vuosina 2000 ja 2001, niiden osuus velkapaperiemissioista palautui vuonna 2003 asteittain ennen yhteisen rahan käyttöönottoa valliinneelle tasolle.

Vaikka yritysten velkapaperimarkkinat ovat kasvaneet euroalueella hyvin voimakkaasti kolmena viime vuonna (ks. varsinaisen tekstiosuuden kuvio 6), suora pääsy näille markkinoille on kehittynyt kaikkea muuta kuin yhtenäisesti eri euroalueen maissa.<sup>2</sup> Kuten oheisesta kuviosta käy ilmi, yritysten liikkeeseen laskemien velkapapereiden markkinat ovat varsin kehittyneet Ranskassa; maan osuus näiden velkapapereiden kannasta oli yli puolet vuoden 2003 lopussa. Yritysten velkapaperimarkkinat ovat kehittyneet suhteellisen hyvin myös Portugalissa, Suo-

<sup>1</sup> Arvopaperistamista on käsitelty tarkemmin kehikossa, joka sisältyy EKP:n Kuukausikatsauksen lokakuun 2003 numeron artikkeliin "Euroalueen rahoitusjärjestelmien viimeaikainen kehitys", s. 47–49.

<sup>2</sup> Ks. "Report on financial structures", EKP, 2002.

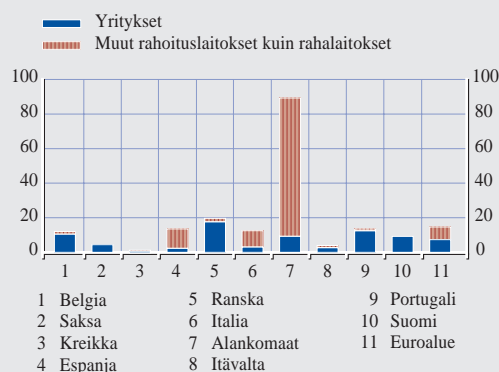
nessa, Alankomaissa ja Belgiassa. Maiden väliset erot selittyvät kuitenkin osaksi sillä, että osa yritysten velkapaperiemissioista on toteutettu rahoitusyhtiöiden välityksellä.

Euroalueella yritysten joukkolainamarkkinoiden ripeä kasvu vuodesta 1999 on liittynyt yleensä läheisesti fuusioiden ja yritystostojen vilkkauteen. Tämä saattaa selittää osittain sen, että velkapaperiemissioita käytetään rahoituksen hankintaan euroalueen talouksissa hyvin eri tavoin. Toisena syynä niiden käytön eroihin euroalueella on se, että maiden institutionaaliset ja verotukselliset käytännöt sekä muut rahoitusrakennetta muovaavat historialliset tekijät eroavat toisistaan huomattavasti.

Yritysten velkapaperimarkkinoita selvemmin euroalueen maiden väliset erot näkyvät muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden markkinoilla (ks. oheinen kuvio). EKP:n tilastojen mukaan näiden arvopaperien markkinat ovat BKT:n perusteella suurimmat Alankomaissa. Sen jäljessä tulevat Italia ja Espanja jonkin verran pienemmillä markkinoilla. Alankomaiden osuus muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien euromääräisten velkapaperien kannasta oli noin 60 % vuoden 2003 lopussa. Alankomaiden tilanne selittyy jossakin määrin verotuksellisilla seikoilla. Tosiasialliset lopulliset edunsaajat ovat usein muut euroalueella olevat, jotka käyttävät Alankomaissa olevia erityisrahoitusyhtiöitä vain rahoituksen hankintaan. Alankomaiden kotimaanmarkkinat keskittyvät ensisijaisesti rahalaitosten myöntämien kiinnelainojen arvopaperistamiseen.<sup>3</sup> Nämä kiinteistövakuudelliset arvopaperit, joissa lainansaaja tai alullepanija (eli rahalaitos) myy lainat erillisyyhtiölle, eivät ole sama asia kuin vakuudelliset joukkovelkakirjalainat, joissa vakuutena on lainoja ja jotka säilyvät lainanottajan tai liikkeeseenlaskijan (eli rahalaitoksen) taseessa. Viimeksi mainittuja kutsutaan myös Pfandbrief-tyyppisiksi tuotteiksi. Kaiken kaikkiaan – kuten yritysten velkapaperiemissioidenkin kyseessä ollessa – institutionaaliset, verotukselliset ja historialliset tekijät ovat suureksi osaksi syynä muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden käytön eroihin eri euroalueen talouksissa.

### Muiden euroalueen yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien euromääräisten velkapapereiden kanta

(% BKT:stä, joulukuun 2003 lopun tietoja)



Lähteet: EKP ja Eurostat.  
Huom. Koska käytettävissä olevia EKP:n laatimia tilastoja arvopapereiden liikkeeseenlaskuista ei ole yhdenmukaistettu euroalueen laajuisesti, eri maiden tiedoissa on eroja. EKP:n tilastoissa ei ole tietoja Irlannissa ja Luxemburgissa sijaitsevien muiden yritysten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden kannoista. BKT-tiedot ovat vuodelta 2002.

<sup>3</sup> Ks. ”Growing importance of securitisation and special purpose vehicles (SPVs)”, De Nederlandsche Bank Statistical Bulletin, joulukuu 2003, s. 31–35.

**Taulukko 2. Euroalueella olevien liikkeeseen laskemien velkapapereiden kanta liikkeeseen-laskijan sektorin mukaan**

(prosentteina, ajanjakson lopussa)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Rahalaitokset	37,2	38,6	39,0	38,6	38,4	38,0
Muut yritykset kuin rahalaitokset	8,1	9,5	11,2	12,9	13,4	14,5
<i>Muut rahoituslaitokset kuin rahalaitokset</i>	<i>3,1</i>	<i>4,2</i>	<i>5,1</i>	<i>6,1</i>	<i>6,9</i>	<i>7,8</i>
<i>Yritykset</i>	<i>4,9</i>	<i>5,3</i>	<i>6,1</i>	<i>6,8</i>	<i>6,6</i>	<i>6,7</i>
Julkisyhteisöt	54,7	51,9	49,8	48,5	48,1	47,5
<i>Valtio</i>	<i>53,1</i>	<i>50,3</i>	<i>48,1</i>	<i>46,7</i>	<i>45,9</i>	<i>45,0</i>
<i>Muut julkisyhteisöt</i>	<i>1,7</i>	<i>1,6</i>	<i>1,6</i>	<i>1,8</i>	<i>2,2</i>	<i>2,5</i>

Lähde: EKP.

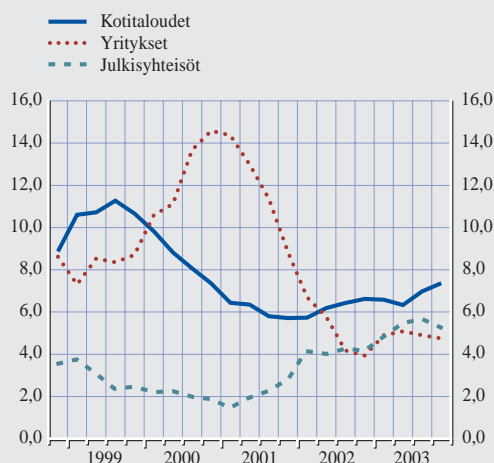
näihin kuuluvat lähinnä paikallis- ja aluehallinnot – velkapaperiemissioiden vuotuinen kasvuvauhti hidastui 21,9 prosenttiin vuoden 2003 lopussa, kun se oli vuotta aiemmin ollut 28,0 %. Näiden kummankin julkisyhteisöjen alasektorin suhteellisen vilkkaassa emissio toiminnassa näkyi aiempaa epäsuotuisampi julkisen talouden rahoitusaseman kehitys ja erityisesti muiden kuin valtion lisääntynyt lainanottotarve.

Rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapaperien vuotuinen kasvuvauhti nopeutui vuoden 2002 lopun 5,4 prosentista 6,2 prosenttiin vuoden 2003 lopussa. Yritysten liikkeeseen laskemien velkapaperien vuotuinen kasvuvauhti nopeutui sen sijaan voimakkaasti eli 9,8 prosenttiin vuoden 2003 lopussa oltuaan 3,5 % vuotta aiemmin. Muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten velkapaperiemissioiden vuotuinen kasvuvauhti oli 23,3 % vuoden 2003 lopussa, kun se oli ollut 25,4 % vuotta aiemmin. Yritysten ja muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten vilkasta emissio toimintaa tukivat rahoitus tilanteen kohenemisen jatkuminen ja yritysten luottamuksen paraneminen vuonna 2003 (ks. kehikko 2). Yritysten velkapaperiemissioiden kasvuvauhdin huomattavaa nopeutumista vuoden 2003 aikana on tarkasteltava sitä taustaa vasten, että emissiot vähenivät vuoden 2002 jälkipuoliskolla, jolloin useat yritykset pyrkivät rajoittamaan lyhytaikaista velanottoa suojautuakseen rahoitusmarkkinoiden häiriöiltä. Emissio toiminnan voimakas elpyminen vuonna 2003 näkyi sekä lyhyt- että pitkäaikaisen velkapaperien liikkeeseenlaskun vuotuisten kasvuvauhtien nopeutumisenä.

Tämän kehityksen seurauksena sektorin ”muut yritykset kuin rahalaitokset” liikkeeseen laskemien velkapaperien kannan osuus euroalueella olevien kaikkien emissioiden kannasta suureni edelleen 14,5 prosenttiin vuoden 2003 lopussa, kun se oli vuotta aiemmin ollut 13,4 %. Tämä oli yhdenmukaista sen kanssa, että sektorin osuus kaikista velkapaperiemissioista on kasvanut trendinomaisesti edellisinä vuosina (ks. taulukko 2). Vuoden 2003 kehitys heijastui siten, että rahalaitossektorin osuus velkapaperiemissioiden kannasta supistui vuoden 2003 lopussa 38,0 prosenttiin, kun taas julkisyhteisöjen osuus pieneni 47,5 prosenttiin.

**Kuvio 7. Ei-rahoitussektorin velk-rahoituksen hankinta**

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.  
Huom. Tarkemmin taulukossa 3.



**Taulukko 3. Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoituksen hankinta ja rahoitusinvestoinnit**

	Kanta prosentteina (sektorin) rahoituksen hankinnasta/rahoitus- investoinneista <sup>1)</sup>	Vuotuinen kasvuvauhti (ajanjakson lopussa) <sup>2)</sup>						
		2000	2001	2002	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV <sup>2)</sup>
<b>Rahoituksen hankinta</b>								
<b>Ei-rahoitussektori</b>	<b>100</b>	<b>6,2</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>4,3</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5</b>
Velkarahoitus <sup>3)</sup>	84,7	7,3	5,6	4,7	5,3	5,6	5,8	5 ¼
josta: lyhytaikainen velkarahoitus	15,0	11,5	5,4	2,1	5,2	7,1	6,5	5
josta: pitkäaikainen velkarahoitus	69,7	6,4	5,6	5,3	5,3	5,2	5,6	5 ¼
<b>Kotitaloudet <sup>3), 4)</sup></b>	<b>23,2</b>	<b>7,4</b>	<b>5,7</b>	<b>6,6</b>	<b>6,6</b>	<b>6,3</b>	<b>7,0</b>	<b>7 ¼</b>
josta: lyhytaikainen velkarahoitus	7,3	6,3	-0,7	1,9	1,0	-1,0	-1,3	-1 ½
josta: pitkäaikainen velkarahoitus	92,7	7,5	6,3	7,0	7,1	7,0	7,7	8
<b>Yritykset</b>	<b>43,4</b>	<b>8,4</b>	<b>5,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,9</b>	<b>3,3</b>	<b>3,5</b>	<b>3 ¼</b>
Velkarahoitus <sup>3)</sup>	64,8	14,6	8,8	3,9	4,9	5,1	4,9	4 ¼
josta: lyhytaikainen velkarahoitus	19,3	20,6	4,7	-2,5	0,4	3,9	3,0	3
josta: pitkäaikainen velkarahoitus	45,5	11,8	10,9	7,0	7,0	5,6	5,7	5 ½
Noteeratut osakkeet	35,2	3,4	1,5	0,7	0,4	0,8	1,0	¼
<b>Julkisyhteisöt <sup>3)</sup></b>	<b>33,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>4,1</b>	<b>4,8</b>	<b>5,5</b>	<b>5,7</b>	<b>5 ¼</b>
josta: lyhytaikainen velkarahoitus	14,8	-1,9	9,5	11,6	16,5	16,2	15,7	11 ¼
josta: pitkäaikainen velkarahoitus	85,2	2,5	1,8	2,9	3,0	3,7	4,0	4 ¼
<b>Rahoitusinvestoinnit</b>	<b>100</b>	<b>6,0</b>	<b>4,6</b>	<b>4,4</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	<b>.</b>
josta: lyhytaikaiset rahoitusinvestoinnit <sup>5)</sup>	43,1	3,8	5,8	5,3	5,3	5,9	5,4	.
josta: pitkäaikaiset rahoitusinvestoinnit <sup>6)</sup>	55,7	7,2	4,3	4,0	4,0	4,1	4,5	.
Käteinen ja talletukset	37,9	3,4	4,6	4,9	5,9	6,5	6,7	.
Muut arvopaperit kuin osakkeet	13,3	9,2	7,7	4,2	0,7	-0,7	-1,8	.
Rahasto-osuudet	12,2	6,2	5,6	4,3	5,3	6,8	6,7	.
josta: rahasto-osuudet ilman raha- markkinarahastojen rahasto-osuuksia	9,6	7,0	3,7	3,1	4,2	5,6	6,3	.
josta: rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet	2,7	0,1	21,1	11,3	11,2	12,9	8,7	.
Noteeratut osakkeet	12,2	6,1	-0,4	1,0	1,6	2,4	3,3	.
Vakuustekninen vastuovelka	24,4	8,5	7,2	6,5	6,4	6,5	6,5	.

Lähde: EKP.

1) Vuoden 2003 kolmannen neljänneksen lopussa. Pyöristysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

2) Taulukossa esitetyn viimeisen neljänneksen luvut on arvioitu raha- ja pankkitilastojen ja arvopapereiden liikkeeseenlaskuja koskevien tilastojen perusteella.

3) Velkarahoituksen hankinta käsittää lainat, liikkeeseen lasketut velkapaperit, yritysten eläkerahastojen vastuuvelat ja valtion talletusvelat. Lyhytaikaisen velkarahoituksen eli enintään vuoden pituisen rahoituksen hankinta sisältää lyhytaikaiset lainat, lyhytaikaiset liikkeeseen lasketut velkapaperit ja valtion talletusvelat. Pitkäaikaisen velkarahoituksen eli yli vuoden pituisen rahoituksen hankinta sisältää pitkäaikaiset lainat, pitkäaikaiset liikkeeseen lasketut velkapaperit ja yritysten eläkerahastojen vastuuvelat.

4) Sisältää kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt.

5) Lyhytaikaiset rahoitusinvestoinnit käsittävät käteisen ja talletukset (ilman valtion talletuksia), lyhytaikaiset velkapaperit ja rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet. Koska erään eivät sisälly valtion talletukset, lyhyt- ja pitkäaikaisista rahoitusinvestoinneista ei tule yhteensä 100:aa prosenttia. Lukuja tulkittaessa on otettava huomioon, että lyhytaikaisiin rahoitusinvestointeihin sisältyvät sekä lyhyt- että pitkäaikaiset talletukset.

6) Pitkäaikaiset rahoitusinvestoinnit käsittävät pitkäaikaiset velkapaperit, rahasto-osuudet ilman rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksia, noteeratut osakkeet sekä vakuutus- ja eläkerahastoinstrumentit.

## EUROALUEEN EI-RAHOITUSSEKTORIN RAHOITUKSEN HANKINTA NOPEUTUI

Euroalueen ei-rahoitussektorin<sup>5</sup> rahoituksen hankinnan vuotuinen kasvuvauhti nopeutui jonkin verran vuonna 2003 (ks. taulukko 3). Varsinkin velkarahoituksen hankinnan vuotuisen kasvuvauhdin arvioidaan nopeutuneen 5¼ prosenttiin vuoden 2003 viimeisellä neljänneksellä.

Osakerahoituksen kasvuvauhdin arvioidaan sen sijaan pysyneen hitaana. Tämä kehitys johtui siitä, että velkarahoituksen kustannukset olivat hyvin pienet ja osakerahoituksen suhteellisen suuret.

5 Ei-rahoitussektori sisältää kotitaloudet (mukaan lukien kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt), yritykset ja julkisyhteisöt.

### Kehikko 3.

#### EUROALUEEN KOTITALOUKSIEN JA YRITYSTEN RAHOITUSASEMAN KEHITYS

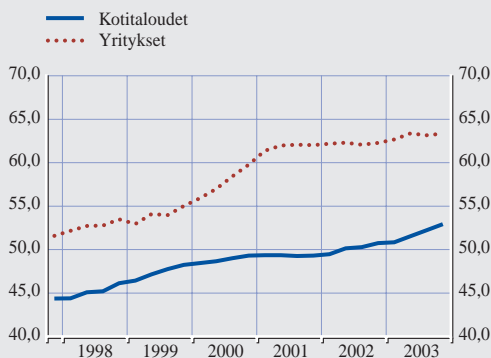
Euroalueen yksityisen ei-rahoitussektorin eli yritysten ja kotitalouksien velkaantuneisuus lisääntyi huomattavasti 1990-luvun puolivälistä vuoteen 2000. Tämän seurauksena sektorin – varsinkin yritysten – BKT:hen suhteutetut velkaantumistaset ovat kasvaneet suhteellisen suuriksi. Kehitys esitetään kuviossa A.

Kuten kuviosta B ilmenee, yritysten tarpeet hankkia ulkoista rahoitusta lisääntyivät 1990-luvun jälkipuoliskolla, mikä näkyi yritysten nettoluotonoton tai rahoitusvajeen eli yritysten tulojen (bruttosäästöt ja pääomansiirrot yhteensä) ja bruttopääomamenojen eron kasvuna. Yritysten rahoitustarpeet lisääntyivät myös siksi, että yritykset tekivät tuona aikana nettomääräisesti suuria rahoitusomaisuushankintoja tuolloisen vilkkaan fuusio- ja yritysostotoiminnan vuoksi. Seurauksena oli yritysten rahoitusaseman heikkeneminen. Tämä yhdessä epäsuotuisan talous- ja rahoitusmarkkinatilanteen kanssa aiheutti jonkin verran huolta yrityssektorin haavoittuvuuden suhteen. Tämänhetkisen velkaantuneisuuden kestävyyttä arvioitaessa on kuitenkin tarkasteltava myös korkomenoja. Yritysten korkomenot suhteessa BKT:hen ovatkin pysyneet suhteellisen vakaina vuodesta 1996 lähtien, koska velkarahoituksen hankinnan kustannukset ovat pienentyneet huomattavasti 1990-luvulla.

Yritykset ovat kohentaneet taseitaan vähentääkseen vähitellen rahoitusvajeitaan vuodesta 2001 lähtien. Uudelleenjärjestelyjen, kustannusten karsimisen ja reaali- ja rahoitusinvestointien supistamisen ansiosta rahoituksen hankinnan kasvu on hidastunut ja sisäisen rahoituksen kasvu

**Kuvio A. Yksityisen ei-rahoitussektorin velka**

(% BKT:stä)



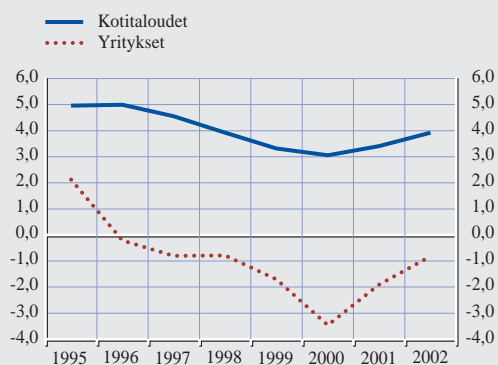
Lähde: EKP.

Huom. Yritysten velat tarkoittavat lainojen ja velkainstrumenttien sekä eläkerahastojen vastuovelkojen summaa. Vuoden 2003 viimeisen neljänneksen tiedot on arvioitu raha- ja pankkitilastojen ja arvopapereiden liikkeeseenlaskuja koskevien tilastojen perusteella.

Neljännesvuotuisten tietojen mukaan laskettuna velan suhde BKT:hen on hieman pienempi kuin vuotuisten tietojen mukaan laskettuna. Tämä johtuu lähinnä siitä, että ei-rahoitussektorin ja euroalueen ulkopuolisten pankkien myöntämät lainat eivät tällöin sisälly laskentaan. Ks. vertailusta vuotuisiin tietoihin helmikuun 2004 Kuukausikatsauksen artikkeli ”Developments in private sector balance sheets in the euro area and the United States,” kuvio 4.

**Kuvio B. Yksityisen ei-rahoitussektorin nettoluotonanto tai -otto**

(% BKT:stä)



Lähde: EKP.

Huom. Vuotuisia tietoja. Nettoluotonanto tai -otto määritellään bruttosäästämiseksi, johon on lisätty pääomansiirrot ja josta on vähennetty bruttopääomameno. Vuoden 2003 tietoja ei ollut käytettävissä vuosikertomusta laadittaessa.

on elpynyt asteittain. Tämän seurauksena euroalueen yritysten rahoitusvaje supistui asteittain 0,8 prosenttiin BKT:stä vuonna 2002 oltuaan 3,5 % BKT:stä vuonna 2000. Vuonna 2003 rahoitusvajeen arvioidaan pysyneen suurin piirtein ennallaan. Myös BKT:hen suhteutetun velkaantuneisuuden kasvu on hidastunut vuodesta 2001, ja äskettäin se on vakautunut. Kun tilinpitojärjestelmien erot otetaan huomioon mahdollisuuksien mukaan, yritysten velkaantuneisuus oli euroalueella vuonna 2003 suunnilleen samanlaista kuin Yhdysvalloissa ja vähäisempää kuin Isossa-Britanniassa ja Japanissa.<sup>1</sup>

Euroalueen yritysten rahoitusasema on parantunut yleisesti vuodesta 2001 lähtien. Tämä on heijastunut myös sektorin riskinäkyymiin, jotka ovat muuttuneet aiempaa myönteisemmiksi vuoden 2002 lopusta alkaen. Se on puolestaan näkynyt yritysten joukkolainojen tuottoerojen tuntuvana kaventumisena. Joillakin yrityssektorin aloilla saatetaan kuitenkin tarvita lisätoimia kannattavuuden lisäämiseksi ja tasetilanteen parantamiseksi.

Euroalueen kotitalouksien velkaantuneisuus on lisääntynyt jatkuvasti 1990-luvun puolivälistä erityisesti asuntoinvestointien suuren kasvun vuoksi. Asuntolainojen korkojen tuntevan laskun myötä rahoitustilanne on muuttunut suotuisaksi, mikä on vauhdittanut asuntolainojen kysyntää ja kiihdyttänyt asuntojen hintojen voimakasta nousua joissakin euroalueen maissa. Asuntojen hintakehityksen seurauksena asunnon ostoon on tarvittu enemmän lainaa, mutta toisaalta se on johtanut varallisuuden lisääntymiseen ja asuntojen vakuusarvon kasvuun. Kotitalouksien velkaantumistasteen noususuuntauksesta huolimatta kotitalouksien BKT:hen suhteutetut korkomenot ovat pysyneet pienempinä kuin 1990-luvun alussa, koska velkarahoituksen hankinnan kustannukset ovat supistuneet merkittävästi. Kun suurimpia teollisuusmaita verrataan keskenään, kotitaloudet ovat huomattavasti vähemmän velkaantuneita euroalueella kuin Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa.<sup>1</sup>

Koska kotitalouksien säästämisaste on noussut vuodesta 2001 suuren taloudellisen (erityisesti työttömyyteen liittyvän) epävarmuuden vuoksi, euroalueen kotitalouksien nettoluotonanto on lisääntynyt. Vuonna 2002 se oli hieman vähäisempää kuin 1990-luvun puolivälissä (ks. kuvio B), ja vuonna 2003 sen arvellaan tasaantuneen. Kotitalouksien rahoitusasema näyttääkin varsin vakaalta. Joissakin euroalueen maissa asuntojen suuriin hinnannousuihin saattaa silti liittyä joitakin riskejä.

<sup>1</sup> Ks. EKP:n Kuukausikatsauksen helmikuun 2004 numeron artikkeli ”Developments in private sector balance sheets in the euro area and the United States”.

Kotitalouksien velkarahoituksen kysyntä lisääntyi edelleen voimakkaasti vuonna 2003 heikosta talouskasvusta huolimatta (ks. kuvio 7). Tämä liittyi kotitalouksien asuntolainojen kysynnän jatkuvaan voimistumiseen, mitä puolestaan tukivat omistusasuntojen hintojen jatkuva nousu tietyissä maissa ja kotitalouksien asuntolainojen alhaiset korot. Lyhytaikaisen velkarahoituksen vuotuinen kasvuvauhti hidastui asteittain ja muuttui negatiiviseksi vuoden 2003 toisella neljänneksellä.

Yritysten velkarahoituksen hankinnan vuotuinen kasvuvauhti nopeutui jonkin verran vuoden 2003 alkupuoliskolla suureksi osaksi lyhytaikaisen velkarahoituksen kasvun ansiosta. Vuoden jälkipuoliskolla vuotuinen kasvuvauhti pysyi jokseenkin vakaana. Kaiken kaikkiaan yritysten velkarahoituksen hankinnan kehitys on johtanut siihen, että yritysten velan suhde BKT:hen on ollut jokseenkin vakaa viime vuosina (ks. kehikon 3 kuvio A).

Velkarahoituksen suhteellisen vahvasta kasvusta poiketen yritysten liikkeeseen laskemien noteerattujen osakkeiden vuotuinen kasvuvauhti pysyi vaimeana vuonna 2003. Se nopeutui kuitenkin hieman vuoden kuluessa, kun osakkeiden hinnat nousivat, mikä yleensä pienentää osakerahoituksen kustannuksia.

Julkisyhteisöjen velkarahoituksen hankinnan vuotuinen kasvuvauhti nopeutui suurimman osan vuotta 2003. Tämä johtui enimmäkseen heikosta talouskasvusta, mikä kiristi sektorin rahoitustilannetta.

### **EI-RAHOITUSSEKTORI EDELLEEN HALUTON SIOJITTAMAAN OSAKKEISIIN**

Ei-rahoitussektorin rahoitusinvestointien vuotuinen kasvuvauhti nopeutui jonkin verran vuoden 2003 kolmena ensimmäisenä neljänneksenä. Kahtena ensimmäisenä neljänneksenä nopeutuminen perustui suureksi osaksi siihen, että lyhytaikaisten rahoitusinvestointien kasvu nopeutui, koska talouden toimijat suosivat tuolloin turvallisia ja likvidejä sijoituskohteita. Kolmannella neljänneksellä lyhytaikaisten rahoitusinvestointien vuotuinen kasvuvauhti hidastui kuitenkin jonkin verran, kun tuottokäyrä jyrkkeni ja rahoitusmarkkinoiden epävarmuus hälveni.

Pitkäaikaisten rahoitusinvestointien kasvu pysyi jokseenkin vakaana vuoden 2003 alkupuoliskolla ja nopeutui kolmannella neljänneksellä. Samaan aikaan pitkäaikaisiin velkapapereihin tehtyjen sijoitusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui vuoden alkupuoliskolla ja pysyi sen jälkeen vaimeana. Tämä hidastuminen liittyi todennäköisesti korkojen alhaisuuteen, joukkolainamarkkinoiden ajoittain suhteellisen suureen epävakauteen ja siihen, että osakkeiden hinnat nousivat toisesta neljänneksestä lähtien, mikä lisäsi osakemarkkinoiden houkuttelevuutta joukkolainamarkkinoihin nähden. Muiden kuin rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksiin tehtyjen sijoitusten vuotuinen kasvuvauhti nopeutui merkittävästi vuoden 2003 kolmena ensimmäisenä neljänneksenä. Ei-rahoitussektorin sijoitukset noteerattuihin osakkeisiin lisääntyivät niin ikään, joskin niiden vuotuinen

kasvuvauhti oli vaimea 1990-luvun loppuun verrattuna. Tämä viittaa siihen, että talouden toimijat suhtautuivat osakkeisiin edelleen varovaisesti, koska osakesijoitukset olivat tuottaneet tappiota vuoden 2000 alusta alkaen. Varovaisuus oli kuitenkin vähenemässä.

### **MARKKINAKOROT HYVIN ALHAISET**

EKP:n neuvosto päätti laskea EKP:n ohjaukorkoja maalisi- ja kesäkuussa 2003. Päätöksen myötä rahamarkkinakorot laskivat vuoden alkupuoliskolla, joten niiden toukokuun 2002 puolivälistä alkanut laskusuuntaus jatkui. Kesäkuussa 2003 toteutetun koronlaskun jälkeen rahamarkkinakorkojen lasku pysähtyi. Tämän jälkeen pitkät rahamarkkinakorot nousivat, kun talouskasvun elpymisen näkymät vahvistuivat.

EKP:n ohjaukorkojen lasku oli pitkälti odotettua markkinoilla vuoden 2003 alkupuoliskolla. Pitkät rahamarkkinakorot laskivat vuoden alussa, kun talouskasvu oli vaimeaa ja euro vahvistui, jolloin inflaatiopaineiden odotettiin vähenevän. Vuoden 2003 alkupuoliskolla 12 ja yhden kuukauden euriborkoron erona mitattu rahamarkkinoiden tuottokäyrän kaltevuus pysyi jokseenkin muuttumattomana eli negatiivisena vuoden 2003 alkupuoliskolla, kun eripituiset rahamarkkinakorot laskivat kutakuinkin saman verran (ks. kuvio 8).

Vuoden 2003 puolivälissä rahamarkkinakorkojen laskusuuntaus alkoi taivuttua. Tämä johtui siitä, että pessimismi väistyi ja markkinat alkoivat vähitellen odottaa euroalueen talouden elpymistä tilanteessa, jossa euroalueella oli enemmän likviditeettiä kuin inflaatiota kiihdyttämättömän kasvun rahoittamiseen tarvittiin. Vuoden loppuun mennessä osa rahamarkkinakorkojen noususta kumoutui, kun euron vahvistuminen hillitsi odotuksia, että lyhyet korot nousisivat tulevaisuudessa edelleen. Vuoden 2003 lopussa yhden kuukauden euriborkorko oli 2,10 % ja 12 kuukauden euriborkorko 2,31 %. Ne olivat huomattavasti alhaisemmat kuin vuoden 2002 lopussa, mutta jonkin verran korkeammat kuin vuoden 2003 puolivälissä.

**Kuvio 8. Euroalueen lyhyet korot**

(vuotuinen korko, prosenttiyksikköinä, päivähavaintoja)

— 1 kk:n euribor (vasen asteikko)  
..... 12 kk:n euribor (vasen asteikko)  
- - - 12 kk:n ja 1 kk:n euriborkoron ero (oikea asteikko)

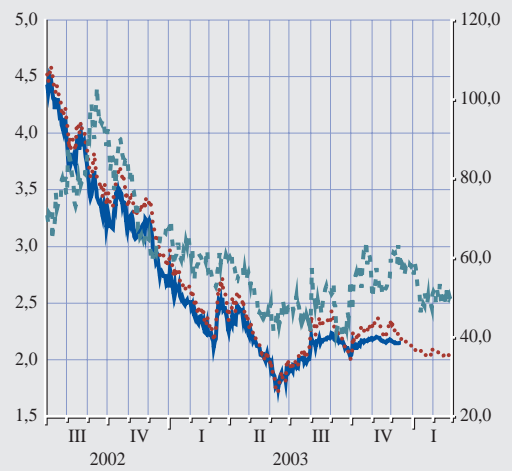


Lähde: Reuters.

**Kuvio 9. Kolmen kuukauden euriborfutuuri- ja implisiittinen volatiliiteetti**

(vuotuinen korko, peruspisteinä, päivähavaintoja)

— Joulukuussa 2003 erääntyvät kolmen kuukauden euriborfutuurit (vasen asteikko)  
..... Maaliskuussa 2004 erääntyvät kolmen kuukauden euriborfutuurit (vasen asteikko)  
- - - Implisiittinen volatiliiteetti kuusi kuukautta ennen futuurin erääntymistä (oikea asteikko)



Lähteet: Bloomberg, Reuters ja EKP:n laskelmat.

Huom. Implisiittinen volatiliiteetti kuusi kuukautta ennen futuurin erääntymistä on saatu interpoloimalla kolmen kuukauden euriborfutuureihin perustuvista optioista johdetun implisiittisen volatiliiteetin aikakäyrä (ks. myös kehikko "Implisiittisen volatiliiteetin johtaminen lyhyisiin korkofutuureihin perustuvista optioista" toukokuun 2002 Kuukausikatsauksessa).

Vuoden 2004 ensimmäisinä kuukausina pitkät euriborkorot laskivat hieman, kun markkinaosapuolet odottivat lyhyiden korkojen pysyvän vuonna 2004 aiemmin odotettua alhaisempina. Helmikuun 27. päivänä 2004 yhden kuukauden euribor oli 2,05 % ja 12 kuukauden euribor 2,09 %.

Taloudellisten, rahoitusmarkkinoiden ja geopolittisten jännitteiden vaimennuttua asteittain vuoden 2003 alkupuoliskon loppua kohden kolmen kuukauden euriborfutuureihin perustuvista optioista johdettu implisiittinen volatiliiteetti pieneni huomattavasti. Sen alhaisuus vuoden 2003 puolivälissä viittasi siihen, että markkinaosapuolten epävarmuus lyhyiden korkojen kehityksestä oli tuolloin hyvin vähäistä (ks. kuvio 9). Pysyttyään useita kuukausia suhteellisen pienenä implisiittinen volatiliiteetti suureni

hieman vuoden 2003 lopussa, mutta oli edelleen selvästi vähäisempää kuin vuotta aiemmin.

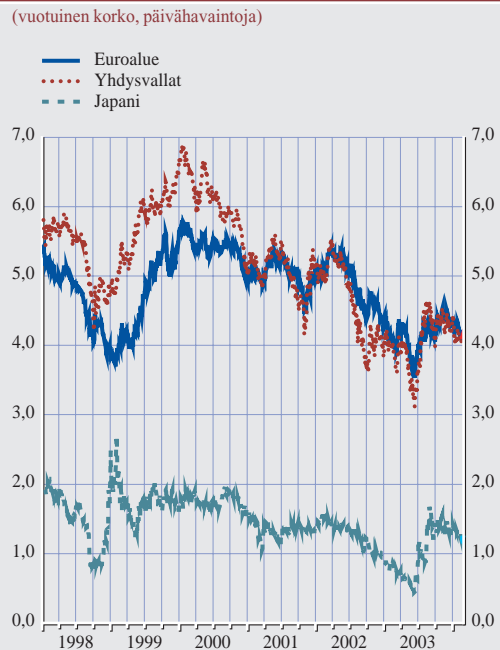
Lyhyimmistä rahamarkkinakoroista eonia-korona mitattu yön yli -korko vaihteli hieman eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskoron yläpuolella suurimman osan vuotta 2003. Eonia- ja minimitarjouskoron välinen ero kasvoi hieman kesäkuukausina, mutta normalisoitui syys- ja lokakuussa, sillä likviditeettiä oli riittävästi tarjolla rahamarkkinoilla (ks. luvun 2 osa 1.1).

## JOUKKOLAINAMARKKINOILLA VOIMAKKAITA LIIKKEITÄ VUONNA 2003

Joukkovelkakirjalainojen tuotot vaihtelivat maailmanmarkkinoilla merkittävästi ja kehittyivät suurimmissa talouksissa jokseenkin samantyyppisesti vuonna 2003. Tuottojen vaihteluiden syynä olivat markkinaosapuolten muuttuvat käsitykset talouskasvun, inflaation ja rahapolitiikan virityksen näkymistä. Geopoliittisten jännitteiden luoma epävarmuus oli keskeisellä sijalla varsinkin vuoden alkupuoliskolla, jolloin riskien karttaminen oli hyvin yleistä ja sijoituksia siirrettiin osakemarkkinoilta joukkolainamarkkinoille. Osa näistä siirroista kumoutui myöhemmin vuonna 2003, kun epävarmuus heikkeni ja suurimmissa talouksissa oli nähtävissä selviä merkkejä talouden elpymisestä. Kaiken kaikkiaan valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot kasvoivat euroalueella noin 10 ja Yhdysvalloissa noin 50 peruspistettä vuonna 2003 ja olivat sekä euroalueella että Yhdysvalloissa noin 4,3 % vuoden lopussa (ks. kuvio 10). Yhdysvaltain ja euroalueen pitkien joukkolainojen tuottoero vaihteli nollan tuntumassa vuoden viimeisinä viikkoina oltuaan sitä ennen negatiivinen suurimman osan vuodesta.

Yhdysvalloissa valtion joukkolainojen tuotot supistuivat vuoden 2003 alkupuoliskolla, joten vuonna 2002 alkanut laskusuuntaus jatkui. Kehityksessä näkyi markkinaosapuolten aiempaa pessimistisemmät käsitykset taloudellisen toimeliaisuuden lyhyen ja keskipitkän ajan näkymistä, mikä oli puolestaan seurausta geopoliittisesta epävarmuudesta ja odotettua heikommista makrotaloustiedoista. Joukkolainojen tuotot pienivät myös siksi, että sijoittajat olivat yhä huolestuneempia Yhdysvaltain talouden deflaatiopaineista. Valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot supistuivatkin Yhdysvalloissa historiallisesti alhaisiksi eli 3,1 prosenttiin kesäkuun puolivälissä. Sitä seurannut tuottojen elpyminen oli pääasiassa seurausta markkinaosapuolten kohentuneista talouskasvu- ja inflaatio-odotuksista. Elpyminen on saattanut liittyä myös markkinaosapuolten kasvaviin huoliin, että Yhdysvaltain julkisen talouden ja vaihtotaseen alijäämät pysyvät pitkään suurina. Kiinteistöjä ja kiinnelainoja välittävien

Kuvio 10. Valtion pitkien lainojen tuotot



Lähde: Reuters.

Huom. Valtion pitkillä lainoilla tarkoitetaan 10 vuoden joukkovelkakirjalainoja tai maturiteetiltaan lähimpiä vastaavia lainoja. Euroalueen tietoihin sisältyvät Kreikan tiedot 1.1.2001 alkaen.

yhdysvaltalaisen yritysten suojausstrategiat ovat saattaneet sekä vahvistaa Yhdysvaltain joukkolainojen tuottojen laskusuuntausta että niiden elpymistä kesän aikana. Vahvasta elpymisestäään huolimatta Yhdysvaltain pitkien joukkolainojen tuotot olivat suhteellisen alhaisella tasolla vuoden lopussa, mikä johtui osaksi markkinaosapuolten käsityksistä, että Yhdysvaltain keskuspankki pitäisi lyhyet korot hyvin alhaisina suhteellisen pitkään.

Markkinaosapuolten epävarmuus joukkolainojen tulevasta tuottokehityksestä Yhdysvaltain markkinoilla oli suhteellisen suurta koko vuoden ajan. Tähän viittaa se, että Yhdysvaltain 10 vuoden valtionlainoihin perustuvista futuuri-sopimuksista johdettu implisiittinen volatili-teetti oli historiallisesti katsottuna varsin suurta varsinkin kesällä. Epävarmuus näyttää johtuneen ainakin osaksi markkinaosapuolten tuolloin käymästä keskustelusta, miten pitkään

pitkien joukkolainojen tuotot voivat pysyä alhaisina.

Japanissa pitkien joukkolainojen tuotot kehittyivät jokseenkin samalla tavoin kuin Yhdysvalloissa ja euroalueella, joskin ne olivat Japanissa paljon pienempiä. Vuoden 2003 alkupuoliskolla valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot olivat Japanissa historiallisen alhaiset (noin 0,4 % kesäkuun puolivälissä), mikä kuvasti sijoittajien pessimismin lisääntymistä Japanin talouden kasvunäkymien suhteen. Markkinaosapuolten huolestuneisuus oli peräisin jenin voimakkaasta vahvistumisesta Yhdysvaltain dollariin nähden (tämän katsottiin vaikuttavan negatiivisesti Japanin vientiin) ja SARS-epidemian vaikutuksista. Japanin 10 vuoden joukkolainojen tuotot kasvoivat voimakkaasti vuoden 2003 kolmannella neljänneksellä ja vakautuivat vuoden lopussa. Joulukuun 31. päivänä ne olivat 1,4 % eli lähellä vuoden 2002 alun lukemia. Odotukset talouden elpymisen nopeutumisesta ja sijoitusten siirtyminen joukkolainamarkkinoilta osakemarkkinoille kasvativat pitkien joukkolainojen tuottoja vuoden jälkipuoliskolla.

Euroalueella joukkolainamarkkinoiden kehitys kuvasti vuonna 2003 paljolti Yhdysvaltain vastaavaa kehitystä, joskin joukkolainojen tuotot vaihtelivat euroalueella jonkin verran vähemmän kuin Yhdysvalloissa. Vuoden 2003 alkupuoliskolla markkinaosapuolten optimismi kasvunäkymien suhteen heikkeni vähitellen. Tämän seurauksena pitkät korot laskivat. Geopoliittiseen tilanteeseen liittynyt suuri epävarmuus näkyi markkinaosapuolten riskien karttamisen vahvistumisena, mikä vauhditti sijoitusten siirtymistä osakemarkkinoilta joukkolainamarkkinoiden turvallisempiin sijoituskohteisiin. Kesäkuun puolivälistä lähtien euroalueen joukkolainamarkkinoiden tuotot alkoivat kasvaa. Kasvu ei kuitenkaan ollut yhtä selvää kuin Yhdysvalloissa. Tuottojen kasvu johtui markkinaosapuolten kohentuneista käsityksistä tulevan talouskasvun ja jossakin määrin myös inflaation suhteen. Tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti, joka mitataan 10 vuoden nimeliskorkoisten ja 10 vuoden indeksisidonnaisten

**Kuvio 11. Pitkäaikaisen reaalikorkoisen joukkolainan tuotto ja tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti euroalueella**

(prosentteina, päivähavaintoja)



Lähteet: Reuters, Ranskan valtiovarainministeriö ja ISMA.

Huom. Euroalueen reaalikorkoisen joukkolainan tuotto on johdettu (ilman tupakan hintojen vaikutusta laskettuun) euroalueen YKH:in sidottujen Ranskan valtion vuonna 2012 erääntyvien joukkolainojen markkinahinnoista. Tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhtiin laskentaa on selvitetty helmikuun 2002 Kuukausikatsauksen sivulla 16.

joukkolainojen tuottoerona, nopeutui jonkin verran kesäkuun puolivälin jälkeen, joskin sen nopeutuminen perustui osaksi teknisiin syihin (ks. kuvio 11). Euroalueen joukkolainamarkkinoiden epävarmuus häveni joukkolainamarkkinoiden implisiittisen volatilititeetin kehityksen perusteella kaiken kaikkiaan vain vähän vuonna 2003. Lisäksi joukkolainamarkkinoiden implisiittinen volatilititeetti ei yleisestikään ollut kovin suurta euroalueella vuonna 2003, toisin kuin Yhdysvalloissa.

Rahoitustilanne koheni euroalueen yritysten joukkolainamarkkinoilla huomattavasti vuoden 2003 alkupuoliskolla ja pysyi hyvin suotuisana vuoden loppuun. Luottoriskiluokituksen BBB saaneiden yritysten rahoituksen hankinnan suhteelliset kustannukset laskivat vuonna 2003. Tämä käy ilmi esimerkiksi tämän luokituksen saaneiden yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen ja vastaavien valtion joukkolainojen tuottoerosta, joka kapeni tuona aikana

noin 150 peruspistettä ja oli noin 80 peruspistettä vuoden 2003 lopussa. Ero oli historiallisesti katsottuna hyvin pieni. Rahoitusolojen kohentuminen perustui pääasiassa siihen, että sijoittajat katsoivat yritysten luottoriskinäkömien parantuneen ja suosivat korkeampi-tuottoisia instrumentteja, koska riskittömät korot olivat historiallisesti alhaiset.

Vuoden 2004 alussa pitkien joukkolainojen tuotot supistuivat jonkin verran kaikilla suurilla markkinoilla. Joulukuun 2003 lopun ja 27.2.2004 välisenä aikana valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot laskivat euroalueella noin 20 ja Yhdysvalloissa noin 25 peruspistettä. BBB-luokituksen saaneiden yritysten ja vastaavien valtion joukkolainojen välinen tuottoero euroalueella oli jokseenkin muuttumaton tänä aikana.

## RAHALAITOSTEN KORKOJEN KEHITYS PÄÄOSIN MARKKINAKORKOJEN KEHITYKSEN MUKAISTA

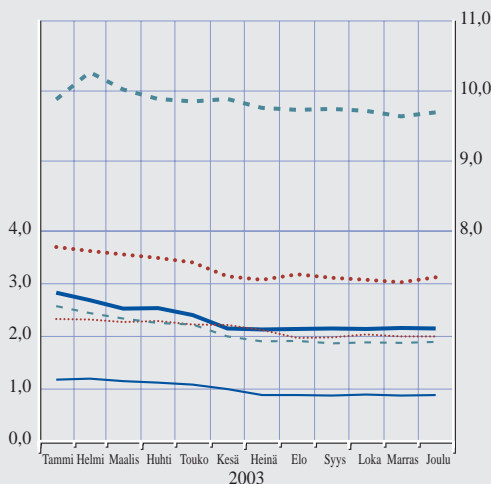
Rahalaitosten lyhyet korot<sup>6</sup> laskivat vuoden 2003 alkupuoliskolla ja vakautuivat sen jälkeen (ks. kuvio 12). Tammikuusta joulukuuhun sekä kotitalouksien lyhytaikaisten (irtisanomisajaltaan enintään kolmen kuukauden) talletusten että yritysten yön yli -talletusten korot laskivat noin 30 peruspistettä, kotitalouksien talletusten 2,0 prosenttiin ja yritysten 0,9 prosenttiin. Lyhytaikaisten lainojen korot laskivat niin ikään, joskin eri tavoin asiakasryhmittäin. Vuoden 2003 alusta yritysten lyhytaikaisten

6 EKP julkaisi rahalaitosten korkotilastot ensimmäistä kertaa joulukuussa 2003. Tietojen keruu alkoi tammikuusta 2003. Uudet tilastot korvaavat aiemmin julkaistut euroalueen pankkien luotto- ja talletuskorkotilastot, jotka koottiin jo ennen 1999 käytössä olleista kansallisista korkotiedoista. Uudet rahalaitosten korkotilastot on yhdenmukaistettu, joten ne ovat yleisesti vertailukelpoisia euroalueen maissa.

**Kuvio 12. Rahalaitosten lyhyet korot ja lyhyt markkinakorko**

(vuotuisina prosentteina, uusien liiketoimintojen korot)

- Kolmen kuukauden rahamarkkinakorko (vasen asteikko)
- ..... Lyhytaikaiset lainat yrityksille<sup>1)</sup> (vasen asteikko)
- - - Sekkilotot kotitalouksille (oikea asteikko)
- Yritysten yön yli -talletukset (vasen asteikko)
- ..... Kotitalouksien lyhytaikaiset irtisanomisehtoiset talletukset<sup>2)</sup> (vasen asteikko)
- - - Kotitalouksien lyhytaikaiset määräaikaistalletukset<sup>3)</sup> (vasen asteikko)



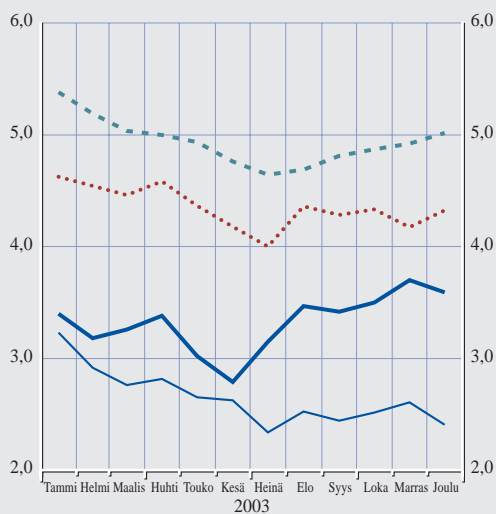
Lähde: EKP.

- 1) Sisältää vaihtuvakoroiset tai koroltaan alun perin enintään vuodeksi sidotut yli miljoonan euron lainat yrityksille.
- 2) Sisältää kotitalouksien irtisanomisajaltaan enintään kolmen kuukauden talletukset.
- 3) Sisältää kotitalouksien enintään vuoden määräaikaistalletukset.

**Kuvio 13. Rahalaitosten pitkät korot ja pitkä markkinakorko**

(vuotuisina prosentteina, uusien liiketoimintojen korot)

- Valtion viiden vuoden joukkolainojen tuotot
- ..... Pitkäaikaiset lainat yrityksille<sup>1)</sup>
- - - Pitkäaikaiset asuntolainat<sup>2)</sup>
- Kotitalouksien pitkäaikaiset määräaikaistalletukset<sup>3)</sup>



Lähde: EKP.

- 1) Sisältää koroltaan alun perin yli viideksi vuodeksi sidotut yli miljoonan euron lainat yrityksille.
- 2) Sisältää koroltaan alun perin yli viideksi ja enintään 10 vuodeksi sidotut lainat kotitalouksille.
- 3) Sisältää kotitalouksien yli kahden vuoden määräaikaistalletukset.



(vaihtuvakorkoisten tai alkuperäiseltä koron kiinnitysajaltaan enintään yhdeksi vuodeksi sidottujen yli miljoonan euron suuruisten) lainojen korko laski noin 60 peruspistettä ja oli 3,1 % joulukuussa. Sen sijaan kotitalouksien sekkiluottojen korko laski samana aikana vain hieman eli noin 20 peruspistettä 9,7 prosenttiin. Rahalaitosten lyhyiden korkojen kehitykseen vaikutti se, että kolmen kuukauden rahamarkkinakorko laski noin 70 peruspistettä vuonna 2003. Markkinakorkojen tuntuva lasku välittyi lyhyisiin pankkikorkoihin kutakuinkin aiemman kehityksen mukaisesti. Varsinkin yön yli -talletusten ja tavanomaisten lyhytaikaisten talletusten korot seuraavat yleensä varsin hitaasti markkinakorkojen muutoksia.

Rahalaitosten uusien pitkäaikaisten talletus- ja lainasopimusten korot laskivat vuoden 2003 alkupuoliskolla, mutta nousivat jälleen elokuusta

lähtien. Kehitys seurasi jokseenkin tarkasti vastaavien valtion joukkolainojen tuottokehitystä (ks. kuvio 13). Koko vuonna kotitalouksille myönnettyjen, alkuperäiseltä koron kiinnitysajaltaan yli viideksi ja enintään 10 vuodeksi sidottujen asuntolainojen korot laskivat noin 35 peruspistettä eli 5,0 prosenttiin. Yritysten pitkäaikaisten, yli miljoonan euron ja alkuperäiseltä koron kiinnitysajaltaan yli viideksi vuodeksi sidottujen lainojen korot laskivat puolestaan noin 30 peruspistettä eli 4,3 prosenttiin. Rahalaitosten pitkien korkojen yleinen kehitys olikin toinen merkki siitä, että rahoitustilanne oli hyvin suotuisa koko vuoden 2003. Rahalaitosten pitkäaikaisten talletusten koroista kotitalouksien pitkäaikaisten (yli kahden vuoden määräaikaisten) talletusten korko laski 80 peruspistettä eli noin 2,4 prosenttiin tammikuusta joulukuuhun 2003.

**Kuvio 14. (a) Osakeindeksit**

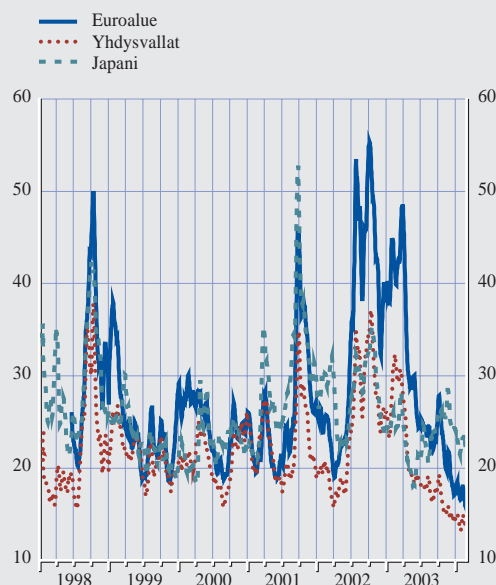
(1.1.1998 = 100, päivähavainnot)



Lähde: Reuters.  
Huom. Dow Jones Euro Stoxx (laaja) euroalueen osalta, Standard & Poor's 500 Yhdysvaltojen ja Nikkei 225 Japanin osalta. Kreikan tiedot sisältyvät euroalueen tietoihin 1.1.2001 alkaen.

**Kuvio 14. (b) Osakekurssien implisiittinen volatiliteetti**

(vuotuisina prosentteina, päivähavainnot 10 päivän liukuva keskiarvo)



Lähde: Bloomberg.  
Huom. Sarjat kuvaavat osakeindekseihin perustuvien optioiden hinnoista johdettua odotettua osakkeiden hinnannuutosten keskijointaa enintään kolmen kuukauden aikana. Osakeindeksit, joiden implisiittistä volatiliteettiä kuvataan, ovat Dow Jones Euro Stoxx 50 euroalueen osalta, Standard & Poor's 500 Yhdysvaltojen osalta ja Nikkei 225 Japanin osalta.

### **OSAKKEIDEN HINNAT NOUSIVAT MAAILMAN-MARKKINOILLA VOIMAKKAASTI VUONNA 2003**

Maaliskuusta 2000 jatkunut osakkeiden hintojen lasku päättyi vuonna 2003, jolloin osakkeiden hinnat nousivat vuositasolla tärkeimmillä markkinoilla ensimmäistä kertaa sitten vuoden 1999 (ks. kuvio 14a). Osakkeiden hintojen nousun myötä markkinaosapuolten epävarmuutta mittaava osakemarkkinoiden implisiittinen volatilitteetti pieneni huomattavasti (ks. kuvio 14b).

Osakemarkkinaindeksit kehittyivät Yhdysvalloissa, Japanissa ja euroalueella yleensä samansuuntaisesti vuonna 2003. Maaliskuun puoliväliin saakka osakkeiden hinnat laskivat näillä markkinoilla, koska sijoittajat pitivät maailmantalouden näkymiä aiempaa pessimistisempinä, olivat yhä epävarmempia ja karttoivat riskejä. Nämä tekijät näyttivät liittyneen kiinteästi lisääntyviin geopoliittisiin jännitteisiin ja sodan mahdollisuuteen Irakissa. Sijoitusten ilmeistä maailmanlaajuista siirtymistä osakemarkkinoilta vauhditti myös lisääntyvä huolestuneisuus yritysten voittojen laadusta jatkuvien tilinpäätöskandaalien vanavedessä. Vuoden 2003 lopun ajan osakkeiden hinnat seurasivat vakaata nousutrendiä tärkeimmillä markkinoilla. Osakemarkkinoiden lopullinen elpyminen pääsi alkuun markkinatilanteen normalisoiduttua sen jälkeen, kun sotilaalliset operaatiot alkoivat Irakissa ja markkinaosapuolten epävarmuus haihtui. Vuoden jälkipuoliskolla osakkeiden hintojen nousua tukivat yritysten jatkuvasti kohentuva tuloskehitys, epävarmuuden hälveneminen osakemarkkinoilla ja maailmantalouden näkymien kirkastuminen.

Vuoden 2002 lopusta vuoden 2003 loppuun osakkeiden hinnat nousivat Yhdysvalloissa Standard & Poor's 500 -indeksin mukaan 26 %. Japanissa osakkeiden hinnat nousivat Nikkei 225 -indeksillä mitattuna 24 %. Euroalueella Dow Jones euro stoxx -indeksi nousi samana aikana 18 %.

Yhdysvalloissa osakkeiden hintojen voimakas nousu vuonna 2003 on saattanut edistää myös se, että Yhdysvaltain kongressi hyväksyi

toukokuun lopussa talouden elvytyspaketin, johon kuului mm. osinko- ja pääomatulojen veroprosentin alentaminen. Yritysten tulostietojen parantuminen sai vahvistusta yritysten tulostiedoista, jotka ylittivät odotukset suurimman osan vuodesta 2003. Odotettua paremmat tulokset kuvastivat lähinnä onnistuneita kustannusten leikkauksia vuoden 2003 alkupuolella. Niitä tuki myös yleisen liiketoiminnan elpyminen vuoden 2003 jälkipuoliskolla.

Japanissa osakkeiden hinnat laskivat tammi-huhtikuussa 2003, kun Japanin pankkijärjestelmän järjestämättömät lainat vaikuttivat edelleen negatiivisesti osakekurssiin. Myös Japanin jenin kurssin vahvistuminen Yhdysvaltain dollariin nähden vaikutti kielteisesti vientiyritysten osakkeiden hintoihin. Huhtikuusta syyskuun puoliväliin saakka Japanin osakemarkkinat elpyivät voimakkaasti taloustilanteesta koskevien tietojen ja yritysten tulostietojen paranemisen sekä mahdollisesti myös Yhdysvaltain osakemarkkinatilanteen heijastusvaikutusten vuoksi. Syyskuun puolivälistä alkaen osakekurssit vakautuivat yleisesti.

Euroalueella osakkeiden hintakehitys oli hyvin samanaikaista Yhdysvaltain osakemarkkinoiden kehityksen kanssa. Kuten Yhdysvalloissa kinosakkeiden hintojen nousu euroalueella kuvasti osakemarkkinoiden epävarmuuden hälvenemistä ja markkinoiden aiempaa myönteisempiä käsityksiä talouden ja yritysten tulosten näkyminen suhteen. Sektorikohtaisesti tarkasteltuna euroalueen osakemarkkinoiden yleinen kohentuminen johtui pääasiassa tietotekniikka ja rahoitusalan sekä sellaisten sektoreiden yritysten osakkeiden kehityksestä, joiden tuotteiden kysyntä on erityisen suhdanneherkkää. Näiden sektoreiden osakekurssit olivat laskeneet nopeammin kuin muilla sektoreilla vuonna 2002. Lisäksi rahoitusallalla rahoitusmarkkinatilanteen parantuminen maaliskuun 2003 jälkeen, kustannusten leikkaukset ja luottotappiovarausten pienentyminen näyttävät vaikuttaneen myönteisesti pankkien kannattavuuteen.

Vuoden 2003 lopusta helmikuun 27. päivään 2004 Dow Jones Euro Stoxx -indeksi nousi edelleen 5 %. Standard & Poor's 500 -indeksi sekä Nikkei 225 -indeksi nousivat samana aikana kumpikin 3 %. Nousu näytti perustuvan yritysten tulostietojen vahvistumisesta saatuihin lisäviitteisiin, pitkien korkojen alenemiseen ja epävarmuuden vähentymisen jatkumiseen osakemarkkinoilla.

## 2.2 HINTAKEHITYS

Taloukskasvun vaimeudesta ja euron vahvistumisesta huolimatta euroalueen keskimääräinen YKHI-inflaatiovauhti oli 2,1 % vuonna 2003 eli vain 0,2 prosenttiyksikköä hitaampi kuin kahtena edellisellä vuonna (ks. taulukko 4). Inflaatiovauhdin hidastuminen vuoden 2002 tasosta johtui ennen kaikkea palvelujen ja muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen keskimääräisen vuotuisen nousuvauhdin hidastumisesta. Sen seurauksena ilman jalostamattomien elintarvikkeiden ja energian hintoja lasketun YKHIn keskimääräinen vuotuinen nousuvauhti hidastui 2,0 prosenttiin, kun se oli vuonna 2002 ollut 2,5 %. YKHIn kokonaisindeksin kehitykseen vuonna 2003 vaikutti siis kahden herkästi vaihtelevan erän – energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden – hintojen kehitys. Kustannus-

paineet olivat vaimeat vuonna 2003, mikä johtui tuottajahintojen maltillisesta nousuvauhdista ja nimellisten työvoimakustannusten kasvun vakaantumisesta. Yksikkötyökustannusten kasvuvauhti kuitenkin nopeutui vuoden 2003 alkupuoliskolla, kun työn tuottavuuden kasvu hidastui vaimean taloukskasvun myötä.

Tammikuussa 2004 YKHI-inflaatio hidastui 1,9 prosenttiin eli se oli 0,1 prosenttiyksikköä hitaampi kuin joulukuussa 2003. Tämä johtui pääasiassa energian ja tupakan hintaan liittyvistä huomattavista vertailuajankohdan vaikutuksista, joita tasoittivat osittain hallinnollisesti määräytyvien hintojen ja välillisen verotuksen muutosten inflaatiovauhtia nopeuttavat vaikutukset. Ilman jalostamattomia elintarvikkeita ja energiaa lasketun YKHIn vuotuinen muutosvauhti pysyi ennallaan ja oli 1,9 %.

### KOKONAINDEKSIIN KEHITYKSEEN VAIKUTTI HERKÄSTI VAIHTELEVIEN ERIEN KEHITYS

YKHIn kokonaisindeksin kehitys oli kaiken kaikkiaan varsin epävakaa vuonna 2003 (ks. kuvio 15). Kokonaisinflaatio nopeutui alkuvuonna 2003, kun Irakin sodan aiheuttama geopoliittinen epävarmuus nosti energian hintaa. Näiden epävarmuuksien vähennyttyä ja euron vahvistuessa edelleen suhteessa Yhdysvaltain dollariin energian hinnan vaikutus

**Taulukko 4. Hintakehitys**

(vuotuinen prosenttimuutos, ellei toisin mainita)

	2001	2002	2003	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2003 Joulu	2004 Tammi
<b>YKHI ja sen erät</b>										
Kokonaisindeksi	2,3	2,3	2,1	2,3	2,3	1,9	2,0	2,0	2,0	1,9
Energia	2,2	-0,6	3,0	2,9	7,0	1,5	2,1	1,6	1,8	-0,4
Jalostetut elintarvikkeet	2,9	3,1	3,3	2,6	3,1	3,3	3,1	3,8	3,8	3,3
Jalostamattomat elintarvikkeet	7,0	3,1	2,1	1,6	0,1	1,5	3,4	3,6	3,2	2,9
Muut teollisuustuotteet kuin energia	0,9	1,5	0,8	1,2	0,7	0,9	0,7	0,8	0,7	0,6
Palvelut	2,5	3,1	2,5	3,1	2,7	2,6	2,4	2,4	2,3	2,5
<b>Muut hinta- ja kustannusindikaattorit</b>										
Teollisuuden tuottajahinnat <sup>1)</sup>	2,1	-0,1	1,6	1,2	2,4	1,5	1,2	1,1	1,0	0,3
Öljyn hinta (euroa/barreli) <sup>2)</sup>	27,8	26,5	25,1	26,5	28,4	22,7	25,1	24,5	24,0	24,2
Raaka-aineiden hinnat <sup>3)</sup>	-8,1	-0,9	-4,5	5,6	-3,2	-7,9	-5,8	-1,2	-0,2	5,1

Lähteet: Eurostat, Thomson Financial Datastream ja HWWA – Institut für Wirtschaftsforschung (Hampuri).

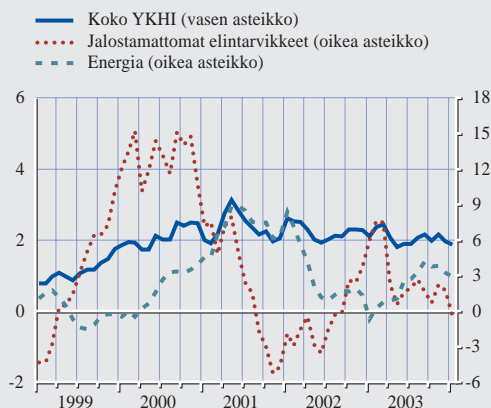
1) Ei sisällä rakentamista.

2) Brent Blend -laatu (yhden kuukauden kuluttua tapahtuvaan toimitukseen).

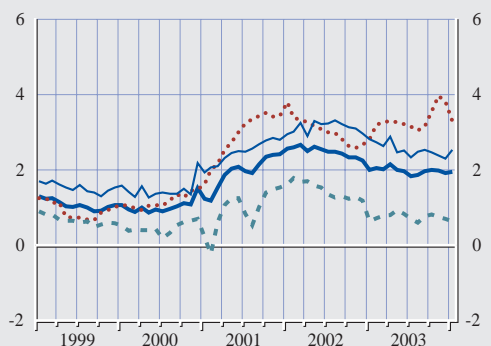
3) Ei sisällä energian hintaa. Hinnat euroina.

**Kuvio 15. YKHI-inflaatio: tärkeimmät erät**

(vuotuinen prosenttimuutos, kuukausihavaintoja)



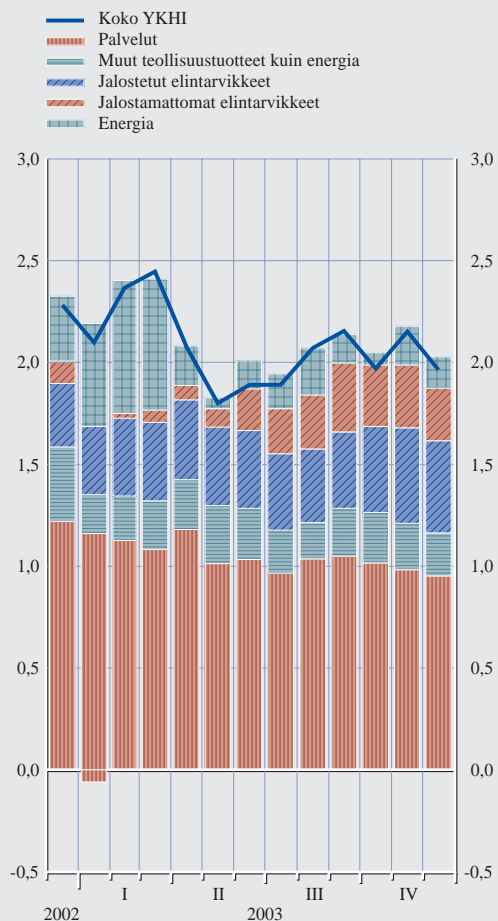
— Koko YKHI ilman energian ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja  
 ..... Jalostetut elintarvikkeet  
 - - - Muut teollisuustuotteet kuin energia  
 — Palvelut



Lähde: Eurostat.

**Kuvio 16. YKHIn erien vaikutukset koko indeksin nousuvauhtiin**

(vuotuinen vaikutus prosenttiyksikkönä, kuukausihavaintoja)



Lähde: Eurostat.

kokonaisinflaatioon väheni ja inflaatiovauhti jatkoi aiempaa hidastumistaan. Toukokuussa 2003 se oli 1,8 % eli hitaimmillaan kolmeen vuoteen. Vuoden jälkipuoliskolla kokonaisinflaatio vaihteli kuitenkin 2 prosentin tuntumassa. Tämä johtui lähinnä kahdesta vastakkaisesta vaikutuksesta. Yhtäältä elintarvikkeiden hintojen vaikutus lisääntyi, kun jalostamattomien elintarvikkeiden hinnat nousivat seurauksena kesän lämpöaallossa Euroopassa, ja kun tupakkaveron kiristyminen nosti jalostettujen elintarvikkeiden hintoja. Toisaalta energian hinnan vaikutus väheni vuoden alkupuoliskon tilanteeseen verrattuna, kun euron kurssin vahvistuminen heikensi öljyn

dollarimääräisen hinnan nousun vaikutusta (ks. kuvio 16).

Vuonna 2003 kokonaisinflaatio pysyi suhteellisen vakaana vaimean talouskasvun ja – huolimatta energian hinnan kautta välittyvistä suorista vaikutuksista – myös euron vahvistumisen vaikutuksesta. Myös ilman energiaa ja jalostamattomia elintarvikkeita laskettu YKHI pysyi vakaana.

Jalostettujen elintarvikkeiden hintoihin vaikutti vuonna 2003 lähinnä tupakan hinnan nousu, mikä oli seurausta välillisen verotuksen kiristymisestä eräissä Euroopan maissa vuoden

#### Kehikko 4.

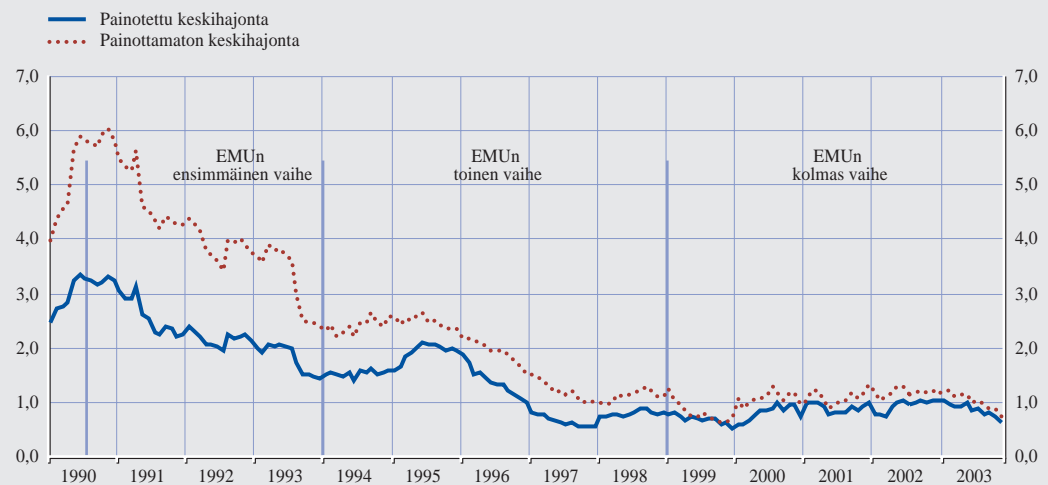
### EUROALUEEN INFLAATIOEROT: MAHDOLLISET SYYT JA VAIKUTUKSET POLITIIKKoihin

Inflaatiokehityksen erot euroalueen maissa – kuvattuna hajontaa kuvaavilla indikaattoreilla – vähenivät huomattavasti 1990-luvulla. EMUn kolmas vaihe alkoi vuonna 1999. Sen jälkeen inflaation hajonta väheni edelleen ja oli pienemmillään vuoden 1999 jälkipuoliskolla. Inflaation hajonta kasvoi kuitenkin sitten hieman vuoden 2001 alkuun saakka. Tämä jälkeen inflaation hajonta euroalueella pysyi jokseenkin vakaana kunnes se alkoi jälleen vähentyä vuonna 2003 lähelle vuoden 1999 jälkipuoliskon tasoa. Kaiken kaikkiaan nykyinen inflaation hajonta euroalueella ei poikkea huomattavasti inflaatiohajonnasta Yhdysvalloissa.

Inflaation hajonta euroalueella on tällä hetkellä vähäistä pitkän aikavälin keskiarvoon nähden. Tästä huolimatta euroalueen inflaatioerot ovat neljän viime vuoden aikana pysyneet suhteellisen vakaina. Belgiaa, Ranskaa Luxemburgia ja Suomea lukuun ottamatta kaikkien euroalueen maiden inflaatiovauhti on vuodesta 1999 lähtien ollut nopeampi tai hitaampi kuin euroalueella keskimäärin<sup>1</sup>. Erityisesti viiden maan ryhmän (Kreikka, Espanja, Irlanti, Alankomaat ja Portugali) ja euroalueen inflaatiovauhtien ero on ollut verrattain suuri ja jatkuvasti positiivinen. Erot ovat kuitenkin alkaneet kaventua Portugalissa vuodesta 2002 lähtien sekä Espanjassa, Kreikassa ja Irlannissa vuoden 2003 aikana. Alankomaiden inflaatioero suhteessa euroalueen inflaatioeroihin on sitä vastoin itse asiassa muuttunut viime aikoina negatiiviseksi. Sen sijaan kahden maan ryhmän (Saksa ja Itävalta) ja euroalueen inflaatioero on ollut jatkuvasti negatiivinen. Tässä kehikossa tarkastellaan lyhyesti euroalueen inflaatioerojen mahdollisia syitä ja vaikutuksia politiikkoihin.<sup>2</sup>

#### Inflaation hajonta euroalueella

(keskihajonta prosenttiyksikköinä)



Lähde: Eurostat.

1 Arvio perustuu vuosien 1999–2003 keskimääräiseen vuotuisen inflaatiovauhtiin.

2 Euroalueen inflaatioeroja analysoidaan ja käsitellään yksityiskohtaisesti EKP:n raportissa "Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications". Raportti julkaistiin 30.9.2003 EKP:n verkkosivuilla [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

## Mahdolliset syyt

Tarkasteltaessa euroalueen inflaatioeroja on syytä painottaa, että yhteinen rahapolitiikka aiheutti muutoksia politiikkoihin. Näiden politiikkamuutosten vaikutukset hinnanmuodostukseen ovat nähtävissä vasta usean vuoden kuluttua. Erityisesti on otettava huomioon, että siirtyminen rahaliiton kolmanteen vaiheeseen johti huomattavaan korkojen laskuun Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa ja myöhemmin Kreikassa eli niissä maissa, joissa inflaatiovauhti oli ennen 1990-luvun puoltaväliä systemaattisesti nopeampi kuin euroalueella keskimäärin. Lähes kaikissa muissa euroalueen maissa nämä nimellisen lähentymisen vaikutukset olivat huomattavasti vähäisemmät. Inflaatioerojen aikaansaamien kilpailukyvn muutosten tasapainottava vaikutus rajoittaa kuitenkin todennäköisesti uuteen rahapolitiikkaan mukautumisesta johtuvien inflaatioerojen suuruutta ja kestoja. Näin ollen jos maan inflaatiovauhti on keskimääräistä hitaampi, sen pitäisi hyötyä kilpailukyvn paranemisesta ja lyhyellä aikavälillä myös inflaation suhteellisesti vähäisemmistä epäsuotuisista vaikutuksista käytettävissä oleviin reaalitylöihin ja -varallisuuteen. Jos kaikki muu pysyy ennallaan, keskimääräistä nopeamman inflaatiovauhdin maat kärsivät sitä vastoin todennäköisesti kilpailukyvn huonontumisesta ja inflaation epäsuotuisammista vaikutuksista reaalitylöihin ja -varallisuuteen.

Rahaliiton kolmannen vaiheen alkuun liittyvien erityisten tekijöiden lisäksi inflaatioeroja näyttävät aiheuttaneen monet inflaation kehitykseen vaikuttavat tilapäiset ja pitkäaikaiset tekijät. Tilapäisistä tekijöistä kertaluonteiset kansalliset poliittiset toimet, kuten hallinnollisesti määräytyvien hintojen ja välillisen verotuksen muutokset, ovat vaihdelleet maittain ja ovat siten vaikuttaneet inflaatioeroihin. Nämä toimet eivät kuitenkaan näytä juuri vaikuttaneen rahaliiton kolmannen vaiheen alun jälkeisiin inflaatioeroihin, eikä niiden vaikutus todennäköisesti lisääntynyt, elleivät euroalueen maiden kansalliset poliittiset toimet poikkea tulevaisuudessa aiempaa enemmän. Erot rakenneuudistusten nopeudessa eri euroalueen maissa saattavat myös kasvattaa inflaatioeroja tilapäisesti. Erot altistumisessa ulkoisille häiriöille näyttävät myös vaikuttavan inflaatioeroihin, joskin väliaikaisesti. Nämä kansalliset erot johtuvat eroavuuksista talouksien avoimuudessa sekä siinä, kuinka riippuvaisia ne ovat öljyn suhteen.

Suhdannevaiheiden ja inflaatiovauhtien välillä on riippuvuussuhde: niiden euroalueen maiden, joiden inflaatiovauhti on keskimääräistä nopeampi, kotimaisen kysynnän keskimääräinen kasvuvauhti on ollut nopeinta ja niiden positiivinen tuotantokuilu on ollut suhteellisen suuri. Tilanne on päinvastainen niissä euroalueen maissa, joissa inflaatiovauhti on keskimääräistä hitaampi. Maittaiset erot finanssipolitiikassa ovat myös saattaneet olla syynä inflaatioeroihin, erityisesti Kreikassa ja Irlannissa, joiden finanssipolitiikka on parina viime vuona ollut suhteellisen ekspansiivista.

Tarkasteltaessa inflaation kehitykseen vaikuttavia pitkäaikaisia tekijöitä voidaan todeta, että inflaatioerot Kreikassa, Irlannissa, Portugalissa – ja vähäisemmässä määrin Espanjassa – ovat saattaneet osittain olla seurausta hintojen ja tulojen lähentymisestä ja ns. Balassa–Samuelson-vaikutuksista (BS)<sup>3</sup> Käänteisesti tämä merkitsee sitä, että Saksassa avoimen ja suljetun sektorin tuottavuuden kasvun vähäiset erot ovat saattaneet vaikuttaa siihen, että inflaatiovauhti on

<sup>3</sup> BS-mallin mukaan suljetun sektorin hyödykkeiden hintojen nousuvauhti on yleensä nopeampi kuin avoimen sektorin hyödykkeiden, koska tuottavuuden kasvu on yleensä hitaampaa suljetulla sektorilla. Kun tuottavuuden kasvu nostaa palkkoja avoimella sektorilla, palkat pyrkivät nousemaan myös suljetulla sektorilla. Koska suljetulla sektorilla ei ole palkkojen nousua vastaavaa tuottavuuden kasvua, työvoimakustannukset ja hinnat nousevat suljetulla sektorilla nopeammin kuin avoimella sektorilla. Avoimen sektorin tuotteiden hinnat asetetaan kansainvälisesti. Tämän vuoksi kuluttajahintaindeksin nousu on yleensä tavallista suurempi maissa, joissa avoimen ja suljetun sektorin tuottavuuden kasvu eroaa huomattavasti toisistaan.

Saksassa keskimääräistä hitaampi. Käytettävissä olevien arvioiden perusteella joidenkin euroalueen maiden inflaatioerot ovat kuitenkin olleet huomattavasti suuremmat kuin BS-mallista voitaisiin päätellä. Muut rakenteelliset tekijät, kuten hintojen ja palkkojen jäykkyys tai kilpailun voimakkuuserot tärkeimmillä kotimaisilla markkinoilla, ovat myös saattaneet vaikuttaa inflaatioeroihin ja niiden pysyvyyteen. Empiiristen tutkimusten mukaan markkinakilpailun suhteellinen voimakkuus näyttää olevan euroalueen maissa tärkeä häiriöiden suhteellisten hintavaikutusten laajuutta ja vaihtelevuutta selittävä parametri. Euroalueen maiden lähentymisprosessin eteneminen johtanee joka tapauksessa inflaatiohajonnan pienenemiseen, koska hinnat ja tulot lähentyvät pitkällä aikavälillä. Maiden inflaatiovauhdit eroavat toisistaan jonkin verran todennäköisesti tulevaisuudessakin, sillä tämänhetkiset kansalliset talouden rakenteet ja maiden altistuminen erilaisille idiosynkraattisille häiriöille eroavat toisistaan.

### **Vaikutukset politiikkoihin**

Rahaliiton kolmannen vaiheen alusta lähtien euroalueen maat eivät ole enää voineet käyttää rahapolitiikkaa alueellisista talouden epätasapainottomuuksista ja (epäsymmetrisistä) häiriöistä selviytymiseen. Päinvastoin EKP:n yhteisen rahapolitiikan tavoite on hintavakauden ylläpitäminen koko euroalueella. Aivan kuten missä tahansa rahaliitossa, inflaatioerot euroalueella johtuvat hintakehityksen alueellisista eroista ja suhteellisten hintojen sopeutumisesta, eikä niitä siten voida käsitellä yhteisen rahapolitiikan keinoin. EKP:n rahapolitiikan kannalta inflaatioeroilla on toissijainen merkitys tarkennettaessa turvamarginaalia euroalueella hyväksyttävälle inflaatiolle, sillä inflaatioeroilla saattaa olla vaikutusta alueilla, joissa inflaatio on hidas. Inflaatioerot ovat myös edelleen keskeinen viestinnällinen haaste EKP:lle, sillä rahapolitiikkaa käsitellään usein kansallisten inflaatiovauhtien kannalta sekä sen kannalta, millaisia vaikutuksia niillä on kansalliseen talouspolitiikkaan.

Suuret ja pysyvät inflaatioerot saattavat oikeuttaa kansallisten korjauskeinojen käytön joissain maissa, kun ne haluavat estää kilpailukyvyn epäoikeudenmukaisen heikkenemisen. Kansalliset talouspolitiikat, kuten finanssi- ja rakennepolitiikat, on sopeutettava niin, että niillä voidaan ehkäistä pysyviä ja mahdollisesti vahingollisia inflaatioeroja. Rakennemuutokset – erityisesti toimet, joiden tarkoituksena on poistaa nimellisten palkkojen ja hintojen jäykkyydet ja jotka luovat nykyistä monipuolisempia palkanasettamisprosesseja yksittäisissä euroalueen maissa – saattavat nopeuttaa palkkojen ja hintojen sopeutumista. Sitä tarvitaan häiriöistä selviämiseen, kuten myös kansallisten hintojen nykyistä yhtenäisempää reagointia häiriöihin. Tällaiset politiikat puolestaan vähentäisivät pysyvien inflaatioerojen todennäköisyyttä euroalueella. Finanssipolitiikka vaikuttaa huomattavalla viipeellä, minkä vuoksi se ei ehkä sovellu hyvin inflaatiokehityksen hienosäätämiseen lyhyellä aikavälillä. Finanssipolitiikkaa voidaan kuitenkin käyttää inflaatioerojen pienentämiseen pitkällä aikavälillä, erityisesti jos maan inflaatioerot ovat pitkäaikaisesti positiivisia.

ensimmäisinä kuukausina ja erityisesti vuoden jälkipuoliskolla. Tämän seurauksena jalostettujen elintarvikkeiden vaikutus kokonaisinflaatioon oli noin 0,4 prosenttiyksikköä.

Palvelujen hintojen vuotuinen nousuvauhti hidastui vähitellen vuonna 2003 oltuaan melko

nopea vuonna 2002. Nousuvauhti hidastui vuoden mittaan ja oli 2,3 % joulukuussa 2003 eli noin 0,7 prosenttiyksikköä hitaampi kuin joulukuussa 2002. Tämän seurauksena palvelujen hintojen nousun vaikutus kokonaisinflaatioon väheni noin 1,0 prosenttiyksikköön, mikä oli kuitenkin lähes puolet YKHI-inflaatiovauhdista

melkein koko vuonna 2003. Sitä vastoin muiden teollisuustuotteiden kuin energian vuotuinen nousuvauhti pysyi lähes vakaana eli 0,8 prosentissa koko vuoden 2003, mikä on noin puolta hitaampi nousuvauhti kuin vuonna 2002. Tämän seurauksena muiden teollisuustuotteiden kuin energian vaikutus inflaatiiovauhtiin oli noin 0,2 prosenttiyksikköä.

Inflaation hajonta euroalueella pieneni vuonna 2003 pysyttyään kahtena edellisenä vuonna jokseenkin ennallaan. Kehikossa 4 tarkastellaan ja analysoidaan tekijöitä, jotka mahdollisesti selittävät euroalueen inflaatioeroja.

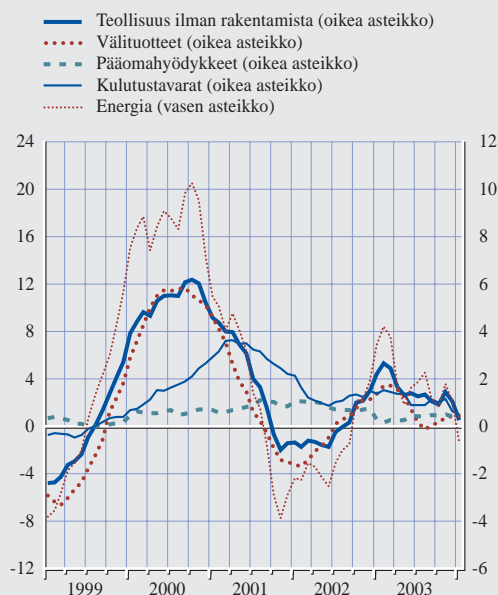
Yleisön käsityksiä toteutuneesta inflaatiosta 12 viime kuukauden aikana mitataan Euroopan komission laadullisella indikaattorilla. Sen lukema laski vähitellen vuoden 2003 alkupuoliskolla. Lasku keskeytyi kuitenkin kesällä, kun jalostamattomien elintarvikkeiden hinnat nousivat Euroopassa vallinneen lämpöaallon seurauksena. Tämä tukee näkemystä, jonka mukaan usein ostettujen tavaroiden ja palvelujen hintakehitys vaikuttaa merkittävästi kuluttajien inflaatiokäsityksiin. Nämä tavarat ja palvelut kuuluvat yleensä päivittäisiin käteismenoihin. Tämä selittää myös inflaatiokäsitysten jokseenkin herkästi vaihtelevaa kehitystä. Vuoden 2003 jälkipuoliskolla kuluttajien inflaatiokäsityksiä kuvaavan indikaattorin lukema näytti vakiintuneen melko korkeaksi pitkän aikavälin keskiarvoon verrattuna. Sitä vastoin kuluttajien odotukset 12 kuukauden päästä toteutuvasta inflaatiosta pysyivät koko vuonna 2003 erittäin vähäisinä pitkän aikavälin keskiarvoon verrattuna.

### TUOTTAJAHINTOJEN NOUSUPAINEET EDELLEEN VÄHÄISET

Ilman rakentamista lasketun teollisuuden tuottajahintojen vuotuinen nousuvauhti hidastui vuoden 2003 aikana. Tämä johtui euron kurssin vahvistumisen vaikutuksista, jotka tasoittivat öljyn ja muiden raaka-aineiden kohonneiden hintojen vaikutuksia (ks. kuvio 17). Tämän seurauksena vuonna 2003 tuottajahintojen keskimääräinen vuotuinen nousuvauhti oli 1,6 %. Heikko taloustilanne on myös saattanut vaikut-

**Kuvio 17. Teollisuuden tuottajahinnat eriteltyinä**

(vuotuinen prosenttimuutos, kuukausihavaintoja)



Lähde: Eurostat.

taa siihen, etteivät yritykset nostaneet tuottajahintoja lähes koko vuonna.

Koko teollisuuden tuottajahintojen vuotuisen nousuvauhdin kehitys vuonna 2003 oli seurausta pääasiassa energian ja väli tuotteiden hintojen kehityksestä. Öljyn hinnan kehitystä heijastaen teollisuuden energian hintojen vuotuinen muutosvauhti kiihtyi vuoden ensimmäisinä kuukausina mutta hidastui sen jälkeen. Hidastumiseen vaikutti öljyn hinnan nousun hidastuminen ja euron kurssin vahvistuminen. Väli tuotteiden hintojen vuotuinen nousuvauhti oli vuonna 2003 keskimäärin 0,8 %. Nousuvauhti oli vuoden alkupuoliskolla nopeampi kuin jälkipuoliskolla, jolloin se hidastui euron kurssin vahvistumisen vaikutusten seurauksena. Tuottajahintojen kahden muun tärkeimmän erän eli pääomahyödykkeiden ja kulutustavaroiden hintojen vuotuiset nousuvauhdit kehittyivät – kuten yleensä – tasaisemmin kuin tuottajahintojen muiden erien. Tämä viittaa siihen, että heikko kysyntä on saattanut estää yrityksiä siirtämästä energian ja väli tuotteiden hintojen vuoden 2003



## Taulukko 5. Työvoimakustannusindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuus, ellei toisin mainita)

	2001	2002	2003	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
Sopimuspalkat	2,6	2,7	2,4	2,7	2,7	2,4	2,5	2,2
Työvoimakustannukset/tunti	3,3	3,5	.	3,5	3,1	3,2	2,9	.
Bruttoansiot/kk	2,9	3,0	.	3,1	2,9	2,8	2,6	.
Työvoimakustannukset/työntekijä	2,8	2,6	.	2,5	2,6	2,7	2,6	.
Työn tuottavuus	0,2	0,4	.	0,9	0,6	0,0	0,2	.
Yksikkötyökustannukset	2,6	2,2	.	1,6	2,0	2,7	2,4	.

Lähteet: Eurostat, kansalliset tiedot ja EKP:n laskelmat.

alun nousua tuotantoketjun loppuvaiheisiin. Kulutustavaroiden hintojen keskimääräinen vuotuinen nousuvauhti oli 1,1 % ja pääoma-työvälineiden hintojen 0,4 %.

### NIMELLISTEN TYÖVOIMAKUSTANNUSTEN KASVU VAKAANTUI VUONNA 2003

Vuodesta 1999 lähtien asteittain nopeutuneet euroalueen työvoima- ja palkkakustannusindikaattoreiden nousuvauhdit vakaantuivat vuoden 2003 alussa (ks. taulukko 5).

Työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuvauhti hidastui vuoden 2002 jälkipuoliskolla ja pysyi lähes muuttumattomana vuoden 2003 kolmena ensimmäisenä neljänneksenä.

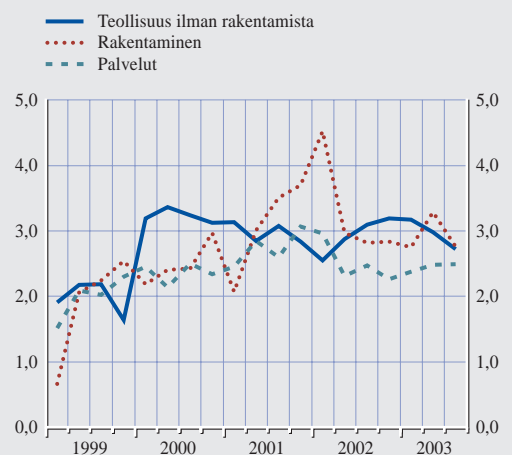
Käytettävissä olevat tiedot työntekijää kohden lasketuista työvoimakustannuksista osoittavat, että työvoimakustannusten kasvuvauhteissa oli huomattavia toimialakohtaisia eroja vuoden 2003 kolmena ensimmäisenä neljänneksenä. Rakennusalaalla kasvuvauhti nopeutui vuoden 2003 alkupuoliskolla, mutta hidastui sen jälkeen. Sitä vastoin ilman rakentamista lasketussa teollisuudessa kasvuvauhti näyttää hidastuneen vähitellen koko vuonna. Palvelusektorilla työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvu näytti kaiken kaikkiaan vakaantuneen vuonna 2003. Palvelusektorin eri toimialoilla oli kuitenkin havaittavissa keskenään erisuuntaista kehitystä. Markkinaehtoisissa palveluissa (kauppa, majoitus- ja ravitsemistoiminta sekä rahoitustoiminta ja liike-elämän palvelut) työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuvauhti kiihtyi vuoden 2003 kahte-

na ensimmäisenä neljänneksenä mutta hidastui kolmannella neljänneksellä. Sitä vastoin muiden kuin markkinaehtoisten palvelujen alalla kasvuvauhti nopeutui vuoden kolmannella neljänneksellä. Tämä kehitys viittaa siihen, että teollisuuden työvoimakustannusten kasvuvauhdin hidastuminen vuoden 2003 kolmena ensimmäisenä neljänneksenä saattaa johtua teollisuustuotannon kasvuvauhdin hidastumisesta. Palvelusektorin työvoimakustannusten kehitys saattaa myös selittää osaltaan palvelujen hintojen vakaan kehityksen koko vuonna, sillä työvoimakustannusten osuus on palvelusektorilla suurempi kuin teollisuudessa.

Sopimuspalkkojen nousuvauhti oli vuonna 2003 hitaampi kuin vuonna 2002 ja kuukautta

### Kuvio 18. Työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset sektoreittain

(vuotuinen prosenttimuutos, neljännesvuosihavaintoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

kohden laskettujen bruttoansioiden kasvuvauhti näytti kehittyneen samansuuntaisesti. Työvoimakustannusten nousun havaittiin hidastuneen selvästi myös tehtyjen työtuntien perusteella mitattuna, sillä tuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuvauhti vuoden 2003 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä oli hitaampi kuin vuosina 2001 ja 2002 keskimäärin.

Koska työntekijää kohden laskettujen työvoimakustannusten kasvuvauhti pysyi suurin piirtein muuttumattomana vuoden kolmena ensimmäisenä neljänneksenä, tuottavuuden kasvun hidastuminen vuoden 2003 toisella ja kolmannella neljänneksellä aiheutti yksikkötyökustannusten vuotuisen kasvuvauhdin nopeutumisen ensimmäisen neljänneksen 2,0 prosentista 2,7 prosenttiin toisella neljänneksellä ja 2,4 prosenttiin kolmannella neljänneksellä. Voittomarginaalien kehitys (laskettuna BKT:n deflaattorin ja yksikkötyökustannusten vuotuis-

ten kasvuvauhtien eron perusteella) viittasi siihen, että euroalueen taloudellisen toimeliaisuuden elpymisen viivästyminen aiheutti edelleen laskupaineita voittoihin. Tuottavuuden kasvun hienoinen voimistuminen vuoden 2003 jälkipuoliskolla vaimensi kuitenkin osaltaan yksikkötyökustannusten kasvua.

### 2.3 TUOTANTO, KYSYNTÄ JA TYÖMARKKINAT

#### TUOTANNON KASVU ELPYI VUONNA 2003

Tuotannon kasvu nopeutui euroalueella vuoden 2003 jälkipuoliskolla, sen jälkeen kun se oli ollut yleisesti ottaen pysähdyksissä vuoden 2002 viimeisestä neljänneksestä lähtien (ks. taulukko 6). Koko vuotta 2003 koskevia aiempia kasvuennusteita oli kuitenkin alennettava. BKT:n määrä kasvoi 0,4 %. Kasvuvauhti hidastui edelleen oltuaan 0,9 % vuonna 2002, ja se pysyi kolmatta vuotta potentiaalisen tuotannon

**Taulukko 6. BKT:n määrän kasvu**

(prosenttimuutos, ellei toisin mainita; kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)

	Vuosimuutos <sup>1)</sup>									Neljännesvuosimuutos <sup>2)</sup>				
	2001	2002	2003	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV	
Bruttokansantuotteen määrä	1,6	0,9	0,4	1,1	0,7	0,1	0,3	0,6	0,0	0,0	-0,1	0,4	0,3	
<i>josta:</i>														
Kotimainen kysyntä	1,0	0,3	1,0	0,9	1,3	1,0	0,5	1,3	0,3	0,4	0,1	-0,2	1,0	
Yksityinen kulutus	1,7	0,1	1,0	0,6	1,3	1,0	0,9	0,7	0,3	0,4	0,0	0,2	0,1	
Julkinen kulutus	2,5	2,9	1,9	2,2	1,9	1,7	1,8	2,3	0,1	0,5	0,6	0,6	0,6	
Kiinteän pääoman bruttomuodostus	-0,3	-2,8	-1,2	-1,6	-1,9	-0,8	-1,2	-0,8	0,3	-0,9	-0,4	-0,2	0,6	
Varastojen muutos <sup>3),4)</sup>	-0,5	0,2	0,3	0,5	0,5	0,2	-0,1	0,5	0,0	0,2	0,1	-0,4	0,7	
Nettovienti <sup>3)</sup>	0,7	0,6	-0,6	0,2	-0,5	-0,8	-0,2	-0,6	-0,2	-0,4	-0,2	0,6	-0,7	
Vienti <sup>5)</sup>	3,4	1,5	0,0	3,6	1,9	-1,5	-0,5	0,1	-0,4	-1,5	-0,9	2,3	0,2	
Tuonti <sup>5)</sup>	1,7	-0,1	1,5	3,3	3,6	0,8	0,0	1,8	0,3	-0,6	-0,4	0,8	2,1	
Reaalinen arvonlisäys, brutto														
<i>josta:</i>														
Teollisuus ilman rakentamista	0,5	0,2	-0,1	1,4	0,7	-1,0	-0,6	0,7	-0,6	0,3	-0,8	0,5	0,7	
Rakentaminen	-0,6	-1,1	-0,8	-1,5	-2,0	-0,4	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	0,1	0,0	0,1	
Puhtaasti markkinaehtoiset palvelut <sup>6)</sup>	3,1	1,1	0,7	1,1	0,9	0,4	0,9	0,6	0,2	-0,1	0,1	0,7	-0,1	

Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

1) Vuosimuutos: prosenttimuutos edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta.

2) Neljännesvuosimuutos: prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä.

3) Vaikutus BKT:n määrän kasvuun, prosenttiyksikköä.

4) Sisältää arvoesineiden hankinnat miinus vähennykset.

5) Vienti ja tuonti käsittävät tavarat ja palvelut ja sisältävät euroalueen sisäisen kaupan. Euroalueen sisäisen kaupan tietoja ei ole poistettu kansantalouden tilinpidon tuonti- ja vientiluvuista. Tästä syystä nämä tiedot ja maksutasetiedot eivät ole täysin verrannollisia.

6) Sisältää kaupan, kuljetuksen, korjauksen, majoitus- ja ravitsemistoiminnan, tietoliikenteen, rahoituksen, liike-elämän palvelut, kiinteistö- ja vuokrauspalvelut.

## EUROALUEEN TYÖ- JA HYÖDYKEMARKKINOIDEN RAKENNEUUDISTUSTEN KEHITYS

Hyödyke- ja työmarkkinoiden rakenneuudistukset ovat välttämättömiä, jotta euroalueen taloudellinen kasvupotentiaali paranee ja taloudelliseen muutokseen mukautuminen helpottuu. Toimet talouden potentiaalisen kasvuvauhdin kiihdyttämiseksi ovat erityisen tärkeitä, sillä väestön ikääntyminen vähentää todennäköisesti työvoiman tarjontaa. Maaliskuussa 2000 Lissabonissa pidetyssä Eurooppa-neuvoston kokouksessa tähdennettiin tarvetta uudistaa sääntelyn puitteita. Lisäksi tuolloin esiteltiin kunnianhimoinen uudistusohjelma, jonka tavoitteena on tehdä EU:sta maailman kilpailukykyisin ja dynaamisin tietopohjainen talous vuoteen 2010 mennessä. Tässä kehikossa tarkastellaan lyhyesti, miten EU:n uudistusohjelman suhteen on edistytty viime vuosina ja erityisesti vuonna 2003.

EU valvoo ja arvioi hyödykemarkkinoiden toimintaa osana Cardiffin prosessia, kun taas työmarkkinauudistusta se arvioi Luxemburgin prosessin puitteissa. Molemmissa prosesseissa arvioidaan uudistuksia maakohtaisesti. Arvioinneista saadaan tietoa talouspolitiikan laajoihin suuntaviivoihin, joissa määritellään useiden talouspolitiikan osa-alueiden keskeiset tavoitteet. Näiden tavoitteiden perusteella annetaan talouspolitiikkaa koskevat suositukset kullekin EU:n jäsenvaltiolle<sup>1</sup>.

*Työmarkkinoiden kehittämiseksi talouspolitiikan laajoissa suuntaviivoissa vuosille 2003–2005 painotetaan tarvetta 1) parantaa verotuksen ja tukijärjestelmien kannustavuutta työnteon kannattavuuden parantamiseksi, 2) taata tehokas aktiivinen työmarkkinapolitiikka, joka keskittyy heikoimmassa asemassa oleviin väestöryhmiin, 3) edistää entistä joustavampaa työnteon organisointia ja arvioida työsopimuslainsäädäntöä, 4) helpottaa alueellista ja ammatillista liikkuvuutta ja 5) varmistaa, että palkkaneuvotteluissa sovitussa palkkatasossa näkyvät työn tuottavuuden erot.*

Useat maat ovat uudistaneet verotustaan ja tukijärjestelmiään vähentääkseen palkkojen sivukulua ja kannustaakseen työvoiman tarjontaa. Veroasteet ovat laskeneet matala- ja keskituloisten tuloluokassa ja työnantajien ja erityisesti matalapalkkaisten työntekijöiden sosiaaliturvamaksuja on alennettu. Passiivisen työvoiman osallistumista työmarkkinoille on myös lisätty, ja jotkut jäsenmaat ovat vahvistaneet määräaikaista työtä välittävien toimistojen roolia. Osa-aikatyön esteitä on myös poistettu.

Kaiken kaikkiaan useimmat EU-maat ottivat käyttöön työmarkkinauudistuksia vuonna 2003. Näyttää kuitenkin siltä, ettei läheskään kaikkia hallitusten ilmoittamia uudistuksia ole toteutettu, sillä rakenteellinen työttömyys on edelleen suurta. Työmarkkinoille on saatu houkutelua vain vähän uutta työvoimaa, ja investoinnit henkisen pääoman lisäämiseen sekä työntekijöiden ja yritysten kyky sopeutua makrotalouden muutoksiin ovat parantuneet vain jonkin verran. Erityisesti on uudistettava toimia, joiden tarkoituksena on vähentää pitkäaikaistyöttömyyttä uudelleen koulutuksen avulla ja parantaa vähän koulutettujen ja iäkkäiden työntekijöiden työllistettävyyttä. Lisää uudistuksia on myös tehtävä työvoiman liikkuvuuden lisäämiseksi niin, että parannetaan eläke- ja terveydenhoito-oikeuksien siirrettävyyttä ja että sallitaan sellaiset palkkaerot, jotka perustuvat työn tuottavuuden paikallisiin, alueellisiin ja toimialakohtaisiin eroihin.

<sup>1</sup> Neuvoston suositus, annettu 26. päivänä kesäkuuta 2003, jäsenvaltioiden ja yhteisön talouspolitiikan laajoiksi suuntaviivoiksi. Vuoden 2003 talouspolitiikan laajat suuntaviivat kattavat vuodet 2003–2005.

*Hyödykemarkkinoiden rakenneuudistusohjelmaan kuuluu useita alueita. Talouspolitiikan laajoissa suuntaviivoissa mm. kehoitetaan jäsenmaita edistämään kilpailua hyödyke- ja palvelumarkkinoilla 1) siirtämällä sisämarkkinadirektiivit nopeammin kansalliseen lainsäädäntöön, 2) laajentamalla entisestään yritysten mahdollisuuksia osallistua julkisten hankintojen markkinoille, 3) antamalla kilpailu- ja sääntelyviranomaisille riittävät valtuudet ja resurssit ja takaamalla niiden riippumattomuus, 4) vähentämällä valtioneuvoston tukia ja 5) kannustamalla jakeluverkkokeskeisillä toimialoilla toimivien yritysten markkinoille tuloa ja niiden tehokasta kilpailua.*

Vuosia jatkuneen myönteisen kehityksen jälkeen se prosentuaalinen osuus EU:n sisämarkkinalainsäädännöstä, mikä oli vielä siirtämättä jäsenvaltioiden kansalliseen lainsäädäntöön (ns. täytäntöönpanovaje), alkoi kasvaa vuonna 2002 ja jatkoi kasvamistaan vuonna 2003. Euroopan komissio on aloittanut useita hankkeita sisämarkkinoiden toimivuuden parantamiseksi. Sisämarkkinoiden toiminnalle on kuitenkin vielä olemassa merkittäviä esteitä, erityisesti palvelusektorilla. Monet näistä esteistä näyttävät johtuvan kansallisesta sääntelystä, kuten niistä hallinnollisista menettelyistä, jotka koskevat toisiin euroalueen maihin perustettavia tytäryrityksiä. On olemassa merkkejä siitä, että useat euroalueen maat ovat tehostaneet kilpailua toteuttamalla toimia julkisten hankintojen tehokkuuden ja avoimuuden lisäämiseksi. Jotkut maat lisäsivät myös kilpailu- ja sääntelyviranomaisten valtuuksia. Näyttää myös siltä, että valtion tukea on vähennetty ja sen kohdentumista on tehostettu edelleen viime vuosina, vaikka valtion tuilla on edelleen tärkeä rooli joillain toimialoilla, kuten kuljetusalalla. Euroalueen maat jatkoivat säädännöllisiä uudistuksia verkkotoimialoilla, joskin ne olivat eriasteisia. Tehokasta kilpailua tulisi kuitenkin lisätä edelleen näillä aiemmin suojatuilla sektoreilla.

Kaiken kaikkiaan uudistusten etenemisvauhti vuonna 2003 oli edelleen melko hidas. Tämä lisää huolta siitä, että EU ei ehkä saavuta Lissabonin prosessin tavoitteita, elleivät jäsenvaltiot tehosta toimiaan tarmokkaasti. Rakenteellisten uudistusten vauhdittuminen uudelleen toisi pitkän aikavälin kilpailuhyötyä ja tukisi kuluttajien ja sijoittajien luottamusta, ja elvyttäisi siten kasvua jonkin verran lyhyelläkin aikavälillä.

kasvuvauhtia hitaampana. Työmarkkinoiden kehitys oli myös vaimeaa koko vuonna. Tämä vai-su kehitys toi korostetusti esille tarpeen parantaa euroalueen rakenteellista joustavuutta ja kykyä selviytyä häiriöistä. Kehikossa 5 arvioidaan EU:n uudistusohjelman täytäntöönpanon edistymistä.

Vuoden 2003 alussa useat tekijät, kuten se, että maailmantalouden kasvu jatkui vaimeana, heikensivät talouskehitystä. Irakin sotaa edeltänyt suuri epävarmuus heikensi kuluttajien ja yritysten luottamusta edelleen. Geopoliittinen epävarmuus hävisi vähitellen vuoden puoliväliin tultaessa, mikä johti luottamuksen lisääntymiseen ja taloudellisen toimeliaisuuden piristymiseen, jota puolestaan vauhditti ulkomainen kysyntä.

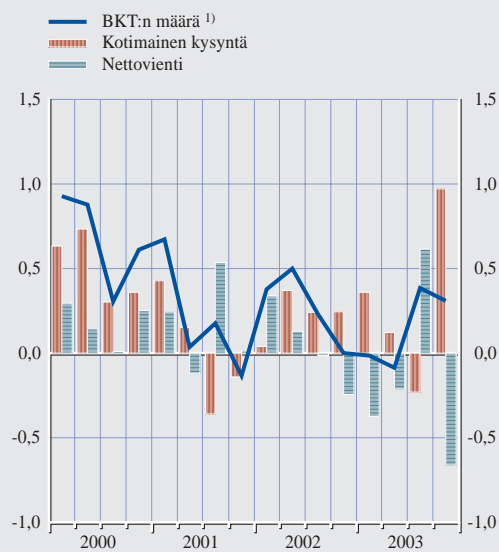
## **VIENTI SAI AIKAAN ELPYMISTÄ KYSYNTÄ-PUOLELLA**

Tuotannon kasvun piristymisen vuoden 2003 jälkipuoliskolla johtui ulkomaisen kysynnän elpymisen myönteisistä vaikutuksista euroalueen vientiin. Tätä myönteistä vaikutusta vaimensi kuitenkin euron vahvistuminen. Nettoviennin vaikutus neljännesvuosikasvuun, joka oli ollut positiivista kolmannella neljänneksellä, kääntyi jälleen negatiiviseksi viimeisellä neljänneksellä tuonnin voimakkaan kasvun seurauksena (ks. kuvio 19). Koko vuonna 2003 nettoviennin negatiivinen kasvuvaikutus oli 0,6 prosenttiyksikköä.

Kotimaisen kysynnän kasvuvaikutuksen muutokset vuonna 2003 johtuivat suurelta osin varastomuutosten kehityksestä. Varastojen täydentäminen vuoden alkupuoliskolla – jota

### Kuvio 19. BKT:n erien kasvuvaikutus neljännesvuositasolla

(neljännesvuosittaiset kasvuvaikutukset prosenttiyksikköinä, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.  
1) Prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä.

edelsi kaksi vuotta kestänyt varastojen tyhjentäminen – oli mahdollisesti seurausta siitä, että maahantuotujen välituotteiden saatavuus oli epävarmaa ja Irakin sota heikensi kysyntää odottamattomasti. Varastojen kasvu pysähtyi osittain vuoden kolmannella neljänneksellä, mutta elpyi jälleen vuoden viimeisellä neljänneksellä. Vuonna 2003 varastojen muutosten vaikutus BKT:n kasvuun oli 0,3 prosenttiyksikköä eli hieman suurempi kuin edellisellä vuonna.

Kotimaisen lopputuotekysynnän (eli kotimainen kysyntä ilman varastojen muutosta) kasvu pysyi vaimeana lähes koko vuoden 2003 ja nopeutui vain hieman vuoden jälkipuoliskolla. Vuonna 2003 sen vaikutus BKT:n määrän kasvuun oli 0,7 prosenttiyksikköä. Kiinteän pääoman muodostus ja yksityinen kulutus kehittyivät erisuuntaisesti vuoden aikana. Kiinteän pääoman muodostuksen kasvu hidastui kolmena ensimmäisenä neljänneksenä. Kasvun hidastuminen hidastui kuitenkin vähitellen. Viimeisellä neljänneksellä kiinteän pääoman muodostuksen kasvuvauhti nopeutui jälleen. Sitä vastoin yksityisen kulutuk-

sen kasvuvauhti oli 0,4 % neljännesvuositasolla vuoden 2003 alussa, mutta loppuvuoden aikana se pysyi lähes muuttumattomana.

Vuoden 2003 alkupuoliskolla Irakin sodan aiheuttama epävarmuus ja sodan jälkeiset talousnäkömät vaikuttivat kielteisesti kiinteän pääoman muodostukseen ja yksityiseen kulutukseen. Tämä tarkoitti sitä, että kotitaloudet epäivät suurhankintojen tekemistä ja yritykset olivat haluttomia lisäämään tuotantokapasiteettiaan. Epävarmuus peitti alleen myös sen, että olosuhteet kulutukselle ja investoinneille olivat suhteellisen suotuisat. Alhaiset korot vähensivät kotitalouksien ja yritysten velanhoitomaksuja. Euron vahvistuminen paransi ulkomaankaupan vaihtosuhtetta, ja tämä lisäsi reaalituloja kotimaan taloudessa.

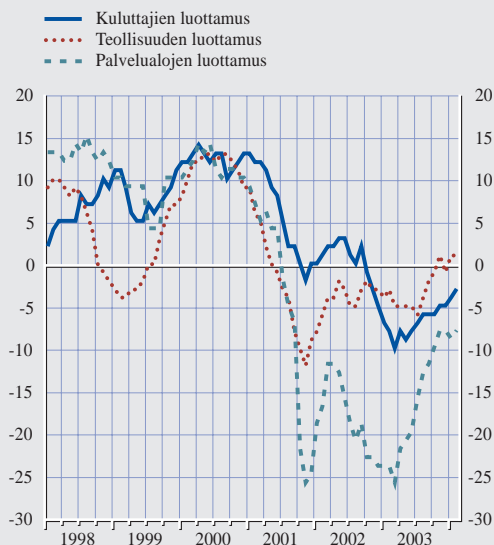
Epävarmuus talousnäkömistä lisääntyi aikana, jolloin yritykset ponnistelivat jatkuvasti taseidensa vahvistamiseksi. Tällaisessa tilanteessa yritysten kohentuneita tuottoja on saatettu käyttää velkaantuneisuusasteen pienentämiseen entisestään eikä niinkään pääomainvestointeihin. Jatkuva epävarmuus työmarkkinoiden näkömistä ja työsuhteturvasta on saattanut saada kotitaloudet sopeuttamaan varovaisuussyistä säästämistään eikä tukemaan kulutusta. Useissa maissa käyty keskustelu sosiaaliturva- ja terveydenhoitojärjestelmien uudistusten toteuttamisesta on saattanut lisätä kotitalouksien epävarmuutta ja halua varovaisuussäästämiseen. Koska taloudellisen toimeliaisuuden vilkastumista osoittavat merkit lisääntyivät vuoden jälkipuoliskolla, yritysten investointihalukkuus lisääntyi, vaikka kotitalouksien kulutuskysyntä pysyi vaimeana.

#### TEOLLISUUS VAIKUTTI TUOTANNON ELPYMISEEN

Tuotannon elpymiseen vuoden 2003 aikana vaikuttivat sekä teollisuus että markkinaehtoiset palvelut. Teollisuuden vaikutus oli kuitenkin suurempi. Puhtaasti markkinaehtoisten palvelujen tuotanto lisääntyi reaalisena arvonlisäyksenä mitattuna hieman aikaisemmin kuin ilman rakentamista lasketun teollisuuden. Tämä kehitys oli jotakuinkin yhdenmukainen niiden havaintojen kanssa, joiden mukaan palvelu-alojen luottamus oli alkanut parantua vuoden

**Kuvio 20. Luottamusindikaattoreita**

(saldoluvut prosenttiyksikköinä)



Lähteet: Yrityksiä ja kuluttajia koskevat Euroopan komission suhdannekyselyt.

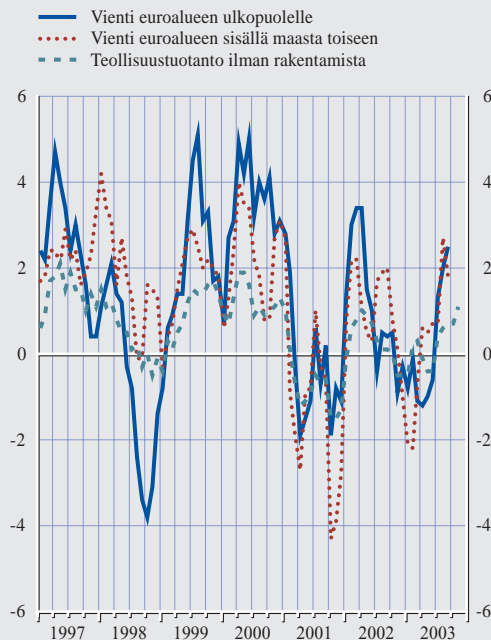
Huom. Kaikki tiedot on puhdistettu kausivaihtelusta. Kuluttajien ja teollisuuden luottamusindikaattorien tiedot on laskettu poikkeamina tammikuusta 1985 alkaen lasketusta keskiarvosta ja palvelualojen luottamusindikaattorien tiedot poikkeamina huhtikuusta 1995 alkaen lasketusta keskiarvosta.

2003 toisella neljänneksellä ja teollisuuden kolmannella neljänneksellä (ks. kuvio 20). Tuotanto kehittyi kuitenkin vastakkaisiin suuntiin vuoden viimeisellä neljänneksellä: teollisuuden tuotannon kasvu nopeutui edelleen ja markkinaehtoisten palvelujen tuotannon kasvu hidastui hieman.

Kun verrataan tuotannon keskimääräistä kasvuvauhtia vuonna 2003 aiempien vuosien kasvuvauhteihin ja suhdannesyklin aikaisiin kasvuvauhteihin, voidaan todeta, että palvelusektorin tuotannon kasvu oli verrattain heikkoa. Markkinaehtoisten palvelujen reaalisien arvonlisäyksen kasvu oli 0,7 %. Se oli hitaampaa kuin kahtena aiempina vuonna ja vuoden 1993 laman aikana. Sitä vastoin ilman rakentamista lasketun teollisuuden reaalisien arvonlisäyksen kasvuvauhti oli -0,1 % eli hieman hitaampi kuin kahtena aiempina vuonna, mutta yhtä nopea kuin talouden laskusuhdanteessa yleensä.

**Kuvio 21. Tavaravienti ja teollisuustuotanto**

(määrän muutos, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tiedot on laskettu kolmen kuukauden prosenttimuutoksena edellisestä kolmen kuukauden jaksosta.

Teollisuustuotannon kasvun piristyminen vuoden 2003 jälkipuoliskolla oli suurelta osin seurausta tavaraviennin elpymisestä. Tämä käy yksiin sen kanssa, että euroalueen maiden tuotanto on erittäin suhdanneherkkä ulkoiselle kehitykselle. Sekä euroalueen sisälle että sen ulkopuolelle suuntautuva vienti näyttävät vaikuttaneen ilman rakentamista lasketun teollisuustuotannon kasvun piristymiseen vuoden 2003 jälkipuoliskolla (ks. kuvio 21).

### MAIDEN VÄLINEN TUOTANNON KASVUN HAJONTA PIENENI

Useat eri indikaattorit osoittavat, että BKT:n määrän kasvun hajonta pieneni euroalueen maiden välillä vuonna 2003. BKT:n määrän keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti hidastui vuonna 2003 edellisvuotisesta useimmissa euroalueen maissa. Tämä johtui osaksi maailmantalouden kasvun hidastumisesta. BKT:n määrän vuotuinen kasvuvauhti nopeutui kuitenkin

## Taulukko 7. Työmarkkinoiden kehitys

(vuotuinen prosenttimuutos ja prosentit)

	2001	2002	2003	2001 III	2001 IV	2002 I	2002 II	2002 III	2002 IV	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
Työvoima	0,9	0,9	.	0,8	0,8	0,9	0,9	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5	.
Työllisyys	1,4	0,4	.	1,2	0,8	0,7	0,5	0,4	0,2	0,1	0,1	0,2	.
Maatalous <sup>1)</sup>	-0,8	-2,1	.	-1,1	-1,5	-2,4	-2,1	-2,0	-2,0	-2,2	-1,9	-1,5	.
Teollisuus <sup>2)</sup>	0,4	-1,3	.	0,1	-0,4	-1,0	-1,2	-1,4	-1,6	-1,5	-1,4	-1,5	.
– Ilman rakentamista	0,3	-1,4	.	0,0	-0,5	-1,1	-1,3	-1,4	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	.
– Rakentaminen	0,4	-0,9	.	0,4	-0,1	-0,7	-0,8	-1,2	-1,0	-0,8	0,1	-0,2	.
Palvelut <sup>3)</sup>	1,9	1,3	.	1,7	1,5	1,6	1,4	1,2	1,1	0,8	0,8	0,9	.
<b>Työttömyysaste<sup>4)</sup></b>													
Yhteensä	8,0	8,4	8,8	8,0	8,1	8,2	8,3	8,5	8,6	8,7	8,8	8,8	8,8
Alle 25-vuotiaat	15,7	16,2	16,8	15,7	15,8	16,0	16,2	16,3	16,4	16,8	16,8	16,7	16,7
25-vuotiaat ja sitä vanhemmat	7,0	7,4	7,7	7,0	7,1	7,2	7,3	7,4	7,6	7,7	7,8	7,8	7,8

Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

1) Sisältää myös kalastuksen sekä riista- ja metsätalouden.

2) Sisältää teollisuuden, rakentamisen, kaivosteollisuuden (mineraalien kaivu), sähkö-, kaasu- ja vesihuollon.

3) Ei sisällä kansainvälisiä järjestöjä eikä ulkomaisia edustustoja.

4) Prosentuaalinen osuus työvoimasta.

kin hieman Belgiassa, Espanjassa ja Kreikassa ja pysyi lähes muuttumattomana Italiassa.

### TYÖLLISYYS JOTAKUINKIN VAKAATA VUONNA 2003

Toisin kuin kokonaistuotanto, euroalueen kokonaistyöllisyys näyttää pysyneen jokseenkin vakaana koko vuonna 2003 (ks. taulukko 7), kuten myös melkein koko vuonna 2002. Käytävissä olevat vuoden 2003 viimeistä neljännestä koskevat kansalliset tiedot viittaavat siihen, että kokonaistyöllisyyden keskimääräinen vuotuinen kasvu vuonna 2003 oli noin 0,1–0,2 %. Työllisyys oli siten vakaampaa kuin sen olisi voinut odottaa olevan, kun otetaan huomioon talouskasvun vaimeuden pitkittyminen. Vaikka työllisyys pysyi suurin piirtein ennallaan, saatavissa olevat työvoimatutkimusten tiedot viittaavat siihen, että työtuntien määrä työntekijää kohden on vähentynyt verrattain voimakkaasti muutamien viime vuosien aikana, mikä paljolti selitti työmarkkinoiden tyypillistä sopeutumista talouskasvun hidastumisessa. Tämä poikkeaa jossain määrin kehityksestä aiempina hitaan talouskasvun kausina, jolloin työllisyys mukautui eivätkä niinkään työtunnit.

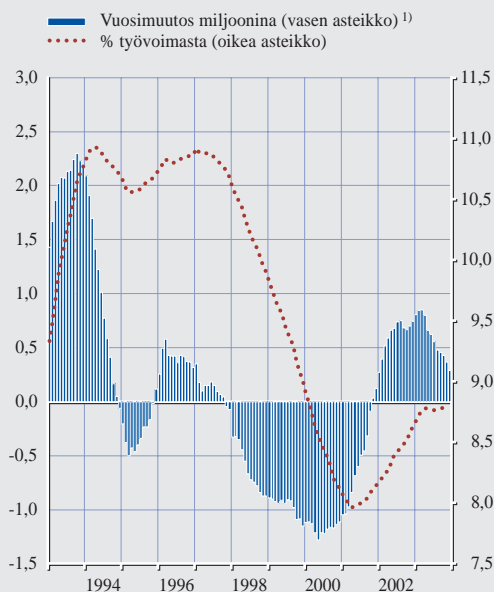
Työntekijää kohden laskettujen työtuntien mukautuminen saattaa osittain johtua työmarkkinoiden joustavuuden lisääntymisestä. Tämä tarkoittaa

esimerkiksi sitä, että työaika voidaan laskea ja suunnitella koko vuodeksi eikä ainoastaan viikoiksi tai kuukausiksi, tai sitä, että osa-aikaisen työn määrää lisätään. Vakaa työllisyys vuonna 2003 viittaa siihen, että työntekijää kohden lasketuna työn tuottavuus koheni vasta vuoden jälkipuoliskolla talouskasvun nopeutuessa. Työtuntia kohden lasketun työn tuottavuuden kasvu saattaa laantua nopeammin, sillä keskimääräisten työtuntien aiempi lasku taittuu todennäköisesti talouden elpymisen edetessä.

Kokonaistyöllisyyden pysymisestä jokseenkin samana vuoden 2003 aikana ei kuitenkaan käy ilmi, että työllisyyden kehitys oli vastakkaista teollisuudessa ja palvelualalla. Työllisyys väheni teollisuudessa vuoden 2003 kolmena ensimmäisenä neljänneksenä, mutta tätä kehitystä tasoi palvelualan työpaikkojen nettomäärän kasvu. Työllisyyden keskimääräinen kasvu teollisuudessa ja palvelualalla vuonna 2003 oli kuitenkin todennäköisesti hitaampi kuin vuonna 2002. Työvoimatutkimusten tiedot viittaavat siihen, että työpanoksia sopeutettiin molemmilla toimialoilla vähentämällä työntekijää kohden tehtyjä työtunteja.

## Kuvio 22. Työttömyys

(kuukausihavaintoja, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: Eurostat.

Huom. 12 maata käsittävän euroalueen tietoja (myös vuotta 2001 edeltäneeltä ajalta).

1) Vuosimuutoksia ei ole puhdistettu kausivaihtelusta.

### TYÖTTÖMYYSASTEEN NOUSU PYSÄHTYI VUONNA 2003

Euroalueen työttömyysaste alkoi nousta vuoden 2001 alussa, mutta se pysähtyi keväällä 2003 ja työttömyysaste pysyi 8,8 prosentissa loppuvuoden ajan. Työttömyysaste oli vuonna 2003 keskimäärin 0,4 prosenttiyksikköä korkeampi kuin vuonna 2002. Työttömyysaste nousi kaikissa ikä- ja sukupuoliryhmissä. Alle 25-vuotiaiden ja 25-vuotiaiden ja sitä vanhempien työttömyysasteen ero kasvoi kuitenkin edelleen hieman. Naisten ja miesten työttömyysasteen ero supistui edelleen.

Työttömyysaste nousi vuosina 2002–2003 useimmissa euroalueen maissa lukuun ottamatta Kreikkaa ja Italiaa, joiden työttömyys väheni, sekä Suomea ja Espanjaa, joiden työttömyysaste säilyi jokseenkin muuttumattomana. Työttömyysasteiden hajonta euroalueen maissa väheni kaiken kaikkiaan vuonna 2003. Joidenkin maiden vuoden 2003 työttömyysluvut kuvastavat

kuitenkin osittain sitä, että osa työttömistä on poistunut virallisista tilastoista työttömien kirjaamisessa tapahtuneiden muutosten ja työmarkkinaudistusten vuoksi.

Vaikka euroalueen työttömyysaste oli jokseenkin vakaa koko vuonna 2003, työttömien määrä kasvoi edelleen jonkin verran suurimman ajan vuodesta. Työttömien määrä oli joulukuussa 12,3 miljoonaa eli se kasvoi noin 270 000 hengellä edellisvuodesta (ks. kuvio 22). Työttömien määrän kasvu olosuhteissa, joissa työllisyys on melko vakaata, johtuu työvoiman jatkuvasta kasvusta. Työvoiman kasvu vuonna 2003 oli kuitenkin hieman hitaampaa kuin edellisvuonna. Työttömyysasteen nousu sekä se, että avointen työpaikkojen suhde työvoimaan pieneni edelleen, on todennäköisesti hillinnyt halua osallistua työmarkkinoihin esimerkiksi viivästyneillä työmarkkinoille tuloa.

## 2.4 JULKINEN TALOUS

### RAHOITUSASEMAT HEIKKENIVÄT EDELLEEN VUONNA 2003

Euroalueen julkisen talouden rahoitusasema heikkeni vuonna 2003 kolmatta vuotta peräkkäin. Tuoreimpien saatavilla olevien Eurostatin tietojen mukaan rahoitusaseman alijäämä oli keskimäärin 2,7 % BKT:stä vuonna 2003, kun se oli 2,3 % vuonna 2002 (ks. taulukko 8). Rahoitusaseman merkittävä heikkeneminen johtui pääasiassa suhdanneautomaatiikan toiminnasta sellaisessa makrotaloudellisessa tilanteessa, joka ei ollut läheskään niin suotuisa kuin oli odotettu. Useimmat jäsenvaltiot eivät kyenneet saavuttamaan vuoden 2002 lopussa ja vuoden 2003 alussa laadituissa vakausohjelmissä asetettuja tavoitteita. Keskimäärin tavoitteista jäätettiin BKT:hen suhteutettuna miltei 1,0 %.

Julkisen talouden kehitys aiheutti edelleen huolta niissä maissa, joilla oli ollut merkittäviä julkisen talouden alijäämiä jo vuonna 2002. Saksan ja Ranskan BKT:hen suhteutetut alijäämät olivat lähes tai yli 4 % vuonna 2003, kun taas Portugalissa alijäämä oli 3 prosentin tuntumassa suurisuuntaisista tilapäisistä toi-



**Taulukko 8. Julkinen talous euroalueen maissa**

(% BKT:stä)

**Julkisen talouden ylijäämä (+) tai alijäämä (-)**

	2000	2001	2002	2003
<b>Euroalue</b>	<b>-0,9</b>	<b>-1,7</b>	<b>-2,3</b>	<b>-2,7</b>
Belgia	0,2	0,4	0,1	0,2
Saksa	-1,2	-2,8	-3,5	-3,9
Kreikka	-2,0	-2,0	-1,4	-1,7
Espanja	-1,0	-0,4	0,0	0,3
Ranska	-1,4	-1,6	-3,3	-4,1
Irlanti	4,4	1,1	-0,4	0,2
Italia	-1,8	-2,6	-2,3	-2,4
Luxemburg	6,3	6,3	2,7	-0,1
Alankomaat	1,5	0,0	-1,9	-3,0
Itävalta	-1,9	0,2	-0,2	-1,1
Portugali	-3,2	-4,4	-2,7	-2,8
Suomi	7,1	5,2	4,3	2,3

**Julkisen talouden bruttovelka**

	2000	2001	2002	2003
<b>Euroalue</b>	<b>70,4</b>	<b>69,4</b>	<b>69,2</b>	<b>70,4</b>
Belgia	109,1	108,1	105,8	100,5
Saksa	60,2	59,4	60,8	64,2
Kreikka	106,2	106,9	104,7	102,4
Espanja	61,2	57,5	54,6	50,8
Ranska	57,2	56,8	58,6	63,0
Irlanti	38,4	36,1	32,3	32,0
Italia	111,2	110,6	108,0	106,2
Luxemburg	5,5	5,5	5,7	4,9
Alankomaat	55,9	52,9	52,6	54,8
Itävalta	67,0	67,1	66,6	65,0
Portugali	53,3	55,6	58,1	59,4
Suomi	44,6	43,9	42,6	45,3

Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tiedot perustuvat liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn määritelmään. Rahoitusjäämiin ei sisälly UMTS-toimilupien myynnistä saatuja tuloja.

menpiteistä huolimatta. Alankomaissa julkisen talouden alijäämä oli 3 % BKT:stä vuonna 2003.

Vuonna 2003 julkisten menojen osuus BKT:stä kasvoi euroalueella vuoteen 2002 verrattuna, kun menoihin kohdistui jatkuvasti nousupaineita suureksi osaksi työttömyyskorvausmenojen ja työttömyyteen liittyvien sosiaalisten tulonsiirtojen kasvun vuoksi. Korkomenot supistuivat hieman vuonna 2003. Tulopuolella verotulojen hitaan kasvun vuonna 2003 voidaan katsoa johtuneen lähinnä heikosta talouskehityksestä ja muista odottamattomista verotulojen menetyksistä.

Julkisen talouden rahoitusasemien epäsuotuisa kehitys vaikutti epäedullisesti julkisen talouden keskimääräiseen velkasuhteeseen. Bruttokan-

santuotteeseen suhteutettu euroalueen julkisen talouden velka oli usean vuoden ajan pienentynyt keskeytyksettä, joskin maltillisesti, mutta nousi 70,4 prosenttiin vuonna 2003. Tässä velan suurenemisessa näkyy perusylijiäämän pitkään jatkunut heikkeneminen ja nimellisen BKT:n maltillinen kasvu. Vuonna 2003 velkasuhde ylitti Ranskassa BKT:hen suhteutetun 60 prosentin viitearvon, kun taas Saksassa ja Itävallassa velkasuhde pysyi viitearvoa suurempana ja Belgiassa, Kreikassa ja Italiassa se oli yli 100 % BKT:stä.

Euroalueen finanssipolitiikan linjaus, mitattuna Euroopan komission arvioiden mukaisen suhdannekorjatun perusylijiäämän muutoksella, oli jokseenkin neutraali vuonna 2003. Tämä kuvastaa sitä, että suhdannekorjatut perusmenot

pysyivät hallinnassa ja että välilliset verot ja sosiaaliturvamaksut nousivat joissakin maissa, mikä paljolti kompensoi useissa jäsenvaltioissa toteutettujen ansiotuloverojen lisäkevennysten vaikutuksia.

### **EUROOPAN JULKISEN TALOUDEN HOIDON PERIAATTEET VAARASSA**

Marraskuun 25. päivänä 2003 Ecofin-neuvosto päätti olla ryhtymättä toimiin Euroopan komission Saksaa ja Ranskaa koskevien suositusten perusteella ja jättää soveltamatta näihin maihin liiallisia alijäämiä koskevaa menettelyä. Päätelmissään Ecofin-neuvosto suositteli, että Ranskan tulisi supistaa suhdannekorjattua alijäämäänsä määrällä, joka vastaa 0,8:aa prosenttia BKT:stä vuonna 2004 ja vähintään 0,6:ta prosenttia vuonna 2005, jotta se saa alijäämänsä alle 3 prosenttiin BKT:stä viimeistään vuonna 2005. Samalla Ecofin-neuvosto suositteli, että Saksan tulisi supistaa suhdannekorjattua alijäämäänsä määrällä, joka vastaa 0,6:ta prosenttia BKT:stä vuonna 2004 ja vähintään 0,5:tä prosenttia vuonna 2005, saadakseen alijäämänsä alle 3 prosenttiin BKT:stä viimeistään vuonna 2005 (ks. luku 4). Ecofin-neuvoston päätös on aiheuttanut epävarmuutta euroalueen maiden finanssipolitiikkaa koskevien sääntöjen täytäntöönpanosta tulevaisuudessa. Päätös merkitsee myös ennakkotapausta liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn löyhästä täytäntöönpanosta, mikä saattaa heikentää halukkuutta tasapainottaa julkista taloutta vastaisuudessa.

On olennaisen tärkeää, että EMUn institutionaalisen perustan uskottavuus säilyy. Saksan ja Ranskan on nyt elettävä vastuunsa mukaisesti ja täytettävä sitoumuksensa liiallisten alijäämien korjaamiseksi mahdollisimman pian ja viimeistään vuonna 2005. Maiden, joiden julkinen talous on yhä epätasapainossa, on myös pyrittävä saavuttamaan keskipitkällä aikavälillä lähes tasapainoinen tai ylijäämäinen julkisen talouden rahoitusasema vähentämällä suhdannekorjattua alijäämäänsä määrällä, joka vastaa vähintään 0,5:tä prosenttia BKT:stä vuosittain.

Terveen finanssipolitiikan toteuttaminen on kaikkien maiden edun mukaista. Kun julkisen

talouden rahoitusasema on lähes tasapainoinen tai ylijäämäinen, suhdanneautomaatiikka voi toimia vapaasti, mikä helpottaa talouden suhdanteiden tasaamista. Terve julkinen talous voi julkisen velan supistuessa myös auttaa yksittäisiä maita selviytymään niistä vaikutuksista, joita väestön ikääntyminen aiheuttaa julkiseen talouteen. Toisaalta kurinalaisuuden puute lisää epävarmuutta julkisen talouden tulevasta tilasta, mikä haittaa talouden toimijoiden pitkän aikavälin päätöksentekoa. Se voi luoda myös ulkoisvaikutuksia, jotka saattavat vaikuttaa negatiivisesti muihin jäsenvaltioihin.

Vuoden 2003 lopussa ja vuoden 2004 alussa esitettyjen vakausohjelmien mukaan euroalueen julkisen talouden alijäämän odotetaan supistuvan 0,3 prosenttiyksikköä eli 2,4 prosenttiin BKT:stä vuonna 2004. Menojen hillinnästä koituvien julkisen talouden tasapainottamistoimien, korkomenojen vähenemisen ja talouden aktiivisuuden vähittäisen elpymisen tulisi olla vaikutuksiltaan voimakkaampia kuin useissa maissa toteutettuihin veronkevennyksiin liittyvät ekspansiiviset vaikutukset. Euroalueen suhdannekorjatun julkisen talouden rahoitusaseman ennakoidaan paranevan vuonna 2004. Saksan ja Ranskan alijäämien odotetaan supistuvan mutta pysyvän yli 3 prosentin BKT:stä vuonna 2004. Ecofin-neuvoston lausuntojen mukaan Ranskan vakausohjelman mukaiset korjaavat toimet liiallisen alijäämän poistamiseksi vuonna 2005 näyttävät riittämättömiltä ja myös Saksan toimet saattavat olla riittämättömiä liiallisen alijäämän korjaamiseksi vuonna 2005. Lisäksi Ecofin-neuvoston lausunnoissa esitettyjen komission laskelmien mukaan näyttää epätodennäköiseltä, että Kreikka, Italia ja Portugali vähentäisivät suhdannekorjattua alijäämäänsä määrällä, joka vastaa vähintään 0,5:tä prosenttia BKT:stä vuonna 2004.

### **JULKISEN TALOUDEN RAKENTEELLISET UUDISTUKSET OVAT YHÄ ELINTÄRKEITÄ**

Joissakin maissa toteutetut tai suunnitellut eläkejärjestelmien uudistukset parantavat julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyyttä. Euroopan väestön merkittävä ikääntyminen edellyttää kuitenkin lisätoimenpiteitä (ks.

## KATTAVIEN UUDISTUSTEN MERKITYS KESTÄVÄN JULKISEN TALOUDEN KANNALTA

Julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyuden varmistamiseksi euroalueen maiden on toteutettava mittavia finanssipoliittisia ja muita uudistuksia.

### Väestön ikääntyminen ja julkisen talouden kestävyys

Yksi euroalueen maiden julkisen talouden kestävyteen kohdistuvista merkittävimmistä riskeistä johtuu väestön ikääntymisestä. Eurostat ennakoii, että ns. vanhuushuoltosuhte eli 65 vuotta täyttäneiden osuus maan väestöstä suhteessa 15–64-vuotiaisiin kasvaa noin 25 prosentista vuonna 2000 yli 50 prosenttiin vuonna 2050. Tämä demografinen muutos aiheuttaa paineita julkiseen talouteen, sillä se nostaa vanhuudenturvaan liittyviä menoja, erityisesti julkisia eläkemaksuja ja terveydenhuollon ja pitkäaikaishoidon kustannuksia. Euroopassa suurin osa julkisista eläkejärjestelmistä on rahastoimattomia, ts. tällä hetkellä maksettavat eläkkeet rahoitetaan tämänhetkisillä eläkemaksuilla. Koska nykyisillä eläkemaksuilla rahoitetaan nykyiset eläkkeet, tällaiset järjestelmät joutuvat koetukselle eläkkeensaajien määrän kasvaessa. Terveydenhuoltoon liittyvät menot kasvavat pakostakin, sillä terveydenhuoltopalvelujen kysyntä yleensä kasvaa iän myötä. Aikaisempien kokemusten valossa näyttää siltä, että myös tekninen kehitys voi osaltaan kasvattaa terveydenhuollon kustannuksia.

Ecofin-neuvoston teettämässä ja talouspoliittisen komitean väestön ikääntymistä käsittelevän työryhmän hiljattain toteuttamassa tutkimuksessa<sup>1</sup> on arvioitu, että useimmissa euroalueen maissa väestön ikääntymisestä johtuva julkisten eläkemenojen kasvu vuoteen 2050 mennessä vastaa 3–6:ta prosenttia BKT:stä. Terveydenhuollon ja pitkäaikaishoidon kustannusten kasvun voidaan katsoa lisäävän menoja määrällä, joka vastaa 2–4:ää prosenttia BKT:stä.

### EU:n strategia ikääntymisongelman ratkaisemiseksi

Koska kattavien uudistusten tarve haluttiin ottaa huomioon, EU:ssa sovittiin vuonna 2001 kolmikantaisesta strategiasta, joka antaisi mahdollisuudet puuttua väestön ikääntymisestä johtuviin paineisiin. Tämä strategia sisältyi ensin vuoden 2001 talouspolitiikan laajoihin suuntaviivoihin (Broad Economic Policy Guidelines, BEPGs), ja siinä esitetään 1) toimet työllisyysasteen nostamiseksi, 2) julkisen velan nopea vähentäminen ja 3) eläke- ja terveydenhoitojärjestelmien lisä uudistukset, joihin sisältyy rahastoinnin entistä laajempi käyttö. Perustamissopimuksessa ja vakaus- ja kasvusopimuksessa määritellyt EU:n julkisen talouden hoidon periaatteet ovat myös keino vastata väestön ikääntymisen aiheuttamiin finanssipoliittisiin haasteisiin, sillä niissä edellytetään keskipitkällä aikavälillä lähes tasapainoista tai ylijäämäistä julkisen talouden rahoitusasemaa ja asetetaan julkisen talouden velka- ja alijäämäraajat.

### Nykyinen finanssipolitiikka

Euroalueen maissa nykyisin harjoitettu finanssipolitiikka antaa ristiriitaisen kuvan toimenpiteistä, joilla julkisen talouden kestävyyttä pyritään parantamaan. Vaikka eläke- ja terveydenhoitojärjestelmien uudistukset viittaavatkin oikeaan suuntaan, suunnitellut toimet ei-

<sup>1</sup> Tämä tutkimus on saatavilla Euroopan komission talouden ja rahoituksen pääosaston verkkosivuilta [www.europa.eu.int/comm/economy\\_finance/epc\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/economy_finance/epc_en.htm).

vät yleensä riittää varmistamaan järjestelmien kestävyyttä, vaan tarvitaan enemmän muutoksia. Useimmilla eläkeuudistuksilla pyritään nostamaan tosiasiallista eläkeikää esimerkiksi luomalla kannustimia pysyä työmarkkinoilla ja pidentämällä täysimääräisten eläke-etuuksien saannin edellyttämää eläkemaksujen suoritusaikaa. Terveystaloudessa keskitytään yleensä hillitsemään menojen kasvua lyhyellä aikavälillä esimerkiksi lisäämällä tietoisuutta lääkehoidon kustannuksista siten, että potilasmaksuja korotetaan. Nykyiset suuret julkisen talouden alijäämät ovat suureksi osaksi myös rakenteellisia. Tämä tarkoittaa sitä, että ennakoitujen demografisten muutosten aiheuttamien julkisen talouden tarpeiden täyttämisen lisäksi maiden on jatkettava kunnianhimoisia rakenteellisia tasapainottamistoimia, jotta ne saavat julkisen talouden rahoitus- asemansa terveelle pohjalle.

kehikko 6). Julkisen talouden tasapainottamisen tulisi olla osa uskottavaa keskipitkän aikavälin kokonaisuudistusta. Tasapainottamistoimet ja rakenneuudistukset yhdessä voivat toimia vastapainona budjettisäästöjen negatiivisille lyhyen aikavälin kysyntävaikutuksille, sillä ne lisäävät euroalueen maiden hallitusten uskottavuutta ja yleisön luottamusta niiden kykyyn pitää kiinni sovituista säännöistä ja varmistaa finanssipolitiikan kestävyys pitkällä aikavälillä.

Menopuolen rakenneuudistukset ovat erityisen tärkeitä. Jotta julkisen talouden hoidon taso parane, menojen painopistettä tulisi siirtää potentiaalista tuotannon kasvua edistäviin tuottaviin kohteisiin. Yleisten menositoumusten supistaminen luo mahdollisuuksia verojen kevenykseen, mikä osaltaan edistää talouskasvua.

## 2.5 GLOBAALI MAKROTALOUDELLINEN YMPÄRISTÖ, VALUUTTAKURSSIT JA MAKSUTASE

### MAAILMANTALouden ELPYMINEN KIIHTYI VUONNA 2003

Vuoden 2003 ensimmäinen puolisko oli epävarmaa aikaa lähinnä geopoliittisten jännitteiden, terroriuhkien, SARS-epidemian ja deflaatiopelkojen vuoksi, mutta vuoden jälkimmäisellä puoliskolla maailmantalouden elpyminen kiihtyi. Vuoden 2003 loppuun mennessä lähinnä Yhdysvaltojen ja Aasian kasvun vetämä elpyminen oli laajentunut ja voimistunut. Vaikka yksityinen kulutus ja ekspansiivinen talouspolitiikka tukivat maailmantalouden maltillista kasvua, erityisesti yritysten investoinnit pysyivät

joissakin teollisuusmaissa varsin vaisuina ylikapasiteetin ja yritysten korkean velkaantuneisuuden takia. Inflaatiopaineet säilyivät verrattain vähäisinä ottaen huomioon jatkuva huomattava ylikapasiteetti ja nopea tuottavuuden kasvu erityisesti Yhdysvalloissa. Tasapainottomuuksia esiintyi kaiken aikaa vuonna 2003. Erityisesti Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämä kasvoi edelleen dollarin huomattavasta heikkenemisestä huolimatta.

Elpyminen laajeni Yhdysvalloissa vuonna 2003 ja BKT:n kasvuvauhti kiihtyi 3,1 prosenttiin edellisvuoden 2,2 prosentista. Vuoden alkupuolella Irakin sodan valmisteluun liittynyt suuri geopoliittinen epävarmuus rasitti sijoittajien luottamusta ja siten osaltaan viivästytti Yhdysvaltojen talouden elpymistä. Taloudellinen toimeliaisuus kuitenkin vilkastui vuoden toisella neljänneksellä geopoliittisten epävarmuustekijöiden hälventymisen myötä, ja kasvu kiihtyi selvästi vuoden jälkimmäisellä puoliskolla. Kotitalouksien kulutus piti pintansa ja tuki huomattavasti BKT:n kasvua. Yksityinen kulutus kiihtyi etenkin kesän aikana ja kasvoi vuonna 2003 kaikkiaan 3,1 %. Kotitalouksien kulutukseen myötävaikuttivat veroalennukset, jotka tukivat käytettävissä olevien tulojen kasvun jatkumista (4,3 % vuonna 2003, kun edellisvuonna kasvuvauhti oli 5,2 %). Lisäksi vuoden ensimmäisellä puoliskolla asuntolainojen uudelleenrahoitus kasvatti käytettävissä olevia tuloja. Yhdessä nämä tekijät vaikuttivat kolmanteen vuosineljännekseen saakka kotitalouksien kulutukseen voimakkaammin kuin alhainen luottamus ja epäsuotuisa työmarkkinatilanne.

Kun asuntomarkkinat olivat vilkkaat ja asuntolainojen korot historiallisen alhaiset, asuntoinvestoinnit kasvoivat vuonna 2003 reaalisesti peräti 5,2 %.

Eräs talouden heikkouden syy vuonna 2003 oli työmarkkinoiden taantuminen, joskin työmarkkinaolosuhteiden kohenemisesta saatiin joitakin merkkejä kolmannella neljänneksellä. Työpaikkojen määrä yksityisellä sektorilla supistui huomattavasti vuoden 2003 ensimmäisellä puoliskolla mutta elpyi tämän jälkeen maltillisesti. Työttömyysaste alkoi laskea kesällä oltuaan enimmillään 6,4 %, ja se on tämän jälkeen laskenut 5,6 prosenttiin tammikuussa 2004, joskin paraneminen johtuu osittain työvoiman supistumisesta.

Kahden negatiivisen kasvun vuoden päätteeksi yritysten investoinnit kasvoivat 4,3 % vuonna 2003. Niiden kasvu käynnistyi vuoden toisella neljänneksellä ja kiihtyi loppuvuonna saavuttanen kaksinumeroisia vuositasolle laskettuja lukuja. Investointien elpyminen perustui suotuisiin rahoitusoloihin, voittojen kasvuun ja hyviin kysyntänäkymiin. On kuitenkin huomattava, että investointien kasvu oli edelleen kapea-alaista, sillä se koski lähinnä IT-laitteita ja ohjelmistoja. Tuonnin määrä kasvoi vientiä nopeammin vuonna 2003, kun Yhdysvaltojen kotimainen kysyntä kasvoi nopeammin kuin sen tärkeimpien kauppakumppaneiden. Vastaavasti vaihtotaseen alijäämä kasvoi yli 5 prosenttiin BKT:stä vuonna 2003. Tämä johtui suurelta osin julkisten sektorin tasapainottomuuksista.

Yhdysvaltojen kuluttajahintainflaatio ja tuottajahintainflaatio kiihtyivät vuonna 2003. Kuitenkin energian hinnan vaikutuksesta puhdistettuina inflaatiopaineet olivat yleisesti ottaen viime vuonna heikot, kun kapasiteetin käyttöasteet olivat alhaiset ja tuottavuuden kasvu nopeaa. Vuonna 2003 kuluttajahintaindeksin vuotuinen nousuvauhti kiihtyi 2,3 prosenttiin oltuaan 1,6 % vuonna 2002. Tuottajahintaindeksin vuotuinen muutosvauhti puolestaan kiihtyi 3,2 prosenttiin –1,3 prosentista vuonna 2002. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu kuluttajahintainflaatio oli 1,4 % vuonna

2003, kun se vuonna 2002 oli ollut 2,4 %. Ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu tuottajahintainflaatio pysyi hitaana.

Korot olivat pitkän aikavälin keskiarvoihin nähden alhaiset vuonna 2003. Yhdysvaltojen keskuspankin avomarkkinakomitea laski heinäkuussa 2003 federal funds -tavoitekorokseen 25 peruspisteellä 1 prosenttiin. Avomarkkinakomitean kokousten jälkeen annetuissa lausunnoissa todettiin joulukuuhun saakka, että ekspansiivista rahapolitiikkaa jatkettaisiin ”huomattavan aikaa” inflaation hidastumisriskin vuoksi. Tammikuun 2004 kokouksen jälkeen lausuntoa kuitenkin muutettiin siten, että sen mukaan avomarkkinakomitea olisi ”kärsivällinen” ennen kuin se muuttaisi rahapolitiikkaa. Finanssipolitiikka oli edelleen selvästi ekspansiivista vuonna 2003, kun liittovaltion tilivuoden 2003 budjetin alijäämä kasvoi 3,5 prosenttiin BKT:stä edellisen vuoden 1,5 prosentista. Tämä johtui pääasiassa päätösperäisistä budjettitoimista ja vähäisemmässä määrin budjetin automaattisesta mukautumisesta suhdannevaihteluun.

Japanissa reaalityalouden toimeliaisuus kasvoi viennin ja kiihtyvien yksityisten investointien vauhdittamana vuonna 2003. Alkuvuonna viennin kasvu hieman hidastui mutta kiihtyi sitten vuoden toisella puoliskolla. Etenkin Aasian alueelle suuntautuva vienti kasvoi voimakkaasti, ja yli puolet koko viennin kasvusta vuonna 2003 kohdistui Kiinaan. Vuoden toisella neljänneksellä korot olivat historiallisesti katsoen alhaiset, ja viennin kasvu johti teollisuustuotannon vilkastumiseen. Erityisen selvästi piristyivät vientipainotteiset konepaja- ja elektroniikka-sektorit. Muuhun kuin asuinrakentamiseen tehdyt yksityiset investoinnit kasvoivat voimakkaasti, kun yritysten tulokset ja taseiden rakenne kohenivat jonkin verran. Heikkona pysyvän työmarkkinatilanteen ja tulotason vuoksi yksityinen kulutus oli verrattain vaisua. Julkista taloutta on jatkuvasti pyritty vakauttamaan keskipitkällä aikavälillä, ja julkiset menot supistuivatkin, kun julkiset investoinnit vähenivät merkittävästi.

Deflaatiopaineet helpottivat jonkin verran vuonna 2003. Kuluttajahintaindeksi laski keskimäärin 0,3 %, kun vuonna 2002 se oli laskenut 0,9 %. Japanin keskuspankki nosti keskuspankissa olevien sekkitilitalletusten määrää koskevan tavoitteen vuoden alussa olleesta 15 000–20 000 miljardista jeniin 30 000–35 000 miljardiin jeniin tammikuussa 2004. Lisäksi se päätti ostaa omaisuusvakuudellisia arvopapereita joksikin aikaa edistääkseen pienten ja keskisuurten yritysten sujuvaa rahoitusta.

Japanin ohella muissa Aasian maissa talouden kehitys oli voimakasta vuonna 2003, joten edellisen vuoden elpyminen vahvistui. Alue kesti hyvin eräitä epäsuotuisia sokkeja, kuten geopoliittista epävarmuutta (Irakin sota ja Pohjois-Korean jännitteet) sekä SARS-epidemiaa. Tuotannon voimakas kasvu johtui useiden tekijöiden vaikutuksesta. Ensinnäkin vientikysyntä sai tukea maailmantalouden tilan kohenemisestä ja efektiivisten valuuttakurssien heikkenemisestä, joten vientitoiminta oli vilkasta monessa alueen maassa. Toiseksi myös kotimainen kysyntä kasvoi enemmän kuin aluksi odotettiin vaikka supistuikin toisella vuosineljänneksellä merkittävästi SARSin leviämisen vuoksi. Alueen yksittäisistä maista Kiinan talous kasvoi edelleen selvästi nopeimmin: BKT kasvoi 9,1 % vuonna 2003.

EU:n hakijamaissa tuotannon kasvu pysyi hyvänä vuonna 2003 heikosta ulkoisesta toimintaympäristöstä huolimatta. BKT:n määrän kasvu johtui pääasiassa yksityisestä kulutuksesta ja nettoviennistä. Joissakin maissa myös investoinnista saatiin vahvistumisen merkkejä. Julkisen talouden rahoitusasema heikkeni useissa maissa, mikä on julkisen talouden kestävyyskannalta keskeinen haaste. Hakijamaiden keskimääräinen YKHI-inflaatiouauhti säilyi lähellä 2:ta prosenttia, joskin maiden kesken oli edelleen suuria eroja (ks. luku 7).

Latinalaisessa Amerikassa talouden yleisestä elpymisestä saatiin jonkin verran merkkejä vuonna 2003, kun Argentiina toipui voimakkaasti edellisen vuoden kriisistään. Alueen kahdesta suurimmasta maasta Brasilian BKT supis-

tui, ja myös Meksikon tuotannon kasvu oli varsin vaisua. Brasilian talouden kasvu oli vuoden 2003 kolmella viimeisellä neljänneksellä negatiivista, mikä johtui suurelta osin siitä, että kotimainen kysyntä hiljeni rahoituskustannusten pienestä alenemisesta huolimatta. Meksikon talouskehitystä rasitti eniten tehdasteollisuussektori, jonka vienti ei ole pysynyt Yhdysvaltojen talouden elpymisen vauhdissa.

Raakaöljyn (Brent) hinta oli keskimäärin 28,9 dollaria barrelilta vuonna 2003 eli 15,4 % enemmän kuin edellisvuonna. Nousu johtui tarjonnan katkoksista, patoutuneesta kysynnästä, pienistä varastoista ja geopoliittisista jännitteistä. Myös muiden hyödykkeiden kuin öljyn hinnat nousivat huomattavasti vuonna 2003, kun taloudellinen toimeliaisuus vilkastui ympäri maailmaa. Etenkin Kiinan suuri raaka-aineiden kysyntä vaikutti voimakkaasti hyödykemarkkinoihin.

#### **EURO VAHVISTUI VOIMAKKAASTI VUONNA 2003**

Vuonna 2003 euron vahvistuminen muihin keskeisiin valuuttoihin nähden jatkui. Vahvistuminen oli voimakkainta suhteessa Yhdysvaltojen dollariin ja moniin Aasian valuuttoihin, jotka on kiinnitetty virallisesti tai epävirallisesti Yhdysvaltojen dollariin. Euro vahvistui hieman vähemmän määrin myös Japanin jeniin, Englannin puntaan ja Sveitsin frangiin nähden mutta heikkeni Australian dollariin nähden.

Vuoden 2003 ensimmäisellä puoliskolla kehitykseen vaikutti korkea taloudellinen ja geopoliittinen epävarmuus. Euron nousupaine hällitti väliaikaisesti kesällä, kun markkinoiden odotukset tärkeimpien kauppakumppanien talouden elpymisestä kohentuivat. Vuoden 2003 lopulla euro vahvistui jälleen, kun markkina-analyttikot huolestuivat entistä enemmän maailmanlaajuisista tasapainottomuuksista. Vuoden 2003 lopussa euron nimellinen efektiivinen kurssi oli lähes 11 % vahvempi kuin vuoden alussa ja miltei 17 % vahvempi kuin vuonna 2002 keskimäärin.

Vuoden 2004 kahden ensimmäisen kuukauden aikana euron efektiivinen valuuttakurssi ei enää vahvistunut. Tuona aikana euron kurssiin vai-

**Kuvio 23. Euron nimellinen ja reaaliin efektiivinen valuuttakurssi-indeksi<sup>1)</sup>**

(kuukausittaisia/neljännesvuosittaisia tietoja, 1999/I = 100)

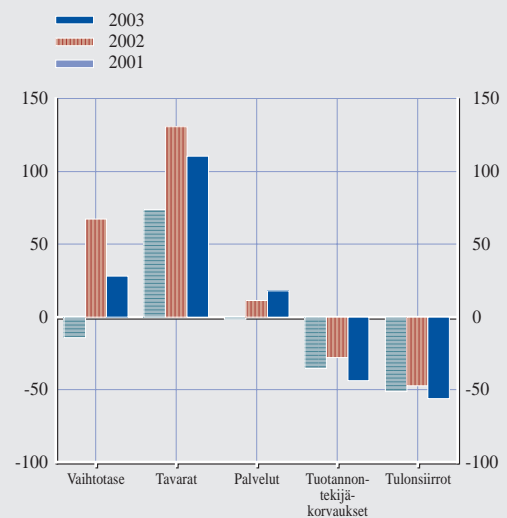


Lähde: EKP.

1) Nouseva käyrä merkitsee euron vahvistumista. Tuoreimmat tiedot tehdasteollisuuden yksikkötyökustannuksista ovat vuoden 2003 kolmannelta neljännekseltä ja perustuvat osittain arvioihin.

**Kuvio 24. Vaihtotase ja sen erät**

(mrd. euroa, taseet 12 kuukauden summia, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

kutti useita erisuuntaisesti vaikuttavia tekijöitä, mukaan lukien markkinoiden reaktiot G7-ryhmän helmikuun 2004 alussa antamaan valuuttakurssien liikkeitä koskevaan kannanottoon. Helmikuun 27. päivänä 2004, joka on viimeinen päivä, jonka tiedot on otettu huomioon tässä vuosikertomuksessa, euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi oli vahvistunut 3,8 % vuoden 2003 keskimääräisestä kurssista.

Euron reaaliset efektiiviset valuuttakurssit, joita laskettaessa otetaan huomioon euroalueen ja sen tärkeimpien kauppakumppanien hintojen ja työvoimakustannusten erot, muuttuivat varsin samansuuntaisesti kuin nimellinen valuuttakurssi-indeksi ja olivat vuoden 2003 viimeisellä neljänneksellä hieman korkeammat kuin vuoden 1999 ensimmäisellä neljänneksellä (ks. kuvio 23).

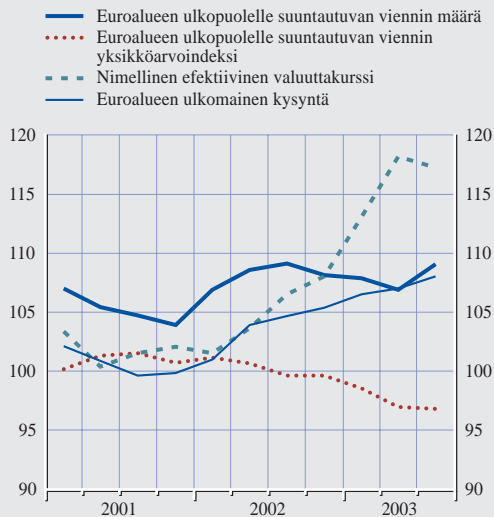
Vuonna 2003 euro vahvistui erityisen voimakkaasti Yhdysvaltain dollariin nähden, joka heikkeni laaja-alaisesti. Vuoden ensimmäisten kuukausien aikana kiristyvien geopoliittisten jännitteiden luoma epävarmuus ja todennäköiset vaikutukset maailmantalouden näkymiin näyttävät rasittaneen Yhdysvaltojen valuuttaa. Lisäksi

monet Yhdysvalloissa julkistetut odotettua heikommät taloustiedot, vaihtotaseen alijäämän kasvu ja heikkenevä julkistalouden rahoitusasema tulkittiin markkinoilla Yhdysvaltojen dollariin negatiivisesti vaikuttaviksi tekijöiksi vuoden 2003 alkupuolella. Kesällä Yhdysvaltain dollarin kurssikehitys vakaantui, kun markkinoiden odotukset Yhdysvaltojen talouden kasvunäkymistä kohenivat. Vuoden loppupuolella markkinoiden huoli Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämän rahoittamisesta kuitenkin näyttää varjostaneen näitä myönteisiä tekijöitä, jolloin Yhdysvaltojen valuuttaan kohdistui jälleen laskupaineita. Euron dollarikurssi 30.12.2003 oli 1,25 eli noin 19,5 % vahvempi kuin vuoden alussa ja yli 32 % vahvempi kuin vuonna 2002 keskimäärin. Euron dollarikurssi 27.2.2004 oli 1,24 eli 9,8 % vahvempi kuin vuonna 2003 keskimäärin.

Euron kurssin kehitys suhteessa Japanin jeniin oli syyskuuhun 2003 saakka samanlainen kuin Yhdysvaltojen dollariin nähden. Japanin jenin kehitys vaikuttaa johtuneen pääasiassa Japanin taloudellisen toimeliaisuuden vilkastumisesta ja Japanin viranomaisten valuuttamarkkinoilla to-

**Kuvio 25. Vienti euroalueen ulkopuolelle, ulkomainen kysyntä ja nimellinen efektiivinen valuuttakurssi**

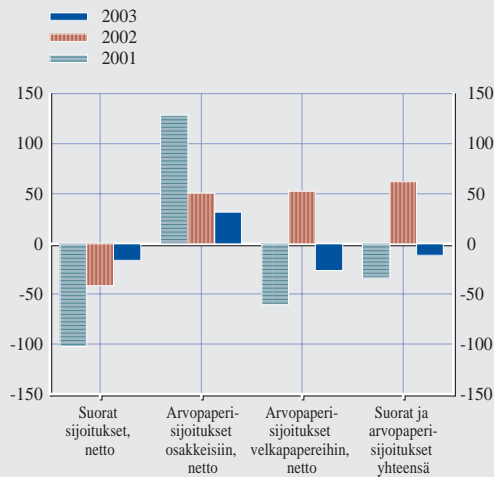
(2000 = 100)



Lähteet: Eurostat sekä Eurostatin tietoihin perustuvat EKP:n laskelmat.  
Huom. Tuoreimmat tiedot ovat vuoden 2003 kolmannelta neljännekseltä.

**Kuvio 26. Rahoitustase**

(mrd. euroa)



Lähde: EKP.

teuttamista interventioista jenin ja dollarin välisen kurssin vakauttamiseksi. Japanin jeni vahvistui nopeasti ja laaja-alaisesti Dubaissa pidetyn G7-kokouksen jälkeen, kun kokouksessa todettiin, että valuuttakurssien olisi suotavaa olla joustavampia, jotta ne voisivat edistää rahoitusjärjestelmän sujuvaa ja laaja-alaista sopeutumista markkinamekanismeihin. Vuoden 2003 lopulla euron jenikurssi oli 133,7 eli 7,5 % vahvempi kuin vuoden alussa ja yli 13 % vahvempi kuin vuonna 2002 keskimäärin. Helmikuun 27. päivänä euron jenikurssi oli 135,6 eli 3,6 % vahvempi kuin vuonna 2003 keskimäärin.

Mitä tulee muihin Euroopan valuuttoihin, euro vahvistui suhteessa Englannin puntaan, Sveitsin frangiin ja selvemmin Norjan kruunuun mutta säilyi jokseenkin ennallaan Ruotsin kruunuun ja Tanskan kruunuun nähden. Viimeksi mainittu vaihteli edelleen kapean vaihteluvälän sisällä lähellä valuuttakurssimekanismi ERM II:n mukaista eurokeskuskurssiaan.

### VAIHTOTASEEN YLIJÄÄMÄ PIENENI VUONNA 2003

Vuonna 2003 euroalueen vaihtotaseen ylijäämä supistui 28,1 miljardiin euroon (0,4 % BKT:stä), kun se oli ollut 67,1 miljardia euroa (0,9 % BKT:stä) vuonna 2002. Supistuminen johtui pääasiassa siitä, että tavara-kaupan ylijäämä supistui 20,6 miljardia euroa ja tuotannon-tekijäkorvausten alijäämä kasvoi 16,0 miljardia euroa. Näitä muutoksia tasoitti vain osittain se, että palvelujen ylijäämä nousi hieman ja tulonsiirtojen alijäämä supistui hieman (ks. kuvio 24). Tavaratuonti pysyi vuonna 2003 edellisvuoteen nähden muuttumattomana, joten tavara-kaupan ylijäämän supistuminen johtui euroalueen viennin hinnan supistumisesta (2,2 %) samalla jaksolla.<sup>7</sup>

Tuotannon-tekijäkorvausten alijäämän kasvu johtui lähes kokonaan tuotannon-tekijäkorvauksiin kirjattujen tulojen supistumisesta. Tähän muutokseen keskeisesti vaikuttanut tekijä näyttää olleen euron vahvistuminen vuonna

<sup>7</sup> Tässä yhteydessä viennillä ja tuonnilla tarkoitetaan euroalueen rajat ylittävää kauppaa.



2003, joka alensi muualta maailmalta saatavien tulojen euromääräistä arvoa.

Viennin kehityksestä saadaan parempi käsitys, kun euroalueen tavaraviennin arvosta eritellään määrät ja hinnat vuoden 2003 kolmanteen neljännekseen ulottuvien ulkomaankauppatilastotietojen perusteella. Erittely viittaa siihen, että viennin arvon pieneneminen vuoden 2003 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana johtui hintojen alenemisesta.<sup>8</sup> Euroalueen viejät alensivat euromääräisiä hintojaan kompensoidakseen hintakilpailukyvyyn heikkenemistä (ks. kuvio 25). Samaan aikaan viennin määrä supistui vuoden 2003 ensimmäisellä puoliskolla ja kasvoi jälleen kolmannella neljänneksellä. Vaima ulkomainen kysyntä ja euron vahvistuminen myötävaikuttivat aluksi euroalueen vientimäärien pienuuteen, ja niiden nopea elpyminen näyttää johtuneen ensi sijassa ulkomaisen kysynnän voimakkaasta kasvusta kolmannella neljänneksellä. Kaiken kaikkiaan vientimäärät olivat vuoden 2003 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä hieman suuremmat kuin vuonna 2002 keskimäärin. Ne eivät kuitenkaan kasvaneet yhtä voimakkaasti kuin ulkomainen kysyntä, mikä viittaa euroalueen viejien markkinaosuuden supistumiseen.

#### **PÄÄOMAA VIETIIN NETTOMÄÄRÄISESTI YHTEENLASKETTUINA SUORINA SIIJOITUKSINA JA ARVOPAPERISIIJOITUKSINA VUONNA 2002**

Rahoitustaseen mukaan pääomaa vietiin yhteenlaskettuina suorina sijoituksina ja arvopaperisijoituksina nettomääräisesti 9,3 miljardin euron arvosta vuonna 2003, kun vuonna 2002 pääomaa tuotiin nettomääräisesti 61,9 miljardin euron arvosta (ks. kuvio 26). Muutos johtui suurelta osin arvopaperisijoitusten nettotuonnin supistumisesta (91,6 miljardia euroa), jota suoriin sijoituksiin liittyvän nettoviennin samanaikainen supistuminen (20,3 miljardia euroa) tasoitti vain osittain.

Arvopaperisijoitusten kehitys puolestaan kuvasti pääasiassa velkainstrumenteilla tehtyjä kauppvoja. Tarkemmin sanoen, kun vuonna 2002 velkainstrumentteihin liittyi 52,8 miljardin euron nettotuonti, vuonna 2003 saldo muuttui

negatiiviseksi ja putosi -27,4 miljardiin euroon (ks. kuvio 26). Tämä johtui suurelta osin siitä, että rahamarkkinainstrumentteihin liittyvän pääoman nettotuonti muuttui nettovienniksi, kun ulkomaiset sijoittajat ilmeisesti alkoivat lisätä korkeariskisempien kohteiden painotusta sijoitussalkuissaan erityisesti vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla. Tämän kehityksen tärkein syy oli todennäköisesti maailmantalouden näkymien koheneminen, josta kertoo myös osakemarkkinoiden voimakas nousuvire maailman osakemarkkinoilla jakson aikana. Samaan aikaan joukkolainoihin liittyvän pääoman nettotuonti väheni vuonna 2003 edellisvuodesta. Tämä kuitenkin johtui suurelta osin siitä, että euroalueen ulkopuoliset myivät pääomatappioiden pelossa euroalueella liikkeeseen laskettuja velkapapereita heinäkuussa ja elokuussa 2003, kun pitkäaikaisten joukkolainojen tuotot kasvoivat.

Sekä suorat sijoitukset että osakkeisiin liittyvät arvopaperisijoitukset euroalueella kehittyivät ylipäätään tasapainoisempaan suuntaan vuonna 2003. Tämä liittyi suurelta osin Irakin sodasta ja SARS-epidemiasta aiheutuneeseen taloudelliseen ja geopoliittiseen epävarmuuteen, joka vaikutti epäsuotuisasti sijoituspäätöksiin vuoden ensimmäisellä puoliskolla (ks. kuvio 26). Kun epävarmuus väheni ja osakkeiden hinnat alkoivat nousta, rajat ylittävä osakekauppa ensin vakaantui ja alkoi sitten kasvaa. Vuoden 2003 jälkimmäisellä puoliskolla myös suorat sijoitukset euroalueen ulkopuolelle alkoivat elpyä asteittain, kun maailmantalouden ja kotimaan näkymät kohenivat, mutta suorat ulkomaiset sijoitukset euroalueelle pysyivät alhaisina.

8 Tavarakaupan jako määriin ja arvoihin perustuu ulkomaankaupan tilastoihin, joissa hinnat perustuvat yksikköarvoindekseihin. Määritelmien, kattavuuden ja kirjausajankohtien erojen vuoksi Eurotatin kokoamat ulkomaankaupan tilastot eivät ole täysin vertailukelpoisia EKP:n kokoaman maksutasetilaston tavarat-erän kanssa.

### 3 EUROALUEEN ULKOPUOLISTEN EU-MAIDEN REAALI- JA RAHATALOUDEN KEHITYS

Eurojärjestelmä ja euroalueen ulkopuolisten EU-maiden kansalliset keskuspankit toimivat tiiviissä yhteistyössä EKP:n yleisneuvostossa. Makrotalouden sekä raha- ja valuuttapolitiikan kehityksen säännöllinen arviointi on olennainen osa eurojärjestelmän ja euroalueen kolmen ulkopuolisen EU-maan kansallisen keskuspankin välistä koordinoitua. Vaikka nämä kolme kansallista keskuspankia toteuttavat rahapolitiikkaa erilaisten institutionaalisten ja operatiivisten lähtökohdienten pohjalta, niiden rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on hintavakauden säilyttäminen.

#### TANSKA

Tanskan talouskasvu hidastui vuonna 2003, ja BKT:n määrän kasvuvauhti hidastui 0,0 prosenttiin, kun se vuonna 2002 oli ollut 1,0 % (ks. taulukko 9). Vuoden 2003 alkupuoliskolla kotimainen kysyntä ja erityisesti investoinnit pysyivät vaimeina. Kotimainen kysyntä kasvoi kuitenkin jälleen loppuvuoden aikana kuluttajien ja teollisuuden

luottamuksen parantumisen mukaan. Yksityisen kulutuksen lisääntymistä tukivat alhaiset korot, lyhennyserättömien asuntolainojen käyttöönotto sekä käytettävissä olevien tulojen ja asuntovarallisuuden kasvu. Viennin kasvu hidastui edellisvuotisesta vientikysynnän heikkouden vuoksi. Näin ollen tuonti kasvoi vuonna 2003 hieman nopeammin kuin vienti. Samana ajanjaksona työttömyysaste nousi 5,6 prosenttiin.

Vuotuinen inflaatiovauhti hidastui 2,0 prosenttiin vuonna 2003 (ks. kuvio 27). Tähän vaikuttivat pääasiassa välillisen verotuksen keventäminen (alkoholin, tupakan ja virvoitusjuomien valmisteveron lasku) ja Yhdysvaltain dollarin heikkenemisen aiheuttama energian hintojen lasku. Inflaatiovauhdin hidastumista tuki myös hintojen lasku vakuutus- ja viestintätoimialalla. Yksikkötyökustannukset kasvoivat hieman vuonna 2003, sillä tuottavuuden kasvu hidastui hieman ja palkat nousivat.

Tanskan julkisen talouden ylijäämä supistui 1,5 prosenttiin BKT:stä vuonna 2003, kun se oli

**Taulukko 9. Tanskan taloutta kuvaavia indikaattoreita**

(vuotuinen prosenttimuutos, ellei toisin mainita)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
BKT:n määrä	2,6	2,8	1,6	1,0	0,0	1,4	-1,2	-0,4	0,3
Vaikutus BKT:n määrän kasvuun: <sup>1)</sup>									
Kotimainen kysyntä varastot mukaan lukien	0,1	2,4	1,0	1,8	0,1	1,3	-1,5	-0,7	1,4
Nettovienti	2,6	0,5	0,6	-0,8	-0,1	0,1	0,3	0,3	-1,1
YKHI	2,1	2,7	2,3	2,4	2,0	2,8	2,2	1,6	1,3
Työvoimakustannukset/työntekijä	3,6	3,5	4,7	3,4	3,6	3,2	3,6	3,7	3,9
Yksikkötyökustannukset koko kansantaloudessa	2,4	1,4	3,7	2,0	2,2	0,5	3,0	2,7	2,7
Tuonnin deflaattori (tavarat ja palvelut)	-2,4	6,8	0,5	-3,2	-1,9	-2,9	-2,4	-1,2	-1,1
Vaihtotase ja uusi pääomatase (% BKT:stä) <sup>2)</sup>	1,8	1,5	3,1	2,6	2,8	2,3	2,8	4,5	1,7
Työllisyys	1,2	0,5	0,4	-0,6	-1,4	-1,5	-1,8	-1,4	-0,8
Työttömyysaste (% työvoimasta)	4,8	4,4	4,3	4,6	5,6	5,2	5,6	5,8	6,0
Julkisen talouden rahoitusasema (% BKT:stä) <sup>3),4)</sup>	3,3	2,6	3,1	1,7	1,5	.	.	.	.
Konsolidoitu bruttovelka (% BKT:stä) <sup>3)</sup>	55,8	50,1	47,8	47,2	45,0	.	.	.	.
3 kk:n korko (% vuodessa) <sup>5)</sup>	3,3	4,9	4,6	3,5	2,4	2,8	2,4	2,1	2,2
Valtion 10 vuoden joukkolainan tuotto (% vuodessa) <sup>5)</sup>	4,9	5,6	5,1	5,1	4,3	4,3	4,1	4,3	4,5
Valuuttakurssi euroon nähden <sup>5)</sup>	7,44	7,45	7,45	7,43	7,43	7,43	7,42	7,43	7,44

Lähteet: Eurostat, Euroopan komissio, kansalliset tiedot ja EKP:n laskelmat.

1) Prosenttiyksikköä.

2) Neljännesvuosilukuja ei ole puhdistettu kausivaihtelusta eikä korjattu työpäivien lukumäärällä.

3) Maastrichtin sopimuksen määritelmän mukaan.

4) Julkisen talouden ylijäämä (+)/alijäämä (-).

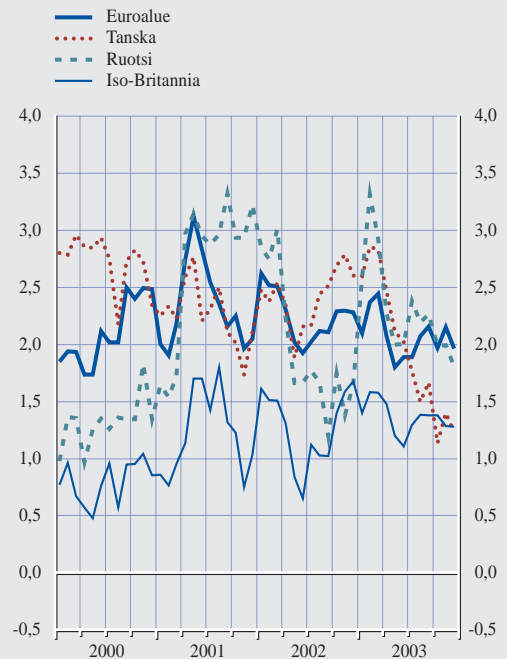
5) Jakson keskiarvo.

**Kuvio 27. Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden ja euroalueen talouden ja rahoitusmarkkinoiden indikaattoreita**

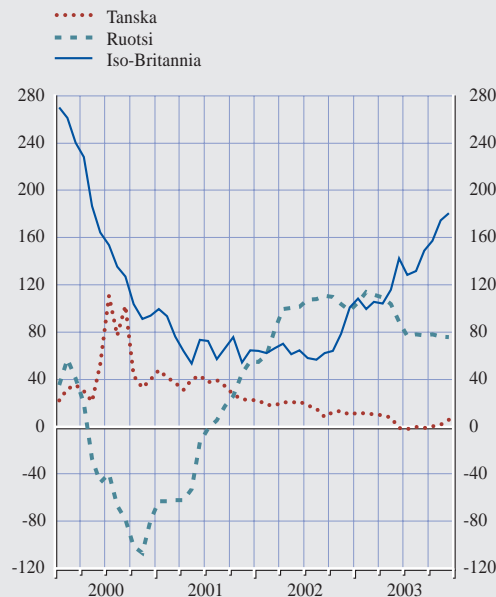
**BKT:n määrän kasvu**  
(vuotuinen prosenttimuutos)



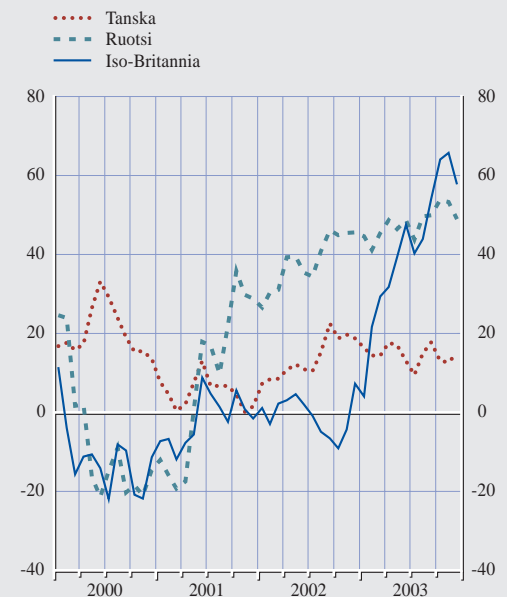
**YKHI-inflaatiouauhti**  
(vuotuinen prosenttimuutos)



**Lyhyiden korkojen ero euroalueen  
vastaaviin korkoihin<sup>1)</sup>**  
(peruspisteinä)



**Pitkien korkojen ero euroalueen  
vastaaviin korkoihin<sup>2)</sup>**  
(peruspisteinä)



Lähteet: EKP ja Eurostat.

1) Euroalueen ulkopuoliset EU-maat: pankkien väliset 3 kk:n korot. Euroalue: 3 kk:n euriborkko.

2) Valtion pitkien joukkolainojen tuottoja, 10 vuoden joukkovelkakirjalainoja tai maturiteetiltaan lähimpiä vastaavia lainoja.

edellisenä vuonna ollut 1,7 % BKT:stä. Tämä johtui osittain verotulojen pienenemisestä ja kotitalouksille maksettavien työttömyyskorvauksien kasvusta laskusuhdanteen vuoksi. Julkinen velka supistui edellisvuoden 47,2 prosentista 45,0 prosenttiin BKT:stä vuonna 2003. Tarkistetun lähentymisohjelman mukaan Tanskan julkisen talouden odotetaan edelleen olevan vahva. Julkisen talouden ylijäämän ennustetaan olevan 1,3 % BKT:stä vuonna 2004 ja 1,8 % vuonna 2005. Ennakoidut ylijäämät ovat pienemmät kuin Tanskan aiemmassa tarkistetussa lähentymisohjelmassa. Tämä johtuu pääasiassa tuloverokevennysten vaiheittaisesta toteuttamisesta vuoden 2003 verosopimuksen mukaisesti. BKT:hen suhteutetun bruttovelan arvioidaan supistuvan 41,2 prosenttiin vuonna 2004 ja 38,7 prosenttiin vuonna 2005.

Tanska on tällä hetkellä ainoa ERM II:een osallistuva valtio. Se harjoittaa edelleen kiinteän valuuttakurssin politiikkaa ja ylläpitää kapeaa  $\pm 2,25$  prosentin vaihteluväliä suhteessa Tanskan kruunun ERM II -keskuskurssiin, joka on 7,46038 suhteessa euroon. Keskeisten keskuspankkikorkojen ja lyhyiden markkinakorkojen kehitystä olisi tarkasteltava ensisijaisesti EKP:n korkopäätösten ja Tanskan kruunun eurokurssin kehityksen perusteella. Tanskan kruunu pysyi vuonna 2003 hyvin lähellä ERM II -järjestelmän mukaista eurokeskuskurssiaan ja oli vain hieman sitä vahvempi. Valuuttavaranto kasvoi enimmilleen kesäkuussa 2003 ja laski sen jälkeen hieman vuoden loppua kohti. Kruunun vahvuus johtui pääasiassa verrattain hitaasta inflaatiovauhdista ja huomattavasta vaihtotaseen ylijäämästä.

Vuonna 2003 Tanskan keskuspankki laski luottokorkoaan kolmesti, minkä jälkeen luottokorko oli 2,15 % vuoden lopussa. Korkeoero eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorkoon nähden laski vuoden aikana 15 peruspisteeseen ja Tanskan ja euroalueen lyhyiden markkinakorkojen ero kaventui noin 5 peruspisteeseen (ks. kuvio 27). Tanskan pitkien joukkolainojen tuotot kasvoivat ja vaihtelivat keskimäärin 4,3 prosentin tuntumassa.

## RUOTSI

Ruotsissa BKT:n määrän kasvu hidastui hieman eli 1,6 prosenttiin vuonna 2003, kun se vuonna 2002 oli kasvanut 2,1 % (ks. taulukko 10 ja kuvio 27). Yksityisen kulutuksen ja investointien kasvu oli edelleen vaimeaa vuoden 2003 alkupuoliskolla, kun aiempien veronkevennysten vaikutukset tasaantuivat ja epävarmuus oli edelleen huomattava geopolitiittisen tilanteen vuoksi. Lisäksi julkisen sektorin lakko vaikutti kielteisesti BKT:n määrän kasvuun vuoden toisella neljänneksellä. Yksityinen kulutus kasvoi jälleen vuoden 2003 jälkipuoliskolla kuluttajien luottamuksen parantuessa, mutta investoinnit ja teollisuustuotanto pysyivät vaimeina. Viennin kasvu oli verrattain vahvaa koko vuoden, ja nettovienti vaikutti BKT:n määrän kasvuun, joskaan ei yhtä paljon kuin edellisena vuonna. Työllisyys heikkeni hieman vuonna 2003, kun taas tehtyjen työtuntien kokonaismäärä pieneni tätäkin enemmän, kuten vuonna 2002. Tämän vuoksi työn tuottavuus kasvoi verrattain voimakkaasti (erityisesti tehdyillä työtunneilla mitattuna). Työn tuottavuuden kasvu ja maltillinen palkkojen nousu johtivat yksikkötyökustannusten kasvun vaimenemiseen. Työttömyysaste nousi vuoden jälkipuoliskolla ja oli noin 6 % työvoimasta.

Inflaatiovauhti mitattuna YKHillä, kuluttajahintaindeksillä ja UNDI Xilla<sup>9</sup> nopeutui yli 3 prosenttiin vuoden 2003 alussa (ks. kuvio 27). Inflaatiovauhdin nopeutuminen johtui energian hintojen noususta, joka oli seurausta vesimäärän pienuudesta vesivoimaloissa sekä öljyn hinnan noususta. Nämä hintojen nousut olivat vain väliaikaisia, minkä vuoksi inflaatiovauhti hidastui nopeasti noin 2 prosenttiin vuoden 2003 puolivälissä. Kuluttajahintaindeksi hidastui tämän jälkeen edelleen, mutta YKHI ja UNDI X pysyttelivät 2 prosentin tuntumassa.

9 UNDI X määritellään kuluttajahintaindeksiksi, josta on vähennetty korkokulut sekä muunnettujen välillisten verojen ja tukipalkkioiden suorat vaikutukset. Ruotsissa kuluttajahintaindeksi on rahapolitiikan tavoitemuuttuja. Koska viime vuosina tilapäisillä tekijöillä on ollut vaikutus inflaatioennusteeseen, rahapolitiittiset päätökset ovat käytännössä perustuneet UNDI X-inflaatiota koskevaan arvioon tai ilman energian hintaa laskettua UNDI X-inflaatiota koskevaan arvioon, kuten vuonna 2003.

**Taulukko 10. Ruotsin taloutta kuvaavia indikaattoreita**

(vuotuinen prosentimuutos, ellei toisin mainita)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
BKT:n määrä	4,6	4,3	0,9	2,1	1,6	1,8	0,6	1,7	2,3
Vaikutus BKT:n määrän kasvuun: <sup>1)</sup>									
Kotimainen kysyntä varastot mukaan lukien	3,0	3,3	-0,2	0,7	0,7	2,1	0,3	-0,1	0,6
Nettovienti	1,5	1,1	1,1	1,4	0,9	-0,3	0,3	1,8	1,7
YKHI	0,6	1,3	2,7	2,0	2,3	2,9	2,1	2,3	1,9
Työvoimakustannukset/työntekijä	1,3	7,4	4,5	2,2	.	1,8	1,7	2,8	.
Yksikkötyökustannukset koko kansantaloudessa	-1,0	5,4	5,6	0,2	.	-0,4	1,2	0,9	.
Tuonnin deflaattori (tavarat ja palvelut)	1,1	4,9	4,1	0,0	-2,0	0,0	-2,5	-3,2	-2,5
Vaihtotase ja uusi pääomatase (% BKT:stä) <sup>2)</sup>	2,6	3,8	3,8	4,3	5,4	5,4	4,6	6,2	5,5
Työllisyys	2,2	2,2	2,0	0,1	-0,2	-0,3	0,1	-0,3	-0,6
Työttömyysaste (% työvoimasta)	6,7	5,6	4,9	4,9	5,6	5,3	5,5	5,6	6,0
Julkisen talouden rahoitusasema (% BKT:stä) <sup>3),4)</sup>	2,5	5,1	2,8	0,0	0,7	.	.	.	.
Konsolidoitu bruttovelka (% BKT:stä) <sup>3)</sup>	62,7	52,8	54,4	52,6	51,8	.	.	.	.
3 kk:n korko (% vuodessa) <sup>5)</sup>	3,3	4,1	4,1	4,3	3,2	3,8	3,4	2,9	2,9
Valtion 10 vuoden joukkolainan tuotto (% vuodessa) <sup>5)</sup>	5,0	5,4	5,1	5,3	4,6	4,6	4,4	4,6	4,9
Valuuttakurssi euroon nähden <sup>5)</sup>	8,81	8,45	9,25	9,16	9,12	9,18	9,14	9,17	9,01

Lähteet: Eurostat, Euroopan komissio, kansalliset tiedot ja EKP:n laskelmat.

1) Prosenttiyksikköä.

2) Neljännesvuosilukuja ei ole puhdistettu kausivaihtelusta eikä korjattu työpäivien lukumäärällä.

3) Maastrichtin sopimuksen määritelmän mukaan.

4) Julkisen talouden ylijäämä (+)/alijäämä (-).

5) Jakson keskiarvo.

Tämä johtui pääasiassa korkomenojen pienemisestä, sillä korkomenot sisältyvät kuluttajahintaindeksiin mutta eivät YKHIin ja UND1Xiin. Vuotuinen YKHI-inflaatio oli keskimäärin 2,3 % vuonna 2003, kun se oli ollut 2,0 % vuonna 2002, ja kuluttajahintaindeksi nousi 2,1 % vuonna 2003, kun se oli noussut 2,4 % vuonna 2002.

BKT:hen suhteutetun julkisen talouden ylijäämä suureni 0,7 prosenttiin vuonna 2003, kun se oli vuonna 2002 ollut 0,0 %. BKT:hen suhteutettu julkinen velka pieneni hieman eli 51,8 prosenttiin vuonna 2003, kun se oli ollut 52,6 % vuonna 2002. Ruotsin tarkistetun lähestymisohjelman mukaan Ruotsin julkisen talouden odotetaan säilyvän vahvana. Julkisen talouden BKT:hen suhteutetun alijäämän ennakoidaan olevan 0,4 % vuonna 2004 ja 1,2 % vuonna 2005. Tämä kehitys poikkeaa jonkin verran Ruotsin budjettisäännöstä, jonka mukaan noin 2 prosentin ylijäämää on pidettävä yllä suhdannekierron yli. BKT:hen suhteutetun bruttovelan odotetaan supistuvan 51,5 prosent-

tiin vuonna 2004 ja 50,0 prosenttiin vuonna 2005.

Ruotsin keskuspankki toimii kelluvassa valuuttakurssijärjestelmässä. Sen rahapolitiikka ohjataan suoraan ilmaistun inflaatiotavoitteen avulla, joka on kuluttajahintaindeksin nousu 2 prosentilla vuodessa siten, että  $\pm 1$  prosenttiyksikön poikkeama on sallittu. Vuonna 2003 Ruotsin keskuspankki laski repokorkoa 1 prosenttiyksikön 2,75 prosenttiin. Tämä tapahtui tilanteessa, jossa ulkoisen kysynnän mahdollinen heikkeneminen ja kotimaisten resurssien käyttöasteen lasku lisäsivät riskiä alittaa 2 prosentin inflaatiotavoite. Ruotsin keskuspankki laski repokorkoa 5.12.2004 edelleen 0,25 prosenttiyksikköä, sillä kotimaisten ja ulkomaisten kustannuspaineiden odotetaan olevan aiempaa vähäisempiä. Ruotsin lyhyiden markkinakorkojen ja vastaavien euroalueen korkojen välinen ero pysyi kutakuinkin ennallaan vuoden 2003 alkupuoliskolla eli noin 100 peruspisteessä. Korkeoero supistui kuitenkin noin 70 peruspisteeseen vuoden jälkipuoliskolla (ks. kuvio 27).

Pitkät korot heijastelivat kansainvälisten joukkovelkakirjalainamarkkinoiden kehitystä, ja korkoero euroalueeseen nähden kasvoi hieman, eli se oli noin 50 peruspistettä vuoden 2003 lopussa. Kruunun eurokurssi vaihteli 9,2 tuntumassa syyskuuhun 2003 asti, minkä jälkeen se vahvistui hieman eli noin 9,0:aan. Kruunun kurssin kehitys perustui mahdollisesti siihen, että epävarmuudet hälvenivät euron käyttöön-otosta 14.9.2003 pidetyn kansanäänestyksen tuloksen jälkeen, sekä siihen, että kasvunäkymät olivat edelleen verrattain suotuisat.

## ISO-BRITANNIA

BKT:n määrän keskimääräinen kasvuvauhti Isossa-Britanniassa kiihtyi 2,3 prosenttiin vuonna 2003, kun se oli ollut 1,7 % vuonna 2002 (ks. taulukko 11). Vuoden 2003 alussa talouskehitykseen vaikutti Lähi-idän konfliktin aiheuttama epävarmuus, korkea öljyn hinta ja rahoitusmarkkinoiden heilahtelu, jotka

vähensivät luottamusta. Nämä epävarmuudet vähenivät ja rahoitusmarkkinat alkoivat elpyä vuoden 2003 mittaan, mikä tuki taloudellisen toimeliaisuuden piristymistä. Talouskasvun elpymiseen vaikutti lähinnä kotimainen kysyntä, kuten aiempina vuosina. Sen sijaan nettoviennin vaikutus BKT:n määrän kasvuun oli negatiivinen.

Kotitalouksien kulutuksen määrän kasvu hidastui 2,9 prosenttiin vuonna 2003 käytettävissä olevien tulojen kasvun hidastumisen, asuntojen hintojen nousuvauhdin hidastumisen ja kotitalouksien varallisuuden kasvun hidastumisen myötä. Samaan aikaan luotonannon kasvu oli voimakasta ja asuntomarkkinat pysyivät yleisesti odotettua vahvempana. Julkisen kulutuksen kasvu nopeutui 3,6 prosenttiin, kun se vuonna 2002 oli ollut 3,3 %. Kiinteän pääoman bruttomuodostus kasvoi 2,6 % eli hieman nopeammin kuin vuonna 2002. Yritysten investointien kasvua hidastivat yritys sektorin rahoituksen uudelleenjärjestelyt sekä se, että paineet

**Taulukko 11. Ison-Britannian taloutta kuvaavia indikaattoreita**

(vuotuinen prosenttimuutos, ellei toisin mainita)

	1999	2000	2001	2002	2003	2003 I	2003 II	2003 III	2003 IV
BKT:n määrä	2,8	3,8	2,1	1,7	2,3	2,0	2,3	2,3	2,8
<i>Vaikutus BKT:n määrän kasvuun:</i> <sup>1)</sup>									
Kotimainen kysyntä varastot mukaan lukien	4,2	4,1	3,0	3,4	2,8	2,8	2,8	3,1	2,6
Nettovienti	-1,4	-0,3	-0,9	-1,7	-0,5	-0,8	-0,5	-0,8	0,2
YKHI	1,3	0,8	1,2	1,3	1,4	1,5	1,3	1,4	1,3
Työvoimakustannukset/työntekijä	4,6	5,8	5,0	3,3	.	3,3	4,3	4,7	.
Yksikkötyökustannukset koko kansantaloudessa	3,1	3,1	3,6	2,4	.	2,4	2,9	3,4	.
Tuonnin deflaattori (tavarat ja palvelut)	-1,2	3,1	0,1	-2,1	.	-1,2	-0,1	1,3	.
Vaihtotase ja uusi pääomatase (% BKT:stä) <sup>2)</sup>	-2,6	-2,4	-2,2	-1,6	.	-0,2	-3,5	-2,6	.
Työllisyys	1,3	1,1	0,8	0,7	.	1,1	0,9	1,1	.
Työttömyysaste (% työvoimasta)	5,9	5,4	5,0	5,1	.	5,0	5,0	4,9	.
Julkisen talouden rahoitusasema (% BKT:stä) <sup>3),4)</sup>	1,1	3,8	0,7	-1,6	-3,2	.	.	.	.
Konsolidoitu bruttovelka (% BKT:stä) <sup>3)</sup>	45,0	42,1	38,9	38,5	39,8	.	.	.	.
3 kk:n korko (% vuodessa) <sup>5)</sup>	5,4	6,1	5,0	4,0	3,7	3,7	3,6	3,5	3,9
Valtion 10 vuoden joukkolainan tuotto (% vuodessa) <sup>6)</sup>	5,0	5,3	5,0	4,9	4,6	4,3	4,4	4,6	5,0
Valuuttakurssi euroon nähden <sup>7)</sup>	0,66	0,61	0,62	0,63	0,69	0,67	0,70	0,70	0,70

Lähteet: Eurostat, Euroopan komissio, kansalliset tiedot ja EKP:n laskelmat.

1) Prosenttiyksikköä.

2) Neljännesvuosilukuja ei ole puhdistettu kausivaihtelusta eikä korjattu työpäivien lukumäärällä.

3) Kalenterivuotta koskevia arvioita. Maastrichtin sopimuksen määritelmän mukaan.

4) Kalenterivuotta koskevia arvioita. Julkisen talouden ylijäämä (+)/alijäämä (-).

5) Jakson keskiarvo. Pankkien välisten 3 kk:n puntatalletusten korko.

6) Jakson keskiarvo. Lähde: BIS.

7) Jakson keskiarvo.

laajennusinvestointeihin olivat olemattomat. Hintakilpailukyvyyn paranemisesta huolimatta vuonna 2002 alkanut viennin supistuminen jatkui vuonna 2003 ja vienti supistui 0,5 %. Viennin supistuminen johtui ulkomaisen kysynnän vaimuudesta. Ulkomaankaupan vaikutus BKT:n määrän kasvuun oli negatiivinen kahdeksatta vuotta peräkkäin, vaikka tuonnin kasvu hidastui vuonna 2003. Työmarkkinat olivat melko joustavat, sillä työttömyysaste pysyi jokseenkin ennallaan eli 5,0 prosentissa. Kokonaisyöllisyys koheni vastaavalla vauhdilla kuin vuonna 2002, koska julkisen sektorin työpaikkojen määrä lisääntyi huomattavasti.

Inflaatiopaineet pysyivät vaimaina vuonna 2003. YKHI-inflaatio oli vuonna 2003 keskimäärin 1,4 % ja jokseenkin vakaa edellisvuoteen verrattuna. RPIX-inflaatio oli vuonna 2003 keskimäärin 2,8 % eli huomattavasti nopeampi kuin YKHI-inflaatio. Tämä johtui osittain siitä, että voimakkaasti kasvanut asumiskustannusten osatekijä sisältyy RPIXiin<sup>10</sup>. Sekä kotimaiset että ulkomaiset kustannuspaineet pysyivät maltillisina vuonna 2003. Yksikkötyökustannusten vuotuinen kasvuvauhti koko taloudessa nopeutui hieman edellisvuotisesta mutta oli kuitenkin vaima. Tuontihinnat nousivat vain hieman huolimatta punnan heikentymisestä vuoden alkupuoliskolla.

Julkisen talouden alijäämä vuonna 2002 oli 1,6 % BKT:stä. Alijäämä kasvoi edelleen vuonna 2003 ja oli 3,2 % BKT:stä. Tämä johtui lähinnä ekspansiivisen finanssipolitiikan myötä kasvaneista julkisista perusmenoista sekä BKT:n kasvurakenteen muutoksien aiheuttamista verotulojen pienenemisestä. Tämän vuoksi BKT:hen suhteutettu julkinen velka kasvoi 39,8 prosenttiin vuonna 2003, kun se oli ollut 38,5 % vuonna 2002. Tarkistetussa lähentymisohjelmassa julkisen talouden alijäämätavoitteeksi on asetettu 3,3 % BKT:stä ajalla 2003–2004 ja 2,6 % ajalla 2004–2005. BKT:hen suhteutetun bruttovelan odotetaan kasvavan niin, että kun se on 39,3 % vuosina 2003–2004, se kasvaisi 40,2 prosenttiin vuosina 2004–2005.

Englannin pankin valuuttakurssijärjestelmä on kyllä, ja rahapolitiikkaa ohjataan suoraan ja symmetrisesti ilmaistun inflaatiotavoitteen avulla. Kesäkuussa 2003 Iso-Britannian hallitus ilmoitti lykkäävänsä kansanäänestystä euron käyttöön otosta. Päätös perustui valtionvarainministeriön arvioon viidestä taloudellisesta testistä. Arvio osoitti, että lähentyminen ja markkinoiden joustavuus on edelleen riittämätöntä EMUn mahdollisista sisäisistä ongelmista selviytymiseen. Varmistaakseen, että inflaatio-odotukset säilyvät euroalueen inflaatio-odotusten mukaisina Iso-Britannian hallitus julkisti joulukuussa 2003 uuden inflaatiotavoitteen. Uusi inflaatiotavoite määritellään YKHI:n perusteella (kuluttajahintaindeksi Isossa-Britanniassa) aiemmin käytetyn kansallisen PRIX-vähittäishintaindeksin asemesta. Uusi inflaatiotavoite on 2,0 prosentin vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti.

Vuonna 2003 Englannin pankki muutti virallista repokorkoaan kolmesti. Se alensi repokorkoa 0,25 prosenttiyksikköä sekä 6.2. että 10.7.2003. Näin ollen repokoroksi tuli 3,5 %. Tämän jälkeen se nosti 6.11. korkoa 0,25 prosenttiyksikköä eli 3,75 prosenttiin. Helmikuun 5. päivänä repokorkoa nostettiin 0,25 prosenttiyksikköä eli 4,0 prosenttiin. Päätösten taustalla oli arvio talousnäkymien parantumisesta sekä luotonannon ja asuntomarkkinoiden vahvasta kasvusta. Englannin keskuspankki odotti, että tämä kehitys ja punnan alkuvuoden aikaisen heikentymisen vaikutukset lisäävät vähitellen inflaatiopaineita tulevaisuudessa. Ison-Britannian ja euroalueen sekä lyhyiden että pitkien korkojen ero kasvoi vuonna 2003, mikä johtui talousnäkymien verrattain nopeasta kohenemisestä ja inflaatio-odotusten lisääntymisestä (ks. kuvio 27). Englannin punnan eurokurssi heikkeni vuoden 2003 alkupuoliskolla ja vaihteli 0,70 tuntumassa vuoden loppuun asti.

10 RPIX on vähittäishintaindeksi, josta on poistettu asuntolainojen korkomenot.





José Maria Sicilia  
La luz que se apaga, 1997  
Sekateknikka puulle  
185 × 157 cm



**KESKUSPANKIN  
OPERAATIOT JA MUU  
TOIMINTA**

# I RAHAPOLIITTISET OPERAATIOT, VALUUTTAOPERAATIOT JA SIOITUSTOIMINTA

## I.1 RAHAPOLIITTISET OPERAATIOT

Yksi eurojärjestelmän keskeisistä tehtävistä on euroalueen rahapolitiikan toteuttaminen. Tätä tarkoitusta varten eurojärjestelmällä on käytössään rahapolitiikan välineistä ja menettelyta-voista koostuva ohjausjärjestelmä<sup>1</sup>.

EKP säätelee euroalueen likviditeettitilannetta perusrahoitusoperaatioilla ja pitempiä aikaisilla rahoitusoperaatioilla sekä tarpeen mukaan myös hienosäätöoperaatioilla. Operaatiot perustuvat EKP:n arvioon markkinoiden likviditeettitilanteesta ja pankkisektorin likviditeettitarpeista. Vastapuolet voivat käyttää maksuvalmiusjärjestelmää (eli maksuvalmiusluottoa ja talletusmahdollisuutta) hankkiakseen yön yli -likviditeettiä kansallisilta keskuspankeilta tai tehdäkseni niihin yön yli -talletuksia. Eurojärjestelmä edellyttää, että luottolaitokset pitävät vähimmäisvarantoja kansallisissa keskuspankeissa. Kaikkien eurojärjestelmän luotto-operaatioiden edellytetään perustuvan vastapuolten asettamiin riittäviin vakuuksiin. Koska rahamarkkinoilla on rahapolitiikan toteuttamiselle olennaisen tärkeä merkitys, eurojärjestelmä seuraa tarkoin rahamarkkinoiden kehitystä.<sup>2</sup>

Vuonna 2003 eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmä toimi edelleenkin hyvin. Sen avulla rahamarkkinaolot voitiin pitää vakaina ja lyhyiden korkojen liikkeet vähäisinä ja näin antaa selkeitä signaaleja rahapolitiikan mitoituksesta.

### LIKVIDITEETTITILANTEEN ARVIOINTIA

EKP:n likviditeetin hallinta perustuu euroalueen pankkijärjestelmän likviditeettitilanteen päivittäiseen arviointiin. Siinä määritellään järjestelmän likviditeettitarpeet ja viikoittaisissa perusrahoitusoperaatioissa sekä tarvittaessa muissa avomarkkinaoperaatioissa, kuten hienosäätöoperaatioissa ja rakenteellisissa operaatioissa, jaettava likviditeetin määrä. Pankkijärjestelmän likviditeettitarpeet on määriteltävä pankkien vähimmäisvarantovelvoitteen määrän, luottolaitosten kansallisiin keskuspankeihin tekemien, varantovelvoitteen ylittävien talletusten sekä riippumattomien tekijöiden

perusteella. Tällaisia tekijöitä ovat sellaiset eurojärjestelmän taseen erät, jotka vaikuttavat pankkien likviditeettitarpeisiin mutta eivät kuulu EKP:n välittömän likviditeetin hallinnan piiriin (esim. liikkeessä olevat setelit, valtion talletukset ja ulkomaalaiset nettosaamiset).

Vuonna 2003 euroalueen pankkijärjestelmän päivittäinen likviditeettitarve oli keskimäärin 241,5 miljardia euroa eli 24 % enemmän kuin vuonna 2002. Varantovelvoitteen mukaisia talletuksia oli 130,9 miljardin euron arvosta eli likimain yhtä paljon kuin vuonna 2002. Varantovelvoitteen ylittävät talletukset olivat 0,7 miljardia euroa, eli ne olivat niin ikään pysyneet samana kuin vuonna 2002. Riippumattomien tekijöiden arvo sitä vastoin kasvoi merkittävästi ja oli 109,9 miljardia euroa eli lähes kaksi kertaa niin suuri kuin vuonna 2002 (ks. kuvion 28 yläosa). Tämä johtui liikkeessä olevien setelien määrän voimakkaasta kasvusta, jossa yhä edelleenkin näkyi korjaus, joka aiheutui tilapäisestä setelien määrän supistumisesta käteiseuroon siirtymisen vuoksi.

Auttaakseen luottolaitoksia laatimaan perusrahoitusoperaatioita koskevan tarjouksensa EKP jatkoi käytäntöään, jonka mukaan se aina perusrahoitusoperaatiosta ilmoittaessaan julkistaa ennusteen riippumattomien tekijöiden keskimäärästä alkaen ilmoituspäivästä aina siihen päivään saakka, joka edeltää seuraavan perusrahoitusoperaation maksujen suoritusta. Vuonna 2003 ennusteen ja todellisen tuloksen välinen absoluuttinen ero oli keskimäärin 1,4 miljardia euroa, kun se vuonna 2002 oli ollut 1,8 miljardia euroa ja vuonna 2001 puolestaan 1,9 miljardia euroa. Ennusteet ovat siis parantuneet viime vuosina.<sup>3</sup>

1 Ohjausjärjestelmää kuvaillaan yksityiskohtaisesti EKP:n julkaisussa "Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella. Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä", helmikuu 2004.

2 Money Market Study 2002, EKP, marraskuu 2003 sekä Money Market Study 2003, EKP, tammikuu 2004.

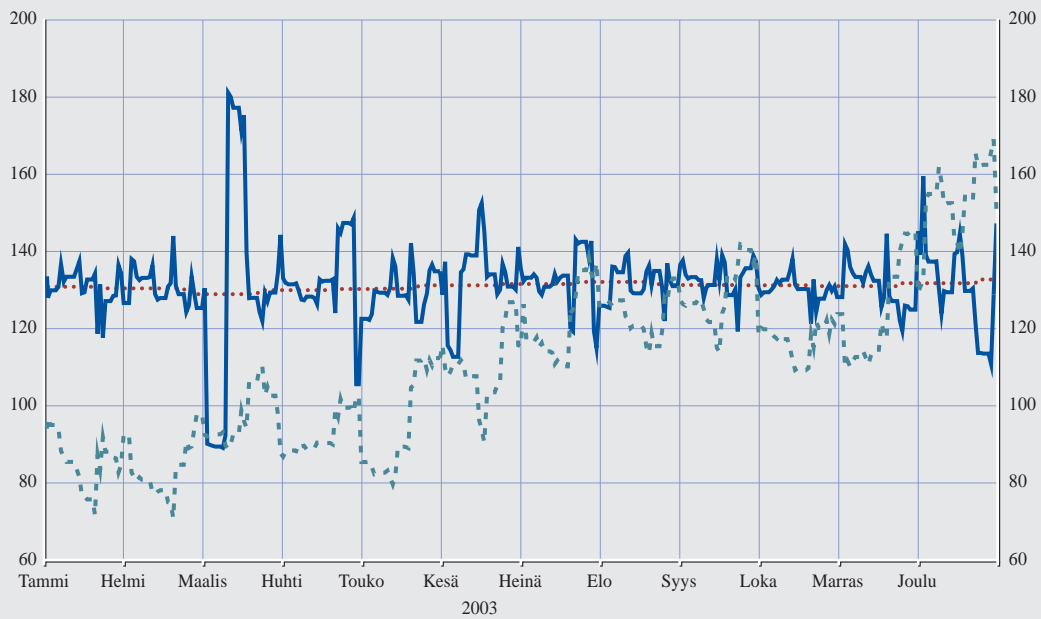
3 Riippumattomista tekijöistä vuonna 2003 vaihtelivat eniten valtioiden kansallisiin keskuspankeihin tekemät talletukset. Päivittäisten muutosten keskihajonnalla mitattuna nämä talletukset olivat 4,2 miljardia euroa, kun ne olivat vuonna 2002 olleet 3,9 miljardia euroa. Liikkeessä olevien setelien määrän volatiteetti oli 1,3 miljardia euroa vuonna 2003, kun se oli vuonna 2002 ollut 6,7 miljardia euroa.

**Kuvio 28. Likviditeettitekijät ja maksuvalmiusjärjestelmän käyttö euroalueella vuonna 2003**

(mrd. euroa)

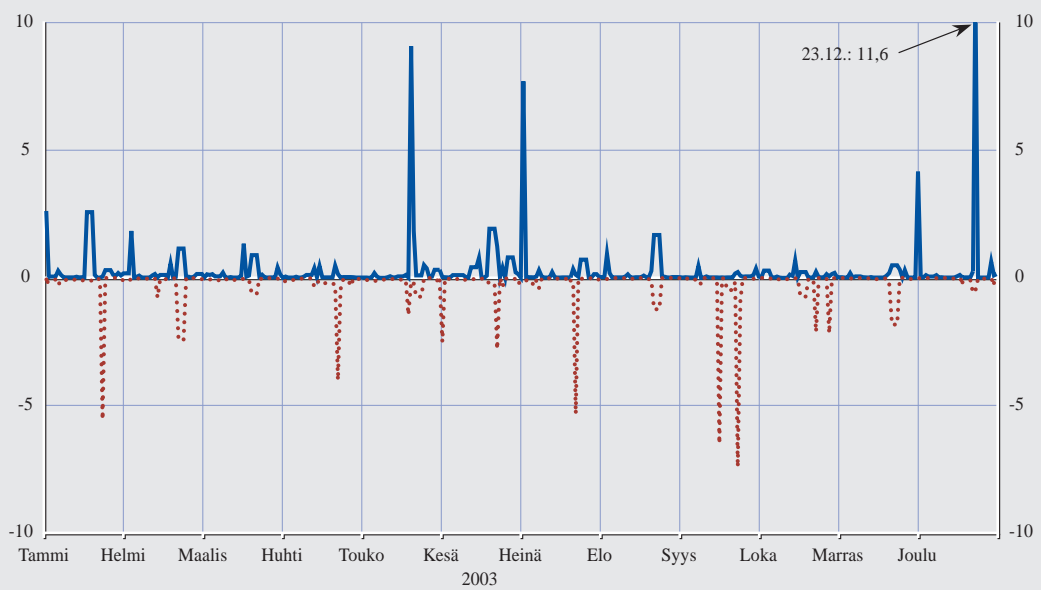
**Likviditeettitekijät**

- Sekkitilit
- ..... Varantovelvoitteet
- - - Riippumattomat tekijät



**Maksuvalmiusjärjestelmä**

- Maksuvalmiusluotot
- ..... Maksuvalmiusjärjestelmän talletukset



Lähde: EKP.

## PERUSRAHOITUSOPERAATIOT

Perusrahoitusoperaatiot ovat eurojärjestelmän tärkeimmät avomarkkinaoperaatiot. Ne ovat säännöllisiä likviditeettiä lisääviä operaatioita, joita toteutetaan viikoittain ja joiden maturiteetti on tavallisesti kaksi viikkoa (9.3.2004 alkaen niiden maturiteetti on viikko, ks. tämän luvun osa ”Rahapoliittisen välineistön arviointia”). Perusrahoitusoperaation minimikorolla on keskeinen tehtävä markkinakorkojen ohjaamisessa, markkinoiden likviditeetin hallinnassa ja rahapolitiikan mitoituksen viestittämisessä. Perusrahoitusoperaatioiden avulla turvataan myös suurin osa rahoitussektorin jälleerahoituksesta.

Vuonna 2003 perusrahoitusoperaatioissa jaetun rahoituksen määrä vaihteli 38,0 miljardista eurosta 150,0 miljardiin euroon ja keskiarvo oli 95,9 miljardia euroa. Perusrahoitusoperaatioissa myönnetyn likviditeetin kanta oli keskimäärin 194,4 miljardia euroa, joka vastasi 81:tä prosenttia eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatioissa jaetusta koko nettolikviditeetistä. Vuoden 2002 tapaan perusrahoitusoperaatiot toteutettiin vaihtuvakorkoisina huutokauppoina siten, että likviditeetin jaossa käytettiin monikorkoista menettelyä. Tämän menettelyn mukaan hyväksytään ensisijaisesti ne tarjoukset, joissa korkotaso on korkein, kunnes ennalta jaettavaksi määrätty määrä on kokonaan käytetty. Marginaalikoroksi tulee alin korko, jolla likviditeettiä jaetaan. Marginaalikorkoiset tarjoukset hyväksytään jaettavan määrän suhteessa marginaalikorkoisten tarjousten kokonaismäärään.<sup>4</sup>

Operaation marginaalikorko ja painotettu keski-korko ovat yleensä korkeammat kuin minimitarjouskorko. Marginaalikoron ja minimitarjouskoron välinen keskimääräinen ero pysyi kutakuinkin ennallaan 4,7 peruspisteessä, kun se vuonna 2002 oli ollut 4,8 peruspistettä. Painotetun keskikoron ja marginaalikoron välinen keskimääräinen ero oli 1,5 peruspistettä, kun se vuonna 2002 oli ollut 1,4 peruspistettä. Nämä pienet erot kertovat siitä, että luottolaitosten ennusteet jaettavan likviditeetin määrästä ja tarjouskoroista ovat varsin samansuuntaisia ja

hyvin tarkkoja. Perusrahoitusoperaatioissa hyväksytyjen tarjousten prosenttiosuus vaihteli 36 prosentista 100 prosenttiin, ja tarkastelujakson keskiarvo oli 74 %, kun vuonna 2002 vaihteluväli oli ollut 19 prosentista 100 prosenttiin ja keskiarvo 60 %.

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmässä oli vain muutama jakso, jolloin likviditeettitilanne oli melko kireä. Ne liittyivät lähinnä kolmeen huutokauppaan, joissa luottolaitosten tekemien tarjousten kokonaismäärä jäi pienemmäksi kuin niiden varantovelvoitteen täyttäminen olisi edellyttänyt. Tarjousten määrä jäi vähäiseksi 3.3. ja 3.6.2003 juuri ennen EKP:n neuvoston kokousta, koska tarjoajat odottivat EKP:n laskevan ohjauskorkojaan. Tarjousten vähyden vuoksi likviditeettitilanne markkinoilla kiristyi, joten lyhyet markkinakorot nousivat tilapäisesti. Sitä vastoin tarjousten vähäinen määrä 25.11. ei johtunut koronlaskuodotuksista. Tarjousten vähyys yllätti myös tarjoajat, mistä kertoo se, että painotettu keskikorko oli 2,02 % eli kaksi peruspistettä suurempi kuin marginaalikorko (joka oli yhtä suuri kuin minimitarjouskorko). Jos markkinoilla olisi yleisesti odotettu tarjousten määrän jäävän vähäiseksi, tarjousten korko olisi jäänyt minimitarjouskoron suuruiseksi, jolloin painotettu keskikorko olisi ollut 2,00 %.

Kesän aikana ero eoniakoron (EONIA, euro overnight index average) ja minimitarjouskoron välillä oli melko suuri. Tämän vuoksi EKP päätti jakaa jonkin aikaa hieman enemmän likviditeettiä kuin olisi ollut tarpeen, minkä ansiosta ero normalisoitui syksyllä.

## PITEMPIAIKAISET RAHOITUSOPERAATIOT

Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot ovat likviditeettiä lisääviä operaatioita, joita toteutetaan kuukausittain ja joiden maturiteetti on tavallisesti kolme kuukautta. Niissä vastapuolille

<sup>4</sup> Jaettavan määrän suhde marginaalikorkoisten tarjousten kokonaismäärään lasketaan seuraavasti: marginaalikorolla jaettu kokonaismäärä jaetaan marginaalikorkoisten tarjousten kokonaismäärällä, jotta saadaan hyväksytyjen tarjousten prosenttiosuus. Yksittäisen tarjoajan tarjoama marginaalikorkoinen määrä kerrotaan tällä prosenttiosuudella, jolloin saadaan tarjoajalle jaettava määrä.

jaetaan pitkäaikaista jälleenrahoitusta. Pitempi-aikaisten rahoitusoperaatioiden tarkoituksena ei perusrahoitusoperaatioiden tapaan ole likviditeetin hallinta tai rahapolitiikan mitoituksista viestiminen. Eurojärjestelmä ei määrää operaation korkoa, koska pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toteutetaan puhtaasti vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa jaettavan likviditeetin määrä ilmoitetaan ennakkoon. Eurojärjestelmä toteutti 12 pitempi-aikaista rahoitusoperaatiota vuonna 2003. Ennakkoon ilmoitettu jaettavan likviditeetin määrä oli kussakin operaatiossa 15 miljardia euroa. Tammi-kuussa 2004 määrä nostettiin 25 miljardiin euroon. Pitempi-aikaisten rahoitusoperaatioiden osuus avomarkkinaoperaatioissa vuonna 2003 jaetusta nettolikviditeetin kokonaismäärästä oli keskimäärin 19 %. Aikaisempien vuosien tapaan korkotarjousten hajonta oli pitempi-aikaisissa rahoitusoperaatioissa yleensä suurempaa kuin perusrahoitusoperaatioissa. Vuonna 2003 painotettu keskiporkko oli keskimäärin 1,7 peruspistettä korkeampi kuin marginaaliporkko, kun ero vuonna 2002 oli ollut 1,9 peruspistettä. Kussakin pitempi-aikaisessa rahoitusoperaatiossa vuonna 2003 hyväksytyjen tarjousten prosenttiosuus vaihteli 42 prosentista 60 prosenttiin ja oli keskimäärin 51 %. Vuonna 2002 hyväksytyjen tarjousten prosenttiosuus oli vaihdellut 36 prosentista 72 prosenttiin ja keskiarvo oli ollut 50 %.

#### **MUUT OPERAATIOT**

Eurojärjestelmä toteutti 23.5.2003 likviditeettiä vähentävän hienosäätöoperaation, jolla pyrittiin palauttamaan tasapaino likviditeettitilanteeseen. Kahtena edellisenä päivänä oli otettu runsaasti maksuvalmiusluottoa, minkä vuoksi pitoajanjakson viimeisenä päivänä likviditeettiä oli melko runsaasti ja yön yli -korko laski. Hienosäätöoperaatio toteutettiin keräämällä yön yli -talletuksia kiinteällä 2,50 prosentin korolla (joka oli perusrahoitusoperaation minimitarjouskorko tuolloin) ja jaettavan likviditeetin määräksi oli ilmoitettu 5 miljardia euroa. Yli 100 hyväksytystä vastapuolesta operaatioon osallistui 12 vastapuolta, ja tehtyjen tarjousten määrä oli 3,9 miljardia euroa, jotka kaikki hyväksyttiin. Vähimmäisvarantojen pitoajanjakso

päättyi rauhallisesti ja talletusmahdollisuutta käytettiin vain vähän, noin 0,6 miljardin euron verran.

#### **MAKSUVALMIUSJÄRJESTELMÄ**

Eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmän eli maksuvalmiusluoton ja talletusmahdollisuuden avulla pyritään lisäämään tai vähentämään yön yli -likviditeettiä, viestimään rahapolitiikan mitoituksista ja hillitsemään yön yli -markkina-korkojen liikkeitä asettamalla koroille ylä- ja alaraja. Vuonna 2003 maksuvalmiusluoton ja talletusmahdollisuuden mukaan määräytyvän korkoputken leveys oli koko vuoden ajan sama eli 200 peruspistettä, toisin sanoen se oli perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskoron tuntumassa.

Luottolaitokset käyttävät maksuvalmiusjärjestelmää tavallisesti kahdesta syystä.

- Sitä käytetään silloin, jos koko likviditeettitilanne muuttuu eli jos koko pankkijärjestelmässä on joko liian vähän tai liian paljon likviditeettiä varantovaatimusten yhteenlaskettuun määrään nähden. Yleensä aggregaattikäyttöä ilmenee maksuvalmiusjärjestelmässä vain pitoajanjakson loppupuolella, kun pankkijärjestelmän on tasattava mahdollisesti kertynyt likviditeetti yli- tai alijäämä maksuvalmiusjärjestelmää käyttäen. Nämä likviditeettitasapainotmuudet selittävät kuvion 28 alaosan selvät piikit maksuvalmiusluoton käytössä vuonna 2003.
- Yksittäiset pankit saattavat turvautua maksuvalmiusjärjestelmän käyttöön, jos niillä on odottamatonta maksuliikennettä päivän päättyessä, kun rahamarkkinat eivät ole enää niiden käytettävissä (ns. maksuvalmiusjärjestelmän vastapuolikohtainen käyttö). Maksuvalmiusjärjestelmän vastapuolikohtainen käyttö on yleensä jokseenkin tasaista koko pitoajanjakson ajan. Käyttö voi olla huomattavan suurta sellaisina päivinä, jolloin maksujärjestelmän toiminnoissa on häiriöitä, kuten esimerkiksi 3.7.2003. Silloin maksuvalmiusluottoa käytettiin 7,7 miljardin euron arvosta.

Vuonna 2003 maksuvalmiusluoton päivittäinen keskimääräinen kokonaiskäyttö oli 269 miljoonaa euroa ja talletusmahdollisuuden 242 miljoonaa euroa. Jos oletetaan, että aggregaattikäyttöä on maksuvalmiusjärjestelmässä pitoajanjakson viimeisenä päivänä ja muuna aikana on kyse yksittäisestä vastapuolikäytöstä, nämä summat voidaan eritellä siten, että maksuvalmiusluoton aggregaattikäyttöä oli 48 miljoonaa euroa ja vastapuolikäyttöä 221 miljoonaa euroa, kun taas talletusmahdollisuuden aggregaattikäyttöä oli 107 miljoonaa euroa ja vastapuolikäyttöä 135 miljoonaa euroa.

Maksuvalmiusjärjestelmän kokonaiskäyttö vuonna 2003 oli yhtä pientä kuin edellisvuonna, mikä kertoo riippumattomia tekijöitä koskevien ennusteiden hyvästä laadusta sekä pankkien välisten markkinoiden tehokkuudesta.

#### **LUOTTOLAITOSTEN OSALLISTUMINEN RAHAPOLIITTISIIN OPERAATIOIHIN**

Eurojärjestelmän rahapoliittisen välineistön ansiosta rahapoliittisiin operaatioihin osallistui edelleenkin laaja joukko erilaisia luottolaitoksia. Vuoden 2003 lopussa vähimmäisvarantojärjestelmän alaisesta 6 593 euroalueen luottolaitoksesta (5 prosentin vähennys viime vuodesta) 2 149 (–7 %) luottolaitosta oli oikeutettu osallistumaan avomarkkinaoperaatioihin, 3 083 (–5 %) talletusmahdollisuuden käyttöön ja 2 629 (–8 %) maksuvalmiusluoton käyttöön.

Keskimäärin perusrahoitusoperaatioihin ja pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin osallistuvien luottolaitosten määrä pieneni edelleen vuonna 2003 ja jatkoi siten vuoden 2000 puolivälissä alkanutta supistumistaan. Vuonna 2003 perusrahoitusoperaatioihin osallistui keskimäärin 267 vastapuolta, kun määrä vuonna 2002 oli ollut 307. Niin ikään pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin osallistuvien vastapuolten määrä supistui 133:een vuonna 2003, kun se oli vuonna 2002 ollut 186. Supistuminen näyttää johtuneen monista tekijöistä, kuten pankkien välisten markkinoiden kilpailullisuudesta, pankkisektorin keskittymisestä ja pankkiryhmittymien varainhankinnan keskittymisestä. Mitään merkkejä ei ole näkyvissä, että perusrahoitus-

operaatioihin ja pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin osallistuvien vastapuolten määrän jatkuva supistuminen olisi vaarantanut keskuspankkirahoituksen sujuvaa jakamista euroalueen pankkijärjestelmässä. Eurojärjestelmällä oli edelleenkin enemmän avomarkkinaoperaatioiden vastapuolia kuin millään muulla keskuspankilla maailmassa.

#### **VÄHIMMÄISVARANTOJÄRJESTELMÄ**

Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmää sovelletaan euroalueen luottolaitoksiin. Sen ensisijaisena tarkoituksena on tasata rahamarkkinakorkoja sekä luoda (tai lisätä) rakenteellisesti keskuspankkirahoituksen tarvetta. Kunkin luottolaitoksen varantovelvoite määräytyy sen taserakenteen perusteella. Keskiarvoistaminen mahdollistaa sen, että vastapuolet voivat täyttää varantovelvoitteensa keskimäärin kuukauden pituisena pitoajanjaksona<sup>5</sup>, ja auttaa heikentämään tilapäisten likviditeettihäiriöiden vaikutuksia lyhyisiin korkoihin.

Vuonna 2003 varantovaatimusten osuus euroalueen pankkijärjestelmän likviditeetin kokonaistarpeesta oli 54 %. Euroalueen luottolaitosten varantovaatimusten yhteenlaskettu määrä oli vuonna 2003 keskimäärin 130,9 miljardia euroa, mikä oli noin 1 miljardia euroa suurempi kuin vuonna 2002. Varantovaatimukset vaihtelivat 23.3.2003 päättyneen pitoajanjakson 128,9 miljardista eurosta 23.8.2003 päättyneen pitoajanjakson 132,1 miljardiin euroon.

Varantovaatimukset mukaan lukien pankkien sekkitalletukset vaihtelivat vuoden aikana 89,1 miljardista eurosta 181,2 miljardiin euroon, mikä osoitti, että järjestelmässä oli aina varalla huomattava puskuri odottamattomiin likviditeettitarpeisiin (ks. kuvion 28 yläosa). Lähinnä vähimmäisvarantojärjestelmän keskiarvoistamisen ja harvakkoon tahtiin toteutettavien avomarkkinaoperaatioiden takia eoniakoron vaihtelu oli vuonna 2003 edelleen pientä kansainvälisesti katsottuna. Eoniakoron päivittäisten muutosten keskihajonta oli 14

5 10.3.2004 alkaen pitoajanjakso ei ole enää kalenterikuukausi vaan sen pituus vaihtelee.

peruspistettä eli 2 peruspistettä suurempi kuin vuonna 2002.

Vuonna 2003 vähimmäisvarantovelvoite jäi täyttämättä keskimäärin 19 tapauksessa pitoajanjaksoa kohden, kun vuonna 2002 vastaavia tapauksia oli 28. Tästä syntyi päivittäin keskimäärin 6,7 miljoonan euron varantovaje, kun vaje vuonna 2002 oli ollut 10,5 miljoonaa euroa. Tapauksista 58 % johti melko pieniin, alle 500 euron sakkoihin. Oli kuitenkin myös seitsemän hyvin vakavaa rikkomusta, joista määrättiin yli 10 000 euron sakot.

#### **RAHAPOLIITTISEN VÄLINEISTÖN ARVIOINTIA**

Aiempien vuosien ajoittaisten häiriöiden takia EKP:n neuvosto päätti tammikuussa 2003 tehdä joitakin muutoksia eurojärjestelmän rahapoliittiseen välineistöön maaliskuusta 2004 alkaen.

- Pitoajanjakson ajoitusta muutettiin siten, että pitoajanjakso alkaa aina sellaisen perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä, joka seuraa sitä EKP:n neuvoston kokousta, jossa on tarkoitus tehdä kuukausittainen arvio rahapolitiikan virityksestä. Myös maksuvalmiusjärjestelmän korkojen muutosten voimaantulo ajoitettiin uuden pitoajanjakson alkuun.
- Perusrahoitusoperaatioiden maturiteettia lyhennettiin kahdesta viikosta yhteen viikkoon.

Nämä kaksi muutosta auttavat poistamaan markkinoiden odotukset koron muutoksista meillä olevana pitoajanjaksona, koska EKP:n ohjauskorkojen muutokset koskevat yleensä vain seuraavaa pitoajanjaksoa ja koska likviditeettitilanne ei enää siirry sellaisenaan pitoajanjaksolta toiselle. Näin ollen korko-odotusten ei pitäisi enää vaikuttaa markkinoiden yön yli -korkoon pitoajanjakson aikana. EKP:n neutraalin likviditeettihallintapolitiikan ansiosista yön yli -koron pitäisi siis pysyä minimitarjouskoron tuntumassa. Tämä puolestaan estänee luottolaitoksia tekemästä spekulatiivisia tarjouksia perusrahoitusoperaatioissa. Muutok-

set siis auttavat tasaamaan oloja, joissa tarjoukset tehdään.

Teknisten ja juridisten toimeenpanoaikojen takia päätettiin, että muutokset tulevat voimaan vasta 10.3.2004.<sup>6</sup> Lisäksi sovittiin pidennetystä vähimmäisvarantojen pitoajanjaksosta siirtymäajalle 24.1.–9.3.2004, jotta luottolaitokset voivat joustavasti vakiinnuttaa ne rahapolitiikan välineet, joihin on tehty muutoksia.

#### **EUROJÄRJESTELMÄN RAHAPOLIITTISIIN OPERAATIOIHIN HYVÄKSYTTÄVÄT ARVOPAPERIT**

EKPJ:n perussäännössä edellytetään, että kaikkien eurojärjestelmän luotto-operaatioiden on perustuttava riittäviin vakuuksiin. Eurojärjestelmän vakuuskäytäntö on suunniteltu suojaamaan eurojärjestelmää tappioilta rahapoliittisissa operaatioissa ja päivänsisäisessä luotonannossa (ks. kehikko 7). Vakuuskäytäntö turvaa kaikkien vastapuolten tasapuolisen kohdeltelun ja parantaa toiminnan tehokkuutta.

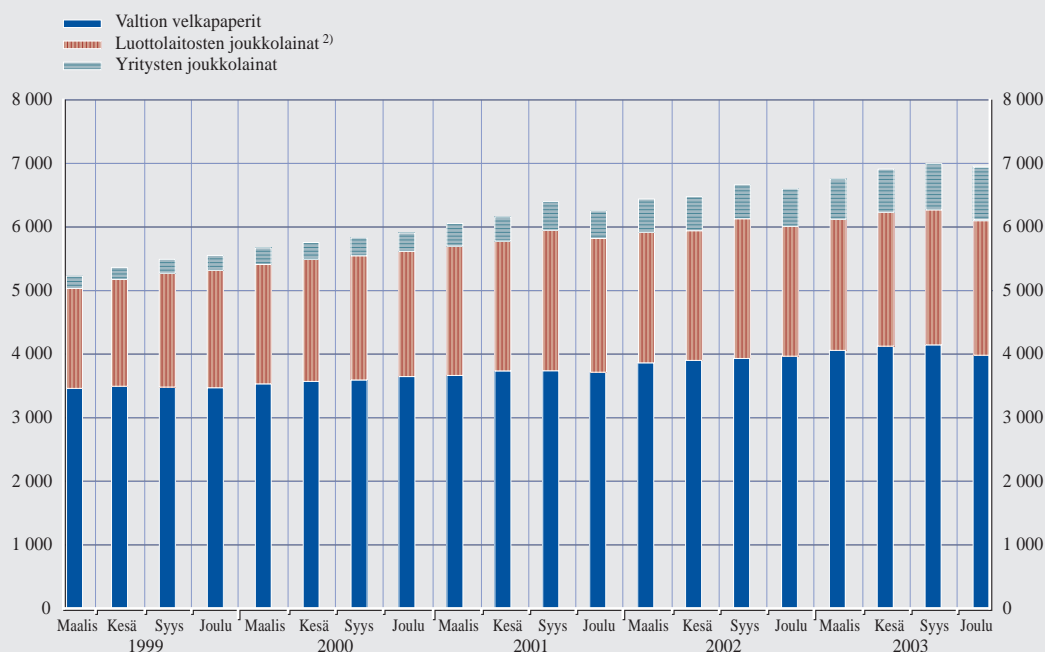
Eurojärjestelmän luotto-operaatioihin hyväksyttiin arvopapereihin kuuluu suuri joukko erilaisia instrumentteja, jotta euroalueen maiden rahoitusrakenteiden erot tulisivat huomioon otetuiksi. Arvopaperit jaetaan kahteen luokkaan eli ykköslistan ja kakkoslistan arvopapereihin. Tämä erottelu vaikuttaa arvopapereiden hyväksyttävyyteen eurojärjestelmän erilaisissa rahapoliittisissa operaatioissa vain siten, että kakkoslistan arvopapereita ei tavallisesti käytetä eurojärjestelmän suorissa kaupoissa (joita ei tällä hetkellä tehdä). Ykköslistan arvopapereihin kuuluvat jälkimarkkinakelpoiset velkainstrumentit, jotka täyttävät EKP:n määrittelemät yhdenmukaiset kelpoisuusvaatimukset. Kakkoslistan arvopapereihin kuuluvat puolestaan arvopaperit, joilla on erityistä merkitystä kansallisten rahoitusmarkkinoiden ja pankkijärjestelmien kannalta ja joiden kelpoisuusvaatimukset on määritelty kansallisissa keskuspankeissa EKP:n määrittelemien vähimmäisvaatimusten mukaisesti. Kakkoslis-

6 Uusi asetus (EKP/2003/9) vähimmäisvarannoista hyväksyttiin 12.9.2003, EUVL L 250, 2.10.2003, s.10. Korjattua versiota asiakirjasta ”Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella. Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä” (ks. alaviite 1) noudatetaan 8.3.2004 alkaen.



**Kuvio 29. Eurojärjestelmän luotto-operaatioihin hyväksytyt ykköslistan arvopaperit<sup>1)</sup>**

(kuukauden lopun tietoja; mrd. euroa)



Lähde: EKP.

1) Ei sisällä kansainvälisten ja ylikansallisten laitosten liikkeeseen laskemia arvopapereita.

2) Tähän luokkaan sisältyvät Pfandbrief-tyyppiset arvopaperit ja luottolaitosten liikkeeseen laskemat vakuudettomat joukkolainat.

tan arvopaperit voivat olla jälkimarkkinakelpoisia tai ei-jälkimarkkinakelpoisia arvopapereita tai osakkeita.

Huomattava osa ykköslistan arvopapereista koostuu julkisyhteisöjen joukkolainoista eli keskushallinnon, alueellisten ja paikallisviranomaisten liikkeeseen laskemista arvopapereista ja luottolaitosten liikkeeseen laskemista Pfandbrief-tyyppisistä arvopapereista, joiden vakuutena on asuntokiinnitysluottoja tai julkisyhteisöjen velkakirjoja. Vuoden 2003 lopussa julkisyhteisöjen joukkolainojen osuus kaikista ykköslistan arvopapereista oli 57 % ja Pfandbrief-tyyppisten arvopapereiden 31 %. Ykköslistaan sisältyviä muuntyyppisiä arvopapereita ovat yksityisen sektorin arvopaperit (eli luottolaitosten liikkeeseen laskemat vakuudettomat joukkolainat, yritysten liikkeeseen laskemat joukkolainat ja muut kuin Pfandbrief-tyyppiset vakuudelliset arvopaperit) sekä kansainvälisten ja ylikansallisten laitosten liikkeeseen

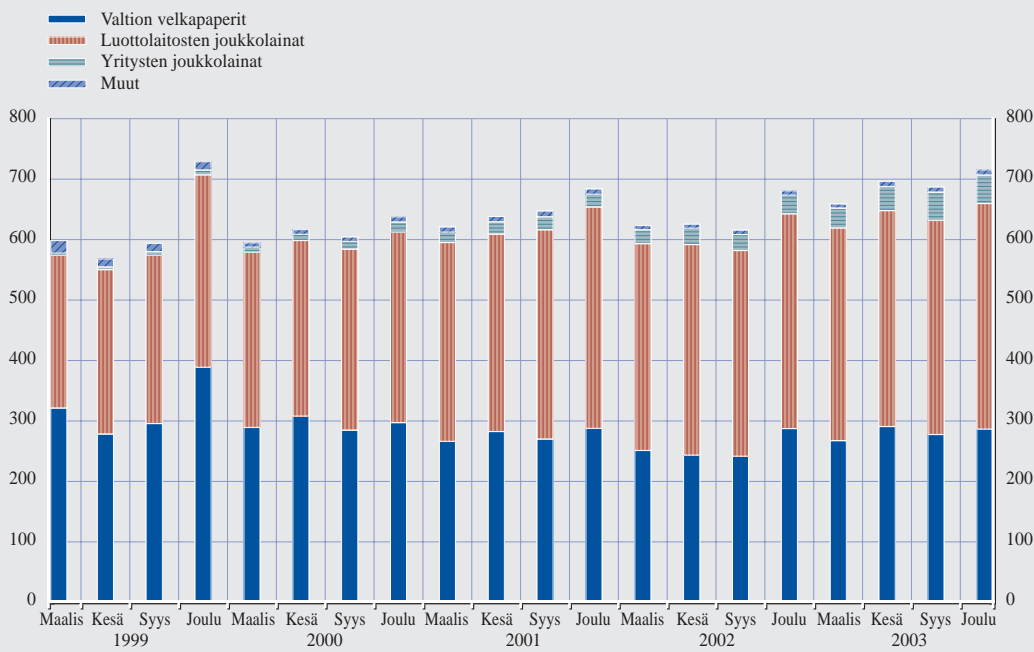
laskemat arvopaperit (joiden osuus vuoden 2003 lopussa oli alle 2 %). Etenkin yritysten liikkeeseen laskemien vakuuskelpoisten joukkolainojen arvo nousi jatkuvasti vuonna 2003.

Kakkoslista koostuu jälkimarkkinakelpoisista ja ei-jälkimarkkinakelpoisista arvopapereista, kuten pankkilainoista, kauppavekseleistä ja joidenkin kansallisten keskuspankkien tähän ryhmään ilmoittamista kiinteistövuokautellisista velkasitoumuksista.

Vakuuskelpoisten ykköslistan arvopapereiden yhteenlaskettu arvo eurojärjestelmän luotto-operaatioissa oli vuoden 2003 lopussa 7 000 miljardia euroa, kun se oli ollut vuoden 2002 lopussa 6 600 miljardia euroa (ks. kuvio 29). Kaiken kaikkiaan ykköslistan arvopapereiden osuus vakuuskelpoisista arvopapereista oli selvästi suurin (96 % vuoden 2003 lopussa). Jälkimarkkinakelpoisten kakkoslistan arvopapereiden yhteenlaskettu arvo pysyi vakaana ja oli

### Kuvio 30. Vakuuksien käyttö eurojärjestelmän luotto-operaatioissa

(kuukauden lopun tietoja; mrd. euroa)



Lähde: EKP.

vuoden 2003 lopussa 261 miljardia euroa (265 miljardia euroa vuonna 2002). Vakuuskelpoisten ei-jälkimarkkinakelpoisten kakkoslistan arvopapereiden absoluuttista arvoa ei ole saatavissa.

Kaikki eurojärjestelmän luotto-operaatiot perustuvat siihen, että vastapuoli joko siirtää arvopaperin omistusoikeuden (korvamerkintäjärjestelmä) tai antaa arvopaperin vakuudeksi (sammiojärjestelmä).

Vastapuolten tallettamien, eurojärjestelmän luotto-operaatioihin vakuudeksi kelpaavien arvopaperien kokonaismäärä oli vuoden 2003 lopussa noin 750 miljardia euroa, kun se oli ollut vuoden 2002 lopussa hieman yli 700 miljardia euroa (ks. kuvio 30).<sup>7</sup>

Kaiken kaikkiaan luottolaitosten liikkeeseen laskemien velkapapereiden osuus vuoden 2003 lopussa talletetuista jälkimarkkinakelpoisista arvopapereista pysyi vakaana eli 51 prosentis-

sa, kun se oli ollut edellisvuoden lopussa 52 %. Julkisyhteisöjen arvopapereiden osuus pysyi niin ikään vakaana ja oli noin 38 %. Yritysten joukkolainojen osuus kasvoi jatkuvasti ja oli vuoden 2003 lopussa 6 %, kun se oli ollut vuoden 2002 lopussa 4 %. Ei-jälkimarkkinakelpoisten pankkilainojen osuus kaikista viiden viime vuoden aikana talletetuista vakuuskelpoisista arvopapereista on pysynyt kohtalaisen vakaana eli 4 prosentissa.

Eurojärjestelmän vastapuolet voivat käyttää vakuutena toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevia vakuuskelpoisia arvopapereita, ts. ne voivat hankkia luottoa sijoittautumisjäsenvaltionsa kansalliselta keskuspankilta toisessa euro-

<sup>7</sup> Sammiojärjestelmässä vastapuolten tallettamien vakuuksien kokonaismäärä oli noin 650 miljardia euroa (vuoden 2003 lopussa), kun se oli vuoden 2002 lopussa ollut noin 600 miljardia euroa. Korvamerkintäjärjestelmässä, jossa on mahdollista tunnistaa tiettyyn yksittäiseen operaatioon tarkoitettu arvopaperi, vastapuolten eurojärjestelmän luotto-operaatioihin (rahapolitiittiset operaatiot ja päivän sisäiset luotot) tallettamien arvopapereiden kokonaismäärä vuoden 2003 lopussa oli 107 miljardia euroa, kun se oli ollut vuoden 2002 lopussa 115 miljardia euroa.

## Kehikko 7.

### LUOTON MYÖNTÄMISEEN RAHAPOLIITTISISSA OPERAATIOISSA JA PÄIVÄNSISÄISISSÄ LUOTOISSA LIITTYVÄ RISKIENHALLINTA

Politiikkaoperaatioissa (rahapoliittisessa tai päivänsisäisessä luotonannossa) eurojärjestelmä altistuu riskeille, sillä on mahdollista, että sen vastapuoli ei kykenekään suoriutumaan velvoitteistaan eurojärjestelmää kohtaan. Näin syntynyt luottoriski saadaan mahdollisimman pieneksi vaatimalla, että vastapuolella on riittävät vakuudet myönnetylle luotolle.

Eurojärjestelmän politiikkaoperaatioihin liittyvä riskienhallintajärjestelmä koostuu kolmesta keskeisestä osatekijästä eli vakuuksien riskienhallintamenetelmistä, arvostusperiaatteista ja vakuuksien luottoriskiarvioinnista.

Vuonna 2003 viimeisteltiin vakuuksien riskienhallintajärjestelmälle uusi aliarvostusasteikko. Asteikon tarkoituksena on erottaa aiempaa selkeämmin eri vakuustyyppit toisistaan sen mukaan, millaisiksi niiden likvidiysriski mielletään. Vakuuksien ryhmittely likvidiyyden mukaan perustuu erilaisiin likvidiyyttä kuvaaviin indikaattoreihin, kuten samaan luottokelpoisuusryhmään kuuluvien liikkeeseenlaskijoiden joukkolainojen tuottokäyrien eroihin, tarjonnan tehokkuuteen, emissioiden keskikokoon sekä osto- ja myyntihintojen eroihin perustuviin indikaattoreihin. Liikkeeseenlaskijoiden ryhmittely arvopapereiden likvidiyyden mukaan näkyy riskienhallinnan tai aliarvostuksen tasoissa.

Ykköslistan arvopaperien uutta riskienhallintamenetelmää noudatetaan vuoden 2004 maaliskuusta alkaen. Menetelmän keskeisimmät muutokset ovat seuraavat:

- Ykköslistan arvopaperit on jaettu neljään likvidiysryhmään ja kullekin ryhmälle on määritelty erityinen markkina-arvon aliarvostusasteikko:

Luokka I	Luokka II	Luokka III	Luokka IV
Julkisyhteisöjen velkapaperit	Alueellisten ja paikallisviranomaisten liikkeeseen laskemat velkapaperit	Perinteiset Pfandbrief-tyyppiset velkapaperit	Vakuudelliset arvopaperit
Keskuspankkien liikkeeseen laskemat velkapaperit	Jumbo Pfandbrief-tyyppiset velkapaperit	Luottolaitosten velkapaperit	
	Valtiosidonnaisten laitosten velkapaperit	Yritysten ja muiden liikkeeseenlaskijoiden velkapaperit	
	Monikansallisten yritysten velkapaperit		

- Aliarvostusasteikkojen maturiteettiluokat on valittu siten, että arvopaperikanta jakaantuu tasaisesti maturiteettiluokittain. Uuden maturiteettiluokat ovat 0–1 vuotta, 1–3 vuotta, 3–5 vuotta, 5–7 vuotta, 7–10 vuotta ja >10 vuotta. Käänteisoperaatioissa sovellettujen alkumarginaalien käytöstä on luovuttu ja lisävakuuspyyntöjen laukaisukynnystasoja alennettu 1,0 prosentista 0,5 prosenttiin. Ykkös- ja kakkoslistan arvopaperien uusien markkina-arvon aliarvostusasteikkojen yhdenmukaisuuden varmistamiseksi myös kakkoslistan markkina-arvon aliarvostuksia on muutettu siten, että niissä otetaan huomioon sekä alkumarginaalien käytöstä luopuminen että uudet maturiteettiluokat.

- Kakkoslistan arvopapereille sovelletuissa aliarvostusasteikoissa näkyvät näille arvopapereille ominaiset riskit, ja asteikot ovat vähintään yhtä tiukat kuin ykköslistan arvopapereille sovelletut asteikot. Markkina-arvon aliarvostuksen kannalta kakkoslistan arvopaperit jaetaan edelleen ominaisuuksiensa ja likvidiytensä perusteella neljään ryhmään: 1) osakkeet, 2) jälkimarkkinakelpoiset likvidiydeltään rajalliset velkainstrumentit, 3) rajoitetun likviditeetin ja erityispiirteitä omaavat velkainstrumentit, sekä 4) ei-jälkimarkkinakelpoiset velkainstrumentit.

alueen valtiossa olevia arvopapereita vastaan. Toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevien vakuuksien osuus kaikista eurojärjestelmän luotto-operaatioita varten talletetuista vakuuksista kasvoi edelleen ja oli vuoden 2003 lopussa 40 %, kun se oli ollut vuoden 2002 lopussa 33 %. Tämä kasvu koski kaikentyyppisiä arvopapereita, mutta varsinkin luottolaitosten ja yritysten liikkeeseen laskemia arvopapereita (ks. lisätietoja tämän luvun osasta 2.3).

Eurojärjestelmän luotto-operaatioihin vakuudeksi kelpaavien arvopaperien täydellisen listan hallinnointi ja julkaisu on keskitetty EKP:hen, jossa ylläpidetään vakuuskelpoisten arvopaperien tietokantaa. Kansalliset keskuspankit antavat EKP:lle tietoja niiden kansallisilla markkinoilla liikkeeseen lasketuista vakuuskelpoista arvopapereista. Arvopaperit kelpaavat vakuudeksi eurojärjestelmän luotto-operaatioihin ainoastaan, jos ne ovat mukana EKP:n päivittäin verkkosivuillaan ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) päivittämällä listalla. Vuonna 2003 eurojärjestelmä paransi vastapuolille tarjoamansa palvelun laatua, tehokkuutta ja luotettavuutta ja muutti vakuuskelpoisten arvopapereiden listan sisältöä. Lista tarjoaa nyt lisätietoa liikkeeseenlaskijaryhmästä ja arvopaperityypeistä uuden, maaliskuussa 2004 voimaan tulevan riskienhallintamenetelmän mukaisesti (ks. kehikko 7).

#### **VAKUUKSET YHDELLE LISTALLE**

EMUn kolmannen vaiheen viiden ensimmäisen vuoden aikana vastapuolilla oli käytettävissään laaja kirjo arvopapereita eurojärjestelmän luotto-operaatioiden ja päivänsisäisten luottojen vakuudeksi. Euroalueen kansallisten keskuspankkien kakkoslistan arvopapereiden heterogeenisyys ei kuitenkaan välttämättä takaa yhtäläisiä toimintaedellytyksiä kaikille vasta-

puolille ja saattaa jossakin määrin vähentää vakuusjärjestelmän avoimuutta. Tämän vuoksi eurojärjestelmä selvittääkin, onko olemassa keinoja vähentää tätä heterogeenisyyttä ja millä ehdoilla nämä kaksi arvopaperilistaa voitaisiin yhdistää yhdeksi listaksi.

Kesäkuussa 2003 eurojärjestelmä esitti markkinaosapuolille pyynnön ottaa kantaa mahdollisiin eurojärjestelmän vakuuskäytäntöön tehtäviin muutoksiin. Markkinaosapuolten mielipidettä kysyttiin suunnitelmasta siirtyä asteittain kahden arvopaperilistan järjestelmästä yhden listan järjestelmään. Eurojärjestelmän nykyisin kelpuuttamat ykköslistan arvopaperit olisivat osa tätä uutta listaa. Nykyisen kakkoslistan vakuuskelpoisten arvopaperien pääryhmiä arvioitiin sen perusteella, voitaisiinko ne mahdollisesti sisällyttää uuteen listaan. Lisäksi tutkittiin mahdollisuutta perustaa uusi vakuuskelpoisten arvopaperien lista Euroopan talusalueella liikkeeseen lasketuista euromääräisistä velkapapereista, joiden liikkeeseenlaskijat ovat ETA-maiden ulkopuolisista G10-maista.

Kannanottoja saatiin useilta kiinnostuneilta osapuolilta mukaan lukien yksittäiset pankit, markkinaosapuolten etujärjestöt sekä jotkin kansalliset ja ylikansalliset pankkiyhdistykset. Lähes kaikissa kannanotoissa kannatettiin kahden arvopaperilistan korvaamista yhdellä vakuuskelpoisten arvopaperien listalla. Uudistusta tuettiin lähinnä siksi, että halutaan kehittää yhdenmukaistettu vakuuskäytäntö, joka edesauttaa tasapuolisen toimintaympäristön luomista vastapuolille. Markkinaosapuolet olivat sitä mieltä, että uuden vakuuskäytännön pitäisi puoltaa useampia vakuuskelpoisia arvopapereita, koska markkinoilla käytetään vakuuksia yhä enemmän esimerkiksi repomarkkinoiden vakuu-

dellisessä luotonannossa ja jatkuvassa linkitettyssä katteensiirrossa (Continuous Linked Settlement, CLS) (ks. luvun 3 osa 4). Jotkin markkinaosapuolet korostivat tarvetta saattaa vakuuskelpoisiksi koko euroalueella kaikki kakkoslistan arvopaperit, jotka tällä hetkellä kelpuutetaan vain joissakin kansallisissa keskuspankeissa. Jotkin markkinaosapuolet mainitsivat myös muita vakuuskelpoisiksi haluamiinsa arvopaperiluokkia (esimerkiksi ”ulkomaiset” arvopaperit, kuten ulkomaan valuutan määräiset velkapaperit).

Eurojärjestelmässä ymmärretään, että vakuuskäytännön uudistaminen (jos ja kun siihen päätetään ryhtyä) edellyttää asteittaista täytäntöönpanoa usean vuoden ajan. Tämä on välttämätöntä, koska eurojärjestelmään kuuluvien keskuspankkien ja vastapuolten operatiiviset järjestelmät ja käytännöt edellyttävät mukauttamista ja koska myös lainsäädäntöön on tehtävä muutoksia joissakin maissa.

### **KONTAKTIRYHMÄT**

Keskustelufoorumina EKP käytti edelleenkin rahamarkkinoiden yhteistyöryhmää (Money Market Contact Group, MMCG) ja valuutta-asioiden yhteistyöryhmää (Foreign Exchange Contact Group, FXCG), jotka perustettiin vuonna 1999, sekä vuonna 2002 perustettua operaatioiden toimeenpanijaryhmää (Operations Managers Group, MG). EKP keskusteli markkinaosapuolten kanssa markkinoiden kehityksestä, rakenteellisista kysymyksistä ja kaupankäyntitavoista sekä rahamarkkinoihin ja valuuttakauppojen selvitysjärjestelmään liittyvistä operatiivisista kysymyksistä. Rahamarkkinoiden yhteistyöryhmässä keskusteltiin vuonna 2003 mm. eurorahamarkkinoista vuonna 2002 tehdystä katsauksesta, Euroopan repomarkkinoista, lyhytaikaisten arvopaperien markkinoiden parantamiseksi tehdystä aloitteesta (ACI initiative on the Short-Term European Paper project, STEP) (ks. luvun 3 osa 3) sekä eurojärjestelmän vakuuskäytäntöä koskevasta EKP:n kannanottopyynnöstä. Valuutta-asioiden yhteistyöryhmässä puolestaan keskusteltiin muun muassa hiljattain käyn-

nistetystä jatkuvasta linkitetystä katteensiirrosta (CLS), sähköisen kaupan kehityksestä sekä markkinakäytännöistä mahdollisesti laadittavasta katsauksesta.

## **1.2 VALUUTTAOPERAATIOIT**

Vuonna 2003 EKP ei tehnyt yhtään valuuttainterventiota valuuttamarkkinoilla.

EKP:n ja Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) välillä on huhtikuussa 2001 allekirjoitettu pysyvä sopimus, jolla helpotetaan IMF:n kaupankäyntiä erityisnosto-oikeuksista EKP:n puolesta muiden erityisnosto-oikeuksien haltijoiden kanssa. Tätä sopimusta hyödynnettiin vuonna 2003 kerran.

## **1.3 SIOITUSTOIMINTA**

### **VALUUTTAVARANNON HOITO**

EKP:n valuuttavarannon hoidolla on tarkoitus varmistaa, että EKP:llä on käytettävissään riittävästi likvidejä varoja valuuttaintervention suorittamiseen aina, kun EKP:n neuvosto katsoo intervention tarpeelliseksi. Tästä syystä EKP:n valuuttavarannon sijoittamisen perustavoitteita ovat sijoitusten likvidiys ja turvallisuus. Näissä rajoissa EKP:n valuuttavarantoa hoidetaan siten, että sen tuotto pyritään maksimoimaan. Onkin laadittu joukko sääntöjä ja menettelytapoja, muun muassa kiinanmuurijärjestely, joiden tarkoituksena on estää esimerkiksi rahapolitiikan täytäntöönpanoon kuuluvan sisäpiiritiedon kulkeutuminen EKP:n valuuttavarannon ja omien varojen hallinnan alueelle.

Vuoden 2003 lopussa EKP:n nettomääräisen valuuttavarannon arvo oli 38,3 miljardia euroa, kun se oli ollut vuoden 2002 lopussa 43,2 miljardia euroa. Muutos johtui saaduista korkotuloista ja Yhdysvaltojen dollarin heikkenemisen aiheuttamasta arvopapereiden markkinaarvon muutoksesta. EKP voi vaatia kansallisilta keskuspankeilta lisää valuuttavarantoja Euroo-

pan yhteisön sekundäärilainsäädännössä määriteltyjen ehtojen mukaisesti.<sup>8</sup>

EKP:n valuuttavarannot koostuvat lähinnä Yhdysvaltojen dollarista, mutta ne sisältävät myös Japanin jenejä, kultaa ja IMF:n erityisnosto-oikeuksia. EKP:n neuvoston määrittelemä valuuttavarannon jakauma perustuu optimaalista valuuttajakaumaa koskeviin tutkimuksiin ja tuleviin operatiivisiin tarpeisiin. EKP:n neuvosto voi tarvittaessa muuttaa jakaumaa. Keskuspankkien 26.9.1999 solmiman ja 8.3.2004 uusitun kultasopimuksen (Central Bank Gold Agreement) mukaan EKP ei sijoita kultavarantojaan aktiivisesti.

### OMIEN VAROJEN HOITO

EKP:n merkitty pääoma ja yleisrahasto muodostavat EKP:n omien varojen hoidon perustan. Oman pääoman tarkoituksena on toimia mahdollisten tappioiden vararahastona. Lisäksi omien varojen hoidossa tavoitellaan pitkällä aikavälillä tuottoa, joka ylittää EKP:n perusrahoitusoperaatioiden keskikoron.

Vuoden 2003 lopussa EKP:n omien varojen arvo oli 5,9 miljardia euroa, kun se oli ollut vuoden 2002 lopussa 5,6 miljardia euroa. Arvon muutos johtuu saaduista korkotuloista ja arvopapereiden markkina-arvon muutoksesta. Vuonna 2003 tutkittiin mahdollisuuksia monipuolistaa omien varojen hoitoa, jotta omista varoista saatava kokonaistuotto paranisi.

### RISKIENHALLINNASTA

EKP:n riskienhallinta mittaa ja seuraa kaikkia EKP:n suorien tai eurojärjestelmän 12 kansallisen keskuspankin EKP:n puolesta tekemien rahoitusoperaatioiden riskejä ja raportoi niistä. EKP:n valuuttavarannon ja omien varojen hallintaan liittyvien riskien hallinnassa on kolme tiiviisti toisiinsa kytkeytyvää osaa: (1) riskienhallintamenetelmät ja valvonta, (2) sijoitusten tuoton analysointi ja raportointi ja (3) sijoitusjakauman analyysijärjestelmä.

EKP:n alttiutta markkina-, luotto- ja likviditeettiriskille mitataan ja sovittujen rajojen noudattamista valvotaan päivittäin. Vuonna 2003 ei ollut

yhtään vakavaa rikkomusta. Valvonnassa keskiytettiin vuonna 2003 yhä enemmän sijoitusten oikean likvidiysprofiilin varmistamiseen. EKP:n valuuttavarantojen likvidiysrajat otettiin virallisesti käyttöön sen varmistamiseksi, että käteisvaroja tai riittävän likvidejä arvopapereita on käytettävissä riittävästi. Näiden tai muiden rajojen rikkomisen varalle on laadittu selkeät toimitusohjeet. Vuonna 2003 myös parannettiin menetelmiä, joiden avulla varmistetaan päivittäisten markkina-arvostushintojen tarkkuus (päivittäin noteeratut arvopapereiden hinnat arvostustarkoituksiin).

Suuren osan riskienhallinnasta muodostavat kaikkien asiaankuuluvien arvopaperisijoitusten tuoton mittaaminen ja analysointi. Nykyjärjestelmässä on 24 erillistä salkkua pelkästään valuuttavarannon hallintaa varten, koska kukin kansallinen keskuspankki hallinnoi kahta EKP:n valuuttavarantosalkkua. Tuoton arviointitekniikoita – eli menetelmiä, joilla tunnistetaan sijoitusten tuottojen lähteet EKP:n asettamiin normisalkkuihin nähden – kehitettiin edelleen vuonna 2003, jotta salkunhoitajat saisivat hyödyllistä tietoa sijoitusten kehityksestä. Laskemalla nämä tiedot yhteen pitkältä ajalta voidaan tehdä aiempaa yksityiskohtaisempia johtopäätöksiä sijoitusten tuotosta. Tällainen kokonaistuoton sekä salkkujen suhteellisen tuoton analysointi verrattuna asianmukaiseen normisalkkuun voi myös hyödyttää päättäjiä, kun he tekevät päätöksiä sijoitustoimintaa yleisesti koskevista muutoksista.

Sijoitusjakauman määrittäminen tarkoittaa sijoitusten jakamista eri arvopaperityyppeihin riskien ja tuottojen optimoimiseksi instituution päämääriin perustuen. Keskeinen sijoitusten tuottoon vaikuttava tekijä on EKP:n strategisten normisalkkujen sijoitusjakauma. Normisalkut ilmaisevat EKP:n pitkän aikavälin riski- ja tuottopreferenssit. Vuonna 2003 EKP kehitti ekonometrisen mallin normisalkkujen odotettujen tuottojen laskemiseksi. Lisäksi käytettiin useita vaihtoehtoisia optimointitekniikoita analyysien luotettavuuden parantamiseksi.

<sup>8</sup> 8.5.2000 annettu Euroopan neuvoston asetus (EY) N:o 1010/2000 Euroopan keskuspankin esittämistä valuuttavarantosaamia koskevista lisävaatimuksista (EYVL L 115, 16.5.2000, s.2).

## 2 MAKSUJÄRJESTELMÄT JA ARVOPAPERIKAUPAN SELVITYSJÄRJESTELMÄT

Maksujärjestelmäpalvelujen ja arvopaperikaupan toimituspalvelujen tarjoaminen on eräs keskeisimmistä keinoista, joita eurojärjestelmä käyttää edistääkseen maksujärjestelmien moitteetonta toimintaa. Tämän lakisääteisen tehtävänsä täyttämiseksi eurojärjestelmä on kehittänyt TARGET-järjestelmän<sup>9</sup>, joka on suurten euromääräisten maksujen reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä (RTGS-järjestelmä). TARGETissa välitettävien maksujen katteensiirto tehdään keskuspankkirahassa. Tämä vähentää huomattavasti sellaisten systeemitason häiriöiden riskiä, joista voisi aiheutua koko rahoitusjärjestelmän kannalta vakavia systeemiisiä vaikutuksia. TARGET-järjestelmää on edelleen kehitetty viime vuosien kuluessa ja paraikaa suunnitellaan toisen sukupolven TARGET2-järjestelmää.

Arvopaperikaupan selvitystä ja toimitusta varten eurojärjestelmä ja markkinat tarjoavat useita kanavia, jotka helpottavat vakuuksien käyttöä kansallisvaltioiden rajat ylittävissä liiketoimissa. Näiden kanavien käyttö lisääntyy koko ajan EU:n markkinoiden integraation myötä.

### 2.1 TARGET-JÄRJESTELMÄ

Nykyinen TARGET-järjestelmä on rakennettu siten, että se perustuu EU:n 15 jäsenvaltion kansallisiin maksujärjestelmiin. Lisäksi siihen kuuluu EKP:n maksumekanismi EPM ja kytkentämekanismi, joka mahdollistaa maasta toiseen suuntautuvien maksujen suorittamisen. Vuonna 2003 TARGET tuki euromääräisten rahamarkkinoiden integraation etenemistä. Koska eurojärjestelmän luotto-operaatiot käsitellään tässä järjestelmässä, sillä oli tärkeä asema myös yhteisen rahapolitiikan sujuvassa toteuttamisessa. Koska TARGET-järjestelmä tarjoaa reaaliaikaisen keskuspankkirahaa käyttävän katteensiirtomahdollisuuden ja se kattaa markkinat laajalti, se on houkutteleva vaihtoehto monenlaisille maksuille.

TARGET toimi moitteettomasti ja menestyksellä vuonna 2003, ja eurojärjestelmän poliittisen tavoitteen eli keskuspankkirahaa hyödyntä-

vän katteensiirron edistämisen mukaisesti sitä käytettiin yhä useampien suurten euromääräisten maksujen katteensiirtoon. Vuonna 2003 TARGETissa suoritettiin arvolla mitattuna 87 % kaikista euromääräisistä suurista maksuista. TARGETia voidaan käyttää kaikkiin pankkien välisiin euromääräisiin tilisiirtoihin EU:n jäsenvaltioissa (jäsenvaltioiden sisäinen maksuliikenne) sekä yhdessä jäsenvaltiossa sijaitsevasta pankista toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevaan pankkiin (jäsenvaltioiden välinen maksuliikenne), mukaan lukien nekin jäsenvaltiot, jotka eivät vielä ole ottaneet euroa käyttöön. Vuonna 2003 TARGET-järjestelmää käytti 3 351 osapuolta. TARGETin välityksellä voidaan tavoittaa 43 450 pankkikonttoria ympäri maailmaa.

### TARGET-OPERAATIOT

Vuonna 2003 TARGETissa käsiteltiin päivittäin keskimäärin 261 208 maksua, jotka olivat arvoltaan yhteensä keskimäärin 1 650 miljardia euroa päivässä. Vuodesta 2002 maksujen lukumäärä kasvoi 3 % ja arvo 6 %.

TARGET-järjestelmässä jäsenvaltiosta toiseen suoritettujen maksujen osuus vuonna 2003 oli 33 % TARGET-maksujen kokonaisarvosta, kun se vuonna 2002 oli ollut 31 %. Tällaisten maksujen osuus kokonaismäärästä oli 23 %, kun vuotta aiemmin se oli 21 %. Jäsenvaltiosta toiseen välitettävien TARGET-maksujen arvosta 95 % ja niiden lukumäärästä 52 % oli pankkien välisiä maksuja ja loput asiakasmaksuja. Jäsenvaltiosta toiseen välitetyn pankkien välisen maksun arvo oli keskimäärin 17 miljoonaa euroa ja jäsenvaltiosta toiseen välitetyn asiakasmaksun arvo oli puolestaan keskimäärin 0,8 miljoonaa euroa. Lisätietoja on taulukossa 12.

Vuonna 2003 TARGETin käytettävyyssaste eli osapuolten todennäköisyys voida käyttää TARGETia häiriöittä sen aukioloaikana oli 99,79 %. Vuonna 2003 kehitettiin TARGET-tietojärjestelmää (TARGET Information System, TIS), jotta TARGETin käyttäjille voidaan tarjo-

<sup>9</sup> Nimi "TARGET" tulee sanoista Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer.

**Taulukko 12. TARGET-maksut <sup>1)</sup>**

Maksujen lukumäärä	2002	2003	Muutos, %
<b>Kaikki maksut</b>			
Yhteensä	64 519 000	66 608 000	3
Päivittäinen keskiarvo	253 016	261 208	3
<b>Jäsenvaltion sisäiset maksut</b>			
Yhteensä	50 785 315	51 354 924	1
Päivittäinen keskiarvo	199 158	201 392	1
<b>Jäsenvaltioiden väliset maksut</b>			
Yhteensä	13 733 685	15 253 076	11
Päivittäinen keskiarvo	53 858	59 816	11
<b>Maksujen arvo, mrd. euroina</b>			
<b>Kaikki maksut</b>			
Yhteensä	395 635	420 749	6
Päivittäinen keskiarvo	1 552	1 650	6
<b>Jäsenvaltion sisäiset maksut</b>			
Yhteensä	271 914	283 871	4
Päivittäinen keskiarvo	1 066	1 113	4
<b>Jäsenvaltioiden väliset maksut</b>			
Yhteensä	123 721	136 878	11
Päivittäinen keskiarvo	485	537	11

Lähde: EKP  
 1) TARGET oli toiminnassa 255 päivänä sekä vuonna 2002 että vuonna 2003.

ta häiriötilanteita koskevaa tietoa aiempaa tarkemmin ja nopeammin.

### **RAHOITUSJÄRJESTELMÄN TOIMIVUUDEN KANNALTA TÄRKEÄT MAKSUT TARGETISSA**

Koska TARGET-järjestelmällä on erityinen asema markkinoilla ja sen peitto on laaja, asianmukainen suoja monenlaisia uhkia vastaan on välttämätön järjestelmän moitteettoman toiminnan turvaamiseksi. Näin ollen TARGET-ympäristön turvallisuuskysymyksiä on tarkasteltava huolellisesti. TARGET-järjestelmän kehitysvaiheesta alkaen käytössä on ollut riskitilanteiden arvioimismenettely. Olemassa olevaa riskinhallintaprosessia tarkistettiin huomattavasti vuonna 2003. Uusi TARGET-riskinhallintakehikko perustuu kansainvälisiin standardeihin.

On äärimmäisen tärkeää, että rahoitusjärjestelmän toimivuuden kannalta tärkeät maksut eli sellaiset, jotka voivat viivästyessään aiheut-

taa systeemiriskejä, suoritetaan poikkeus-tilanteissa ilman viivästyksiä. Tämän varmistamiseksi on kehitetty vakiintuneita TARGET-varajärjestelyjä. Vuonna 2003 keskuspankeissa suoritettiin useita testauksia (mukana oli toisinaan myös liikepankkeja), joilla varmistettiin, että TARGETin maksujen käsittelyketju sekä kaikki sen varajärjestelyt toimivat hyvin ja keskenään yhteensopivasti.

Tämän vuoksi eurojärjestelmä on nykyään varautunut entistä paremmin takaamaan, että maksujärjestelmien ja rahoitusmarkkinoiden moitteeton toiminta jatkuu myös kriisitilanteissa.

### **MUITA MUUTOKSIA**

Muutokset, jotka koskevat SWIFTin tietoverkkoa, esimerkiksi siirtyminen SWIFTNet FINin käyttöön, ovat pakollisia kaikille käyttäjille. TARGETin kansalliset osat voivat toteuttaa muutokset omassa aikataulussaan, mutta niiden on oltava valmiit vuoden 2004 loppuun mennessä.

### **YLIYÖN -SELVITYS**

Vuonna 2003 eurojärjestelmä reagoi siihen arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusjärjestelmissä tapahtuneeseen markkinoiden muutokseen, että rahoitusinstrumenttien siirtoja on alettu selvittää enenevässä määrin yöaikaan (ns. yli yön -selvitys). Yli yön -selvityksessä selvitysjärjestelmien ylläpitäjät suorittavat jo edellisenä yönä sellaisia toimintoja, jotka on yleensä suoritettu vasta seuraavana pankkipäivänä. Tällaisten kauppojen arvopäivä on kuitenkin seuraava pankkipäivä. Yli yön -selvityksen etu on, että selvitysjärjestelmien osapuolilla on varmuus todellisista käteis- ja arvopaperipositioistaan, joten ne voivat toimia niiden perusteella päivän operaatioiden käynnistyessä.

Markkinoiden erityisen toivomuksen johdosta EKP:n neuvosto on hyväksynyt mallin, joka mahdollistaa jäsenvaltiosta toiseen suoritettavien maksujen toimituksen yli yön keskuspankkirahassa sellaisille osapuolille, jotka sijaitsevat toisessa valtiossa kuin siinä, jonka



järjestelmään ne osallistuvat. Malli tulisi käyttöön vain siihen vapaaehtoisesti suostuvissa kansallisissa keskuspankeissa. Tämä eurojärjestelmän kehittämä ratkaisu perustuu euroalueen keskuspankkien kahdenvälisiin takauksiin. Takaukset koskevat järjestelmän sijaintimaan kansallista keskuspankkia sekä vierasmaalaisten osapuolten kansallisia keskuspankkeja. Kansallisten keskuspankkien kahdenvälisten takauksien ansiosta osapuolet voivat käyttää kotimaansa keskuspankissa olevia varantojaan yli yön -selvitykseen kotimaansa ulkopuolella olevassa arvopaperien selvitysjärjestelmässä.

#### **SUHTEET TOISILLA VALUUTTA-ALUEILLA OLEVIIN TARGET-KÄYTTÄJIIN JA RTGS-JÄRJESTELMIEN HOITAJIIN**

EKPJ toimii läheisessä suhteessa TARGETin käyttäjien kanssa, jotta se voisi ottaa niiden tarpeet voitaisiin huomioon ja saada palautetta asianmukaisella tavalla. Kuten aiempinakin vuosina vuonna 2003 järjestettiin säännöllisesti EU:n jäsenvaltioiden keskuspankkien ja TARGETin kansallisten käyttäjien välisiä kokouksia. Lisäksi EKPJ:n TARGET Management Working Group (TMWG) ja Euroopan pankkisektorin TARGET Working Group (TWG) pitivät yhteisiä kokouksia TARGETin toimintaa koskevista operatiivisista aiheista. Strategisia kysymyksiä käsiteltiin maksujärjestelmien yhteistyöryhmässä (Contact Group on Euro Payments Strategy, COGEPS), joka on liike- ja keskuspankkien johtotason keskustelufoorumi.

Yhden maailman suurimman RTGS-operaattorina eurojärjestelmä pitää yllä läheisiä suhteita muiden valuutta-alueiden RTGS-järjestelmien operaattoreihin. Keskinäisten suhteiden tiivistyminen esimerkiksi CLS:ään (Continuous Linked Settlement) liittyvän toiminnan vuoksi on synnyttänyt tarpeen operatiivisia aiheita käsittelevään yhteiseen keskusteluun.

## **2.2 TARGET2**

TARGETin nykyisestä rakenteesta päätettiin vuonna 1994. Sen peruseriaatteina olivat

minimiharmonisointi ja olemassa olevien infrastruktuurien kytkeminen toisiinsa. Tällä tavoin kyettiin parhaiten varmistamaan, että järjestelmä olisi toiminnassa heti EMUn alusta. Järjestelmää on kuitenkin uudistettava, koska euroalueen rahoitusmarkkinat integroituvat jatkuvasti ja TARGETin käyttäjien liiketoiminnalliset tarpeet samankaltaistuvat koko ajan.

EKP:n neuvosto vahvisti 24.10.2002 periaatteet, joiden mukaisesti TARGET2-järjestelmää on tämä jälkeen valmisteltu. Uuden järjestelmän on voitava (i) tarjota laajasti yhdenmukaistettu palvelutaso, (ii) soveltaa näihin yhdenmukaistettuihin palveluihin koko TARGETin kattavaa hinnastoa ja (iii) taattava kustannustehokkuus. Samalla kansalliset keskuspankit ovat edelleenkin vastuussa tili- ja muista suhteista maassaan toimivien luottolaitosten kanssa. TARGET2:n tekninen infrastruktuuri on sellainen, että keskuspankit voivat käyttää yhtä jaettua laitealustaa (single shared platform, SSP), joka tukee liikepankeille tarjottavia RTGS-palveluja.

TARGET2-hankkeiden suunnittelu on jaettu kolmeen päävaiheeseen: hanketta edeltävä vaihe, hankkeenaikainen vaihe ja testausvaihe. Vuosi 2003 omistettiin hanketta edeltävälle vaiheelle, jossa on hoidettava kolme keskeistä tehtävää ennen teknisen kehittämisen aloittamista vuoden 2004 kuluessa. Ensimmäinen tehtävä oli TARGET2:n ydinominaisuuksien ja toimintojen määrittely (esimerkiksi maksujen käsittely- ja katteensiirtopalvelut, käyttöliittymää koskevat kysymykset, likviditeetin hallinta, tietopalvelut, toiminnan jatkuvuus ja turvallisuus). Toinen tehtävä koski kustannus- ja hinnoittelukysymyksiä, jotka liittyivät lähinnä TARGET2:n yhteisen kustannusmetodologian viimeistelyyn. Kolmas tehtävä keskittyi erityisesti SSP:hen liittyviin kysymyksiin.

TARGET2:n ydinominaisuuksien ja toimintojen määrittelyn aluksi eurojärjestelmä järjesti joulukuussa 2002 julkisen kuulemisen, jotta se voi kerätä koko TARGETin käyttäjäkunnalta näkemyksiä TARGET2:ta koskevasta lähesty-

mistavasta sekä sen palvelutasosta.<sup>10</sup> Yksittäiset huomiot ja yhteenveto kaikista vastauksista julkistettiin 14.7.2003 EKP:n verkkosivuilla.<sup>11</sup> Kaikki vastaajat suhtautuivat myönteisesti eurojärjestelmän aloitteeseen parantaa TARGETin palvelua ja toimivuutta. Lisäksi pankkiala korosti TARGET2-hankkeessa mukana olevien käyttäjien merkitystä.

EKPJ aikoo jatkossakin kuulla pankkeja TARGET2:n aiheissa hankkeen edetessä. Lisäksi julkisessa kuulemisessa saadut huomiot ovat toimineet perustana määriteltäessä TARGET2:n ominaisuuksia ja toimintoja. Tällä hetkellä valmisteluissa keskitytään varmistamaan, että tuleva TARGET2-järjestelmä on EKP:n neuvoston minimivaatimuksiksi asettamien rahoitusjärjestelmän toimivuuden kannalta merkittävien maksujärjestelmien peruseriaatteiden<sup>12</sup> mukainen.

Toiseen tehtävään liittyen tuli kehittää kaikkien keskuspankkien sovellettavaksi yhteinen TARGET2:ta koskeva kustannusmetodologia. Se toimii koko TARGET2:n laajuuden hinnaston määräämisen perustana, ja sen perusteella arvioidaan myös sitä, onko palvelujen kustannusvastaavuusvaatimukset täytetty.

Mitä tulee kolmanteen eli SSP:hen keskittyvään tehtävään, EKP on koordinoanut laitealustan käytöstä kiinnostuneiden keskuspankkien välisiä keskusteluja. Eurojärjestelmä on ryhtynyt käsittelemään kysymyksiä, jotka koskevat SSP:n hallintojärjestelmää ja rahoitusta. Banca d'Italia, Banque de France ja Deutsche Bundesbank ovat tehneet yhteisen aloitteen SSP:n kehittämiseksi.

Näiden tehtävien ohella vuonna 2004 on perustettava riittävä hankeorganisaatio varmistamaan hankkeenaikaiseen vaiheeseen kuuluvan kehitystyön tehokas organisointi sekä asianmukainen osallistumisen ja valvonnan taso niille keskuspankeille, jotka aikovat käyttää SSP:tä. EKPJ:n tason valmisteluissa pyritään siihen, että TARGET2 saadaan toimintaan 1.1.2007. Tämä määräaika on kuitenkin erittäin vaativa, ja

se riippuu vielä suoritettavasta toteutettavuusanalyysistä.

### 2.3 VAKUUKSIEN KÄYTTÖ YLI RAJOJEN

Toisessa jäsenvaltiossa olevia vakuuskelpoisia arvopapereita voidaan käyttää kaikenlaisten eurojärjestelmän luottojen vakuutena joko kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin kautta tai EU-maiden selvitysjärjestelmien välisten hyväksytyjen linkkien välityksellä. Kirjeenvaihtajakeskuspankkimalli on eurojärjestelmän tarjoama väline, kun taas hyväksytyt linkit ovat markkinavetoinen ratkaisu.

#### KIRJEENVAIHTAJAKESKUSPANKKIMALLI

Toisessa jäsenvaltiossa olevien vakuuksien määrä eurojärjestelmässä kasvoi joulukuussa 2002 olleesta 234 miljardista eurosta 305 miljardiin euroon joulukuussa 2003. Kaiken kaikkiaan toisessa jäsenvaltiossa olevien vakuuksien osuus kaikista eurojärjestelmälle toimitetuista vakuuksista oli vuoden 2003 loppussa 40 %. Tämä on selvä merkki euroalueen rahoitusmarkkinoiden kasvavasta integraatiosta. Tämän prosessin tuloksena vastapuolten taipumus pitää salkussaan toisessa euroalueen maassa sijaitsevia varoja on kasvanut.

Kirjeenvaihtajakeskuspankkimalli on edelleen suosituin keino käyttää toisessa jäsenvaltiossa olevia arvopapereita vakuutena, ja sitä on kehitetty edelleen. Eurojärjestelmän vastapuolet voivat käyttää vakuuskelpoisia vakuuksia, jotka sijaitsevat toisessa maassa, ts. ne voivat hankkia luottoa sijoittumismaansa kansalliselta keskuspankilta toisessa euroalueen maassa olevia arvopapereita vastaan. Kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin avulla selvitettiin 34 % eurojärjestelmälle toimitetuista vakuuksista.

10 "TARGET2: periaatteet ja rakenne", EKP, joulukuu 2002.

11 "Yhteenveto kommenteista TARGET2:n periaatteisiin ja rakenteisiin", EKP, heinäkuu 2003.

12 Maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean raportti: "Core Principles for Systemically Important Payment Systems", BIS, tammikuu 2001.

## Kehikko 8.

### EUROPEAN BANKING FEDERATIONIN, EUROPEAN SAVINGS BANK GROUPIN JA EUROPEAN ASSOCIATION OF CO-OPERATIVE BANKSIN SOPIMAT PARHAAT MENETTELYTAVAT KIRJEENVAIHTAJAKESKUSPANKKIMALLIN KAUPUISSA OSANA OLEVILLE ARVOPAPERIDEN SÄILYTTÄJILLE

1. Säilyttäjäpankkien on varmistettava, että niiden asiakkaat tuntevat kirjeenvaihtajakeskuspankkimalliin liittyvien ohjeiden antamista koskevat säännöt ja menettelyt. Nämä säännöt ja menettelyt perustuvat mahdollisimman paljon virallisiin paikallisiin markkina-käytäntöihin. Asiakkaiden on noudatettava näitä sääntöjä ja menettelyjä, jotta heidän toimeksiantonsa voidaan käsitellä nopeasti ja tehokkaasti.
2. Kirjeenvaihtajakeskuspankkimallissa toimeksiantojen käsittely olisi suoritettava automaattisesti aina, kun se on mahdollista. Säilyttäjäpankkien niiden asiakkaiden välisessä viestinnässä käytetään sähköisiä kanavia mahdollisimman paljon, ja toimeksiantojen on oltava ISO 15022 -standardien mukaisia.
3. Tavanomaisissa olosuhteissa säilyttäjäpankkien on parhaansa mukaan toimitettava asiakkaidensa kirjeenvaihtajakeskuspankkimallia koskevat toimeksiannot paikalliseen arvopaperien selvitysjärjestelmään 30 minuutin kuluessa niiden saamisesta, jos toimeksiannot ovat täydelliset ja virheettömät ja jos asiakkaalla on hallussaan toimitettavaksi aiotut arvopaperit.
4. Säilyttäjäpankkien määräaika asiakkaidensa kirjeenvaihtajakeskuspankkimallia koskevien toimeksiantojen suorittamiseen saman päivän aikana on 30 minuuttia ennen paikallisen selvitysjärjestelmän määräaika (ks. säännöllisesti päivitettyt maakohtaiset taulukot EKP:n verkkosivuilla <http://www.ecb.int>). Hyvänä käytäntönä asiakkaille kuitenkin suositellaan toimeksiantojen toimittamista hyvissä ajoin ennen säilyttäjäpankin määräaikoja, jotta välttäisiin toimeksiantoruuhkilta ja jotta säilyttäjäpankeilla olisi riittävästi aikaa reagoida virheisiin tai odottamattomiin ongelmiin.
5. Markkinaosapuolten on varmistettava, että niiden asiakkaiden saatavilla on nopeasti tietoa, jonka avulla asiakkaat voivat tarkkailla kirjeenvaihtokeskuspankkimallia koskevien toimeksiantojensa tilaa.
6. Säilyttäjäpankkien on sovittava asiakkaidensa kanssa ratkaisuihin, joiden avulla keskuspankkimallia koskevat toimeksiannot tunnistetaan ja (tarpeen vaatiessa) käsitellään ennen muita asiakastoimeksiantoja. Näiden ratkaisujen olisi perustuttava mahdollisuuksien mukaan ISO 15022 -standardeihin.
7. Jos säilyttäjäpankit voivat tunnistaa, milloin toimeksiannot koskevat kirjeenvaihtajakeskuspankkimallia, niiden on ilmoitettava asiakkailleen parhaansa mukaan toimituksessa ilmenneistä ongelmista 15 minuutin kuluessa niiden havaitsemisesta.

Kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin kautta säilytyksessä olevien vakuuksien määrä kasvoi 195 miljardista eurosta vuoden 2002 lopussa 259 miljardiin euroon vuoden 2003 lopussa.<sup>13</sup>

Kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin palvelutason kohentamiseksi EKP:n neuvosto päätti vuoden 2002 lopussa, että tammikuusta 2004 alkaen kansalliset keskuspankit suorittaisivat sisäiset kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin mukaiset menettelyt tunnissa, jos vastapuolet (ja niiden säilyttäjäpankit, ks. jäljempänä) toimittavat toimeksiantonsa oikein. Tunnin tavoiteajasta poikkeaminen kuitenkin hyväksytään eräissä tilanteissa, kuten maksuliikenteen kiireisimpinä aikoina.

Koska vastapuolten puolesta vakuuksia toimittavilla säilyttäjäpankeilla on tärkeä asema kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin käsittelyketjussa, Euroopan tärkeimmät pankkiyhdistykset (the European Banking Federation, the European Savings Bank Group ja the European Association of Co-operative Banks) ovat julkaisseet parhaat menettelytavat kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin arvoketjuun osallistuville säilyttäjäpankeille. Niissä markkinaosapuolille on annettu ohjeet siitä, miten kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin tehokkuus taataan. Kehikossa 8 esitetyt parhaat menettelytavat ovat voimassa 1.1.2004 alkaen.

### KANSALLISTEN ARVOPAPERIEN SELVITYS- JÄRJESTELMIEN VÄLISET HYVÄKSYTYT LINKIT

Kansalliset arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmät voidaan linkittää sopimukseen perustuvien ja toiminnallisten järjestelyjen avulla siten, että omaisuuseriä voidaan siirtää maasta toiseen järjestelmien välillä.<sup>14</sup> Kun arvopaperit on siirretty tällaisten linkkien välityksellä arvopaperikaupan selvitysjärjestelmästä toiseen, niitä voidaan käyttää kansallisten menettelytapojen mukaan samaan tapaan kuin kotimaisia vakuuksia. Vastapuolten käytettävissä on tällä hetkellä 66 linkkiä, joista käytetään aktiivisesti vain suhteellisen harvoja. Lisäksi nämä linkit kattavat vain osan euroalueesta, eikä vuonna 2003 esitetty arvioitavaksi yhtään uutta linkkiä. Linkkien kautta toimitettujen

**Kuvio 31. Toisessa jäsenvaltiossa olevien vakuuksien osuus kaikista eurojärjestelmälle toimitetuista vakuuksista**



vakuuksien määrä kasvoi joulukuussa 2002 olleesta 38 miljardista eurosta 46 miljardiin euroon joulukuussa 2003, mutta se oli vain 6 % yhteenlasketuista eurojärjestelmälle toimitetuista maasta toiseen siirretyistä ja kotimaisista vakuuksista.

13 Ks. EKP:n julkaisu ”Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä” (luku 6.6.1). Helmikuu 2004.

14 Ks. EKP:n julkaisu ”Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä”, (luku 6.6.2). Helmikuu 2004.

## 3 SETELIT JA KOLIKOT

### 3.1 LIIKKEESSÄ OLEVAT EUROSETELIT JA -KOLIKOT SEKÄ RAHAN KÄSITTELY

#### EUROSETELIEN JA -KOLIKOIDEN KYSYNTÄ

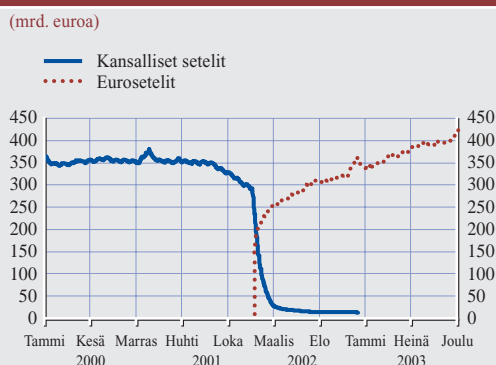
Liikkeessä olevien eurosetelien määrä kasvoi käteisrahan vaihtojakson jälkeen voimakkaasti koko vuoden 2002, ja sama kehitys jatkui vuonna 2003. Tammi-joulukuussa 2003 liikkeessä olevien eurosetelien arvo lisääntyi 21,7 % eli 358,5 miljardista eurosta 436,2 miljardiin euroon. Se laski selvästi ainoastaan tammikuussa 2003, jolloin se supistui 5,3 % joulukuusta 2002. Tämä johtui siitä, että talouden toimijoiden käteisrahan tarve väheni vuodenvaihteen jälkeen tavanomaisen kausivaihtelun mukaisesti. Helmikuussa liikkeessä olevien eurosetelien arvo kääntyi jälleen nousuun, ja koko loppuvuoden se kohosi tasaisesti keskimäärin noin 2,1 prosentin kuukausivauhtia. Eurosetelien kysynnän kasvu johtui sekä eurosetelien käytöstä varallisuuden säilytykseen että niiden käytöstä rinnakkaisvaluuttana euroalueen ulkopuolisissa maissa. Tilastaselvitysten perusteella euroalueen ulkopuolisten hallussa oli arvolla mitattuna noin 9 % liikkeessä olevista euroseteleistä joulukuun 2003 lopussa.

Liikkeessä olevien eurosetelien arvon tavoin myös niiden kappalemäärä kasvoi vuonna 2003 merkittävästi, yhteensä 10,1 %. Tammikuussa 2003 liikkeessä olevien eurosetelien määrä väheni 8,6 % eli 8,2 miljardista setelistä 7,5 mil-

jardiin seteliin, mutta lisääntyi sen jälkeen tasaisesti koko vuoden ja saavutti kysynnän kausiluontoiset huiput kesällä ja vuoden lopussa. Vuoden lopussa liikkeessä oli 9,0 miljardia euroseteliä. Kuviossa 32 esitetään liikkeessä olevien kansallisten setelien ja eurosetelien arvon kehitys vuosina 2000–2003. Kuviossa 33 puolestaan on liikkeessä olevien eurosetelien kappalemäärän kehitys vuosina 2002 ja 2003.

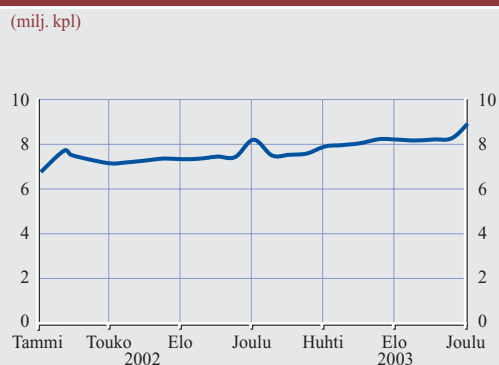
Kuten kuvioista 34 ilmenee, eri nimellisarvoisten eurosetelien kappalemäärän kasvussa ei tapahtunut suuria suhteellisia muutoksia vuonna 2003. Vuotuisten kasvuvauhtien tarkastelu osoittaa kuitenkin, että nimellisarvoltaan suurten setelien määrä on kasvanut huomattavasti. Nopeimmin kasvoi liikkeeseen laskettujen 500 euron seteleiden määrä. Se kasvoi 167 miljoonasta setelistä 238 miljoonaan seteliin vuonna 2003, mikä merkitsee 42,5 prosentin vuotuista kasvuvauhtia. Myös muiden suurimpien seteliarvojen liikkeessä olevien määrien vuotuiset kasvuvauhdit nopeutuivat merkittävästi: 50 euron setelien vuotuinen kasvuvauhti oli 19,0 %, 100 euron setelien 20,3 % ja 200 euron setelien 12,1 %. Sen sijaan nimellisarvoltaan pienimpien setelien liikkeessä olevat määrät kasvoivat maltillisesti: 5 euron setelien määrä 2,3 %, 10 euron setelien 2,5 % ja 20 euron setelien 4,0 %.

Kuvio 32. Vuosina 2000–2003 liikkeessä olleiden setelien arvo yhteensä



Lähde: EKP.

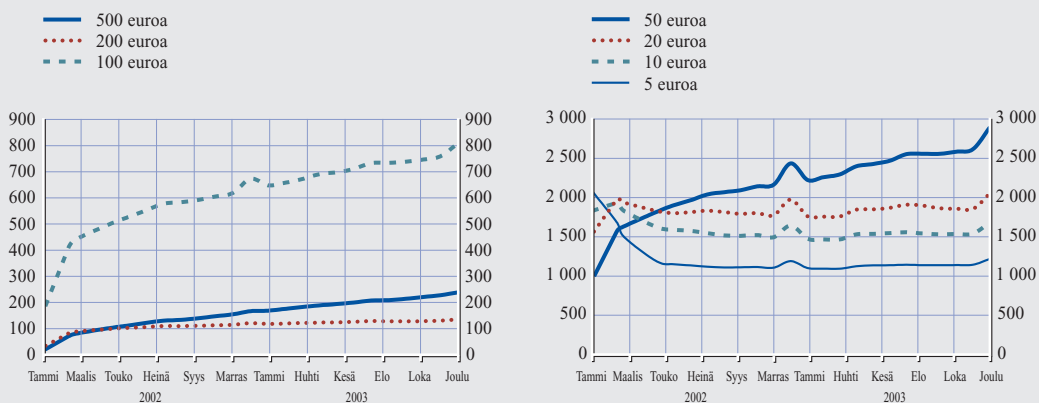
Kuvio 33. Vuosina 2002–2003 liikkeessä olleiden eurosetelien lukumäärä yhteensä



Lähde: EKP.

Kuvio 34. Vuosina 2002–2003 liikkeessä olleiden eurosetelien lukumäärä

(milj. kpl)



Lähde: EKP.

Eurokolikoiden kysyntä lisääntyi vahvasti kaikissa euroalueen maissa tammikuusta 2003 alkaen. Liikkeessä olevien eurokolikoiden arvo kasvoi 13,7 % eli 12,4 miljardista eurosta 14,1 miljardiin euroon vuoden 2003 lopussa. Vuoden 2003 aikana niiden määrä kasvoi 9,1 miljardilla eli 39,9 miljardista kolikosta 49,0 miljardiin kolikkoon vuoden 2003 lopussa. Tämä huomattava kasvu johtui lähinnä nimellisarvoltaan pienimpien eli 1, 2 ja 5 sentin kolikoiden kysynnän lisääntymisestä. Ne vastasivat kahdesta kolmasosasta liikkeessä olevien eurokolikoiden määrän kasvusta. Tämä saattaa selittyä sillä, että nämä kolikot kerääntyvät kolikkovarastoihin ja että ne katoavat käytöstä helposti.

### SETELIEN KÄSITTELY EUROJÄRJESTELMÄSSÄ

Kansallisiin keskuspankkeihin palautuvien setelien aitous tutkitaan perusteellisesti ja niiden laatu varmistetaan pitkälle kehitetyillä setelinlajittelukoneilla. Näin selvitetään, voiko setelit laskea takaisin kiertoon. Tammi-joulukuussa 2003 kansallisten keskuspankkien läpi kulki 57,8 miljardia euroseteliä, yhteisarvoltaan 1 744 miljardia euroa. Näistä 28,5 miljardia seteliä oli luottolaitosten ja muiden asiakkaiden talletuksia ja 29,3 miljardia seteliä oli nostoja. Noin 2,7 miljardia euroseteliä jouduttiin tuhoamaan huonokuntoisuuden vuoksi. Kansalliset

keskuspankit ovat joutuneet tuhoamaan kansallisia seteleitä yleensä samassa suhteessa vastaavan ajanjakson jälkeen niiden liikkeeseenlaskusta.

### 3.2 EUROSETELIEN VÄÄRENTÄMINEN JA VÄÄRENTÄMISEN TORJUNTA

#### EUROSETELIVÄÄRENNÖKSET

Väärennettyjä euroseteleitä havaittiin erityisen vähän vuonna 2002, sillä eurosetelit olivat tuolloin vielä uusia. Tämä johtui eurosetelien pitkälle kehitettyjen aitoustekijöiden ohella siitä, ettei väärentäjillä ollut vielä ollut paljon aikaa tutustua uusiin seteleihin. Vuonna 2003 eurosetelit olivat käytössä toista vuotta, ja silloin euroseteliväärennöksiä löydettiin vääjäämättä edellisvuotista enemmän. Kansallisiin väärennöstutkimuskeskuksiin<sup>15</sup> toimitettiin yhteensä 551 287 euroväärennöstä vuonna 2003. Euro on edelleenkin hyvin turvallinen käteisvaluutta. Väärentäjien käytössä oleva jäljentämistekniikka kuitenkin paranee ja halpenee koko ajan. Lisäksi euro on laajasti käytetty kansainvälinen valuutta, joten se on hyvin houkutteleva väärentämiskohde. Kaiken kaikkiaan

<sup>15</sup> Jokaiseen EU:n jäsenmaahan on perustettu väärennös-laboratorio, jossa väärennetyt eurosetelit tutkitaan aluksi kansallisesti.

väärennösmäärät eivät kasvaneet tasaisesti vuonna 2003, mutta väärennösten esiintymisessä oli jonkin verran kausivaihtelua. Väärennöksiä on löydetty enemmän silloin, kun aitoja euroseteleitä on ollut liikkeessä tavanomaista enemmän, ts. jouluna ja kesälomakautena.

Oheisessa taulukossa on esitetty väärennösten määrät nimellisarvoittain.

	5 euroa	10 euroa	20 euroa	50 euroa
Määrä	2 733	5 476	152 061	321 623
%	0,5	1,0	27,6	58,3

	100 euroa	200 euroa	500 euroa	Yhteensä
Määrä	53 668	14 776	950	551 286
%	9,7	2,7	0,2	100,0

Vaikka 50 euron seteli oli edelleen väärentäjien suurimmassa suosiossa, 50 euron seteliväärennösten osuus on vähentynyt merkittävästi vuoteen 2002 verrattuna ja 20 euron seteliväärennösten on vastaavasti kasvanut.

Joukkoviestimissä on kiinnitetty huomiota korkealaatuisiin jäljennöksiin. Niitä on kuitenkin tavattu erittäin vähän. Lähes kaikkien väärennösten paljastamiseen riittää edelleen yksinkertainen testi: setelin katsominen, tunnusteleminen ja kallisteleminen.

### VÄÄRENTÄMISEN TORJUNTA

EKP teki vuonna 2002 yhteistyösopimuksen Europolin kanssa, ja vastaavia sopimuksia tehtiin vuonna 2003 Interpolin ja useiden EU-hakijamaiden keskuspankkien kanssa. EKP ja kansalliset keskuspankit ovat myös aktiivisesti kouluttaneet ammattimaisia rahankäsittelijöitä sekä EU:ssa että sen ulkopuolella tunnistamaan ja käsittelemään väärennettyjä seteleitä.

EKP:ssä sijaitseva väärennösten tutkimuskeskus (Counterfeit Analysis Centre) ja kansalliset tutkimuskeskukset tekevät poliisin kanssa yhteistyötä väärentämisen torjumiseksi. Kansallisten tutkimuskeskusten asiantuntijat antavat oikeusviranomaisille pyydettyä asiantuntijapuhua ja tekevät teknisiä selvityksiä.

Eurojärjestelmä on niin ikään osallistunut aiempaa tiiviimmin G10-maiden keskuspankkien pääjohtajien alaisuudessa tehtävään yhteistyöhön väärentämisen torjumiseksi. EKP on perustanut teknistä tukea varten kansainvälisen yhteisön käyttöön kansainvälisen väärentämisen torjuntakeskuksen (International Counterfeit Deterrence Centre, ICDC). Keskus päivittää väärennöksiin liittyviä riskianalyyskejä arvioimalla jatkuvasti uusia setelien jäljentämislaitteita ja väärentämisen torjuntajärjestelmiä.

### EUROSETELIEN TURVALLISUUDEN VARMISTAMINEN TULEVAISUUDESSA

Aitoustekijät alkavat ”vanheta” heti setelin liikkeeseenlaskusta alkaen. Sitä mukaa kuin väärentäjien tietämys alun perin turvallisista aitoustekijöistä lisääntyy, riski niiden jäljentämisestä kasvaa. Muiden maailmanvaluuttojen tavoin myös euro on kokenut tämän kohtalon liikkeeseenlaskunsa jälkeen ja erityisesti vuonna 2003. Väärentämisen uhka lisääntyy sitä mukaa, kun muut setelisuunnittelusta vastaavat viranomaiset hyväksyvät euron tekniseksi normiksi ja pyrkivät tuottamaan samanlaisia aitoustekijöitä. Siksi uusien aitoustekijöiden tutkiminen ja kehittäminen tukee merkittäväällä tavalla eurosetelien turvallisuuden varmistamista tulevaisuudessa. Aitoustekijät aiotaankin muuttaa kokonaan ajan kuluessa. Uusien aitoustekijöiden löytämiseksi eurojärjestelmä on kehittänyt menetelmän, jolla tutkimus- ja kehitysehdotuksia voidaan arvioida ja rahoittaa mahdollisimman laaja-alaisesti. Uusien aitoustekijöiden tutkimustyötä täydennetään tutkimuksen ja tuotannon välistä kuilua kaventavilla kehitysohjelmilla.

### 3.3 SETELIEN LIIKKEESEENLASKU JA TUOTANTO

#### EUROJÄRJESTELMÄN ROOLI RAHAHUOLLOSSA

EKP:n neuvosto on useaan otteeseen korostanut, että rahahuollossa kaikkia osapuolia on kohdeltava tasavertaisesti. Tasapuolisen kilpailuympäristön edistämistä on jo tuettu useilla toimilla. Vuonna 2002 eurojärjestelmässä alettiin soveltaa yhteisiä sääntöjä ammattimaisilta

rahankäsittelijöiltä perittäviin käteisrahan käsittelymaksuihin. Eurojärjestelmässä sovittiin myös kansallisten keskuspankkien rahoituspisteiden aukioloajoista sekä veloitus- ja hyvityssäännöistä. Lisäksi eurojärjestelmä antoi ohjeet talletus- ja ottoautomaattien<sup>16</sup> käytöstä. Vuonna 2003 sovittiin myös näiden ns. käteisen kierrätysautomaattien yhteisistä testausmenetelmistä. Niiden perusteella yhdessä euroalueen kansallisessa keskuspankissa tehdyt testit ovat voimassa kaikissa euroalueen maissa. Testausmenetelmät asettavat käteisen kierrätysautomaateille tiukat vaatimukset siitä, miten väärennetyt ja väärennöksiksi epäillyt setelit poistetaan kierrosta ja huonokuntoiset setelit erotellaan. Näillä vaatimuksilla pyritään varmistamaan liikkeessä olevien setelien korkealaatuisuus. Testausmenetelmissä on myös kiinnitetty huomiota automaattien käyttökelpoisuuteen ja teknisiin ominaisuuksiin. Useat valmistajat ovat jo tehneet testit menestyksekkäästi ja vaikuttaneet siten osaltaan tiukkojen standardien noudattamisen setelien käsittelyssä ja kierrätyksessä. Jo toteutettujen toimien lisäksi eurojärjestelmä seuraa käteisrahan kiertoa muistakin näkökulmista. Tavoitteena on varmistaa käteisrahan saatavuus ja tehokkuus sekä eurosetelien turvallisuus.

EKP ja Euroopan komissio järjestävät yhdessä joka toinen vuosi pidettäviä kokouksia, joissa käsitellään käteisen käyttöön liittyviä asioita. Kokouksiin osallistuu pankkialan, kuluttaja- ja vähittäismyynniryhmien sekä myyntiautomaattiyhtymien ja arvokuljetusyritysten edustajia. EKP osallistuu myös tarkkailijana Cash Working Group -työryhmään, joka toimii Euroopan luottolaitosyhdistyksen (European Credit Sector Association) ja suurimpien pankkien perustaman European Payments Councilin alaisuudessa.

### TUOTANTOJÄRJESTELYT JA SETELITUOTANTO TULEVAISUUDESSA

Huhtikuussa 2001 EKP:n neuvosto päätti, että seuraavien viiden vuoden ajan eurosetelien tuotannossa käytetään hajautettua tuotantomallia. Tämä tarkoittaa, että kukin euroalueen kansallisista keskuspankeista vastaa vain osasta koko-

**Taulukko 13. Eurosetelien tuotannon jakautuminen vuonna 2003**

Nimellisarvo	Lukumäärä (milj. kpl)	Tuotannosta vastaava kansallinen keskuspankki
5 euroa	110	FR
10 euroa	999,1	DE, GR, IE, AT
20 euroa	1 071,1	FR, ES, NL, PT, DE
50 euroa	657	IT, BE, ES, NL
100 euroa	122	IT, FI
200 euroa	133	DE, LU
500 euroa	0 <sup>1)</sup>	
Yhteensä	3 092,2	

Lähde: EKP.  
1) Euron käyttöönoton yhteydessä muodostettujen 500 euron setelin logististen varastojen katsottiin riittävän vuodeksi 2003.

naistuohtantoa ja vain muutaman setelilajin tuotannosta. Hajautetun tuotantomallin mukaisesti tuotettuja setelimääriä kansallisissa keskuspankeissa esitetään taulukossa 13.

Vuonna 2003 tuotettiin 3,1 miljardia seteliä (4,8 miljardia kappaletta vuonna 2002).

EKP:ssä on tehty pohjatyötä toimintatapojen kehittämiseksi tulevaisuuden setelihankintaa varten. EKP:n neuvosto on tehnyt perusteellisen selvityksen siitä, voidaanko raaka-aineiden hankintaan ja setelien tuotantoon alkaa soveltaa kilpailumenettelyä keskipitkällä aikavälillä. Se on päättänyt, että eurojärjestelmässä ryhdytään soveltamaan täysimääräisesti setelien hankintaa koskevia, kilpailumenettelyyn perustuvia yleisperiaatteita viimeistään vuonna 2012. Niiden maiden keskuspankit, joilla on oma tai julkinen setelipaino, voivat jättäytyä näiden hankintaperiaatteiden ulkopuolelle.

### EUROKOLIKOIDEN VALMISTUKSEN TUKEMINEN

Eurokolikoiden tuotannosta vastaavat jäsenvaltiot. EKP toimii kuitenkin edelleen painettujen kolikoiden laadun riippumattomana arvioijana. Se avustaa lisäksi eurokolikoita tuottavia rahapajoja yhteisen laadunhallintajärjestelmän ylläpidossa ja soveltamisessa. Vuonna 2003

<sup>16</sup> Talletus- ja ottoautomaatit ovat erillisiä itsepalveluautomaatteja, joista voi nostaa ja joihin voi myös tallettaa seteleitä.



eurokolikoita tuotettiin 4,8 miljardia kappaletta (6,2 miljardia kappaletta vuonna 2002).

### **TOINEN EUROSETELISARJA**

Setelien ulkoasun uudistamisella tähdätään ensisijaisesti siihen, että setelit ovat ajan tasalla teknisen kehityksen kanssa. Näin varmistetaan, että setelit ovat jatkuvasti hyvin suojattuja väärentämiseltä ja että myös yleisö tunnistaa niiden aitoustehtävät. Siksi rahaviranomaiset pyrkivät päivittämään kaikki setelit asteittain muuttaman vuoden kuluttua niiden liikkeeseenlaskusta. Tämän käytännön mukaisesti EKP on alkanut suunnitella toista eurosetelisarjaa. Sarjan tuottamiseen ja liikkeeseenlaskuun menee kuitenkin vielä useita vuosia.

Uuden setelisarjan liikkeeseenlaskun päivämäärää ei ole vielä päätetty, mutta ajankohdaksi suunnitellaan tämän vuosikymmenen loppua. Setelit lasketaan liikkeeseen nimellisarvoittain ja tietyin väliajoin, joten kaikkien nimellisarvojen käyttöönottoon kuluu vielä useita vuosia. Toisen setelisarjan aiheet perustuvat jatkuvuuden osoittamiseksi nykyisen setelisarjan teemaan ”Euroopan aikakaudet ja tyylisuunnat”.

### **NIMELLISARVOLTAAN HYVIN PIENET SETELIT**

Käteisrahan vaihdon päätyttyä esitettiin, että olisi tarpeen ottaa käyttöön nimellisarvoltaan hyvin pienten eli 1 euron tai 2 euron setelit tai molemmat. Ehdotusta perusteltiin sillä, että joissakin maissa on totuttu kansallisten valuuttojen perintönä nimellisarvoltaan pienten setelien käyttöön, ja kansalaisten on ollut vaikeaa sopeutua 2 euron kolikon ja 5 euron setelin verrattain suureen arvorajaan. On myös väitetty, että kuluttajat yhdistävät kolikot vähäiseen arvoon.

EKP:n neuvosto aikoo arvioida uudelleen nimellisarvoltaan hyvin pienten eurosetelien liikkeeseenlaskua syksyllä 2004. Tällöin eurosetelien ja -kolikoiden käytöstä euroalueella ja sen ulkopuolella on saatavissa tarkempaa tietoa.

## 4 UUDET TILASTOT JA TILASTOJEN PARANTAMINEN

EKP kerää kansallisten keskuspankkien avustuksella laajan joukon eri tilastoja, joiden avulla EKPJ toteuttaa tehtäviään. Tilastojen tuotanto sujui edellisten vuosien tavoin hyvin vuonna 2003. EKP ja kansalliset keskuspankit pitivät kuitenkin tarpeellisena kehittää tilastoja edelleen.

Vuonna 2003 tehtiin useita muutoksia, joilla pyrittiin parantamaan euroalueen tilastojen saatavuutta ja laatua ja samalla vähentämään tiedonantajien raportointivelvoitteita. Myös niitä EKP:n jatkuvasti tarvitsemia tilastoja on parannettu, joiden keräämisestä ja kokoamisesta vastaavat Euroopan komissio (Eurostat) ja kansalliset tilastolaitokset.

### 4.1 UUDET TILASTOT

EKP julkaisi joulukuussa 2003 uudet, yhdenmukaistetut rahalaitosten korkotilastot. Nämä uudet tilastot kattavat 45 eri korkoa, joita euroalueen rahalaitokset soveltavat kotitalouksien ja yritysten talletuksiin ja lainoihin (ks. myös luvun 1 osa 2.1). Tilastot laaditaan kuukausittain, ja ne kattavat sekä kannat että uudet talletus- ja lainasopimukset. Uudet tilastot antavat aiempaa kattavamman ja yhdenmukaistetumman kuvan rahalaitosten soveltamista koroista, niiden muutoksista eri aikoina ja niihin liittyvistä rahamääristä. Rahalaitosten korkotilastoja koskevat vaatimukset on määritetty asetuksessa EKP/2001/18. Tietoja näistä korkotilastoista sekä korkotilastojen käsikirja ja niiden laatimiseen käytetyt menetelmät esitellään EKP:n verkkosivuilla.

EKP on julkaissut syyskuusta 2003 lähtien aiempaa tarkempia tietoja raha-aggregaateista ja niiden vastaeristä. Kausivaihtelusta puhdistettuja arvioita on nyt saatavissa koko rahalaitossektorin konsolidoidusta taseesta. Lisäksi sektoreittain eriteltyjä tietoja talletuksista, lainoista ja hallussa olevista arvopapereista on saatavissa kuukausittain, kun tiedot esitettiin aiemmin vain neljännesvuosittain. Raha-aggregaattien luotto-vastaerän laskemiseen käytettävien rahalaitosten tiettyjen tase-erien

arvostusmuutoksista (esim. luottotappiot ja arvonalennukset) on nyt saatavissa eriteltyjä ja yhdenmukaistettuja tietoja.

EKP antoi vuonna 2002 suuntaviivat EKP:n tilastointiin liittyvistä tiedonantovaatimuksista neljännesvuosittaisessa rahoitustilinpäädössä (EKP/2002/7). Näiden suuntaviivojen ansiosta EKP:llä on ollut käytettävissä helmikuusta 2003 lähtien aiempaa tarkempia tietoja vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen taloustoimista ja taseista.

Muita rahoituslaitoksia kuin vakuutuslaitoksia ja eläkerahastoja koskevista tilastoista julkistettiin tammikuussa 2003 ensimmäistä kertaa rahasto- ja sijoittajatyypeittäin eriteltyjä sijoitusrahastojen tasetilastoja. Nämä tilastot kootaan neljännesvuosittain tällä hetkellä käytössä olevien kansallisten tietojen perusteella. Tiedot eivät ole vielä täysin yhdenmukaistettuja koko euroalueella. Tammikuusta 2003 lähtien on myös ollut käytettävissä kuukausitietoja euroalueella olevien liikkeeseen laskemista noteeratuista osakkeista liikkeeseen laskijan sektorin mukaan jaoteltuna. Lisäksi tammikuusta 2003 lähtien on ollut käytössä aiempaa paremmat velkapaperien kannan kasvun laskumenetelmät.

Eurostatin kokoamista euroalueen tilastoista tärkeimpiä uusia tilastoja olivat teollisuustuotannon uusia tilauksia koskevat tilastot sekä BKT:n pikatilastot, jotka perustuvat joidenkin euroalueen maiden alustaviin arvioihin BKT:n määrän kasvusta.

Tilastojen yhdenmukaisuuden parantamiseksi EKP julkaisi kesäkuussa 2003 ensimmäistä kertaa tietoja maksutaseen vaikutuksesta rahan määrän muutoksiin. Tämä maksutaseen rahataloudellinen esitys yhdistää toisiinsa maksutaseessa M3:n vastaariin kuuluvien ulkomaisien nettosaamisten muutokset ja muiden kuin rahalaitosten ulkomaiset taloustoimet. Koska muutokset rahalaitossektorin ulkomaisissa nettosaamisissa johtuvat pitkälti muiden kuin euroalueen rahalaitosten ulkomaisista taloustoimista, uusi esitys edistää rahatilastojen ja

maksutaseen tietojen yhdenmukaisuutta. Koska maksutaseen erään ”Muut sijoitukset” kerätään erilliset tiedot lainoista ja talletuksista, myös tämä helpottaa seuraamaan muutoksia muiden kuin rahalaitosten euroalueen ulkopuolella olevissa likvideissä instrumenteissa.

## 4.2 KESKIPITKÄN AIKAVÄLIN TILASTOSTRATEGIA

EKP noudatti vuonna 2003 tilastoinnissa keskipitkän aikavälin strategiaa, jonka tarkoituksena oli parantaa tilastoja ja kehittää niiden yhdenmukaisuutta ja jakelua. Strategia perustuu seuraaviin ydinalueisiin:

- EU:n tulevien jäsenmaiden tilastojen valmistelu ja niiden ottaminen mukaan ensiksi EU:n jäsenmaita ja tulevaisuudessa euroalueeseen kuuluvia maita koskevissa tilastoissa.
- Yhtenäisen järjestelmän luominen euroalueen neljännesvuosittaisen rahoitustilinpidoon ja neljännesvuosittaisen sektoritilien tilastointiin. Yhteinen järjestelmä parantaa taloudellisessa ja rahataloudellisessa analyysissä käytettyjen käsitteiden ja tilastotietojen yhdenmukaisuutta. Neljännesvuositilinpitoa suunnitellaan koottavaksi sekä koko euroalueen taloudesta että eri institutionaalista sektoreista.
- EKP:n tilastojen laajentaminen. Suunnitelma sisältää euroalueen keskitetyn arvopaperitietokannan ja rahoitusmarkkinoiden tietokannan luomisen. Niillä tuetaan yhdenmukaisten ja ajantasaisten arvopaperija rahoitusmarkkinatilastojen tuottamista. Keskitetyn arvopaperitietokannan avulla voidaan myös kerätä aiempaa tarkempia tietoja arvopaperisijoituksista maksutasetilastoihin ja ulkomaisen varallisuuden tilastoihin.
- Rahoitusjärjestelmän vakauden seuraamista ja analysointia koskevan tilastoinnin kehittäminen.

- Tilastoihin merkittävästi vaikuttavien rahoitusinnovaatioiden ja muiden uudistusten seuranta ja niihin reagointi. Tällaisia uudistuksia ovat esimerkiksi uudet kansainväliset tilinpäätösstandardit ja Baselin pankki-valvontakomitean vakavaraisuussääntely.
- Tilastotietojen jakelun tehostaminen.
- Pyrkiminen Eurostatin kokoamien ja kansallisten tilastolaitosten tietoihin perustuvien euroalueen talustilastojen ajantasaisuuteen ja laadukkuuteen eli ns. first for Europe -periaatteen toteuttamiseen. Tämä periaate kannustaa kansallisia tilastolaitoksia antamaan etusijan koko euroalueen tilastoihin vaikuttaville tilastotiedoille (varsinkin Euroopan talouden keskeiset indikaattorit) ja esimerkiksi julkaisuaikataulujen ja korjauskäytäntöjen entistä paremmalle koordinoinnille.
- Aktiivinen osallistuminen kansainvälisten standardien laatimiseen, jotta yrityksiltä kerättävät eri tilastojen perustiedot olisivat aiempaa yhdenmukaisempia.

Tilastotietojen jakelun tehostamiseksi EKP on julkaissut elokuusta 2003 lähtien kuukausittain tilastovihkosta, jossa esitetään euroalueen tärkeimmät ja tuoreimmat tilastotiedot taskukoossa.

## 4.3 TILASTOJEN INSTITUTIONAALISEN JA LAINSÄÄDÄNNÖLLISEN PERUSTAN VAHVISTAMINEN

EKP pyrkii yhdessä kansallisten keskuspankkien ja yhteistyössä muiden eurooppalaisten ja kansainvälisten laitosten kanssa vahvistamaan tilastojen keräämiseen, kokoamiseen ja jakeluun liittyvää lainsäädännöllistä ja institutionaalista perustaa.

EKP on päivittänyt suuntaviivoja EKP/2003/2, jotka koskevat tiettyjä raha- ja pankkitilastoihin liittyviä EKP:n tiedonantovaatimuksia ja kansallisten keskuspankkien tiedonantomenettelyjä.

Se on myös päivittänyt rahalaitosten tase-tilastoja koskevaa asetusta (suuntaviivat EKP/2001/13), jotta tilastot kattavat tietyiltä osin EU:n tulevat jäsenmaat ja niiden valuutat uusien jäsenmaiden liittymispäivästä eli 1.5.2004 alkaen. EKP julkaisi niin ikään toukokuussa 2003 päivitettyt suuntaviivat maksutasetta ja ulkomaista varallisuutta koskevista tilastoista (EKP/2003/7). Päivityksellä parannetaan edelleen näitä tilastoja koko euroalueella, sillä esimerkiksi maksutaseen virtatiedot ja ulkomaisen varallisuuden kannat eritellään nyt maa- ja sektoriohjauskohtaisesti aiempaa tarkemmin.

Institutionaalisen perustan kehittämiseksi EKP ja Euroopan komissio (Eurostat) allekirjoittivat maaliskuussa 2003 talous- ja rahoitustilastoja koskevan päivitetyn yhteistyöpöytäkirjan. Asiakirjassa päätetään vastuunjaosta ja yhteistyöstä EKP:n ja Euroopan komission kesken ja otetaan huomioon perustamissopimuksen artiklan 285 ja EKP:n perussäännön artiklan 5 määräykset. EKP:llä on edelleen päävastuu raha- ja pankkitilastoista sekä rahoitusmarkkinatilastoista. Euroopan komissio puolestaan vastaa edelleen ensisijaisesti yleisistä taloustilastoista. Maksutasetilastoista EKP ja komissio vastaavat yhä yhteisesti. EKP:llä on niin ikään päävastuu tilastoista, jotka koskevat valuuttavarantoa, euron nimellisiä ja reaalisia efektiivisiä valuuttakursseja sekä euroalueen neljännesvuotuista rahoitustilinpidon. Komissiolla on päävastuu institutionaalisten sektoreiden mukaan jaotellusta jäsenvaltioiden vuositilinpidosta. Sen sijaan EKP ja komissio ovat yhteisesti vastuussa institutionaalisten sektoreiden neljännesvuosittaisen sektoritilien kehittämisestä ja tilastollisesta infrastruktuurista, esimerkiksi kausipuhdistuksesta ja tiedon siirron standardeista.

Lisäksi EKP:n ja Euroopan komission (Eurostat) yhteinen työryhmä tutki vuonna 2003 maksutasetilastojen laadun arviointia ja kehitti kvantitatiivisia indikaattoreita laadunvalvontaan. Nämä euroalueen kvantitatiiviset indikaattorit otetaan mukaan yleiseen laadun arviointiin ja julkaistaan vuosittaisissa laaturaporteissa. EKP ja Euroopan komissio (Euro-

stat) ovat myös tehneet tiivistä yhteistyötä laatiakseen luettelon kuukausittain ja neljännesvuosittain julkistettavista Euroopan talouden keskeisistä indikaattoreista. Näiden indikaattorien halutaan olevan käytössä euroalueella huomattavasti nykyistä aikaisemmin ja perustuvan aiempaa ajantasaisempiin jäsenvaltioiden tietoihin.

## 5 TALOUDELLINEN TUTKIMUS

EKP:ssa tehtävän taloudellisen tutkimuksen tavoitteena on luoda vahva käsitteellinen ja empiirinen pohja päätöksenteolle ja edistää tiedottamista poliittisista toimista markkinoille ja yleisölle. Laadukas tutkimus on olennaista halutessa taata, että EKP:llä hyvät edellytykset vastata itsenäisten maiden yhteisen rahapolitiikan toteuttamisesta aiheutuviin haasteisiin. Eurojärjestelmässä taloudellisen tutkimuksen tärkeimpänä tehtävänä on lisätä tietoa euroalueen talouden toiminnasta ja tarjota malleja, työkaluja ja analyyseja rahapolitiikan harjoittamiseen ja eurojärjestelmän muiden tehtävien toteuttamiseen. Taloudellisen tutkimuksen politiikkasuuntatuneisuutta kuvastaa esimerkiksi sen rooli EKP:n rahapolitiikan strategian arvioinnissa: EKP:n neuvosto on saanut tietoa arviointien tekoon useista taustatutkimuksista (ks. kehikko 1).

### 5.1 TUTKIMUSAIHEET

Vuoden 2003 tutkimusohjelma voidaan jakaa kuuteen tutkimusalueeseen, jotka ovat 1) rahapolitiikan strategia, säännöt ja indikaattorit, 2) rahapolitiikan välittyminen, 3) rahoitusmarkkinat ja -laitokset, 4) kansainvälinen talous ja rahoitus, 5) euroalueen makrotalouden mallintaminen ja 6) yleiset talous- ja rakennekysymykset. Useimmat näistä tutkimuksista julkaistaan ensiksi EKP:n Working Paper -sarjassa ja – joskin vähemmässä määrin – ns. Occasional Paper -sarjassa tai tutkimuksia esitellään konferensseissa ja workshoppeissa, ennen kuin ne julkaistaan akateemisissa lehdissä tai kirjoissa.<sup>17</sup>

Kuviossa 35 esitetään tutkimusten määrän kasvu EKP:ssä vuodesta 1999 ja jo julkaistujen tai piakkoin julkaistavien tutkimusten määrä akateemisissa lehdissä ja kirjoissa.<sup>18</sup> Kuvio 36 ilmentää EKP:ssä tehtävän tutkimuksen politiikkakeskeisyyttä. Siinä EKP:n Working Paper -sarjan tutkimukset jaotellaan julkaisun ”Journal of Economic Literature” käyttämän luokittelun mukaisesti. Makrotaloustiede ja rahatalous ovat yleisin tutkimusaihe sarjassa. Seuraavaksi suosituimpia aiheita ovat mate-

Kuvio 35. EKP:n Working Paper -sarjan julkaisut



Lähde: EKP.

maattiset ja kvantitatiiviset menetelmät, rahoitustalous ja kansainvälinen talous.

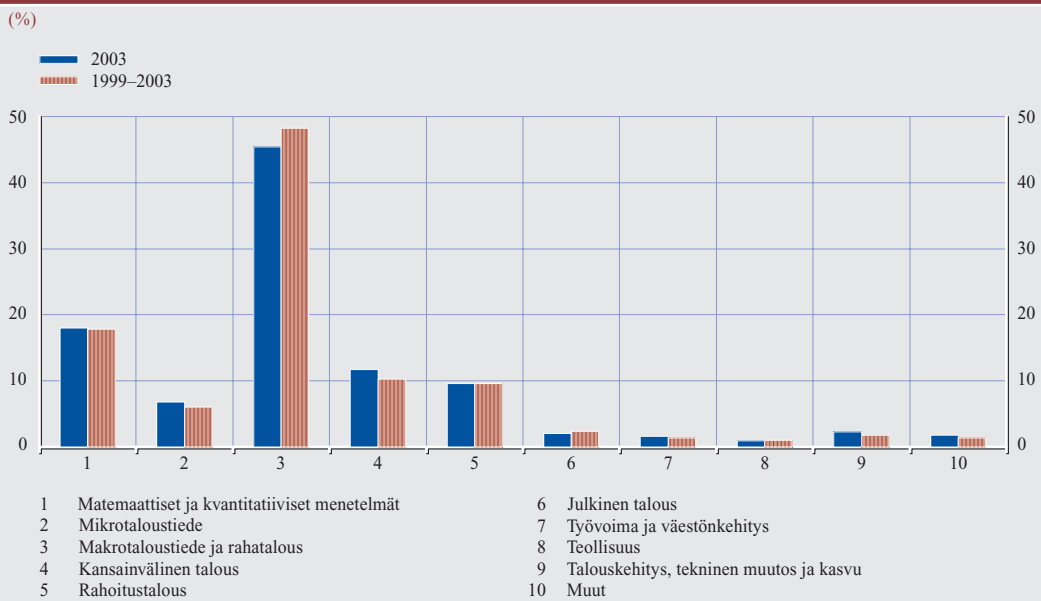
### 5.2 TUTKIMUSVERKOSTOT

EKP:n tutkimusta tehdään useissa tapauksissa organisoiduissa tutkimusverkostoissa. Nämä muodostuvat ryhmistä tutkijoita, jotka ovat mukana laajoissa, monimuotoisissa projekteissa. Tutkimusverkostoissa voi olla mukana EKP:n, euroalueen kansallisten keskuspankkien, muiden keskuspankkien ja poliittisten järjestöjen ekonomisteja sekä tutkijoita. EKP osallistuu verkostoihin ja auttaa niiden koordinoinnissa ja organisoinnissa joko yksin tai yhdessä muiden instituutioiden kanssa. Vuonna 2003 tutkimusverkostot olivat erittäin aktiivisia. EKP tutki esimerkiksi pääomamarkkinoita ja rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä Euroopassa yhdessä Johann Wolfgang Goethe -yliopiston (Frankfurt) taloustutkimuslaitoksen Center for Financial Studiesin kanssa (ks. kehikko 10).

<sup>17</sup> Joitakin deskriptiivisiä tilastoja EKP:ssä tuotetuista tutkimuksista, ks. Gaspar V. ja Vega J. L. (2002), ”Research at a policy making institution: launching research at the ECB”, *Swiss Journal of Economics and Statistics*, vol. 1, issue 4, 2002, s. 359–376.

<sup>18</sup> Työpapersarjassa julkaistaan EKP:n henkilöstön ja vierailijoiden tutkimuksia. Siinä voidaan julkaista myös muiden tutkijoiden tutkimuksia, jos ne pohjautuvat EKP:n tutkimusaloitteisiin ja/tai ne esitetään EKP:n organisoimissa tutkimuskonferensseissa tai workshoppeissa.

**Kuvio 36. EKP:n Working Paper -sarja: JEL-luokitus (Journal of Economic Literaturen luokitus)**



Lähde: EKP.

Eräs vuonna 2003 työnsä päättäneistä merkittävistä tutkimusverkostoista oli rahapolitiikan välittymistä eurojärjestelmässä selvittänyt Eurosystem Monetary Transmission Network. Tässä EKP:n ja euroalueen kansallisten keskuspankkien vuonna 1999 käynnistämässä hankkeessa tutkittiin, miten yhteinen rahapolitiikka vaikuttaa euroalueen talouteen. Hankkeen aikana kerättiin kattava aineisto rahapolitiikan välittymismekanismista ja osallistujat tekivät perusteellisia tutkimuksia käyttämällä sekä makro- että mikrotason aineistoa. Tutkimuksissa keskityttiin yritysten investointikäyttäytymiseen ja pankkien merkitykseen rahapolitiikan välittymismekanismissa. Hankkeessa myös vertailtiin välittymismekanismia euroalueella ja Yhdysvalloissa. Hankkeen tuloksena syntyi useita lehtiartikkeleita ja työpapereita, ja tutkimuksen tuloksista julkaistiin kirja marraskuussa 2003.<sup>19</sup> Tutkimusaineisto oli suurimmaksi osaksi peräisin euron käyttöönottoa edeltävältä ajalta, mutta osa seuranta-aineistosta ulotettiin kattamaan myös aika vuodesta 1999 vuoteen 2003.

Inflaatiota selvittävä tutkimusverkosto Eurosystem Inflation Persistence Network perustettiin vuonna 2003 ymmärryksen lisäämiseksi euroalueen ja sen jäsenvaltioiden inflaatiodynamiikasta. Hankkeeseen osallistuu EKP:n ja kaikkien euroalueen kansallisten keskuspankkien tutkijoita. Inflaation tarkasteluun käytetään laajaa aineistoa, esimerkiksi yksittäisiä ja sektorikohtaisia tietoja kuluttaja- ja tuottajahinnoista, makrotalouksien inflaatiiovauhteja ja tutkimusten tuloksia. Tulosten odotetaan valmistuvan vuosina 2004 ja 2005.

Euroalueen suhdannekehitystä tarkasteleva Euro Area Business-Cycle Network on EKP:n ja talouspoliittisen tutkimuskeskuksen Centre for Economic Policy Researchin yhdessä perustama tutkimusverkosto. Hankkeeseen osallistuu tutkimuslaitosten, keskuspankkien ja muiden poliittisten instituutioiden tutkijoita. Verkosto järjesti kaksi workshopia vuonna 2003, ja EKP

<sup>19</sup> Angeloni I., Kashyap A. ja Mojon B. (toim.), "Monetary policy transmission in the euro area", Cambridge University Press, 2003.

isännöi verkoston ensimmäistä konferenssia joulukuussa 2003. Konferenssin aiheena olivat tärkeimmät syyt G7-maiden ja euroalueen maiden eksogeenisiin sokkeihin.<sup>20</sup>

The International Wage Flexibility Project on hanke, jossa 13:n eri maan tutkijat selvittävät yksittäisten tietojen perusteella palkkojen jähkyksien laajuutta ja luonnetta. Hankkeen organisoivat Federal Reserve Bank of New York ja Brookings Institution. EKP sponsoroit sitä yhdessä työvoimatutkimuslaitoksen Institute for the Study of Labourin (Bonn) kanssa. Hankkeessa painotetaan erityisesti tutkimusmenetelmien ja -tulosten vertailtavuutta. Aiheesta pidettiin paneelikeskustelu American Economic Associationin kokouksessa vuonna 2003. Päätöskonferenssi järjestetään EKP:ssä kesäkuussa 2004.

### 5.3 EUROALUEEN MAKROTALouden MALLINTAMINEN

Ekonometrisiä malleja käytetään suoraan ja epäsuoraan rahapoliittisessa päätöksenteossa. Niitä käytetään laadittaessa esimerkiksi talousnäkyviä koskevia asiantuntija-arvioita, joiden keskeisimmät tulokset julkaistaan kaksi kertaa vuodessa EKP:n Kuukausikatsauksessa.<sup>21</sup> Mallintaminen on myös edistänyt uusien tilastokantojen kehittämistä. Esimerkkinä voidaan mainita kokonaistaloudellinen tietokanta Area-Wide Model database, joka on EKP:n verkkosivuilla ja jota tutkijat käyttävät kaikkialla maailmassa.

Vuonna 2003 EKP ja kansalliset keskuspankit olivat aktiivisia ekonometrisessä mallintamisessa. Euroalueen mallintamisen kehikko sisältää esimerkiksi perinteiset makroekonometriset ja aikasarjoihin perustuvat mallit sekä uusimmat dynaamiset faktorimallit, rakenteelliset vektoriautoregressiiviset mallit ja stokastiset yleisen tasapainon mallit. Tämän alan tutkimusta ja siihen liittyvää yhteistyötä ollaan parhaillaan laajentamassa kattamaan EU:n jäsenyyttä hakeneiden maiden keskuspankit.

### 5.4 KONFERENSSIT JA VIERAILIJA OHJELMAT

EKP haluaa jatkuvaa ja aktiivista kanssakäymistä akateemisen maailman edustajien kanssa. Osana tätä sitoumustaan EKP organisoit tai on mukana järjestämässä useita konferensseja ja workshoppeja, joissa käsitellään sen kannalta kiinnostavia aiheita. Tällä hetkellä EKP on mukana kahdessa tällaisessa tärkeässä, toistuvassa tapahtumassa. Ensimmäinen on EKP:n keskuspankkikonferenssi, joka järjestetään joka toinen vuosi jostain EKP:lle erityisen merkityksellisestä aiheesta. Konferenssi on suunnattu keskuspankkien, kansainvälisten, eurooppalaisten ja akateemisten instituutioiden arvovaltaisille edustajille sekä talousalan lehdistölle. Konferenssissa pidetyt puheet ja esitetyt tutkimukset julkaistaan. Toinen toistuva tapahtuma on kansainvälisen rahapolitiikan tutkimuslaitoksen International Research Forum on Monetary Policyn konferenssisarja. Aloitteen järjestämiseen osallistuvat Yhdysvaltain keskuspankin johtokunta, Johann Wolfgang Goethe -yliopiston (Frankfurt) taloudellisen tutkimuksen keskus Center for Financial Studies ja Georgetownin yliopiston (Washington, D.C.) tutkimuslaitos Center for German and European Studies. Hankkeessa keskitytään maailmanlaajuisesti merkittävien rahapoliittisten asioiden tutkimiseen. Järjestyksessään toinen hankkeen konferensseista pidettiin lokakuussa 2003 Yhdysvaltain keskuspankin johtokunnan tiloissa.<sup>22</sup>

Yhteydet vierailijoihin ovat tärkeä ulkoisen viestinnän ja yhteistyön kanava EKP:n tutkijoille. Yhteyksien edistämiseksi EKP:n henkilöstön ja kansainvälisen tutkijayhteisön välillä EKP on perustanut vierailevien tutkijoiden ohjelman, joka on suunnattu EKP:tä kiinnostavia aiheita selvittäville ansioituneille tutkijoille. Ohjelman ansiosta he voivat harjoittaa tutkimustaan rajoitetun ajan EKP:n tutkimuksen pääosaston yhteydessä. Vuonna 2003 myös monet

20 Tutkimusverkostosta saa lisätietoja osoitteesta [www.eabcn.org](http://www.eabcn.org).

21 Lisätietoja asiantuntijoiden arvioista, ks. "A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises", EKP, kesäkuu 2001.

22 EKP:n konferensseista ja workshoppeista kerrotaan tarkemmin EKP:n verkkosivuilla.

tutkijat EU:n jäsenyyttä hakeneiden maiden keskuspankeista esittelivät analyysensä ja tutkimuksia EKP:lle. Lisäksi EKP antoi johtavien kansainvälisten yliopistojen lahjakkaille jatko-opiskelijoille edelleen mahdollisuuden tehdä osan tutkimuksestaan EKP:ssä (ks. luvun 8 osa 2). Myös ulkopuoliset konsultit neuvovat EKP:tä tietyissä asioissa ja vierailevat puhujat esiintyvät EKP:n laajassa seminaariohjelmassa.<sup>23</sup>

23 Vierailijaohjelmista kerrotaan tarkemmin EKP:n verkkosivuilla.



## 6 MUU TOIMINTA

### 6.1 JULKISEN SEKTORIN KESKUSPANKKI-RAHOITUSTA JA ERITYISOIKEUKSIA KOSKEVIEN KIELTOJEN NOUDATTAMINEN

Euroopan yhteisön perustamissopimuksen artiklan 237 kohdan d perusteella EKP:n tehtävänä on seurata, että EU:n 15 kansallista keskuspankkia ja EKP täyttävät perustamissopimuksen artiklojen 101 ja 102 sekä neuvoston asetusten (EY) N:o 3603/93 ja 3604/93 mukaiset velvoitteensa. Tästä tehtävästä vastaa EKP:n yleisneuvosto. Artiklassa 101 kielletään EKP:tä ja kansallisia keskuspankkeja myöntämästä tilinylitysoikeuksia tai muita luottojärjestelyjä jäsenvaltioiden keskushallinnoille tai yhteisön toimielimille tai laitoksille sekä hankkimasta velkasitoumuksia suoraan niiltä. Artiklassa 102 kielletään toimenpiteet, joilla jäsenvaltioiden keskushallinnoille tai yhteisön toimielimille tai laitoksille annetaan erityisoikeuksia rahoituslaitoksissa, elleivät tällaiset toimenpiteet perustu toiminnan vakauden valvontaan liittyviin seikkoihin. Yleisneuvoston ohella myös Euroopan komissio seuraa, että jäsenvaltiot noudattavat näitä määräyksiä.

Yleisneuvosto seuraa myös, miten EU:n kansalliset keskuspankit ostavat jälkimarkkinoilta oman maansa ja muiden jäsenvaltioiden julkisen sektorin velkainstrumentteja. Neuvoston asetuksen (EY) N:o 3603/93 perustelukappaleiden mukaan julkisen sektorin velkainstrumenttien hankkimista jälkimarkkinoilta ei saa käyttää perustamissopimuksen artiklassa 101 määrätyn tavoitteen kiertämiseen. Näitä ostoja ei saa käyttää julkisen sektorin epäsuorana keskuspankkirahoituksena.

Vuonna 2003 yleisneuvosto havaitsi kaksi tapausta, joissa jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit olivat jättäneet noudattamatta edellä mainittuja perustamissopimuksen määräyksiä ja niihin liittyvien neuvoston asetusten määräyksiä. Kummassakin tapauksessa kyse oli siitä, että kansallisen keskuspankin hallussaan pitämien ja julkiselle sektorille hyvitettävien kolikoiden määrä ylitti neuvoston asetuksen (EY) N:o 3603/93 artiklassa 6 määrätyn 10 prosentin rajan liikkeessä olevista kolikoista. Suo-

nessa raja ylittyi lokakuussa 2001 ja Ranskassa tammikuussa 2002. Ylitykset selittyvät sillä, että ennen kuin käteinen euro otettiin käyttöön 1.1.2002, kansallisiin keskuspankkeihin palautui suuria määriä kolikoita. Ranskassa tilanne jatkui huhtikuuhun 2003, mutta Suomessa se korjautui vasta joulukuussa 2003. Vuoden 2003 lopussa tilanne oli korjautunut täysin kummasakin maassa.

### 6.2 NEUVOA-ANTAVA TOIMINTA

Perustamissopimuksen artiklan 105 kohta 4 ja EKPJ:n perussäännön artikla 4 velvoittavat yhteisön toimielimet sekä jäsenvaltioiden vastuulliset viranomaiset<sup>24</sup> kuulemaan EKP:tä niistä ehdotuksista, jotka koskevat yhteisön tai jäsenvaltioiden lainsäädäntöä EKP:n toimivaltaan kuuluvissa asioissa. Kansallisten viranomaisten säädösluonnoksia koskevan EKP:n kuulemisen rajat ja edellytykset on määrätty 29.6.1998 tehdystä neuvoston päätöksessä 98/415/EY.<sup>25</sup> Kaikki EKP:n lausunnot julkaistaan EKP:n verkkosivuilla.<sup>26</sup>

Vuonna 2003 käynnistettiin yhteensä 32 kuulemistä. Niistä 21 oli kansallisten viranomaisten ja 11 EU:n neuvoston käynnistämää. Kuulemisista kaksi koski maksuvälineitä, neljä tilastoja ja 11 sääntöjä, jotka voivat vaikuttaa rahoituslaitosten ja markkinoiden vakauteen. Perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 4 perusteella annetuista lausunnoista kolme ansaitsee tulla mainituksi erikseen. Ensimmäinen on ehdotus EU:n direktiiviksi sijoituspalveluista ja säännellyistä markkinoista, jota käsi-

24 Perustamissopimuksen liitteenä olevan, eräitä Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneeseen kuningaskuntaan liittyviä määräyksiä koskevan pöytäkirjan mukaan perustamissopimuksen artiklan 105 kohta 4 ja EKPJ:n perussäännön artiklaa 4 ei sovelleta Isoon-Britanniaan. Näin ollen Ison-Britannian kansallisilla viranomaisilla ei ole velvollisuutta kuulla EKP:tä.

25 Päätöksen artiklassa 2 tarkennetaan erityiset alueet, joilla EKP:tä on kuultava.

26 EKP:n neuvosto päätti vuonna 2002, että kaikki kansallisten viranomaisten pyynnöstä annetut EKP:n lausunnot julkaistaan yleensä EKP:n verkkosivuilla englanniksi ja lisäksi konsultaatiota pyytävän kansallisen viranomaisen kielisenä kuusi kuukautta sen jälkeen, kun lausunnot on annettu. Poliittisesti merkitykselliset lausunnot julkaistaan kuitenkin välittömästi lausunnon antamisen jälkeen.

tellään luvun 3 osassa 2. Kaksi muuta lausuntoa puolestaan käsitteli Suomen hallituksen esityksiä Suomen Pankkia koskevan lain muuttamisesta.

EKP antoi ensimmäisen lausuntonsa<sup>27</sup> Suomen Pankkia koskevan lain muutosehdotuksesta, jossa esitettiin Suomen Pankin varaustenteko-oikeuksien pienentämistä. Siinä esitettiin myös Suomen Pankin voiton siirtämistä kokonaisuudessaan valtiolle, jollei pankkivaltuusto päättä toisin. Myös pankin omasta pääomasta ehdotettiin siirrettäväksi valtiolle noin 740 miljoonaa euroa, mikä olisi pakottanut Suomen Pankin myymään valuuttavarantoaan. EKP vastusti ehdotusta ensisijaisesti siksi, että muutokset olisivat vaikuttaneet Suomen Pankin taloudelliseen asemaan. Muutosehdotus ei myöskään sisältänyt suojalauseketta, jolla olisi taattu Suomen Pankin mahdollisuudet hoitaa EKPJ:hin liittyviä perustehtäviä. Yhdessä nämä tekijät olisivat vaarantaneet Suomen Pankin taloudellisen riippumattomuuden. Joulukuussa 2003 EKP:lle esitettiin tarkistettu ehdotus Suomen Pankkia koskevan lain muuttamisesta. Toisessa lausunnossaan EKP totesi olevansa tyytyväinen, ettei lopullisessa ehdotuksessa esitetty pankin pääoman pienentämistä. EKP:n mukaan Suomen Pankin taloudellisen riippumattomuuden vaatimukset eivät kuitenkaan täyttyneet täysin, joten ehdotus ei edelleenkään ollut sopusoinnussa perustamissopimuksen kanssa. EKP:n toisen lausunnon jälkeen esitys Suomen Pankkia koskevan lain muuttamisesta peruttiin.

Perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 4 perusteella annettujen lausuntojen lisäksi EKP antoi myös lausunnon, joka perustui Euroopan unionista tehdyn sopimuksen artiklaan 48. Lausunto koski ehdotusta sopimukseksi Euroopan perustuslaista. Asiaa käsitellään tarkemmin luvun 4 osassa 1.1.

EKP antoi niin ikään kaksi lausuntoa perustamissopimuksen artiklan 112 kohdan 2b ja EKPJ:n perussäännön artiklan 11.2 perusteella. Lausunnot käsittelivät EU:n neuvoston suosituksia EKP:n uuden puheenjohtajan ja uuden jäsenen nimittämisestä EKP:n johtokuntaan.

Vuonna 2003 ja vuoden 2004 alussa annetut EKP:n lausunnot on lueteltu liitteessä.

### **6.3 EUROOPAN YHTEISÖN RAHOITUSTUKI- JÄRJESTELMÄÄN LIITTYVIEN LUOTONANTO- JA LUOTONOTTO-OPERAATIOIDEN HOITO**

Perustamissopimuksen artiklan 123 kohdan 2 ja 18.2.2002 annetun neuvoston asetuksen (EY) N:o 332/2002 artiklan 9 mukaisesti EKP jatkoi niiden luotonanto- ja luotonotto-operaatioiden hoitamista, joista Euroopan yhteisö on päättänyt osana keskipitkän ajan rahoitustuen järjestelmää. EKP:llä ei kuitenkaan ollut tällaisia hallinnollisia tehtäviä vuonna 2003, koska avoinna olevia operaatioita ei ollut vuoden 2002 lopussa ja koska uusia operaatioita ei aloitettu vuoden 2003 aikana.

### **6.4 VARANTOJEN HOITOPALVELUT**

Vuonna 2003 eurojärjestelmä alkoi suunnitella uusia yhteisiä varantojen hoitopalveluja, joita sen jäsenmaat voivat tarjota EU:n ulkopuolisille keskuspankeille, rahapolitiikasta vastaaville viranomaisille, kolmansille maille ja kansainvälisille instituutioille. Palvelukokonaisuus muodostuu tietyistä yksittäisistä standardipalveluista, joilla asiakkaat voivat hoitaa euro-määräisiä varantojaan minkä tahansa sellaisen euroalueen keskuspankin kautta, joka on päättänyt osallistua näiden palvelujen tarjontaan. Uuden palvelukokonaisuuden avulla asiakkaat voivat käyttää näitä palveluja yhdenmukaistetuilla ehdoilla riippumatta siitä, minkä eurojärjestelmän keskuspankin ne ovat valinneet palveluntarjoajakseen. Tämän uuden palvelukokonaisuuden yksityiskohdista päätetään vuoden 2004 alkupuoliskolla ja palvelu otetaan käyttöön vuoden jälkipuoliskolla.

27 CON/2003/22, julkaistu EKP:n verkkosivuilla.

Gerhard Balder  
Roter Nautilus, 1995  
Öljyväri  
70 × 54 cm



# RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUS JA YHDENTYMINEN

## I RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUS

Koko vuoden 2003 rahoitusjärjestelmän vakaus oli tärkeä aihe kansainvälisten ja eurooppalaisien instituutioiden ja yhteistyöelinten välillä käydyissä keskusteluissa. Rahoitusjärjestelmän vakautta edistävä foorumi (Financial Stability Forum) panosti edelleen merkittävästi niiden tekijöiden kartoittamiseen, joista saattaa aiheutua häiriöitä rahoitusjärjestelmälle maailmanlaajuisesti. Ecofin-neuvoston joulukuussa 2002 tekemän päätöksen jälkeen talous- ja rahoituskomitea (Economic and Financial Committee, EFC) puolestaan aloitti systemaattisen keskustelukäytännön EU:n kannalta olennaisista rahoitusjärjestelmän vakautta koskevista kysymyksistä. Lisäksi EKP:n neuvosto alkoi eurojärjestelmän puitteissa käydä säännöllisin väliajoin keskusteluja rahoitusjärjestelmän vakaudesta euroalueella tai EU-maissa sen työn pohjalta, jota EKP on tehnyt yhdessä EKPJ:n pankkivalvontakomitean (Banking Supervision Committee, BSC) kanssa. Tällä työllä pyritään osaltaan edistämään kansainvälistä ja eurooppalaista keskustelua asiasta.

### 1.1 RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUDEN SEURANTA

EKP:n yhdessä EKPJ:n pankkivalvontakomitean kanssa toteuttaman rahoitusjärjestelmän vakauden seurannan on tarkoitus kartoittaa tekijöitä, joista saattaa aiheutua häiriöitä euroalueen ja EU:n rahoitusjärjestelmälle, ja arvioida rahoitusjärjestelmän kykyä kestää mahdollisia häiriöitä. Vaikka koko rahoitusjärjestelmä (pankit, muut rahoituslaitokset, rahoitusmarkkinat ja niiden infrastruktuuri) on seurannan kohteena, painopiste on pankeissa, koska ne ovat yhä euroalueen ja EU:n rahoitusjärjestelmän keskeisin osatekijä. Oikean arvioinnin tekeminen edellyttää, että sekä suhdanne- että rakennekehitys otetaan huomioon.

#### SUHDANNEKEHITYS

1990-luvulla kasaantuneiden EU:n rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuuksien purkamisen vaikutti vielä vuonna 2003 rahoitusjärjestelmään. Järjestelmä edelleenkin osoitti

kestävänsä nämä tasapainottomuudet, mitä helpotti myös makrotaloudellisen ja rahoituksellisen tilanteen paraneminen vuoden 2003 aikana (yksityiskohtaisempia tietoja luvussa 1).

Suurin osa Euroopan rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavista riskeistä oli perintöä alueen sisäisestä epätasapainoisesta rahoitustilanteesta erityisesti yrityssektorilla (ks. myös kehikko 2). Euroopassa varsinkin niiden alojen yritykset pyrkivät korjaamaan taseitaan, joiden suhteellisen suuri velkaantuneisuus oli aiemmin aiheuttanut huolta. Yrityksissä käynnistettiin kustannusten pienentämiseen tähtääviä ohjelmia, supistettiin investointeja ja joillakin sektoreilla, kuten televiestinnässä, järjesteltiin velkoja uudelleen. Vaikka näillä toimilla yleensä pystyttiin parantamaan kannattavuutta, ne eivät riittäneet vähentämään koko yrityssektorin velkaantuneisuutta. Alakohtaisia eroja kuitenkin oli, ja erityisesti televiestintäyritysten rahoitustilanne koheni.

Kotitalouksien velkaantuneisuus lisääntyi edelleen Euroopassa vuoden 2003 aikana, mikä pääasiassa johtui asuntovelkojen kasvusta, koska korkotasoa oli historiallisen alhainen ja työmarkkinatilanne suhteellisen vakaa. Kotitalouksien melko suuri asuntolainojen kysyntä oli merkittävää pankkien korkotulojen kannalta muutoin haastavassa ympäristössä. Joissakin maissa tämä kuitenkin myös nopeutti asuntojen hintojen suhteellisen ripeää nousua, mistä olisi saattanut aiheutua riskejä näiden maiden luottolaitoksille siinä tapauksessa, että asuntojen hinnat olisivat laskeneet äkillisesti. Kaiken kaikkiaan nämä riskit näyttivät sittenkin olevan melko vähäisiä.

Rahoitusmarkkinoiden vakaus parani vuonna 2003. Osakemarkkinat olivat heikentyneet ja vaihdelleet poikkeuksellisen voimakkaasti lähes keskeytyksettä kolmen vuoden ajan, mutta alkoivat vilkastua maaliskuun 2003 puolivälissä. Tähän vaikuttivat geopoliittisten riskien väistyminen ja vahvistuva luottamus talouden elpymiseen. Tämä lisäsi yritysten mahdollisuuksia hankkia uutta pääomaa tai velkaa samalla, kun joukkolainojen tuottoerot kapenivat

merkittävästi ja joukkolainamarkkinat elpyivät. Jossakin määrin tätä kehitystä voidaan selittää sillä, että sijoittajat ”etsivät tuottoa” tilanteessa, jossa pitkät korot olivat historiallisen alhaiset. Korkojen alhaisuus vuoden 2003 alkupuolella rasitti kuitenkin erityisesti joitakin rahoituslaitoksia, varsinkin vakuutuslaitoksia ja eläkerahastoja, koska alhaiset korot vaikuttivat niiden taseiden velkaeriin. Tämä rasite pieneni, kun pitkät korot nousivat vuoden toisella puoliskolla.

Vuoden 2003 alkupuolella EU-maiden vakuutuslaitosten vakavaraisuuteen kohdistui merkittäviä paineita, sillä tuloskehitys oli ollut heikkoa kolmen vuoden ajan vuodesta 2000 alkaen osakkeiden hintojen laskun ja myöhemmin ilmaantuneiden pitkien korkojen laskupaineiden takia. Kun pitkät korot sittemmin nousivat, se kuitenkin helpotti taseisiin kohdistuneita rasitteita ja joitakin merkkejä tilanteen koenemisesta alkoi näkyä vuoden 2003 puolivälissä. Jonkin verran vakavaraisuuteen ja tuloskehitykseen liittyviä paineita silti jäi, samoin kuin epävarmuustekijöitä sen suhteen, missä määrin vakuutuslaitoksille oli syntynyt luottoriskiä luottojohdannaismarkkinoiden kautta.

EU:n pankkisektori säilytti joustavuutensa, vaikka se joutuikin koetukselle, sillä vuonna 2003 talouskasvu oli kolmatta vuotta peräkkäin keskimääräistä heikompaa. Pankkisektori pystyi sopeutumaan niihin epäedullisiin vaikutuksiin, joita odotettua epäsuotuisampi toimintaympäristö aiheutti. Pankit kykenivät vastaamaan hyvin toimintaympäristön vaatimuksiin pienentämällä kustannuksia, järjestämällä liiketoimintojaan uudelleen ja tehostamalla riskienhallintaansa. Suuret pankit onnistuivat ylläpitämään ja jopa parantamaan kannattavuuttaan ja vakavaraisuuttaan vuoden 2003 ensimmäisellä puoliskolla. Suhteellisen pienet luottotappiovaraukset, kustannussäästöt ja rahoitusmarkkinatoiminnasta saatujen tuottojen kasvu paransivat osaltaan pankkien kannattavuutta vuonna 2003. Tämä näkyi myös EU-maiden pankkien vakavaraisuusasteissa, joiden myönteinen kehitys jatkui. Joidenkin pankkien vakavaraisuusasteiden kohenemiseen vaikutti-

vat kuitenkin omaisuuden myynti ja riskipainotettujen omaisuuserien väheneminen eivätkä niinkään uudet osakeannit tai jakamattomat voitot.

EKP julkisti helmikuussa 2003 ensimmäisen kerran EU:n pankkijärjestelmän vakautta käsittelevän raportin ”EU banking sector stability”, jota seurasi toinen raportti marraskuussa 2003. Näissä raporteissa esitetään pääpiirteittäin EKPJ:n pankkivalvontakomitean säännöllisin väliajoin toteuttaman seurannan keskeiset havainnot EU:n pankkisektorin vakaudesta.

#### **RAKENTEELLINEN KEHITYS**

Viime vuosien vaikea taloustilanne ja rahoitusmarkkinaympäristö pakottivat pankit parantamaan tehokkuuttaan muun muassa kustannussäästöillä ja karsimalla muita kuin ydinliiketoimintoja. Tämä merkitsi eräiden aiempien kansainvälistymisen, keskittymisen ja pankkien ulkopuoliseen rahoituksenvälitykseen siirtymisen pitkän aikavälin trendien hidastumista tai päättymistä. Kaiken kaikkiaan tällainen reagointi vaikeaan suhdannetilanteeseen auttoi pankkeja kestäämään jatkuvaa rasisitusta ja vaikutti osaltaan myös siihen, että pankkijärjestelmän vakaus koheni keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

Erityisesti investointipankkitoimintaan ja kaupankäyntiin liittyviä kansainvälistymisstrategioita karsittiin toistuvasti, vaikka yhteydet joillekin alueille, kuten Keski- ja Itä-Eurooppaan, vahvistuivat entisestään. Pankkien keskittyminen kotimarkkinoille oli ilmeistä etenkin vähittäispankkitoiminnassa. Kotimarkkinakeskeisen liiketoiminnan luonnolliseksi laajentumiseksi katsottava eri alueiden rajat ylittävä pankkitoiminta kasvoi kuitenkin edelleen. Näyttää siltä, että kilpailun paineet kotimarkkinoilla ovat paljolti kiihdyttäneet viimeaikaista kansainvälistymistä. Liiketoiminnan viimeaikaisen laajenemisen tavoitteena on siten ollut lähinnä parantaa kannattavuutta pyrkimällä markkinoille, joilla marginaalit ovat suuremmat ja joilla voidaan saavuttaa selvää suhteellista etua.

Pankkisektorin keskittyminen jatkui, joskin aiempaa hitaampana. Kilpailun aiheuttamat paineet pysyivät kuitenkin yleensä suurina siitä huolimatta, että tämä lisäsi keskittymistä. Pankkien jakelustrategia perustui edelleen sivukonttoreiden ja etäkanavien samanaikaiseen käyttöön, mikä voidaan nähdä myös osana pankkien pyrkimystä parantaa asiakkaille tarjottavan palvelun laatua. Konttoriverkostot pysyivät kuitenkin pankkien jakelustrategioiden ydinalueina. Konttoreissa pyrittiin yhä selvemmin siirtymään pelkästä transaktioiden käsittelystä neuvontapainotteisten, entistä kehittyneempien ja lisäarvoa tuottavien palvelujen tarjontaan.

Rahoituksen välityksessä, jossa on kyse pankkien välittäjän roolista varojen kanavoimiseksi tallettajilta lainanottajille, yritysten rahoituksen kysyntä pankeista väheni ja myös emissiot pääomamarkkinoilla vähenivät. Vähittäispankkitoiminta osoittautui kuitenkin vakaaksi tulolähteeksi. Erityisesti pankkien yksityisasiakkaat pyrkivät vähentämään osakesijoituksia arvopaperisalkuistaan epävakaa markkinatilanteessa ja suosivat suhteellisen turvallisia ja likvidejä talletuksia. Samalla kotitalouksille suunnattu antolainaus jatkui melko vilkkaana.

EU-maiden pankit laajensivat erityisesti yksityisasiakkaille tarkoitettua tuote- ja palveluvalikoimaansa. Tarjontaan kuului entistä laajempi valikoima uusia säästötuotteita, joissa yhdistyvät tuottojen indeksisidonnaisuus ja optioille tyypilliset piirteet sitä kautta, että esimerkiksi määritellään tietty alaraja tappioille. Joissakin maissa pankit ovat tarjonneet piensijoittajille mahdollisuutta sijoittaa suuririskisiin kohteisiin kuten vipurahastoihin. Kuluttajat voivat siten valita yhä suuremmasta tuotevalikoimasta. Tämä on johtanut siihen, että pankit pyrkivät vahvistamaan sijoittajien luottamusta arvopaperipohjaisiin tuotteisiin tekemällä organisaatiomuutoksia ja parantamalla hallintojärjestelmiään.

Pankit ovat tehostaneet myös riskienhallintaansa voidakseen entistä paremmin val-

voa lisääntyneitä luottoriskejä ja vastatakseen vakavaraisuusvaatimusten tulevien muutosten aiheuttamiin haasteisiin (vakavaraisuusvaatimuksia koskeva uusi Baselin sopimus eli ns. Basel II; ks. tämän luvun osa 2). Riskienhallintaa pyrittiin tehostamaan muun muassa lisäämällä osallistumista luottojohdannaismarkkinoille. Käyttämällä luottojohdannaisia pankit pystyvät aiempaa tehokkaammin käsittelemään riskejä ja vaikuttamaan luottoriskinsä kohdentumiseen. Yleensä pankit käyttivät näitä instrumentteja lähinnä luottoriskin vähentämiseen, vaikka joissakin tapauksissa ne pystyivät hajauttamaan sijoituksiaan paremmin ottamalla lisää luottoriskiä. Pankit pyrkivät myös vahvistamaan kykyään kestää operationaalisia riskejä.

EU:n pankkisektorin rakennekehityksen pääpiirteitä on selostettu tarkemmin EKP:n pankkivalvontakomitean raportissa ”Structural analysis of the EU banking sector”, jonka EKP julkisti marraskuussa 2003.

## 1.2 YHTEISTYÖ KRIISITILANTEISSA

Vuoden 2003 alkupuolella EU-maiden keskuspankit ja valvontaviranomaiset laativat pöytäkirjan (Memorandum of Understanding, MoU) yhteistyöstä kriisitilanteissa. Tässä yhteistyöpöytäkirjassa on sovittu yhteistyön periaatteista ja menettelytavoista kriisitilanteissa, joissa on osallisina yksittäisiä luottolaitoksia tai pankkiryhmiä tai jotka liittyvät sellaisiin rahoitusmarkkinoiden tai markkinainfrastruktuurien häiriöihin, joilla saattaa olla yhteisiä vaikutuksia kaikissa jäsenvaltioissa. Näissä periaatteissa ja menettelytavoissa pyritään erityisesti kartoittamaan kriisinhallinnasta vastaavat kansalliset viranomaiset, kaikkien asianomaisten viranomaisten välisen tietojen vaihdon tarve ja ne käytännön seikat, joita tietojen jakaminen maasta toiseen edellyttää. Vuoden 2003 aikana toteutettiin simulaatio kriisinhallintatilanteesta sen selvittämiseksi, miten yhteistyöpöytäkirjan määräykset auttaisivat käytännössä yhteistyön organisointia ja tietojen vaihtoa viranomaisten kesken. Tämän harjoituksen perusteella saatiin erittäin hyvä käsitys niistä eri nä-

kökohdista, joita liittyy eri maiden pankki-  
valvojien ja kansallisten keskuspankkien väli-  
seen yhteistyöhön rahoituskriisin sattuessa.



## 2 RAHOITUSMARKKINOIDEN SÄÄNTELY JA VALVONTA

### 2.1 LAMFALUSSYN MALLI

Talous- ja rahoituskomitean raportista ”EU Arrangements for Financial Regulation, Supervision and Stability” järjestetyn kannanottoesityksen tulosten jälkeen Ecofin-neuvosto antoi joulukuussa 2002 suosituksen, että uuden Lamfalussyn mallin (Lamfalussy framework<sup>1</sup>) käyttöä laajennettaisiin muille rahoitusalan sektoreille, kuten sitä sovelletaan jo arvopaperimarkkinoihin. Uuden mallin käyttöönoton odotetaan lisäävän sääntelyprosessin joustavuutta ja tehokkuutta, koska siinä tehdään ero Ecofin-neuvoston ja Euroopan parlamentin yhteispäätösmenettelyssä hyväksymän primäärilainsäädännön (ns. ensimmäisen tason lainsäädäntö) ja sekundäärilainsäädännön välillä. Sekundäärilainsäädäntö koskee nopeammin ja joustavammin hyväksyttäviä toimenpiteitä. Uusi malli mahdollistaa sen, että sääntelyssä voidaan vastata entistä nopeammin ja tehokkaammin tekniseen muutokseen ja markkinakehitykseen. Sen tarkoituksena on myös vastata tehokkaan valvontayhteistyön ja lähentymisen edellyttämiin tarpeisiin, ja sen odotetaan siten osaltaan edistävän EU-säännösten entistä yhdenmukaisempaa täytäntöönpanoa kaikissa jäsenvaltioissa.

Lamfalussyn malli perustuu erityisesti rahoitusalan eri sektoreiden sääntelykomiteoihin (ns. toisen tason komiteat), jotka koostuvat asianomaisten ministerien nimittämistä jäsenvaltioiden edustajista. Lisäksi valvontakomiteoilla (ns. kolmannen tason komiteat) on valtuus edistää valvontakäytäntöjen yhtenäistämistä, tehostaa valvontayhteistyötä (myös valvottavia koskevien tietojen vaihtoa) ja antaa teknistä apua komissiolle suunnitteilla olevista täytäntöönpanotoimista.

Marraskuussa 2003 komissio hyväksyi sarjan toimenpiteitä Ecofin-neuvoston suosituksen toimeen panemiseksi. Pankkisektorilla nykyinen pankkialan neuvonantava komitea (Banking Advisory Committee, BAC) on muuttanut sääntelystä vastaavaksi komiteaksi European Banking Committee (EBC), ja lisäksi on perustettu uusi Euroopan pankkivalvonta-

viranomaisten komitea Committee of European Banking Supervisors (CEBS). EKP:n pankkivalvontakomitean ja CEBS:n välillä pyritään läheiseen yhteistyöhön sen varmistamiseksi, ettei toimintojen päällekkäisyyttä synny. Vakuutus- alalla nykyinen Insurance Committee on muuttanut sääntelystä vastaavaksi komiteaksi European Insurance and Occupational Pensions Committee (EIOPC). Lisäksi on perustettu uusi Euroopan vakuutus- ja työeläkevalvontaviranomaisten komitea Committee of European Insurance and Occupational Pension Supervisors (CEIOPS). Finanssiryhmittymien sääntelyä varten perustettiin vuonna 2003 Financial Conglomerates Committee (FCC), mutta valvontakomitean perustamisesta ei ole suunnitelmia. EKP osallistuu tarkkailijana tai äänioikeudettomana jäsenenä sääntely- ja valvontakomiteoiden toimintaan vakuutussektorin komiteoita lukuun ottamatta. Siten EKP pystyy osaltaan vaikuttamaan EU:n rahoitusalan sääntelyyn ja valvontaan institutionaalisten tehtäviensä mukaisesti.

### 2.2 PANKKITOIMINTA

Pankkisääntelyssä jatkettiin vuonna 2003 vähimmäispääomavaatimuksia koskevien periaatteiden uudelleenarviointia ja valmisteltiin uutta vakavaraisuusvaatimuksia koskevaa sopimusta (Basel II). EKP osallistuu tarkkailijana asianomaisiin komiteoihin ja oli edelleen mukana uuden säännösten laatimisessa.

Kansainvälisellä tasolla Baselin pankkivalvontakomitea (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS) edistyi merkittävästi useilla alueilla. Ensinnäkin se viimeisteli ja julkisti toukokuussa 2003 kolmannen määrällisen vaikutustutkimuksen (ns. third quantitative impact study, QIS3) tulokset; tutkimuksen tarkoituksena on arvioida uusien sääntöjen kokonaisvaikutusta pankkien vähimmäispääomavaatimuksiin. Tutkimukseen osallistui pankeja 43 maasta, toisin sanoen maita oli pal-

<sup>1</sup> ”Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets”, 15.2.2001. Tämä raportti on saatavissa Euroopan komission verkkosivuilta.

jon enemmän kuin Baselin pankkivalvontakomiteassa on edustettuna. Tutkimuksen keskeiset tulokset olivat rohkaisevia, sillä ne vastasivat Baselin pankkivalvontakomitean tavoitteita pääomavaatimusten riskiherkkyyden lisäämiseksi samalla, kun nykyisten pääomavaatimusten kokonaismäärä pidetään jokseenkin ennallaan. Toiseksi Baselin pankkivalvontakomitea toteutti kaksi kannanottopyyntöä. Kolmas konsultaatiopaperi julkistettiin huhtikuussa 2003 ja kommentit elokuussa. Kannanottopyynnön tuloksissa vahvistui, että uuden sopimuksen rakenteella ja tarpeella ottaa käyttöön pankkien riskit aikaisempaa tarkemmin huomioon ottava vakavaraisuussäätely on laaja kannatus. Toinen kannanottopyyntö käynnistettiin lokakuussa muutosehdotuksista, jotka muutaisivat odotettujen ja odottamattomien luottotappioiden käsittelyä uuden sopimuksen sisäisiin luokituksiin perustuvan ns. IRBA-menetelmän (internal ratings-based approach) perusteella. Baselin pankkivalvontakomitean mukaan työstämistä vaativat vielä myös arvopaperistaminen, luottokorttisaamisten käsittely ja tietyt luottoriskin vähentämistekniikat, joiden suhteen työ edelleen jatkuu. Kolmas alue, jolla komitea edistyi merkittävästi, oli uuden sopimuksen täytäntöönpanoon liittyvien kysymysten analysointi, mikä tulee näkymään myös kansallisessa lainsäädännössä. Komitea kiinnitti näihin kysymyksiin entistä suurempaa huomiota sopimuksen täytäntöönpanoa varten perustetun ryhmän (Accord Implementation Group) työssä. Baselin pankkivalvontakomitea julkisti lisäksi työpaperin uusien vakavaraisuusvaatimusten maiden välistä täytäntöönpanoa koskevista periaatteista.

Vastatessaan verkkosivuillaan syyskuussa 2003 julkistettuun kolmanteen konsultaatiopaperiin EKP toisti kannattavansa yleisesti Baselin sopimuksen uudistamista ja antoi tunnustusta saavutetulle edistymiselle. Lisäksi EKP paitsi neuvoi useissa teknisissä kysymyksissä myös toi esiin asioita, joihin on kiinnitettävä erityistä huomiota sekä uuden sopimuksen viimeistelyä että uusien sääntöjen täytäntöönpanoa ajatellen, ja paneutui tuleviin tärkeisiin kysymyksiin. EKP suhtautui myönteisesti ehdo-

tuksiin selvittää uuden sopimuksen mahdollisia suhdanteita vahvistavia vaikutuksia ja huomautti, että joitakin parannuksia voitaisiin vielä tehdä kannustamalla pankkeja yhä voimakkaammin valitsemaan kehittyneempiä riskienhallinnan välineitä. Erityisesti painotettiin uuden sopimuksen oikea-aikaisen valmistumisen ja täytäntöönpanon tärkeyttä. Ennakoivasti EKP korosti tarvetta seurata tiiviisti uutta käytäntöä, jotta sen kaikista mahdollisista vaikutuksista oltaisiin täysin selvillä. EKP painotti myös tarvetta priorisoida tilinpäätöstä ja luottotappiovarauksen käyttöä samoin kuin omien varojen määrittelyä ja valvontakäytäntöjen yhdenmukaistamista koskevia töitä.

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman (Financial Services Action Plan, FSAP; ks. tämän luvun osa 3) mukaisessa EU:n vakavaraisuussäädännön uudistamisessa seurattiin edelleen tarkoin Baselin sopimuksen uudistamisprosessia, mutta otettiin samalla huomioon eurooppalaiset erityispiirteet. Heinäkuussa 2003 Euroopan komissio julkisti kolmannen työpaperin kannanottopyyntöä varten samalla, kun julkistettiin analyysi kolmannen määrällisen vaikutustutkimuksen tuloksista EU:ssa. Merkittäviä näkökohtia EU:n kannalta ovat muun muassa uusien sääntöjen soveltamisala, EU-säädännön luonne, pienten ja keskisuurten yritysten kohtelu ja säännösten soveltuminen pienille ja yksinkertaisen toiminnan pankeille. Baselin pankkivalvontakomitean päätelmien tapaan uudistuksen perustavoitteiden kannalla olivat myös määrällisen vaikutustutkimuksen tuloksia koskevat Euroopan komission havainnot, jotka julkistettiin yhdessä kolmannen konsultaatiopaperin ehdotusten kanssa. Lisäksi Euroopan komissio julkisti huhtikuussa 2003 kaksi asiakirjaa kannanottopyyntöä varten; toinen liittyi kiinteistöluotonantoon ja toinen katettujen joukkolainojen kohteluun. Komissio julkisti myöhemmin näihin saadut kommentit.

EKP kommentoi Euroopan komission ehdotuksia pankkien ja sijoituspalveluyritysten vakavaraisuussäädännön uudistamisesta. EKP kannatti EU:ssa aloitettua työtä ja painotti, että on tärkeää ylläpitää uuden Baselin sopimuksen

ja uuden EU-säännösten yhdenmukaisuus ja varmistaa, että ne saadaan valmiiksi ja pannaan täytäntöön samanaikaisesti.

### 2.3 ARVOPAPERIT

Vuonna 2003 useissa aloitteissa Euroopan arvopaperimarkkinalainsäädännön puutteiden poistamiseksi ja nykyisten sääntöjen päivittämiseksi edistettiin hyvin. EKP vaikutti osaltaan tarvittavien sääntöjen laatimiseen sekä asianomaisissa EU-komiteoissa käydyissä valmistelemissä keskusteluissa että virallisissa kannanottoesityksissä.

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman mukaisesti kaksi direktiiviä hyväksyttiin ja kaksi muuta etenivät lähemmäksi valmistumista. Tammiukuussa 2003 hyväksyttiin markkinoiden väärinkäyttöä koskeva direktiivi, jossa on yhdenmukaiset säännöt sisäpiirikauppojen ja markkinoiden manipuloinnin ehkäisemiseksi, ja heinäkuussa 2003 otettiin käyttöön tarjousesitettä koskeva direktiivi, jossa säädetään eurooppalaisiin arvopaperien liikkeeseenlaskijoihin sovellettavasta yhden toimiluvan periaatteesta. Maaliskuussa 2003 Euroopan komissio esitti avoimuutta koskevassa luonnosdirektiivissään säännellyillä markkinoilla listattujen eurooppalaisten liikkeeseenlaskijoiden julkistamisvelvoitteet. Joulukuussa Ecofin-neuvostossa hyväksyttiin yhteinen kanta ehdotukseen uudeksi rahoitusinstrumenttien markkinoita koskevaksi direktiiviksi, joka korvaisi nykyisen vuodesta 1993 voimassa olevan sijoituspalveludirektiivin.

Tätä uutta direktiiviä koskevaa ehdotusta käsittelevässä lausunnossaan EKP suhtautui myönteisesti sääntöuudistuksen pohjana oleviin periaatteisiin. Ehdotuksen mukaisen direktiivin käyttöönotto voisi hyvinkin edistää Euroopan arvopaperimarkkinoiden integraatiota. Kaupantekoa koskevasta uudesta säännöstöstä EKP piti myönteisenä etenkin ehdotettua avoimuussääntöjen vahvistamista, jolla vältettäisiin markkinoiden eriytyminen ja joka antaisi sijoittajille mahdollisuuden valita tehokkaimmat

kaupantekopaikat. EKP kuitenkin painotti, että uusia avoimuussääntöjä tulisi soveltaa paitsi velkapapereihin myös osakkeisiin ja että tulisi luoda keinot kaikkien markkinahintojen vertailun mahdollistamiseksi.

### 2.4 MUUT SEIKAT

EU:n tilinpäätössäännöstöstä on keskusteltu vilkkaasti, koska lainsäädännöllinen vaatimus on, että kaikkien eurooppalaisten listattujen yhtiöiden, myös pankkien, on laadittava konsolidoitu tilinpäätöksensä vuodesta 2005 alkaen IAS-tilinpäätösstandardien (International Accounting Standards, IAS) mukaisesti. Tämä keskustelu on EKP:n kannalta hyvin kiintoisaa, sillä tilinpäätöstä koskevilla uudistuksilla on olennainen vaikutus pankki- ja rahoitussektoriin. Lisäksi yhdenmukaiset ja laadukkaat standardit edistävät osaltaan merkittävästi euroalueen rahoitusmarkkinoiden integraatiota ja tehokkuutta.

EKP:n mielenkiinto johtuu myös huolesta, että IAS-ehdotuksissa mainitun rahoitusmarkkinainstrumenttien käypään arvoon arvostamisen laajempi käyttö saattaisi vaikuttaa tuntuvasti rahoitusjärjestelmän vakauteen. Erityisesti sen selvityksen perusteella, jota asiasta on saatu vuodesta 2001 lähtien, EKP:n neuvosto on kirjeissään Kansainväliselle tilinpäätösstandardilautakunnalle ja Euroopan komissiolle toistanut huolensa niistä mahdollisista vaikutuksista, joita kaikkien rahoitusinstrumenttien käypään arvoon arvostamisella saattaa olla rahoitusjärjestelmän vakaudelle erityisesti rahoitusinstrumenttien kirjaamista ja arvostamista koskevan IAS 39 -standardin vuoksi.

Koska myös kansallisia valvontajärjestelmiä on yhä enemmän uudistettu, EKP julkisti kesäkuussa 2003 raportin ”Developments in national supervisory structures”. Raportti on suppea esitys niistä keskeisistä muutoksista, joita tällä alueella on viime aikoina tehty, ja niiden institutionaalisista vaikutuksista EU:ssa ja sen tulevissa uusissa jäsenmaissa.

### 3 RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTYMINEN

EKPJ on sitoutunut edistämään Euroopan rahoitusmarkkinoiden ja markkinainfrastruktuurien yhdentymistä, koska ne vaikuttavat keskeisesti rahapolitiikan välittymiseen ja rahoitusjärjestelmän vakauteen ja koska niiden integroituminen auttaisi luomaan tasavertaiset toimintaedellytykset kaikille osapuolille siitä riippumatta, missä EU-maassa ne sijaitsevat. Perustamissopimuksen artiklassa 105 todetaan lisäksi, että hintatason vakauden tavoitetta vaarantamatta EKPJ tukee yhteisön yleistä talouspolitiikkaa, jossa rahoitusmarkkinoiden integraatiolla on huomattava asema. Tämä tuki on suoraa toimintaa, aloitteellisuutta markkinaosapuolten yhteistoiminnan käynnistämiseksi ja vaikuttamista siihen, että tietoisuus markkinoiden yhdentymisen tarpeesta kasvaa ja että kei-not sen saavuttamiseksi löydetään.

Vuonna 2003 EKP pyrki yhä voimakkaammin vaikuttamaan Euroopan rahoitusjärjestelmän laajamittaisen yhdentymisen toteutumiseen sekä oman toimintansa kautta että edistämällä muiden eurooppalaisten elinten työtä eri komiteoissa ja foorumeilla.

#### **EKP:N OSALLISTUMINEN EU:N RAHOITUSPALVELUSTRATEGIAN SUUNNITTELUUN**

Nykyiset periaatteet EU:n rahoitusjärjestelmän integraation lisäämiseksi ja tehostamiseksi perustuvat vuoden 1999 rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmaan (Financial Services Action Plan, FSAP) ja vuoden 2001 Lamfalussyn raportin mukaiseen sääntelyprosessiin. Näitä periaatteita arvioidaan ensimmäisen kerran arvovaltaisella tasolla kesällä 2004.

Kuten valtion ja hallitusten päämiehet sopivat maaliskuussa 2003 Brysselissä pidetyssä Eurooppa-neuvoston kokouksessa, suurin osa rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmassa alun perin käsitellyistä lainsäädännöllisistä toimituksista on tullut hyväksytyksi huhtikuuhun 2004 mennessä. Tuolloin Euroopan parlamentin toiminta on keskeytyksissä samoin kuin sen lainsäädännöllinen työkin. Useita tärkeitä aloitteita koskeva työ on silti parhaillaan käynnissä.

Ns. Lamfalussy-prosessia laajennetaan parhaillaan muille rahoitusalan sektoreille (ks. tämän luvun osa 2.1). Lamfalussy-prosessin täysimittaisen ja onnistuneen toteutuksen odotetaan johtavan siihen, että Euroopan rahoitusjärjestelmän sääntely nopeutuu ja tehostuu nykyisestäään.

Vaikka viime vuosina on edistytty huomattavasti, Euroopan rahoitusjärjestelmän yhdentymisen lisäämiseksi on vielä paljon tehtävää. EU:ssa on hiljattain tehty uusia aloitteita rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman jälkeisen strategian määrittelemiseksi. Tämä edellyttää kaikkien asianomaisten kiinteää yhteistyötä.

EKP on ollut tiiviisti mukana tässä työssä ja ilmaissut kantansa lausunnoissaan, esimerkiksi ehdotuksesta uudeksi rahoitusinstrumenttien markkinoita koskevaksi direktiiviksi (ks. myös tämän luvun osa 2.3), sekä eri foorumeilla, joissa näitä asioita on käsitelty. EKP on katsonut erityisesti rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman edellyttämien toimien luovan keskeisen lainsäädännöllisen perustan rahoituspalvelujen yhteismarkkinoille. Lisäämällä rahoitusmarkkinoiden integraation edellytyksiä tämä säännöstö tarjoaa mahdollisuuksia ja asettaa haasteita julkisille viranomaisille sekä markkinaosapuolille.

EKP pitää tärkeänä, että julkiset viranomaiset toteuttavat rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman edellyttämät toimet yhdenmukaisesti kaikissa jäsenvaltioissa. Lamfalussy-prosessin laajentaminen mahdollistaa entistä yhdenmukaisemmat tekniset säännöt. Tämän odotetaan osaltaan edistävän sellaisen markkinaosapuolten yhteisen säännöstön syntymistä, jota voidaan tarvittaessa mukauttaa nopeasti. Koska myös systeimiriskin välittymiskanavat integraation edetessä todennäköisesti muuttuvat, on perusteltua lisätä yhteistyötä ja tietojen vaihtoa valvojien ja keskuspankkien kesken rahoitusjärjestelmän vakauden ja tehokkaan valvonnan edistämiseksi.

Julkisen sektorin aloitteiden lisäksi on aiheellista lisätä myös markkinaosapuolten panostus-

ta EU:n rahoitusmarkkinoiden integraatiossa toimimalla yhdessä kahdella keskeisellä alueella. Ensinnäkin markkinaosapuolten on tarpeen osallistua ja vaikuttaa päätöksentekoon EU:n tehostetun konsultaatiomenettelyn kautta. Toiseksi markkinaosapuolten yhteistoiminta mahdollisesti julkisten viranomaisten tuella on perusteltua yhtä hyvin markkinakäytäntöjen kuin tuotteiden standardisoinninkin suhteen.

### **EKP:N ROOLI MARKKINAOSAPUOLTEN VÄLISEN KOORDINOINNIN EDISTÄMISESSÄ**

EKP toimii yhteistyössä paitsi muiden julkisten viranomaisten myös yksityisen sektorin kanssa edistääkseen osapuolten yhteistoimintaa. Esimerkkeinä EKP:n mukanaolosta yksityisen sektorin hankkeissa ovat ns. Short-Term European Paper (STEP) -aloite ja European Financial Markets Lawyers Groupin (EFMLG) toiminta.

EKP kannattaa STEP-aloitetta, jota tällä hetkellä vie eteenpäin markkinaosapuolista koostuva ryhmä ACI-rahoitusmarkkinayhdistyksen alaisuudessa. Aloitteella pyritään yhdistämään lyhytaikaisten velkainstrumenttien Euroopan laajuiset markkinat, jotka ovat varsin hajanaiset, ja edistämään näiden markkinoiden kehitystä.

EKP:tä pyydettiin osaltaan edistämään tämän aloitteen toteutumista; EKP oli vastaavassa roolissa silloin, kun eoniakorko luotiin. Yksityisen sektorin pyynnöstä ja puolesta EKP onkin jo käynnistänyt kannanottopyyntöni niistä keinoista, joilla tätä markkinasegmenttiä voitaisiin edelleen yhtenäistää.

STEP-aloite tähtää siihen, että lyhytaikaisille velkainstrumenteille luodaan todelliset integroituneet tukumarkkinat yhtenäistämällä nykyisiä eurooppalaisia markkinoita. Tavoitteena on markkinakäytännön yhdenmukaistaa nykyisen eurooppalaisen ja kansallisen lainsäädännön mukaista toimintaa markkinoilla. Aloite perustuisi liikkeeseenlaskijoiden vapaaehtoisuuteen siten, että ne olisivat valmiit hyväksymään tietyt markkinakäytännön mukaiset ehdot saadakseen emissio-ohjelmilleen STEP-leiman. Nämä ehdot eivät korvaisi tai muuttaisi voimas-

sa olevia kansallisia määräyksiä, vaan niitä noudatettaisiin jo voimassa olevien määräysten ohella. Luottolaitoksilla, muilla rahoituksen välittäjillä (myös omaisuusvakuudellisten arvopaperien liikkeeseenlaskijoilla), yrityksillä ja julkisilla viranomaisilla olisi kaikilla oikeus haakea STEP-leimaa emissio-ohjelmilleen.

EFMLG-ryhmä perustettiin vuonna 1999, ja sen tarkoituksena on pohtia ja edistää aloitteita Euroopan rahoitusmarkkinatoimintojen (lakien ja markkinakäytäntöjen) yhdenmukaistamiseksi euron käyttöön oton jälkeen. EFMLG-ryhmä koostuu EU-maissa sijaitsevien luottolaitosten lakimiehistä, jotka valitaan henkilökohtaisen asiantuntemuksen perusteella. EFMLG-ryhmä on hiljattain avustanut rahoitusmarkkinayhdistys ACI:tä STEP-aloitteen juridisten näkökohtien selvittämisessä. Ryhmä on myös selvittänyt niiden lainsäädännöllisten esteiden poistamista, joita liittyy vakuuksien käyttöön maasta toiseen, nettoutusta EU-maissa koskevia lainsäädännöllisiä näkökohtia sekä arvo-osuusmuotoisia arvopapereita koskevan lainsäädännön yhdenmukaistamista ja arvo-osuiksi muuttamista eli arvopaperien liikkeeseen laske- mista elektronisessa muodossa eikä fyysisinä arvopapereina.<sup>2</sup>

### **YHTENÄINEN EUROMAKSUALUE**

Vuonna 2002 eurojärjestelmä sopi European Payments Councilin (EPC) kanssa yhteistyömallista eli yhtenäisen euromaksualueen (Single Euro Payments Area, SEPA) luomiseksi perustetusta Euroopan pankkisektorin hallintorakenteesta, jolla pyritään poistamaan kansallisiin ja ulkomaisiin pieniin maksuihin liittyvät palvelutasoerot vuoteen 2010 mennessä.

EKP osallistui tarkkailijana EPC:n täysistuntoon, joka on EPC:n päätöksentekoeelin, ja myös EPC:n työryhmiin, joissa käsitellään käteis- ja korttimaksuja, maksujen käsittelyn virtaviivaistamista ja automatisointia (straight-through processing, STP) sekä infrastruktuuria. Eurojärjestelmä arvioi virallisesti pankkisektorin edistymistä yhtenäisen euromaksu-

2 Lisätietoja EFMLG:stä on verkkosivuilla [www.efmlg.org](http://www.efmlg.org).

alueen suhteen kesäkuussa 2003 julkistamassaan seurantaraportissa ”Towards a Single Euro Payments Area”. Eurojärjestelmä toi raportissaan esiin vahvan kannatuksensa tehdyille päätöksille ja EPC:n yleisille sitoumuksille. Keskeinen saavutus oli, kun STEP 2 käynnistyi huhtikuussa 2003 Euro Banking Associationin aloitteesta. Euro Banking Association on EU:n alueella sijaitsevien liikepankkien ja EU:n ulkopuolisten pankkien EU-maissa sijaitsevien haarakonttorien yhteistyöelin. STEP 2 on uusi pienten maksujen (nykyisin ainoastaan tilisiirtojen) välitykseen maasta toiseen erikoistunut järjestelmä. Se on yleiseurooppalaisen automaattisen clearingkeskuksen (pan-European automated clearing house, PE-ACH) ensimmäinen palvelujen tarjoaja. STEP 2 -järjestelmä vastaanottajaominaisuuksineen – niillä tarkoitetaan pankin kykyä vastaanottaa maksu yleiseurooppalaisen automaattisen clearingkeskuksen kautta – laajeni vähitellen kaikkiin EU-pankkeihin, mikä lisäsi STEP 2:n markkinaosuutta EU:n sisäisistä tilisiirroista.

Eurojärjestelmän seurantaraportista kävi kuitenkin myös selvästi ilmi, että mikäli pankit perääntyisivät lupauksistaan yhtenäisen euromaksualueen saavuttamiseksi, eurojärjestelmä harkitsisi mahdollisuutta vaikuttaa pankkeihin sääntelyn avulla sen lisäksi, että se toimii asiassa aloitteellisena osapuolena. Eurojärjestelmä korosti erityisesti, että on tärkeää ottaa käyttöön asiakasmaksujen automaattisen käsittelyn yleiseurooppalaiset standardit, jotta kaikki maksuinstrumentit kattava yhtenäinen euromaksualue voisi toteutua.

Seurantaraportissaan eurojärjestelmä kertoi erityisindikaattoreista (ns. SEPA-indikaattorit), joiden avulla arvioidaan edistymistä kohti yhtenäistä euromaksualueutta suhteessa EPC:n omiin tavoitteisiin. Vuoden 2003 toisella puoliskolla EPC ja eurojärjestelmä sopivat SEPA-indikaattorien raportoinnista, muun muassa EPC:n neljännesvuosiraporteista eurojärjestelmälle. Vuoden 2003 lopussa toimitetun ensimmäisen raportin mukaan edistystä näkyi eri alueilla, kuten kansainvälisten tilinumerojen (International Bank Account Numbers, IBAN)

käyttöönotto ja maksun kolmessa päivässä perillemenon takaavan tilisiirtopalvelun (Credeuro) käynnistyminen osoittivat.

Lokakuussa 2003 EKP järjesti yhteistyössä EPC:n kanssa yhtenäistä euromaksualueutta koskevan seminaarin, jonka tarkoituksena oli saada erityisesti tulevat uudet jäsenmaat mukaan yhtenäisen euromaksualueen prosessiin. Lisäksi vuoden mittaan pidettiin kokouksia EU-maissa toimivien markkinaosapuolten kanssa yhteistyöryhmässä Contact Group for Euro Payments Strategy (COGEPS), jossa käsiteltiin sekä suuriin että pieniin maksuihin liittyviä kysymyksiä. Vuoden 2003 aikana eurojärjestelmä myös jatkoi tiivistä yhteistyötään Euroopan komission kanssa, sillä näillä kahdella instituutiolla on toisiaan täydentävät roolit yhtenäisen euromaksualueen toteutumisen edistäjinä. Tässä yhteydessä EKP vastasi Euroopan komission kannanottopyyntöön uudesta maksulainsäädännöstä yhteismarkkina-alueella (New Legal Framework for Payments in the Internal Market).

#### **EUROOPAN ARVOPAPERIMARKKINOIDEN INFRASTRUKTUURIN KESKITTYMINEN**

Eurojärjestelmä seuraa hyvin kiinnostuneesti EU:n arvopaperimarkkinoiden yhdentymistä varmistaakseen tasavertaisen kohtelun toteutumisen yli kansallisten rajojen. Arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusjärjestelmien keskittymisprosessi jatkui vuonna 2003, kun kaksi suurta keskusvastapuoliclearingyhteisöä Clearnet ja London Clearing House sulautuivat. Arvopaperikaupan selvitysjärjestelmät Euroclear ja CrestCo, jotka selvittävät Clearnetin ja London Clearing Housen pörssitransaktioita, olivat fuusioituneet vuonna 2002; myös tämä fuusio oli tärkeä edistysaskel EU:n arvopaperimarkkinoiden integraation syvenemisessä.

#### **TILASTOTIETOJA EUROALUEEN RAHOITUSJÄRJESTELMÄN INTEGRAATIOASTEESTA**

Vuonna 2003 saatiin lisää tilastotietoja euroalueen rahoitusjärjestelmän integraatiotason arvioimiseksi. Kehikossa 9 kuvataan joitakin mittareita, joilla arvioidaan euroalueen rahoitusmarkkinoiden integraatiota. Lisäksi euro-

järjestelmä ja myös taloustieteilijät ovat edistäneet tutkimusta euroalueen rahoitusjärjestelmän integraatiotasosta (ks. kehikko 10).

## Kehikko 9.

### EUROALUEEN RAHOITUSMARKKINOIDEN INTEGRAATION MITTARIT

Euroalueen rahoitusmarkkinoiden integraatiotason arvioimiseksi voidaan käyttää useita kvantitatiivisia mittareita. Tässä kehikossa kuvataan lyhyesti joitakin näistä mittareista ja arvioidaan euroalueen eri rahoitusmarkkinoiden integraatiotasoa.<sup>1</sup>

Rahoitusmarkkinoiden integraation mittareiden perusteella voidaan arvioida, missä määrin maantieteelliset näkökohdat vaikuttavat rahoitusinstrumenttien hintaan ja markkinaosapuolten käyttäytymiseen. Jotkin näistä mittareista perustuvat yhden hinnan lakiin. Niillä testataan, maksetaanko koko euroalueella sama hinta instrumenteista, jotka ovat keskenään vertailukelpoisia ja saatavissa kaikissa euroalueen maissa. Toisilla mittareilla arvioidaan, mikä on euroalueelle yhteisten tekijöiden merkitys rahoitusinstrumenttien hinnoittelussa suhteessa idiosynkraattisten (lähinnä maakohtaisten) tekijöiden merkitykseen. Joitakin mittareita käytetään myös maasta toiseen tehtävien investointien kitkatekijöiden arvioimiseen.

Yleensä useimmat mittarit osoittavat, että rahoitusmarkkinat ovat yhä heterogeeniset. Vaikka integraatio on edennyt melko pitkälle monilla rahamarkkinoiden segmenteillä, joukkolaina- ja osakemarkkinoiden yhdentymisen on edistynyt hitaammin.

Sellaisten valtion joukkolainojen tuotot, joiden luottoriski, maturiteetti ja liikkeeseenlaskuun liittyvät ominaisuudet ovat samanlaiset tai joissakin tapauksissa identtiset, eivät vielä ole täysin yhdenmukaiset. Syynä saattaa olla osittain se, että ensi- ja jälkimarkkinoiden likvidiydessä on eroja tai että eri joukkolainamarkkinoihin liittyvät johdannaismarkkinat ovat kehittyneet eri tahtiin.

Osakemarkkinoiden integraatiotaso ei ole erityisen korkea, vaikka osakkeiden tuotto näyttää yhä enemmän määräytyvän euroalueen yhteisten tekijöiden perusteella. Samanaikaisesti osakesijoituksiin liittyvä kotimarkkinoiden suosiminen (ts. se, että sijoittajat näyttävät kohdentavan suhteettoman suuren osan osakesijoituksistaan kotimaisiin osakkeisiin) on vähentynyt huomattavasti viime vuosina. Osakemarkkinoiden integraation laajenemiselle on kuitenkin edelleen monia merkittäviä esteitä. Esimerkkinä voidaan mainita sääntelyyn liittyvät erot maiden välillä ja euroalueen arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusjärjestelmien huomattava hajanaisuus.

Luottomarkkinoilla on yhä merkittävää hajaannusta. Esimerkiksi antolainauksessa yrityksille ja kotitalouksille ja ottolainauksessa yrityksiltä ja kotitalouksilta kotimarkkinoiden suosiminen on yhä yleistä. Toisinaan tällainen kotimarkkinoiden suosiminen on ”luonnollista” ja selittyy läheisyyteen liittyvillä eduilla ja informaation epäsymmetrialla; toisinaan syynä saattavat olla lähinnä sääntelyyn liittyvät esteet, kuten verotusmääräykset, konkurssilainsäädäntö jne.

<sup>1</sup> Lisätietoja näistä mittareista on lokakuun 2003 Kuukausikatsauksen artikkelissa ”Euroalueen rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen”.

## PÄÄOMAMARKKINOITA JA RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTYMISTÄ EUROOPASSA ANALYSOIVA TUTKIMUSVERKOSTO

Huhtikuussa 2002 EKP ja Center for Financial Studies (CFS) perustivat tutkimusverkoston edistääkseen Euroopan pääomamarkkinoita ja rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä koskevaa tutkimusta. Tämän verkoston avulla pyritään kannustamaan ja koordinoimaan taloustieteilijöiden ja talouspoliittisten laitosten tutkijoiden politiikkapainotteista tutkimusta, joka osaltaan merkittäväällä tavalla auttaa EKP:tä ymmärtämään Euroopan rahoitusjärjestelmän nykyistä ja tulevaa rakennetta ja integraatiota sekä sen yhteyksiä Yhdysvaltojen ja Japanin rahoitusjärjestelmiin. Lisätietoja saa verkoston sivuilta ([www.eu-financial-system.org](http://www.eu-financial-system.org)). Verkoston ensimmäinen seminaari pidettiin EKP:ssä huhtikuussa 2002. Painopiste oli asialistassa, ja tällöin määriteltiin viisi ensisijaisesti tärkeintä tutkimusaluetta, jotka ovat 1) pankkikilpailu ja pankkitoiminnan maantieteellinen laajuus, 2) kansainväliset arvopaperisijoitukset ja rahoitusmarkkinainstrumenttien markkinoiden yhteydet Euroopan, Yhdysvaltojen ja Japanin välillä, 3) Euroopan joukkolainamarkkinat, 4) Euroopan arvopaperikaupan selvitysjärjestelmät ja 5) uusien yritysten rahoitus ja uusien markkinoiden syntyminen ja kehitys Euroopassa. Maaliskuussa 2003 Suomen Pankin Helsingissä isännöimä toinen seminaari käsitteli kahta ensimmäistä aihetta. Marraskuussa 2003 Kreikan keskuspankki isännöi Ateenassa kolmatta, Euroopan joukkolainamarkkinoihin keskittyntä seminaaria. Samalla keskusteltiin neljännestä ja viidennestä aiheesta.<sup>1</sup> Tämän verkoston puitteissa EKP käynnisti myös EMIn ensimmäisen pääjohtajan mukaan nimetyn ”Lamfalussy Fellowship” -ohjelman. Ohjelma kannustaa nuoria tutkijoita tekemään tutkimusta edellä mainituista aiheista. Tutkimusverkoston kahden vuoden pituista työtä arvioidaan EKP:ssä Frankfurtissa toukokuussa 2004, jolloin esitellään tärkeimpiä tutkimustuloksia. Näistä ilmenee ensinnäkin, että perinteisen laina- ja talletustoiminnan ominaispiirteet osittain rajoittavat liikepankkitoiminnan laajenemista maasta toiseen jopa yhteisellä valuuttalueella. Teoreettisesta tutkimuksesta ilmenee lisäksi, että myös valvontajärjestelmät saattavat vaikuttaa Euroopan pankkisektorin yhdentymiseen. On myös yhä enemmän näyttöä siitä, että euron käyttöönotto on osaltaan vaikuttanut euroalueen pääomakustannusten pienenemiseen. Liian voimakas vertikaalinen integroituminen kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmien kesken voi niin ikään olla esteenä arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien tehokkaalle keskittymiselle. Myös yritysten toiminnan kansainvälistymisen lisääntyminen on yksi tekijä, joka yhdenmukais-  
taa osaketuottoja maailmanlaajuisesti.

<sup>1</sup> Lokakuussa 2002 EKP järjesti myös toisen keskuspankkikonferenssin. Kokouksen pöytäkirjat ovat saatavissa EKP:n verkkosivuilta, ks. Gaspar V., Hartmann P. ja Sleijpen O. (toimittajat), *The transformation of the European financial system*, kesäkuu 2003.

EKP kehittää parhaillaan keskeisiä indikaattoreita, joilla voidaan mitata euroalueen pankkijärjestelmän integraatioastetta. Nämä indikaattorit on muodostettu rahalaitosten toimittamien neljännesvuosittaisten kantatietojen perusteella. Indikaattoreilla voidaan mitata suoraan maiden välistä pankkitoimintaa euroalueen sisällä. Perinteisesti on mitattu maasta toiseen suuntautuvan toiminnan osuutta, mutta näistä indikaattoreista saadaan tietoa

myös toiminnan jakaantumisesta, kansallisten pankkijärjestelmien merkityksestä keskuselimenä ja kansallisten pankkijärjestelmien jäsenyysehtojen eroista. Indikaattoreista ilmenee, että maasta toiseen suuntautuva toiminta on vaatimatonta vähittäispankkitoiminnan segmenteillä (ks. kehikko 9), mutta sillä on merkittävämpi ja kasvava osuus pankkien välisillä talletusmarkkinoilla. On kuitenkin merkille pantavaa, että maasta toiseen suuntautuvassa



pankkitoiminnassa vastapuolten maantieteellisellä sijainnilla euroalueen sisällä on pankeille yhä vähemmän merkitystä sekä vähittäis- että tukkumarkkinasegmentillä.

Uudet yhdenmukaistetut rahalaitossektorin korkotilastot, jotka julkaistiin ensimmäisen kerran joulukuussa 2003, mahdollistavat pankkien talletus- ja antolainauskorkojen vertailun koko euroalueella yhdenmukaisin perustein (ks. luku 2, osa 4). Nämä uudet kuukausitilastot auttavat osaltaan arvioimaan, miten Euroopan rahoitusmarkkinoiden lähentyminen etenee kohti yhteisiä talletus- ja lainamarkkinoita, ja tuovat lisää avoimuutta euroalueen pankkitoiminnan arviointiin. EKP:n tuottamiin rahoitusmarkkinatilastoihin sisältyy myös raha-, joukkolaina- ja osakemarkkinoiden hinta- ja volyyminindikaattoreita sekä volatiliteettia ja lähentymistä mittaavia indikaattoreita kaikista euroalueen markkinasegmenteistä.

## 4 MARKKINAINFRASTRUKTUURIN YLEISVALVONTA

Yksi eurojärjestelmän lakisääteisistä tehtävistä on huolehtia maksu- ja selvitysjärjestelmien yleisvalvonnasta. Tämän tehtävän tarkoituksena on varmistaa, että maksuvirtojen yleinen organisointi taloudessa on tehokasta ja turvallista. Erityisesti on minimoitava systeemiriskit, jotka aiheutuvat joko maksu- ja selvitysjärjestelmien häiriöistä tai siitä, että järjestelmän osapuoli laiminlyö velvoitteensa ja sen vaikutukset leviävät järjestelmän muihin osiin.

Eurojärjestelmä on myös yleisesti kiinnostunut muista infrastruktuureista, joita käytetään arvopapereiden siirrossa, kuten arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmistä, sillä häiriöt vakuuksien toimituksessa voivat vaarantaa rahapolitiikan toteuttamisen ja maksujärjestelmien sujuvan toiminnan. Arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien häiriöt voivat levitä maksujärjestelmiin, koska niiden toiminta perustuu toimitus maksua vastaan -periaatteella toimiviin mekanismeihin. Myös keskusvastaapuolten toimintakyvyttömyys voi estää arvopaperitransaktioiden selvittämisen. Tämän yleisen mielenkiinnon vuoksi EKP kävi vuonna 2003 keskusteluja Euroopan arvopaperikeskusten liiton (European Central Securities Depositories Association) kanssa viimeaikaisesta kehityksestä, joka vaikuttaa selvityspalvelujen tuottajiin. Lisäksi eurojärjestelmä on yhdessä markkinaosapuolten kanssa pohtinut vakuuskäytäntöään, ja asiasta järjestettiin kannanottopyyntö vuonna 2003. Samalla lyhytaikaisia arvopapereita, uudentyyppisiä linkejä<sup>3</sup> ja transaktioita koskevaa kehitystä on arvioitu Contact Group on Euro Securities Infrastructures -yhteistyöryhmässä. Yksityiskohtaisia tietoja markkinainfrastruktuurista on EKP:n julkaisussa ”Payment and securities settlement systems in the European Union”, joka tunnetaan myös ns. Blue Bookina.<sup>4</sup>

Eurojärjestelmän yleisvalvontatehtävä ulottuu erittäin suurten maksujen välitykseen käytettävistä järjestelmistä (ns. suurten maksujen järjestelmistä) ja näiden järjestelmien verkko- palvelujen tuottajista pienten maksujen maksuliikennepalveluihin ja muuhunkin toimintaan,

joka saattaa vaikuttaa euroalueen maksujen häiriöttömään suorittamiseen.

### 4.1 SUURIA EUOMÄÄRÄISIÄ MAKSUJA VÄLITTÄVIEN MAKSUJÄRJESTELMIEN JA INFRASTRUKTUURIN YLEISVALVONTA

#### TARGET-JÄRJESTELMÄ

Eurojärjestelmän yleisvalvonta käsittää kaikki euromääräiset maksujärjestelmät, myös eurojärjestelmän itsensä ylläpitämät, kuten Euroopan laajuisen automatisoidun reaaliaikaisen bruttomaksujärjestelmän TARGETin (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer, TARGET). Eurojärjestelmän omiin järjestelmiin sovellettavan yleisvalvonnan vähimmäisvaatimukset ovat yhtä tiukat kuin yksityisiin järjestelmiin sovellettavat.

EKP:n neuvoston vuoden 2003 alussa päättämän käytännön mukaan TARGETin yleisvalvonnalla on kaksi keskeistä operationaalista tavoitetta. Ensinnäkin TARGETin yleisvalvonnan (TARGETin kotimaisten osajärjestelmien valvonnasta vastaavat kansalliset keskuspankit ja EKP:n maksumekanismista EKP) tehtävänä on tarkastella TARGET-järjestelmän eri ominaisuuksia ja arvioida, noudatetaanko järjestelmässä sille asetettuja peruseriaatteita (Core Principles for Systematically Important Payment Systems)<sup>5</sup>, jotka

<sup>3</sup> Nämä linkit mahdollistavat sen, että arvopaperikaupan selvitysjärjestelmällä ei enää tarvitse olla linkkiä kaikkiin muihin arvopaperikaupan selvitysjärjestelmiin, vaan se voi olla yhden linkin kautta yhteydessä välittäjänä toimivaan arvopaperikaupan selvitysjärjestelmään, jolla on puolestaan yhteydet moniin muihin arvopaperikaupan selvitysjärjestelmiin.

<sup>4</sup> Syyskuussa 2003 EKP julkisti Blue Bookin täydennettynä tiedoilla kaikista 15 EU-jäsenvaltiosta vuodesta 1997 vuoteen 2001. Tämä julkaisu tehtiin yhteistyössä kansallisten keskuspankkien kanssa. Lisäksi EKP:ssä järjestettiin samassa kuussa keskuspankkien edustajille kaksipäiväinen seminaari maksu- ja selvitysjärjestelmistä ”Payment and securities settlement systems”.

<sup>5</sup> G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) raportti ”Core Principles for Systematically Important Payment Systems”, BIS, tammikuu 2001. Tässä raportissa kuvataan pääpiirteittäin myös keskuspankkien valvontavastuuta. B-tason vastuun mukaan keskuspankkien on varmistettava, että kaikki niiden ylläpitämät systeemiriskin kannalta olennaiset maksujärjestelmät toimivat peruseriaatteiden mukaisesti.

EKP:n neuvosto on hyväksynyt vuonna 2001 systeimiriskin kannalta olennaisten maksujärjestelmien yleisvalvonnan pohjaksi. Toiseksi yleisvalvojien on ilmoitettava kansallisten keskuspankkien vastuuhenkilöille ja EKP:n neuvostolle arvionsa tuloksista niin, että tarvittaessa voidaan ryhtyä toimiin näiden peruseriaatteiden noudattamisen varmistamiseksi.

Vuonna 2003 TARGETin yleisvalvonnasta vastaavat arvioivat TARGETin kaikkia osajärjestelmiä peruseriaatteisiin nähden.<sup>6</sup> Arvioinnin tulokset olivat kokonaisuutena katsoen positiiviset, vaikka parantamisen varaa havaittiin. Tämän arvioinnin tulokset julkistetaan.

#### **EURO I**

Euro Banking Association (EBA) on EU:n alueella sijaitsevien liikepankkien ja EU:n ulkopuolisten pankkien EU-maissa sijaitsevien haarakonttorien yhteistyöelin. EBA on kehittänyt monenkeskisen suurten euromääräisten tilisiirtojen EU:n laajuisen maksujärjestelmän EURO 1:n, ja huhtikuussa 2003 EBA käynnisti uuden maiden välisten pienten maksujen järjestelmän, joka tunnetaan nimellä STEP 2 (ks. myös tämän luvun osa 3). Koska STEP 2:n katteensiirrot tehdään EURO 1:ssä, EURO 1:een on jouduttu tekemään joitakin teknisiä muutoksia. Marraskuussa 2003 EBA otti käyttöön myös uuden toiminnon ”Flexible Settlement Mechanism”, jonka avulla pankit voivat selvittää STEP 2 -positionsa EURO 1:ssä ilman, että ne ovat suoraan EURO 1:n jäseniä tai osakkaita.

EURO 1:n yleisvalvojana EKP arvioi, oliko järjestelmän muutokset tehty peruseriaatteita noudattaen. EKP löysi ainoastaan vähäisiä puutteita, jotka eivät olennaisesti vaikuttaneet EURO 1:n turvallisuuteen ja tehokkuuteen; EKP selvittää tehtyjä havaintoja aikanaan yhteistyössä EBA:n kanssa.

#### **JATKUVA LINKITETTY KATTEENSIIRTOJÄRJESTELMÄ (CONTINUOUS LINKED SETTLEMENT SYSTEM)**

Jatkuva linkitetty katteensiirtojärjestelmä (Continuous Linked Settlement, CLS) on valuuttakauppojen katteensiirtoja varten suunniteltu järjestelmä, jossa siirrot toteutetaan samanaikaisesti, lopullisina ja peruuttamattomina. Ennen CLS-järjestelmän käyttöönottoa kaupan kumpikin puoli maksettiin erikseen. Systeimiriski laiminlyönnin sattuessa oli suuri, kun otetaan huomioon se aika, joka yleensä jäi kaupan kahden puolen maksujen suorituksen väliin. CLS-järjestelmä oli markkinaosapuolten vastaus keskuspankeilta tulleeseen paineeseen vähentää valuuttakauppoihin liittyvää selvitysriskiä (ns. Herstatt-riski).<sup>7</sup> EKP:llä on CLS-järjestelmässä kaksoisrooli. Se osallistuu järjestelmän yleisvalvontaan ja tuottaa selvityspalveluja. CLS-järjestelmän yleisvalvonta perustuu G10-maiden keskuspankkien väliseen kiinteään yhteistyöhön; päävastuu on Federal Reserve Systemillä.

Syyskuussa 2002 CLS-järjestelmässä alettiin tehdä valuuttakauppojen katteensiirtoja seitsemällä päävaluutalla maksu maksua vastaan -periaatteella (payment-versus-payment, PVP).<sup>8</sup> Syyskuussa 2003 järjestelmään hyväksyttiin neljä muuta valuuttaa.<sup>9</sup> Operaatioiden käynnistyttyä järjestelmän kautta suoritettujen pankkien katteensiirtojen arvo ja määrä kasvoivat nopeasti. Joulukuussa 2003 CLS-järjestelmässä suoritettiin keskimäärin 37 000 katteensiirtoa päivässä 550 miljardin Yhdysvaltain dollarin arvosta. Yhdysvaltain dollarin jälkeen euro on järjestelmän toiseksi tärkein valuutta, ja sen osuus järjestelmän kaikista bruttokatteensiirroista on noin neljännes.

6 Osana samaa työtä yleisvalvojat arvioivat myös, miten muut suurten euromääräisten maksujen järjestelmät, ts. Paris Net Settlement (PNS) Ranskassa, ns. POPS-järjestelmä (pankkien on line -pikasiirrot ja sekkit) Suomessa ja Servicio de Pagos Interbancarios (SPI) Espanjassa, noudattavat peruseriaatteita.

7 EKP tekee yhteistyötä muiden G10-maiden keskuspankkien kanssa erityisesti sellaisten systeimiriskin kannalta olennaisten selvitysjärjestelmien yleisvalvonnassa, joiden häiriötön toiminta on elintärkeää myös euroalueen ulkopuolella.

8 Nämä valuutat ovat Yhdysvaltain dollari, euro, Japanin jeni, Englannin punta, Sveitsin frangi, Kanadan dollari ja Australian dollari.

9 Nämä valuutat ovat Tanskan kruunu, Ruotsin kruunu, Norjan kruunu ja Singaporen dollari.

Maksu maksua vastaan -periaatteen ansiosta selvitysriski suureksi osaksi eliminoituu CLS-järjestelmässä. Eurojärjestelmä pitää riskin vähenemistä myönteisenä tekijänä. Samanaikaisesti CLS-järjestelmässä syntyy kuitenkin tietty likviditeettiriski, koska pankit joutuvat tekemään huomattavia maksuja CLS-järjestelmään tiettyyn aikaan päivästä (klo 8.00–13.00 Suomen aikaa) eivätkä järjestelmän häiriön sattuessa ehkä saa odottamaansa valuuttaa. Pankit ovat toistaiseksi selviytyneet näistä likviditeettitarpeista hyvin. Niiden likviditeetin hallinnan menettelytavat näyttävät olevan varsin kehittyneet niin, että CLS-järjestelmään tehtäviin katemaksuihin tarvittavan likviditeetin kysynnällä ei ole ollut negatiivista vaikutusta markkinoihin kokonaisuutena katsoen.<sup>10</sup>

#### SWIFT

Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) on pankkien perustama ja omistama osuuskunta. Se ylläpitää verkostoa, jonka avulla maksuja ja muita rahoitustaloudellisia sanomia voidaan välittää rahoituslaitosten kesken kautta maailman. EKP on mukana SWIFTin yleisvalvonnassa, jota toteutetaan G10-maiden keskuspankkien välisenä yhteistyönä Belgian keskuspankin toimiessa päävastuullisena yleisvalvojana.

Yleisvalvonnassa kiinnitettiin paljon huomiota paitsi SWIFTin kriisinsietokykyyn myös uuden sukupolven tekniikkaan perustuvan SWIFTNet-järjestelmän käyttöönottoon; siihen siirtyminen on tarkoitus saada toteutettua vuoden 2004 loppuun mennessä. SWIFT on antanut yleisvalvojille säännöllisesti tietoja uuden verkon asennustilanteesta, siihen mahdollisesti vaikuttavista tekijöistä ja SWIFTNetin siirtymäsuunnitelmaan kaavailuista muutoksista.

#### KIRJEENVAIHTAJAPANKKITOIMINTA

Pankeilla on usein käytössään järjestelyjä, joiden avulla ne suorittavat maksuja ja niihin liittyviä palveluja toinen toisilleen lähinnä maasta toiseen tapahtuvassa maksuliikenteessä. Tällaiset järjestelyt ovat kirjeenvaihtajapankkitoimintaa. EU:n alueella euromääräisiin maksuihin liittyvä kirjeenvaihtajapankkitoiminta on

keskittynyt erittäin vahvasti muutamien osapuolten käsiin. EKP toteutti hiljattain EU-maissa sijaitsevista pankeista kootun otoksen perusteella kyselyn, josta ilmeni, että vastaajista 10 prosentilla oli arvolla mitattuna lähes 80 prosentin osuus (tapahtumamäärällä mitattuna 34 prosentin osuus) euromääräisten maksujen kirjeenvaihtajapankkitoiminnasta. Kirjeenvaihtajapankkitoiminnan keskittymisen jatkumisesta on edelleen joitakin merkkejä.

Tässä vaiheessa eurojärjestelmä ei näe välitöntä systeemiriskiä siinä, että keskittymisaste on näinkin korkea, sillä kirjeenvaihtajapankkitoiminnan osuus on ainoastaan murtoosa kaikista euromääräisistä maksuista. Suuri osa maksuista suoritetaan pankkien välisten maksujärjestelmien (esim. TARGETin) kautta. Koska koko rahoitusjärjestelmän vakaus on eurojärjestelmän kannalta tärkeää, se seuraa jatkuvasti tämän liiketoiminta-alueen kehitystä.

#### 4.2 PIENTEN MAKSUJEN MAKSULIIKENNEPALVELUT

##### PIENIÄ MAKSUJA VÄLITTÄVIEN MAKSUJÄRJESTELMIEN YLEISVALVONTA

Eurojärjestelmän lakisääteisenä tehtävänä on edistää maksujärjestelmien häiriötöntä toimintaa. Täyttääkseen tämän velvollisuutensa eurojärjestelmä tarkisti myös pieniä maksuja välittäviä maksujärjestelmiä koskevaa politiikkaansa.

Vuonna 2002 alkaneen kannanotto- ja neuvotteluprosessin jälkeen EKP:n neuvosto hyväksyi 26.6.2003 ”Eurojärjestelmän pieniä maksuja välittävien maksujärjestelmien valvonta”-standardin, joka on saatavissa EKP:n verkkosivuilta yhdessä sitä koskevan tiedotteen kanssa. Tämä pienten maksujen standardi perustuu suurien maksuja välittäviä maksujärjestelmiä koskeviin peruseräisiin. Pieniä maksuja

<sup>10</sup> Rahoitustarpeet ovat keskimäärin useita satoja miljoonia euroja. Suurimmat katemaksut ovat keskimäärin noin 1 miljardi euroa, kun taas yhden ainoan pankin suurin katemaksu on toistaiseksi ollut 5,9 miljardia euroa. Mikään näistä katemaksuista ei ole vaikuttanut negatiivisesti euromääräisiin rahamarkkinoihin.

välittävien maksujärjestelmien standardin hyväksymisellä pyritään edistämään näiden järjestelmien turvallisuutta ja tehokkuutta ja varmistamaan, että pieniä maksuja välittävien maksujärjestelmien yleisvalvonta on euroalueella yhdenmukaista.

Pienten maksujen standardi sisältää indikaattoreita, joiden avulla pieniä maksuja välittävät maksujärjestelmät voidaan luokitella systeemiriskin kannalta olennaisiin, merkittäviin ja muihin pieniä maksuja välittäviin maksujärjestelmiin. Kaikkia peruseriaatteita sovelletaan systeemiriskin kannalta olennaisiin pieniä maksuja välittäviin maksujärjestelmiin, kun taas ainoastaan kuutta peruseriaatetta sovelletaan merkittäviin järjestelmiin. Muiden pieniä maksuja välittävien maksujärjestelmien on noudatettava muita standardeja soveltuvin osin (esim. elektronisen rahan järjestelmiä koskevia eurojärjestelmän standardeja<sup>11</sup> tai kansallisesti hyväksytyjä standardeja).

### ELEKTRONISEN RAHAN JÄRJESTELMÄT

Elektronista rahaa koskevaa eurojärjestelmän yleisvalvontakäytäntöä käsitellään toukokuussa 2003 julkistetussa raportissa ”Electronic money system security objectives”. Näillä turvallisuustavoitteilla pyritään varmistamaan järjestelmien yleinen luotettavuus ja tekninen turvallisuus, ja niiden odotetaan lisäävän yleisön luottamusta näihin järjestelmiin. Nämä tavoitteet asetettiin myös sen varmistamiseksi, että sääntelyssä eri järjestelmiä kohdeltaisiin tasavertaisesti. Kansalliset keskuspankit arvioivat vuoden 2004 aikana kaikkia merkittäviä elektronisen rahan järjestelmiä näiden standardien perusteella.

### ELEKTRONISET MAKSUT

Viime vuosina uusien viestintäteknikoiden käytön lisääntyminen ja erityisten maksu-mekanismien tarve sähköisessä kaupankäynnissä ovat antaneet uusille toimijoille mahdollisuuden tehostaa maksutoimeksiantojen lähettämistä ja käsittelyä. Samaan aikaan myös pankit ovat kehittäneet asiakkailleen uusia keinoja saada yhteys tileihinsä ja maksaa maksuja.<sup>12</sup> EKP:n tavoitteena on luoda sidosryhmien välille

yhteistyöfoorumi ja tarjota analyyseja ja tilastoja, jotka tukevat markkinaosapuolten työtä entistä tehokkaampien ja turvallisempien maksu-mekanismien kehittämiseksi. Internetin ja matkapuhelinverkkojen kautta suoritettavia maksuja koskeva EKP:n yleisvalvonta keskittyy aluksi maksujen suorittamiseen tarvittavien välineiden ja järjestelmien turvallisuuteen. Näiden tavoitteiden saavuttamiseksi EKP alkoi toukokuussa 2003 ylläpitää elektronisia maksujärjestelmiä koskevaa avointa tiedonjako-infrastruktuuria (electronic Payment Systems Observatory, ePSO). Tätä infrastruktuuria koskeva projekti käynnistyi alun perin vuonna 2000 Euroopan komission alaisuudessa. Infrastruktuuri käsittää www-sivuston (www.e-pso.info), jota käytetään innovatiivisia elektronisia maksujärjestelmiä ja -välineitä koskevan tiedon jakamiseen, ja sisältää elektronisen keskustelufoorumin, luettelon elektronisista maksujärjestelmistä ja artikkeleita kiinnostavista ajankohtaisista aiheista.

### 4.3 ARVOPAPERIEN SELVITYS- JA TOIMITUSJÄRJESTELMÄT

Eurojärjestelmällä on toistaiseksi ollut kaksi roolia arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmien suhteen. EKP:n neuvosto ensinnäkin arvioi, miten EU:n alueella toimivat arvopaperikaupan selvitysjärjestelmät noudattavat tiettyjä käyttäjästandardeja.<sup>13</sup> Nämä standardit laadittiin tammikuussa 1998 niiden riskien pienentämiseksi, joita eurojärjestelmälle syntyy rahapoliittisten operaatioiden toteuttamisessa. Toiseksi eurojärjestelmä tekee yhteistyötä muiden sellaisten viranomaisten kanssa, jotka vastaavat arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmien sääntelystä ja yleisvalvonnasta EU:ssa. Euroo-

11 ”Report on electronic money”, elokuu 1998. ”Electronic money system security objectives”, toukokuu 2003.

12 Lisätietoja toukokuun 2003 Kuukausikatsauksen artikkelissa ”Maksujen elektronisoituminen Euroopassa”.

13 Koska EU:lla ei ole yhdenmukaistettuja yleisvalvontastandardeja, käyttäjästandardeja on pidetty tosiasiallisina EU:n arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien yhteisinä standardeina, ja siksi niitä käsitellään tässä luvussa. Käyttäjästandardien ei ole kuitenkaan tarkoitus toimia kattavana arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien yleisvalvonnan tai valvonnan standardi-kokoelmana.

pan komission neuvonantajana toimivalle, rahoitussektorin asiantuntijoista koostuvalle ryhmälle eli Giovannini Groupille esitetyt näkemykset on sisällytetty Giovannini Groupin toiseen raporttiin<sup>14</sup>. Kansainvälisessä yhteistyössä EKP osallistui myös G10-maiden keskuspankkien maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean (Committee of Payment and Settlement Systems, CPSS) ja arvopaperimarkkinavalvojien kansainvälisen järjestön (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) käynnistämisiin projekteihin, joissa pyritään kehittämään keskusvastapuolia koskevia suosituksia. Lisäksi EKP oli mukana laatimassa CPSS-komitean raporttia ”Report on the role of central bank money in payment systems”<sup>15</sup>.

### **ARVOPAPERIKAUPAN SELVITYSJÄRJESTELMIEN ARVIOINTI**

Eurojärjestelmä arvioi vuosittain luotto-operaatioiden vakuuksien käsittelyyn kelpaavia EU-maiden arvopaperikaupan selvitysjärjestelmiä. Näillä arvioinneilla pyritään rajoittamaan riskejä, joita eurojärjestelmälle syntyy selvitysprosessin aikana. Arvioita koskevat kriteerit sisältyvät raporttiin ”Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, jonka EMI hyväksyi vuonna 1997 ja jossa on yhdeksän standardia.

Vuoden 2003 arvioinnin kohteena oli 22 arvopaperikaupan selvitysjärjestelmää (mukaan lukien neljä niissä kolmessa EU-maassa sijaitsevaa järjestelmää, jotka eivät ole vielä ottaneet euroa käyttöön). Kaiken kaikkiaan arvioidut arvopaperikaupan selvitysjärjestelmät toimivat standardien mukaisesti. Joissakin tapauksissa standardien noudattaminen kaikilta osiltaan edellyttää yhä parannuksia. Eurojärjestelmä antaa tunnustusta järjestelmäoperaattorien pyrkimyksille tehostaa standardien noudattamista ja seuraa tilannetta. Toiminnan luotettavuutta on pyritty lisäämään esimerkiksi painottamalla erityisesti liiketoiminnan jatkuvuutta, jos katastrofi sattuu. Joissakin järjestelmissä on lisätty varatoimipaikkoja ja parannettu varajärjestelmiä. Joissakin maissa myös lainsäädäntöä on muutettu järjestelmien oikeudellisten riskien vähentämiseksi. Lisäksi on pyritty vähen-

tämään riskiä, joka saattaa syntyä, kun kauppajen nettoutus joudutaan peruuttamaan.

### **YHTEISTYÖ EUROOPAN ARVOPAPERIMARKKINOIDEN VALVOJIEN KOMITEAN KANSSA**

Vuonna 2001 EKP:n neuvosto sopi periaatteista, joita sovelletaan arvopaperien toimitus- ja selvitysjärjestelmiä koskevaan yhteistyöhön EKPJ:n ja Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien komitean (Committee of European Securities Regulators, CESR) välillä. Tämän tuloksena perustettiin työryhmä, jossa on edustaja EKPJ:n kustakin keskuspankista ja CESR:n kunkin arvopaperivalvojan edustaja.

Työryhmän työn painopisteenä oli lähinnä kehittää eurooppalaiset selvitystä ja toimitusta koskevat standardit G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean (CPSS) ja arvopaperimarkkinavalvojien kansainvälisen järjestön (IOSCO) suositusten (ns. CPSS-IOSCO-suositukset) perusteella. Näiden standardien kehittämisessä työryhmä otti huomioon myös tarpeen poistaa maasta toiseen suuntautuvien toimitus- ja selvitysprosessien tehokkaan toteutumisen esteet EU:ssa, kuten edellä mainituissa Giovannini Groupin raporteissa todetaan.

Vuonna 2003 työryhmä viimeisteli konsultaatioraportin, jossa on 19 standardia arvopaperien toimitus- ja selvitysjärjestelmien turvallisuuden, luotettavuuden ja tehokkuuden parantamiseksi EU-maissa. EKPJ ja CESR järjestivät yhdessä kannanotto-pyyntöä näistä standardeista.

Tässä työryhmän raportissa pyrittiin omaksumaan funktionaalinen lähestymistapa siten, että standardeja sovellettaisiin kaikkiin arvopaperien toimituksen ja selvityksen kannalta olennaisiin toimintoihin riippumatta siitä, millainen näitä toimintoja hoitavien laitosten oikeudellinen asema on. Näin ollen EKPJ:n ja CESR:n standardeja tullaan soveltamaan arvo-

<sup>14</sup> ”Second Report on EU Clearing and Settlement Arrangements”, Giovannini Group, Bryssel, huhtikuu 2003, on julkistettu Euroopan komission verkkosivuilla [www.europa.eu.int](http://www.europa.eu.int).

<sup>15</sup> BIS, elokuu 2003.

paperimarkkinoihin ja erityisesti keskusvasta-  
puoliin sekä kansallisiin ja kansainvälisiin  
arvopaperikeskuksiin. Joitakin standardeja on  
tarkoitus soveltaa myös suuriin arvopapereiden  
säilyttäjäpankkeihin (ns. systeemiriskin kannal-  
ta olennaisiin säilyttäjiin), jotka toimivat erit-  
tään aktiivisesti arvopaperien selvityksessä ja  
toimituksessa. Koska on tärkeää, ettei  
”systeemiriskin kannalta olennaisten” yhteisö-  
jen tunnistamisessa synny vääriä tulkintoja,  
kannanotto-pyyntöön sisältyi erillinen kysely  
siitä, onko säilyttäjät aiheellista katsoa standar-  
dien soveltamisalaan kuuluviksi ja millä tavoin  
suuret säilyttäjät kartoitettaisiin. Kannanotto-  
pyynnön tulokset on julkistettu EKP:n ja  
CESR:n verkkosivuilla. EKPJ:n ja CESR:n  
standardeja koskevan raportin odotetaan val-  
mistuvan vuoden 2004 puoliväliin mennessä.





Jens Fänge  
Jugend, 2003  
Öljyvärei  
132 x 122 cm



# EU-SUHTEET JA KANSAINVÄLISET SUHTEET

## I EU-SUHTEET

EKP piti vuonna 2003 edelleen yllä säännöllisiä yhteyksiään Euroopan yhteisön toimielimiin ja laitoksiin. EKP:n edustajat osallistuivat Ecofin-neuvoston kokouksiin, kun niissä käsiteltiin EKPJ:n tehtäviin ja tavoitteisiin liittyviä asioita. Ecofin-neuvoston puheenjohtaja ja asianomainen komissaari käyttivät myös oikeuttaan osallistua EKP:n neuvoston kokouksiin silloin, kun he katsoivat sen tarpeelliseksi. EKP:n pääjohtaja ja kansallisten keskuspankkien pääjohtajat osallistuivat Ecofin-neuvoston kahteen epäviralliseen kokoukseen, joista toinen pidettiin Ateenassa Kreikassa huhtikuussa 2003 ja toinen Stresassa Italiassa syyskuussa 2003. EKP:n pääjohtaja osallistui myös säännöllisesti euroryhmän kokouksiin. Näissä kokouksissa EKP:llä on edelleen mahdollisuus käydä avointa ja epävirallista vuoropuhelua euroalueen maiden valtionvarainministerien ja talous- ja rahoitusasioista vastaavan komissaarin kanssa. EKP on myös edelleen ottanut osaa kaksi kertaa vuodessa järjestettävään makrotaloudelliseen vuoropuheluun, jossa ovat edustettuna jäsenvaltiot, komissio, EKP, euroalueen ulkopuolisten alueiden keskuspankit ja EU-tason työmarkkinaosapuolet.

Näiden poliittisen tason suhteiden hoitamisen lisäksi EKP osallistui edelleen EU:n eri toimielinten, kuten EU:n talous- ja rahoituskomitean, talouspoliittisen komitean sekä hiljattain perustetun rahoituspalvelujen komitean, kokouksiin asiantuntija- ja työryhmätasolla. EKP seurasi myös tarkoin kaikkea sen tehtävien hoidon kannalta tärkeää keskustelua Euroopassa. Se osallistui erityisesti Euroopan perustuslakia koskevasta perussopimusluonnoksesta (perustuslakiluonnos), talouspolitiikan laajoista suuntaviivoista sekä vakaus- ja kasvusopimuksesta käytyyn keskusteluun.

### I.1 POLITIIKKAKYSYMUKSET

#### EUROOPAN PERUSTUSLAKI

Heinäkuussa 2003 Euroopan tulevaisuutta käsittelevä valmistelukunta viimeisteli perustuslakiluonnoksen ja toimitti sen Eurooppa-neuvostolle. Euroopan unionia koskevan sopi-

muksen artiklan 48 mukaisesti Euroopan unionin neuvoston puheenjohtajamaa Italia kutsui koolle hallitustenvälisen konferenssin (HVK), jossa käsiteltiin ja hyväksyttiin virallisesti muutokset nykyisiin perustamissopimukseen. Hallitustenvälinen konferenssi alkoi loka-kuussa. Eurooppa-neuvoston kokouksessa 12. ja 13.12.2003 valtion- ja hallitusten päämiehet eivät päässeet sopimukseen perustuslakiluonnoksesta. Eurooppa-neuvosto kehotti neuvoston seuraavaa puheenjohtajamaata Irlantia arvioimaan perustuslakiluonnoksen edistymismahdollisuuksia ja raportoimaan Eurooppa-neuvostolle maaliskuussa 2004.

EKP seurasi valmistelukunnan ja hallitustenvälisen konferenssin työskentelyä tarkasti ja osallistui niiden keskusteluihin, kun niissä käsiteltiin EKP:n ja EKPJ:n tehtäviin ja valtuuksiin keskeisesti liittyviä asioita. EKP:n pääjohtaja mm. lähetti kirjeen valmistelukunnan puheenjohtajalle touko- ja kesäkuussa 2003, joissa hän esitti EKP:n neuvoston parannusehdotuksia alustaviin perustuslakiluonnoksiin. Kirjeet julkaistiin EKP:n verkkosivuilla.

Kesällä 2003 EU:n neuvoston puheenjohtajamaa Italia toimitti Eurooppa-neuvostolle virallisena ehdotuksena valmistelukunnan perustuslakiluonnoksen, joka koski perustamissopimukseen tehtäviä muutoksia, ja pyysi virallisesti EKP:tä antamaan lausunnon luonnoksesta. EKP:n kelpoisuus antaa lausunto perustuu Euroopan unionista tehdyn sopimuksen artiklaan 48, jonka mukaan toimielimiä koskevat muutokset raha-asiain alalla edellyttävät EKP:n kuulemista. EKP antoi 19.9.2003 lausunnon EU:n neuvoston puheenjohtajalle.<sup>1</sup> Lausunnossaan EKP totesi, että perustuslakiluonnos yksinkertaistaa, keventää ja selkeyttää Euroopan unionin lainsäädäntöä ja institutionaalista rakennetta. EKP vakuutti jälleen ymmärtävänsä, että EKP:tä ja EKPJ:tä koskevien säännösten siirtäminen nykyisestä perustamissopimuksesta perustuslakiin ei muuta EKP:n ja EKPJ:n tehtäviä, toimivaltaa, asemaa eikä niitä koskevaa lainsäädäntöä. Vaikka EKP arvostaa suuresti raha-

<sup>1</sup> CON/2003/20, EUVL C 229, 25.9.2003, s. 7.

talouden institutionaalista ja toiminnallista vakaudesta, se viestii myös olevansa tietoinen siitä, että uusi perustuslaki tuo tarvittavia muutoksia rahatalouden institutionaaliseen rakenteeseen. EKP katsoi kuitenkin, että perustuslakiprozessissa ennalta huomioon otetut tarkistukset ja päivitykset eivät vaikuta rahatalouden institutionaaliseen ja toiminnalliseen vakauteen.

Huolimatta tästä yleisesti ottaen myönteisestä arviosta EKP otti lausunnossaan esille perustuslakiluonnoksen artikloita, joilla on merkitystä EKP:n ja EKPJ:n tehtävien ja toimintojen suorittamiseen ja joita olisi hyvä selkeyttää ja tarkistaa.

EKP:n tärkeimmät ehdotukset koskivat inflaatiota kiihdyttämätöntä kasvua tai hintavakautta koskevan viittauksen lisäämistä Euroopan unionin tavoitteita koskevaan artiklan I-3 kohtaan 3, EKP:n aseman selventämistä institutionaalisesa rakenteessa, EKPJ:tä ja eurojärjestelmää koskevan viittauksen lisäämistä EKP:tä, eurojärjestelmää ja EKPJ:tä käsittelevän artiklan I-29 otsikkoon, kansallisten keskuspankkien riippumattomuuden tunnustamista kyseisessä artiklassa, laajasti tunnustettua termiä ”eurojärjestelmä” koskevan viittauksen lisäämistä perustuslakiluonnokseen ja EKPJ:n velvollisuuksia koskevan selkeän viittauksen lisäämistä artiklaan III-90 euron ulkoisesta edustuksesta.

EKP puuttui kerran virallisesti hallitustenvälisen konferenssin neuvotteluihin. EU:n neuvoston puheenjohtaja oli ehdottanut EKPJ:n perussäännön artiklan 10.2 yksinkertaistetun muuttamismenettelyn huomattavaa laajentamista (nykyistä menettelyä käsitellään tarkemmin luvussa 8). Uusi menettely olisi kattanut kaikki EKP:n päätöksentekoelemiä koskeviin keskeisiin määräyksiin tehtävät muutokset ja mahdollistanut muutosten teon ilman jäsenvaltioiden vahvistusta. EU:n neuvoston puheenjohtajalle 26.11.2003 lähettämässään kirjeessä EKP:n pääjohtaja painotti, että EKP:n neuvosto oli erittäin huolestunut tästä ehdotuksesta. EKP:n neuvoston mielestä ehdotettu muutos aiheuttaisi kauaskantoisia muutoksia EKPJ:n nykyiseen

perussääntöön. Sen vuoksi EU:n neuvoston puheenjohtaja päätti olla ehdottamatta muuttamismenettelyn laajentamista.

### **VUODEN 2003 TALOUSPOLITIIKAN LAAJAT SUUNTAVIIVAT**

Ecofin-neuvoston vuonna 2003 hyväksymissä talouspolitiikan laajoissa suuntaviivoissa edellytetään terveen julkisen talouden turvaamista ja korostetaan erityisesti tarvetta rakennemuutoksiin. Lissabonissa hyväksytyyn strategiaan mukaisesti jäsenvaltioita kehoitettiin harjoittamaan politiikkaa, jonka tavoitteena on pääomamarkkinoiden integroiminen ja kilpailun lisääminen hyödyke- ja palvelumarkkinoilla. Talouspolitiikan laajat suuntaviivat sisälsivät suosituksia, miten parantaa työmarkkinoiden toimivuutta hyvien palkkaneuvottelujärjestelyjen ja tehokaiden verotus- ja etuusjärjestelmien avulla. Niissä kiinnitettiin myös erityistä huomiota julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyteen EU:n väestön ikääntyessä. Talouspolitiikan laajojen suuntaviivojen hyväksymiseen sovellettiin uusia menettelytapoja, sillä ne hyväksyttiin ensimmäisen kerran kolmeksi vuodeksi eli ajanjaksoksi 2003–2005 (kuten työllisyyspolitiikan suuntaviivatkin). Tämä uusi menettelytapa on osoitus siitä, että Ecofin-neuvosto haluaa kiinnittää enemmän huomiota politiikan toteuttamiseen kuin jatkuvaan uusien suuntaviivojen hyväksymiseen.

EKP osallistui talouspolitiikan laajoja suuntaviivoja koskeviin keskusteluihin EU:n talous- ja rahoituskomitean sekä talouspoliittisen komitean kokouksissa. EKP piti myönteisenä sitä, että suuntaviivoissa painotetaan vakauteen tähtävää makrotalouspolitiikkaa ja rakenneuudistuksia ja painotetaan entistä enemmän niiden toteuttamista. Julkisissa selonteoissaan ja julkaisuissaan EKP painotti jatkuvasti, että rakenneuudistusten toteuttamista on nopeutettava, jotta euroalueen kasvumahdollisuudet paranevat. EKP:n tarkoituksena oli erityisesti lisätä tietoisuutta työmarkkinauudistusten ja rahoitusmarkkinoiden integraation tarpeellisuudesta (ks. myös kehikko 5).

## **ECOFIN-NEUVOSTON RAPORTTI FINANSSIPOLITIIKAN YHTEENSOVITTAMISEN VAHVISTAMISESTA**

Eurooppa-neuvoston pyynnöstä komissio esitti marraskuussa 2002 ehdotuksia finanssipolitiikan yhteensovittamisen tehostamiseksi. Ecofin-neuvosto tarkasteli komission ehdotuksia ja hyväksyi maaliskuussa 2003 oman raporttinsa finanssipolitiikan yhteensovittamisen tehostamisesta. Raportissa Ecofin-neuvosto oli samaa mieltä komission kanssa siitä, ettei EY:n perustamissopimusta tai vakaus- ja kasvusopimusta ole tarpeen muuttaa ja ettei ole tarpeen ottaa käyttöön uusia finanssipolitiikan tavoitteita tai sääntöjä. Ecofin-neuvosto oli komission kanssa samaa mieltä myös siitä, että täytäntöönpanoa voitaisiin parantaa tietyillä alueilla. Ecofin-neuvosto totesi esimerkiksi, että vaikka nimellisten jäämien seuranta on edelleen olennaisen tärkeää, vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimusten täyttämistä tulisi arvioida suhdannekorjatun rahoitusjäämien perusteella. Näiden vaatimusten mukaan julkisen talouden rahoitusaseman tulee olla lähellä tasapainoa tai ylijäämäinen. Ecofin-neuvosto totesi myös, että arvioitaessa jäsenvaltioiden finanssipolitiikkaa on kiinnitettävä erityistä huomiota maakohtaisiin olosuhteisiin, kuten julkisen talouden laatuun ja kestävyyyteen pitkällä aikavälillä sekä varmuusmarginaaleihin, joita tarvitaan estämään, ettei alijäämälle asetettu viitearvo eli 3 % BKT:stä rikkoudu. Ecofin-neuvosto painotti, että maiden, joiden alijäämä ei ole vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisesti lähellä tasapainoa tai ylijäämäinen vaan suurempi, on parannettava suhdannekorjattua rahoitusasemaansa. Tässä yhteydessä Ecofin-neuvosto muistutti euroryhmän 7.10.2002 tekemästä sopimuksesta, jonka mukaan niiden euroalueen maiden, joiden alijäämä ei ole vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisesti lähellä tasapainoa tai ylijäämäinen vaan suurempi, on supistettava suhdanteista riippumaton julkisen talouden alijäämänsä vuosittain vähintään 0,5 % suhteessa BKT:hen.

Komission ehdotuksia koskeneessa keskustelussa EKP painotti, että vakaus- ja kasvusopimuksen säännöt ja menettelytavat muodostavat tarkoituksenmukaisen perustan finanssipolitiikalle talous- ja rahaliitossa. EKP tuki

täten täysin Ecofin-neuvoston näkemystä, jonka mukaan vakaus- ja kasvusopimusta ei ole syytä muuttaa.

## **VAKAUS- JA KASVUSOPIMUKSEN TÄYTÄNTÖÖNPANO**

Vuonna 2003 vakaus- ja kasvusopimuksen täytäntöönpano oli kriittisessä vaiheessa. Odotettua epäsuotuisammassa taloustilanteessa niiden jäsenmaiden, jotka eivät olleet onnistuneet tervehdyttämään julkisen talouden rahoitusasemaansa edellisen noususuhdanteen aikana, oli yhä vaikeampaa – tai joissakin tapauksissa jopa ylivoimaista – noudattaa BKT:hen suhteutetun alijäämän 3 prosentin viitearvoa. Vuonna 2002 Ecofin-neuvosto hyväksyi päätöksen, jonka mukaan Portugalissa on liiallinen alijäämä ja antoi Portugalille suosituksen liiallisen alijäämän korjaamisesta vuoden loppuun mennessä. Vuonna 2003 Portugalia koskeva liiallisten alijäämien menettely keskeytettiin, kun Portugali oli ryhtynyt toimiin liiallisen alijäämänsä korjaamiseksi (ks. kehikko 11 liiallisia alijäämiä koskevasta menettelystä).

Tammikuussa 2003 Ecofin-neuvosto hyväksyi päätöksen, jonka mukaan Saksassa on liiallinen alijäämä, ja antoi Saksalle suosituksen liiallisen alijäämän korjaamiseksi. Ecofin-neuvosto suosittelee, että Saksan viranomaisten tulisi toteuttaa laatimiinsa budjettisuunnitelmiin sisältyvät korjaavat toimenpiteet, jotka vastaavat yhtä prosenttia BKT:stä vuonna 2003, ja että Saksan tulisi korjata liiallinen alijäämä mahdollisimman nopeasti ja viimeistään vuonna 2004.

Eurostatin maaliskuussa 2003 vahvistamat julkisia alijäämiä ja julkista velkaa koskevat luvut osoittivat, että myös Ranskassa BKT:hen suhteutettu julkisen talouden alijäämä ylitti 3 prosentin viitearvon vuonna 2002. Tämän seurauksena Ecofin-neuvosto hyväksyi kesäkuussa 2003 päätöksen, jonka mukaan Ranskassa on liiallinen alijäämä, ja antoi Ranskalle suosituksen liiallisen alijäämän korjaamisesta. Ecofin-neuvosto edellytti Ranskalta, että se supistaa huomattavasti suunniteltua enemmän suhdannevaihteluista puhdistettua alijäämää vuonna 2003 ja että se korjaa liiallisen alijäämän

mahdollisimman nopeasti ja viimeistään vuonna 2004.

Koska julkisen talouden epäsuotuisa kehitys on jatkunut Ranskassa ja Saksassa, komissio päätti lokakuussa ja marraskuussa panna alulle näitä maita koskevan liiallisten alijäämien menettelyn toisen vaiheen. Näin ollen komissio antoi neuvostolle suosituksen, jotta se tekisi päätöksen siitä, onko tuloksellisia toimia toteutettu tai ovatko ne osoittautuneet tehokkaiksi. Samoin komissio antoi suosituksen, että neuvosto päättää vaatia Ranskaa ja Saksaa toteuttamaan tehokkaita toimia alijäämien korjaamiseksi. Komission näkemys oli, että Ranska ei ole toteuttanut tehokkaita toimia, ja että Saksan toteuttamat toimet ovat olleet riittämättömiä. Komissio suositteli, että Ranskan ja Saksan määräaikaan liiallisten alijäämien korjaamiseksi tulisi pidentää vuodesta 2004 vuoteen 2005. Komissio perusteli suositustaan näiden maiden odotettua heikommalla taloustilanteella.

Kokouksessaan 25.11.2003 Ecofin-neuvosto päätti olla antamatta komission suosittelemia päätöksiä. Ecofin-neuvosto perusteli päätöstään ennakoitua huonommilla taloudellisilla olosuhteilla sekä Ranskan ja Saksan sitoumuksella korjata liialliset alijäämät. Antamissaan päätelmissä Ecofin-neuvosto sen sijaan kertoi päättäneensä keskeyttää liiallisia alijäämiä koskevat menettelyt ja edellyttävänsä, että Saksa ja Ranska toteuttavat toimia liiallisen alijäämän poistamiseksi viimeistään vuonna 2005.

Välittömästi Ecofin-neuvoston 25.11.2003 pitämän kokouksen jälkeen antamassaan lausunnossa EKP:n neuvosto totesi, että Ecofin-neuvoston päätös on erittäin valitettava. EKP:n neuvosto varoitti, että vakauserityksen ja kasvusopimuksen sääntöjen ja menettelyjen noudattamatta jättäminen syö institutionaalisen rakenteen uskottavuutta ja horjuttaa luottamusta julkisen talouden terveyteen euroalueen maissa. EKP:n neuvosto huomioi Ranskan ja Saksan sitoumukset korjata liialliset alijäämät ja kehotti hallituksia myös suoriutumaan tehtävästään. EKP:n neuvosto totesi, että tehokkaat toimet ovat välttämättömiä luottamuksen säilyttämi-

seksi. EKP:n neuvosto totesi myös, että suuri yleisö voi edelleen luottaa siihen, että EKP pitää kiinni sitouksestaan ylläpitää hintavakautta.

Komissio nosti 28.1.2004 kanteen Euroopan yhteisöjen tuomioistuimessa. Kanteessaan komissio kyseenalaisti Ecofin-neuvoston 25.11.2003 tekemät päätelmät. Komission pyrkimyksenä on parantaa talous- ja rahaliittoa koskevien perustamissopimuksen määräysten soveltamiseen liittyvää oikeusvarmuutta. EKP on komission tavoin huolissaan Ecofin-neuvoston päätelmistä ja kunnioittaa komission päätöstä saada oikeusvarmuus tässä asiassa.

Komissio ilmoitti samana päivänä, että se aikoo tehdä ehdotuksia euroalueen talouspoliittisen hallintomallin kehittämiseksi. Yksi ehdotuksista koskee uudistuksia, joilla edistetään vakauserityksen ja kasvusopimuksen noudattamista. EKP:n neuvosto katsoo, että perustamissopimusta ei ole tarvetta muuttaa, ja että vakauserityksen ja kasvusopimus on tarkoituksenmukainen nykyisessä muodossaan. EKP on yhtä mieltä komission kanssa siitä, että vakauserityksen ja kasvusopimuksen täytäntöönpanoa voitaisiin edelleen kehittää. Etenkin olisi syytä parantaa rakenteellisten tasapainottomuuksien analysointia ja terveen finanssipolitiikan noudattamista edistävien kannustimien käyttöä taloudellisen noususuhdanteen aikana. Finanssipoliittisten sääntöjen selvyttä ja täytäntöönpanokelpoisuutta olisi myös parannettava.

**LIALLISIA ALIJÄÄMIÄ KOSKEVA MENETTELY**

Liiallista alijäämää koskevassa menettelyssä määrätään ne toimet, joihin ryhdytään liiallisen alijäämän arvioimiseksi ja toteamiseksi sekä liiallisen alijäämän korjaamiseksi ajoissa. Menettely perustuu perustamissopimuksen artiklaan 104 sekä neuvoston 7.7.1997 antamaan asetukseen (EY) N:o 1467/97 liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä. Asetus on osa vakaus- ja kasvusopimusta.

Jos ennakoidun tai toteutuneen julkisen talouden alijäämän suhde BKT:hen ylittää 3 prosentin viitearvon eikä viitearvon ylittyminen ole vähäistä ja väliaikaista tai jos BKT:hen suhteutettu julkinen velka ylittää 60 prosentin viitearvon eikä suhde pienene riittävästi, komissio laatii kertomuksen. Talous- ja rahoituskomitea antaa lausunnon komission raportista. Jos komissio katsoo, että kyse on liiallisesta alijäämästä, se antaa lausunnon Ecofin-neuvostolle. Komission suosituksen perusteella Ecofin-neuvosto antaa päätöksen siitä, onko liiallinen alijäämä olemassa. Jos Ecofin-neuvosto päättää, että liiallinen alijäämä on olemassa, se antaa jäsenvaltiolle suosituksen liiallisen alijäämän korjaamiseksi ja asettaa jäsenvaltiolle korkeintaan 4 kuukauden määräajan korjaavien toimien toteuttamiseen. Neuvosto asettaa myös määräajan liiallisen alijäämän korjaamiseen. Korjaamisen tulisi tapahtua vuoden kuluessa alijäämän toteamisesta, elleivät poikkeukselliset olosuhteet sitä estä. Jos jäsenvaltio on ryhtynyt suositeltuihin toimiin, liiallisia alijäämiä koskeva menettely keskeytyy ja komissio ja Ecofin-neuvosto seuraavat, miten nämä toimet toteutuvat. Jos toimia ei toteuteta, Ecofin-neuvosto tekee sen mukaisen päätöksen ja vaatii kuukauden kuluessa jäsenvaltiota ryhtymään toimiin alijäämän vähentämiseksi. Vaatimusta koskeva päätös voi olla eri- tai samansisältöinen kuin aikaisempi suositus sen mukaan, mitkä ovat jäsenvaltion toteuttamat toimet. Jos jäsenvaltio ottaa käyttöön korjaavia toimia, menettely keskeytetään jälleen ja komissio ja Ecofin-neuvosto seuraavat, miten toimet toteutuvat. Jos toimia ei kuitenkaan oteta käyttöön viimeistään Ecofin-neuvoston määräämän kahden kuukauden sisällä, neuvosto antaa päätöksen seuraamusten määräämisestä. Seuraamuksiin kuuluu yleensä koroton talletus. Talletus muuttuu yleensä sakoksi, ellei liiallista alijäämää ole korjattu kahden vuoden kuluessa.

Liiallista alijäämää koskeva menettely sisältää siis kolme keskeistä vaihetta. Ensimmäisessä vaiheessa Ecofin-neuvosto antaa päätöksen siitä, että liiallinen alijäämä on olemassa, ja antaa suosituksen jäsenvaltiolle alijäämän korjaamiseksi. Toisessa vaiheessa Ecofin-neuvosto vaatii jäsenvaltiota ryhtymään toimiin alijäämän vähentämiseksi. Kolmannessa vaiheessa Ecofin-neuvosto määrää seuraamuksia jäsenvaltiolle. Jos menettelyn jossain vaiheessa ilmenee, että jäsenvaltio ei ole toteuttanut hyväksymiään toimia tai jos toimet eivät ole tehokkaita, Ecofin-neuvosto etenee menettelyn seuraavaan vaiheeseen. Seuraamusten mahdollinen määrääminen on viimeinen kannustin jäsenvaltiolle liiallisen alijäämän korjaamiseksi ajoissa.

## **I.2 KESKEISTEN EUROOPPALAISTEN ELINTEN INSTITUTIONAALISET MUUTOKSET**

Kymmenen uuden valtion liittymissopimus allekirjoitettiin 16.4.2003, ja se viitoittaa niiden tietä EU:n jäseneksi liittymiselle 1.5.2004. Jäsenyyttä hakeneiden maiden edustajille myönnettiin tarkkailijan asema niissä yhteisön toimielimissä ja laitoksissa, joissa jäsenvaltiot ovat edustettuina, kuten on tapana liittymissopimuksen allekirjoittamisen jälkeen. Heistä tulee näiden toimielinten ja laitosten täysivaltaisia jäseniä maiden liittyttyä unioniin.

Varmistaakseen toimintansa tehokkuuden EU:n laajentumisen jälkeenkin talous- ja rahoituskomitea sekä talouspoliittinen komitea tarkastelevat koostumustaan ja työskentelymenetelmiään vuoden 2003 alkupuoliskolla. Tämän tarkastelun perusteella Ecofin-neuvosto muutti näiden kahden komitean sääntöjä 18.6.2003. Ecofin-neuvosto päätti vähentää valtuuskuntien talouspoliittiseen komiteaan nimeämien henkilöiden määrää. Aiemmin jäsenvaltiot, komissio ja EKP saivat kukin nimetä neljä jäsentä. Uusiin sääntöjen mukaan kullakin valtuuskunnalla on kaksi jäsentä. Sitä vastoin talous- ja rahoituskomitean jäsenmäärä päätettiin pitää ennallaan. Jäsenvaltiot, komissio ja EKP nimeävät komiteoihin edelleen kaksi jäsentä kukin. Kukin jäsenvaltion nimeämät jäsenet valitaan edelleen valtionhallinnosta ja kansallisista keskuspankeista, yksi valtionhallinnosta ja yksi kansallisesta keskuspankista. Komitea päätti kuitenkin, että kokouksiin osallistuvien jäsenten määrää vaihtelee sen mukaan, mitä asioita kokouksessa käsitellään. Komitea kokoontuu täydessä kokoonpanossa, kun käsiteltävinä on kansallisten keskuspankkien tehtäviin ja asiantuntemukseen liittyviä asioita. Muulloin komitea voi kokoontua rajoitetussa kokoonpanossa. Tällöin kokouksessa ovat läsnä ainoastaan valtionhallinnon, komission ja EKP:n edustajat. Komitea pitää tärkeänä sitä, että komiteassa säilyy kansallisten keskuspankkien asiantuntemus ja analyttinen näkemys ja että kansalliset keskuspankit voivat edelleen osallistua sellaisten asioiden käsittelyyn, jotka kuuluvat niiden vastualueeseen.

Talous- ja rahoituskomitean työskentelymenetelmiä ei tarkasteltu ainoastaan EU:n laajentumisen vuoksi. Tarkasteluun vaikutti myös rahoitussektorin sääntelyä, valvontaa ja vakautta koskevat EU:n uudet järjestelyt (ks. luvun 3 osa 2). Tässä mielessä Econfin-neuvosto pyysi kokouksessaan 3.12.2002 talous- ja rahoituskomiteaa raportoimaan rahoitusjärjestelmän vakaudesta. Näin ollen talous- ja rahoituskomitea tarkastelee nykyään säännöllisesti rahoitusjärjestelmän vakautta. Keskeiset komitean ulkopuoliset tahot, kuten EKPJ:n pankkivalvontakomitean puheenjohtaja, osallistuvat kokouksiin, joissa tarkastellaan rahoitusjärjestelmän vakautta. Helmikuussa 2003 Ecofin-neuvosto perusti rahoituspalvelujen komitean (Financial Services Committee, FSC), joka korvasi rahoituspalvelujen työryhmän. Rahoituspalvelujen komitea raportoi talous- ja rahoituskomitealle ja antaa neuvoja Ecofin-neuvostolle ja komissiolle rahoitusmarkkinoihin vaikuttavista asioista. EKP:lle on myönnetty tarkkailijan asema rahoituspalvelujen komiteassa.



## 2 KANSAINVÄLISET ASIAT

EKP ja kansalliset keskuspankit osallistuivat edelleen raha- ja reaalityönteeseen sekä rahoitusmarkkinoihin liittyvään kansainväliseen yhteistyöhön. EKP:n kansainväliseen edustukseen liittyvät käytännön järjestelyt pysyivät ennallaan. EU:ssa kansainväliseen talouteen ja rahoitusmarkkinoihin liittyvää koordinaatiota jatkettiin mm. talous- ja rahoituskomitean toiminnan yhteydessä sekä Euroopan unionin jäsenvaltioita edustavien Kansainvälisen valuuttarahaston johtokunnan jäsenten sekä EKP:n edustajan välillä.

Yhdysvaltain presidentti antoi 29.5.2003 määräyksen (executive order), jonka mukaan julkisille kansainvälisille järjestöille vuonna 1945 säädetyn kansainvälisten järjestöjen vapauksia koskevan lain mukaisesti myönnettyt erioikeudet, vapautukset ja vapaudet koskevat myös EKP:tä. Tätä määräystä seurasi kyseisen lain EKP:hen soveltamista koskevan lainsäädännön hyväksyntä Yhdysvaltain kongressissa marraskuussa 2002. Uusi lainsäädäntö takaa EKP:n Yhdysvalloissa olevalle omaisuudelle paremman turvan ja helpottaa kahdenvälisen suhteiden lujittamista Yhdysvaltain keskeisten laitosten kanssa.

### 2.1 KANSAINVÄLINEN VALUUTTA- JA RAHOITUSJÄRJESTELMÄ

#### MAKROTALOUSPOLITIIKAN MONENVÄLINEN JA KAHDENVÄLINEN SEURANTA

EKP vaihtoi säännöllisesti tietoja ja näkemyksiä talouskehityksestä ja talouspolitiikasta euroalueen ulkopuolisten päätöksentekijöiden ja kansainvälisten järjestöjen kanssa. EKP:n pääjohtaja osallistui yhdessä euroryhmän puheenjohtajamaan edustajan kanssa niihin G7-maiden valtiovarainministerien ja keskuspankkien pääjohtajien kokouksiin, joiden aiheena olivat makrotalouden seuranta ja valuuttakurssiasiat. EKP:n pääjohtaja osallistui keskusteluun maailmantalouden tilasta myös muilla epävirallisilla foorumeilla, kuten G10-maiden keskuspankkien kokouksissa, joiden puheenjohtajana hän tällä hetkellä toimii, sekä G10- ja G20-maiden valtiovarainministerien ja keskus-

pankkien pääjohtajien kokouksissa. EKP:n edustaja osallistui Kansainvälisen valuuttarahaston johtokunnan säännöllisiin keskusteluihin maailmantalouden katsauksista ja maailmantalouden ja rahoitusmarkkinoiden kehityksen arviointeihin. EKP osallistui lisäksi Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD) talouspoliittisen komitean keskusteluihin maailmantalouden kehityksestä ja näkymistä sekä politiikan haasteista.

Kansainvälinen valuuttarahasto ja OECD arvioivat tavanomaiseen tapaan euroalueen talouspolitiikkaa. Valuuttarahasto päätti selkeyttää euroalueen politiikkojen seurantaan vuodesta 2003 lähtien vähentämällä neljännen artiklan mukaisia talouspolitiikkaa koskevia konsultatioita nykyisestä kahdesta yhteen vuodessa. Rahaston valtuuskunta vieraillee edelleen kaksi kertaa vuodessa euroalueen viranomaisten luona, myös EKP:ssä. Valuuttarahasto päätti kuitenkin, että sen johtokunta käsittelee toisen vierailun tuloksia ainoastaan epävirallisesti. Rahaston neljännen artiklan mukainen raportti euroalueen talouspolitiikasta julkaistiin syyskuussa 2003.

OECD julkaisi heinäkuussa 2003 euroalueen talouskatsauksen (Economic Survey of the Euro Area), jossa tarkasteltiin talouden viimeaikaista kehitystä ja lyhyen aikavälin näkymiä sekä raha-, finanssi- ja rakennepolitiikkaa. Katsaus sisälsi myös tutkimuksen hyödykemarkkinoiden kilpailupolitiikasta. Katsauksen laati OECD:n ryhmä mm. EKP:hen tehtyjen vierailujen perusteella, ja sen viimeistelystä vastasi OECD:n talous- ja kehityskatsauskomitea, jossa euroryhmän puheenjohtajamaa, Euroopan komissio ja EKP edustivat yhdessä Euroopan yhteisöä.

#### KANSAINVÄLISTEN RAHOITUSMARKKINOIDEN KEHITYKSEN SEURANTA

Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kehitystä seurataan monissa kansainvälisissä järjestöissä ja foorumeissa. Vuonna 2003 EKP osallistui tähän seurantaan ja kertoi analyysituloksistaan ja näkemyksistään erityisesti rahoitusjärjestelmän vakautta edistävän fooru-

min (Financial Stability Forum, FSF), Kansainvälisen järjestelypankin puitteissa toimivan kansainvälisen rahoitusjärjestelmän komitean (Committee on the Global Financial System, CGFS) sekä OECD:n rahoitusmarkkina-komitean (Committee on Financial Markets) välityksellä.

EKP:n edustaja osallistui valuuttarahaston johtokunnan keskusteluihin rahaston neljännesvuosittaisesta kansainvälisen rahoitusjärjestelmän vakautta koskevasta raportista (Global Financial Stability Report). EKP osallistui myös jäsenenä tai tarkkailijana kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden toimintaan liittyviä erityiskysymyksiä käsittelevien kansainvälisten järjestöjen ja foorumien työhön. Rahoitusjärjestelmän vakautta edistävä foorumi tarkasteli jälleenvakuutusalaan, luottoriskin siirtämiseen, tilintarkastus- ja kirjanpitoikäytäntöihin, yritysten hallintojärjestelmiin sekä sääntelyn ulkopuolella oleviin finanssikeskuksiin liittyviä asioita. Baselin pankkivalvontakomitea jatkoi uuteen Baselin sopimukseen (Capital Accord) liittyvää työtä (ks. luvun 3 osa 2). Kansainvälisen rahoitusjärjestelmän komitea julkaisi luottoriskin siirtämistä sekä institutionaalisen omaisuudenhoidon kannustinrakenteita ja niiden vaikutuksia rahoitusmarkkinoille käsittelevät raportit ja aloitti tutkimuksen, jossa tarkastellaan luottolaitosten vaikutusta ulkomaisten suoriin sijoituksiin ja rahoitusyhtiöiden investointeihin kehittyvien markkinatalouksien rahoitussektoreihin. EKP osallistui myös G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean (Committee on Payment and Settlement Systems) toimintaan. Komitean puheenjohtajana on EKP:n johtokunnan jäsen (ks. luvun 3 osa 4).

### **KANSAINVÄLISEN RAHOITUSJÄRJESTELMÄN RAKENNE**

EKPJ antoi omat arvionsa ja analyysinsä kansainvälistä rahoitusjärjestelmää koskevaan keskusteluun Kansainvälisessä valuuttarahastossa ja muissa foorumeissa osallistumalla suoraan alan kansainvälisiin instituutioihin ja foorumeihin ja osallistumalla valuuttarahaston asioiden koordinointiin EU:n tasolla.

Tähän sisältyi kansainvälisen talous- ja rahoitusjärjestelmän vakauden edistäminen mm. tehostamalla velkatilanteen hallittavuuden arviointia ja kiinnittämällä enemmän huomiota kehittyvien markkinatalouksien taseiden heikouteen.

Kansainvälinen yhteisö tutki myös instituutioiden rakentamisen vaikutusta talouskasvuun. Tähän liittyen G20-maat käsittelivät instituutioiden rakentamisen roolia rahoitussektorissa useiden G20-maiden laatimien tapausselostusten perusteella. EKP antoi myös oman tapausselostuksen EU:n rahoitusmarkkinoiden yhdyntymisestä.<sup>2</sup>

Kansainvälinen valuuttarahasto sai valmiiksi hallittuun kriisien ratkaisemiseen kehittyvissä markkinatalousmaissa liittyvän arvioinnin luotonantopolitiikastaan eli periaatteista, joiden mukaan määräytyy, miten paljon maksutasevaikeuksissa oleva jäsenmaa voi saada siltä taloudellista apua. Rahaston johtokunta sopi joukosta menettelytapavaatimuksia ja poikkeuksellisen suuria luottoja koskevista perusteista. Luottolimiitit perustuvat kullekin valuuttarahaston jäsenvaltiolle määriteltyihin kiintiöihin.

Keskustelua jatkettiin edelleen menettelyistä, joilla julkisten velkojen uudelleenjärjestelyt saataisiin hallitummiksi. EKPJ:n näkemyksen mukaan olisi suotavaa edistyä ehdotetun kolmen laajan välineryhmän suhteen.<sup>3</sup> Yksi ehdotuksista koski sopimuskehityksen mukauttamista niin, että lainasopimukseen sisällytetään yhteistoimintalausekkeita (collective action clauses, CAC), joiden tarkoituksena on helpottaa velkojen keskinäistä koordinoitua. Tätä ehdotusta parhaillaan toteutetaan. Vuonna 2003 yhteistoimintalausekkeita on sisällytetty yhä useampiin muualla kuin kotimaassa liikkeeseen laskettaviin valtion joukkolainoihin. EU:n jäsenvaltiot ovat näyttäneet esimerkkiä tässä suhteessa sitoutumalla lisäämään tällaisia

2 Ks. "Globalisation: The role of institution building in the financial sector – The EU experience", EKP, marraskuu 2003.

3 Yksityiskohtaisia tietoja on EKP:n Kuukausikatsauksen marraskuun 2003 numeron artikkelissa "Kriisien ratkaiseminen kehittyvissä markkinatalouksissa – kansainvälisen yhteisön haasteet".

yhteistoimintalausekkeita muualla kuin kotimaassa liikkeeseen laskettaviin valtion joukkolainoihin. Toinen ehdotus koski julkisten velkojen uudelleenjärjestelymekanismin (Sovereign Debt Restructuring Mechanism, SDRM) perustamista. Kyse oli kansainvälisen konkurssimenettelyn tapaisesta menettelystä, joka olisi tullut osaksi kansainvälistä oikeutta. Kansainvälisen valuutta- ja rahoituskomitean (IMFC) kevätkokouksessa huhtikuussa 2003 tuli kuitenkin selväksi, että edes tällaisen mekanismin kevyemmän version perustaminen ei saa riittävää poliittista kannatusta. Tutkittavaksi kuitenkin jää, kuinka julkisten velkojen uudelleenjärjestelymekanismin tiettyjä piirteitä – kuten avoimuuden ja tietojen julkistamisen lisäämistä, eri velkatyyppien aggregointia ja riitojen ratkaisufoorumia – voitaisiin soveltaa kansainvälisen lainsäädännön ulkopuolella. Kolmas ehdotus koski vapaaehtoisesti sovellettavia menettelytapaohteita, joissa määriteltäisiin parhaat käytännöt ja suuntaviivat lainanottajia, lainanantajia ja kansainvälistä julkisyhteisöä varten. Menettelytapaohteita valmistellaan parhaillaan.

#### **EURON KANSAINVÄLINEN ASEMA**

Vuonna 2003 EKP analysoi edelleen euron kansainvälistä asemaa.<sup>4</sup> Se aloitti tilastointijärjestelmiensä ja euroalueen ulkopuoliseen euron käyttöön liittyvien analysointimenetelmien kehittämisen. EKP julkisti uusia tietoja eräiden euromaiden ulkomaankaupan valuuttajakaumasta päivittäisissä valuuttakaupoissa, joiden katteensiirto on hoidettu CLS-järjestelmässä (Continuous Linked Settlement, jatkuva linkitetty katteensiirto), ja euron asemasta kansainvälisillä lainamarkkinoilla.

EKP:ssä alettiin kertomusvuonna myös mikrotaloudellisesti analysoida euroa eniten käytettäviä euroalueen ulkopuolisia markkinoita. Erityistä huomiota kiinnitettiin siihen vaikutukseen, joka Lontoon Cityllä on euron asemaan euroalueen ulkopuolisilla rahoitusmarkkinoilla. Kaiken kaikkiaan tarkastelun tulokset vahvistivat, että euron kansainvälinen merkitys kasvaa edelleen vähitellen, että sille on ominaista vahva

alueellinen painottuminen ja että siihen vaikuttaa jossain määrin euroalue itsekin.

Tuloksena tästä työstä oli entistä selkeämpi kuva euron käyttäjien maantieteellisestä jakaumasta ja euron maailmanlaajuisesta asemasta. Kaukana Euroopasta sijaitsevilla mailla välittäjät ovat tähän asti käyttäneet euroa ensisijaisesti rahoituksen hankinnassa (velkapapereiden liikkeeseenlasku) ja valuuttakaupoissa. Isot yhdysvaltalaiset yritykset ovat EMUn kolmannen vaiheen alusta lähtien laskeutuneet erittäin aktiivisesti liikkeeseen euromääräisiä joukkolainoja erityisesti sijoittajapohjansa hajauttamiseksi. Yhdysvaltalaisen ja aasialaisen rahoituskeskusten yhteenlaskettu osuus euromääräisestä valuuttakaupasta oli varsin merkittävä. On nähtävissä, että osa näiden maiden rahoitusmarkkinaosapuolista yrittää päästä Lontoon Cityn kautta euromääräisille rahoitusmarkkinoille. Markkinalähteiden mukaan myös euroalueen ulkopuolisten liikkeeseen laskemien euromääräisten joukkolainojen kysyntä lisääntyi aasialaisten investoijien keskuudessa vuonna 2003, mikä viittaa siihen, että euron asema kansainvälisenä investointivaluuttana on aiemmin oletettua vahvempi. Euron käyttö kansainvälisenä valuuttana on kuitenkin yleisintä euroalueen naapurimaissa. Euroalueen ulkopuolisilla rahoitusmarkkinoilla Lontoon City on keskeisessä asemassa. Lontoon Cityn osuus euroalueen ulkopuolisten euromääräisestä rahoitustoiminnasta on 1/3–2/3. Vuonna 2003 saadut lisätodisteet viittaavat siihen, että euroalue itse on tärkeä valuuttansa kansainväliseen asemaan vaikuttava tekijä, koska euroalue on suuri talous, jossa on avoimet rahoitusmarkkinat. EMUn kolmannen vaiheen alusta lähtien euroalueen ulkopuolisten liikkeeseen laskemista euromääräisistä joukkolainoista merkittävä osa on kohdistettu euroalueen investoijille, jotka ovat myös olleet niiden merkittävimpiä ostajia. Vuonna 2003 tehdyn työn tuloksissa korostui myös, että euroalueen omistamat pankit ovat suurimmat euromääräisten markkinoiden toimijat Lontoon Cityssä, joten niillä on huo-

<sup>4</sup> Ks. ”Review of the international role of the euro”, EKP, joulukuun 2003.

mattava vaikutus euron asemaan euroalueen ulkopuolisilla rahoitusmarkkinoilla.

## 2.2 YHTEISTYÖ EU:N ULKOPUOLISTEN MAIDEN KANSSA

Osana kansainvälistä toimintaansa EKP jatkoi vuonna 2003 laajojen kahdenvälisten suhteidensa ja monenvälisen yhteyksiensä kehittämistä muilla alueilla sijaitseviin maihin. EU:n laajasta lähialueesta EKP tiivistä yhteistyötä Venäjän, Turkin, Välimeren alueen, Lähi-idän ja Afrikan kanssa. EKP syvensi myös suhteitaan Aasian, Tyynenmeren alueen ja Latinalaisen Amerikan tärkeimpiin kehittyviin talouksiin.

Marraskuussa 2003 eurojärjestelmä alkoi toteuttaa kaksivuotista Venäjän keskuspankille suunnattua teknisen tuen hanketta, jonka EU rahoittaa osana IVY-maille suunnattua teknisen avun ohjelmaansa (Tacis-ohjelma). Hanke kattaa pankkivalvonnan ja -lainsäädännön, pankkitaikarastuksen ja toimilupien myöntämisen pankeille sekä pankkisaneerauksen. Se perustuu EU:n kansallisten keskuspankkien ja pankkivalvontaviranomaisten laajaan kokemukseen pankkivalvonnasta. Yhdeksän kansallista keskuspankkia<sup>5</sup> ja kolme EU:n kansallisiin keskuspankkeihin kuulumatonta pankkitaikarastuslaitosta<sup>6</sup> nimeävät asiantuntijat, jotka antavat kahden vuoden ajan koulutusta noin neljällesadalle Venäjän keskuspankin johtoon ja henkilökuntaan kuuluvalla. Koulutus koostuu kurseista ja seminaareista, joista useimmat pidetään Moskovassa Venäjän keskuspankin toimitiloissa, sekä Venäjän keskuspankin asiantuntijoiden opintovierailuista EU-maihin. EKP on hankkeen koordinaattori. Tämä hankkeen avulla eurojärjestelmä aikoo vaikuttaa Venäjän keskuspankin pankkivalvonnan vahvistamiseen, mikä on keskeinen tapa edistää nykyistä vakaamman rahoitusympäristön syntymistä.

EKP jatkoi korkean tason vuoropuheluaan Turkin keskuspankin kanssa. Turkilla on tällä hetkellä EU:n hakijamaan asema.<sup>7</sup> Turkin keskuspankin kanssa käydyissä keskusteluissa keski-

tyttiin Turkin makrotalouden vakauttamisprosessiin, Turkin keskuspankin inflaatiotavoitteen suunniteltuun käyttöönottoon sekä euroalueen taloustilanteeseen. Myös tekninen yhteistyö EKP:n ja Turkin keskuspankin eri toimintojen välillä jatkui koko vuoden 2003.

EKP on muutamien viime vuosien aikana luonut kahdenvälisiä suhteita Välimeren alueen keskuspankkeihin. Se järjesti lokakuussa 2003 yhteistyössä Italian keskuspankin kanssa työpajan Barcelonan prosessin kumppanuusmaiden<sup>8</sup> keskuspankkien edustajien kanssa. Tässä työpajassa valmisteltiin Napolissa tammikuussa 2004 pidettyä eurojärjestelmän korkean tason seminaaria, johon osallistuivat Välimeren maiden keskuspankkien pääjohtajat. Seminaarissa keskityttiin euroalueen ja Välimeren maiden välisiin talous- ja rahoitussuhteisiin, valuuttakurssijärjestelyihin sekä työpajan osallistujien esiin tuomiin rahoitussektorin uudistuksiin.

EKP kehitti myös edelleen suhteitaan Persianlahden yhteistyöneuvostoon (Gulf Cooperation Council). Yhteistyö liittyy yhteistyöneuvoston kuuden jäsenvaltion<sup>9</sup> aikomukseen ottaa käyttöön yhteinen raha vuoteen 2010 mennessä. Kesäkuussa EKP osallistui Persianlahden yhteistyöneuvoston teknisen komitean Qatarissa pidettyyn kokoukseen, joka koski rahaliiton valmisteluja.

Vuonna 2003 EKP:n kahdenvälisissä suhteissa Afrikan maiden keskuspankkien kanssa keski-tyttiin edelleen rahaliittoihin liittyviin kysymyksiin. EKP:llä oli monissa tilaisuuksissa

5 Saksan keskuspankki, Espanjan keskuspankki, Ranskan keskuspankki, Irlannin keskuspankki, Italian keskuspankki, Alankomaiden keskuspankki, Itävallan keskuspankki, Portugalin keskuspankki ja Suomen Pankki.

6 Suomen Rahoitustarkastus, Ruotsin Finansinspektionen ja Ison-Britannian rahoitustarkastusviranomaisen.

7 Turkille myönnettiin hakijamaan asema Eurooppa-neuvoston kokouksessa Helsingissä 1999. Kööpenhaminassa vuonna 2002 pidetyssä Eurooppa-neuvoston kokouksessa todettiin, että jos joulukuussa 2004 pidettävässä Eurooppa-neuvoston kokouksessa päätetään, että Turkki täyttää Kööpenhaminan poliittiset kriteerit, EU aloittaa välittömästi liittymisneuvottelut Turkin kanssa.

8 Algeria, Kypros, Egypti, Israel, Jordan, Libanon, Malta, Marokko, palestiinalaishallinto, Syyria, Tunisia ja Turkki.

9 Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi-Arabia ja Yhdistyneet arabiemiirikunnat.

mahdollisuus osallistua alueella käytävään keskusteluun EMUsta saatujen kokemusten perusteella. EKP kutsuttiin osallistumaan Länsi-Afrikan rahaliiton institutionaalisia uudistuksia käsittelevän komitean (Committee for the Institutional Reform of the West African Monetary Union<sup>10</sup>) kokouksiin, jotka pidettiin Länsi-Afrikan maiden keskuspankissa (Banque Centrale des Etats de l'Afrique de l'Ouest, BCEAO) Dakarissa Senagalissa. Komitea koostuu Länsi-Afrikan maiden keskuspankkien, muiden keskuspankkien, hallitusten ja akateemisten laitosten asiantuntijoista. Sen tehtävänä on tarkastella Länsi-Afrikan maiden keskuspankin perussääntöjä sekä tähän rahaliittoon osallistuvan alueen institutionaalista rakennetta, mutta ilman että se vaikuttaa nykyiseen valuuttakurssimekanismiin. EKP osallistui myös Länsi-Afrikan valuutta-alueen (West African Monetary Zone<sup>11</sup>) valtionvarainministerien foorumiin Accrassa Ghanassa. Foorumin tarkoituksena oli seurata alueen englantinkielisten maiden edistymistä kohti rahapoliittista yhdentymistä. EKP osallistui myös Baselissa pidettyyn kahdentoista Afrikan maan kansallisten keskuspankkien pääjohtajien vuotuisen Itä- ja Etelä-Afrikan maiden foorumiin, jonka järjesti Macroeconomic and Financial Management Institute of Eastern and Southern Africa. Foorumissa käsiteltiin Afrikan alueellisia rahaliittohankkeita sekä EMUsta saatuja kokemuksia rahatalouden yhdentymisestä.

EKP lujitti vuoden aikana edelleen kahdenvälisiä suhteita Itä-Aasian maiden kanssa erityisesti siten, että EKP:n johtokunnan jäsen vieraili Koreassa, Japanissa ja Indonesiassa. EKP osallistui myös viidenteen Aasian ja Euroopan valtiovarainministerien ASEM-kokoukseen (Asia-Europe Meeting, ASEM), joka pidettiin heinäkuussa 2003 Balilla Indonesiassa. EKP keskittyi puheenvuoroissaan Itä-Aasian maiden taloudelliseen yhdentymiseen, keskuspankkien asemaan kriisien hoidossa ja Euroopan maiden kokemuksiin sääntelystä ja yhteistyöstä tavoiteltaessa rahoitusjärjestelmän vakautta.

EKP:stä tuli vuonna 2003 Latinalaisen Amerikan rahapolitiikan tutkimuskeskuksen (Centre

for Latin American Monetary Studies, CEMLA) yhteistyöjäsen. Tätä ennen EKP oli osallistunut useaan tutkimuskeskuksen konferenssiin ja kokoukseen vuodesta 1999 lähtien. Yksi tämän tutkimuskeskuksen tärkeimmistä tavoitteista on edistää rahapolitiikkaan ja pankkijärjestelmään liittyvien asioiden ymmärrystä Latinalaisessa Amerikassa ja Karibian maissa. Tutkimuskeskus aloitti myös hankkeen, jonka tarkoituksena on edistää alueellisten alaryhmien lähentymistä.

10 Benin, Burkina Faso, Norsunluurannikko, Guinea-Bissau, Mali, Niger, Senegal ja Togo.

11 Gambia, Ghana, Guinea, Nigeria ja Sierra Leone.





**LUKU 5**

# **TILIVELVOLLISUUS**



## I TILIVELVOLLISUUS SUURELLE YLEISÖLLE

Keskuspankkien riippumattomuudesta on viime vuosikymmeninä tullut teollistuneissa maissa talouspoliittisen päätöksenteon keskeinen institutionaalinen piirre. Päätöksellä antaa keskuspankeille poliittisesti itsenäinen asema on vankka historiallinen, talousteoreettinen ja empiirinen perusta. Se osoittaa, että keskuspankin riippumattomuus edistää hintavakauden ylläpitämistä ja vaikuttaa siten osaltaan yleiseen taloudelliseen hyvinvointiin.

Demokraattisen yhteiskunnan peruseriaatteisiin kuuluu, että viranomaisten on oltava tilivelvollisia suurelle yleisölle, jolta ne ovat viime kädessä saaneet mandaattinsa ja riippumattoman asemansa. Tilivelvollisuutta voidaan pitää riippumattoman keskuspankin lakiin perustuvana ja institutionaalisena velvollisuutena selittää päätöksiään selkeästi ja perusteellisesti kansalaisille ja heidän valitsemilleen edustajille. Tässä mielessä tilivelvollisuus on keskuspankin vastuu tavoitteidensa saavuttamisesta.

EKPJ:n tehtävät ja tavoitteet määrittelevä Euroopan yhteisön perustamissopimus on ratifioitu kaikissa EU:n jäsenmaissa niiden oman valtiosääntöjen mukaisesti. Näin Euroopan kansalaiset ovat antaneet EKPJ:lle mandaatin ylläpitää hintavakautta ja tukea yhteisön yleistä talouspolitiikkaa hintavakauden ensisijaista tavoitetta vaarantamatta. Perustamissopimuksessa on myös tarkoin määritelty raportointivaatimukset, joiden perusteella suuri yleisö ja sen valitsevat edustajat voivat pitää EKP:tä vastuussa näiden tavoitteiden saavuttamisesta. Tämä institutionaalinen rakenne on vahvistettu Euroopan tulevaisuutta käsittelevässä valmistelukunnassa ja sisältyy sopimusluonnokseen Euroopan perustuslaista (ks. luvun 4 osa 1).

Perustamisestaan lähtien EKP on tunnustanut tilivelvollisuutensa ehdottoman tärkeyden ja käy sen vuoksi säännöllistä vuoropuhelua Euroopan kansalaisten ja heidän valitsemiensa edustajien kanssa. Sitoutuminen tilivelvollisuuden noudattamiseen näkyy mm. EKP:n neuvoston jäsenten vuonna 2003 euroalueella pitämässä lukuisissa puheissa. Yhteydenpito

kansalasiin antaa eurojärjestelmälle mahdollisuuden selittää EKP:n neuvoston rahapoliittisia päätöksiä ja käsitellä suoraan mahdollisia muita asioita tai huolia.

Suoran kansalaisyhteydenpidon lisäksi EKP:llä on lukuisia perustamissopimuksessa säädettyjä raportointivelvollisuuksia. Niistä Euroopan parlamentille, neuvostolle ja komissiolle annettava vuosikertomus on yksi esimerkki. EKP:llä on niin ikään velvollisuus julkaista neljännesvuosikatsaus sekä viikkotase. EKP ylittää nämä vaatimukset julkaisemalla perusteellisen katsauksen joka kuukausi. Institutionaalisella tasolla perustamissopimus antaa Euroopan parlamentille näkyvän roolin EKP:n tilivelvollisuudesta huolehdittaessa (ks. tämän luvun osa 2).

Tilivelvollisuus liittyy monessa suhteessa läheisesti avoimuuteen. Avoimuus ei tarkoita ainoastaan tietojen julkistamista, vaan myös tiedon jäsentelyä sillä tavoin, että yleisö ymmärtää sanoman. Avoimuus edistää keskuspankkien pitämistä tilivelvollisina toimistaan. EKP:lle avoimuus on olennainen osa rahapolitiikan ohjausjärjestelmää. Avoimuus edellyttää, että keskuspankki selostaa selkeästi, millä tavoin se tulkitsee ja toimeenpanee mandaattinsa. Tämä auttaa yleisöä seuraamaan ja arvioimaan keskuspankin toimintaa. Se myös edellyttää, että keskuspankki selittää sisäisessä päätöksenteossa ja talouden tilan arvioinnissa käyttämänsä analysointivälineistöä sekä politiikkapäätösten perustalla olevaa taloudellista ajatteluaan. Julkisesti esitelty rahapolitiikan strategia on tehokas tapa edistää avoimuutta. Näiden lähtökohtien mukaisesti EKP julkisti rahapolitiikan strategiansa vuonna 1998. Strategia vahvistettiin ja tarkennettiin toukokuussa 2003 EKP:n neuvoston perusteellisen arvioinnin jälkeen (ks. luvun 1 osa 1). Tällä tavoin EKP antoi suurelle yleisölle selkeän vertailukohdan oman toimintansa arvioimista varten.

Avoimuuden avulla rahapolitiikkaa voidaan tehostaa monella tapaa. Ensinnäkin keskuspankki voi lisätä uskottavuutta ilmoittamalla selkeästi, millä tavoin se tulkitsee mandaattinsa ja aikoo saavuttaa tavoitteensa. Kun keskuspankkia pi-

detään vahvana ja kykenevänä saavuttamaan politiikkatavoitteensa, hintakehitykseen liittyvät odotukset on helpompi asettaa oikein. Jos taas odotukset ovat kiinnittyneet hintavakautta vastaavalle tasolle, talouden toimijoilla on vähemmän syytä poiketa oletetusta hintavakaudesta palkan- ja hinnanasetannan yhteydessä ja tällöin myös inflatoristen tai deflatoristen hinnan- ja palkankorotuskierteiden syntymisen riski on pienempi.

Toiseksi voimakas sitoutuminen avoimuuteen edellyttää poliittisilta päättäjiltä itsekuria. Tämä puolestaan auttaa varmistamaan, että poliittiset päätökset ja selonteot ovat yhdenmukaisia. Edistämällä rahapolitiittisten päätösten julkista tarkastelua kannustetaan päättäjiä täyttämään mandaattinsa tarkoituksenmukaisella ja yhtenäisellä tavalla.

Kolmanneksi julkistamalla rahapolitiikan strategiansa ja viestimällä säännöllisesti talouskehitystä koskevista arvioistaan keskuspankki ohjaa markkinoita, jotta niiden odotustenmuodostus voisi olla entistä toimivampaa ja tarkempaa. Rahoitusmarkkinoiden on silloin helpompi ymmärtää, millä tavoin rahapolitiikka reagoi talouskehitykseen, ja ennakoida rahapolitiikan yleistä suuntaa keskipitkällä aikavälillä. Tämä puolestaan edistää rahoitusmarkkinoiden häiriötöntä kehitystä.

Tilivelvollisuutensa ja avoimuutensa varmistamiseksi EKP käyttää monia eri viestintäkanavia ja paljon laajemmin kuin perussäännön vaatimukset edellyttävät. Näistä viestintäkanavista kerrotaan lähemmin luvussa 6.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Tilivelvollisuutta ja avoimuutta on selostettu yksityiskohtaisesti marraskuun 2002 Kuukausikatsauksessa.

## 2 TILIVELVOLLISUUS EUROOPAN PARLAMENTILLE

### 2.1 KATSAUS SUHTEISIIN EUROOPAN PARLAMENTIN KANSSA VUONNA 2003

Perustamissopimuksen artiklan 113 mukaisesti EKP jatkoi säännöllistä raportointiaan Euroopan parlamentille rahapolitiikkapäätöksistä ja muista tehtävistään. Aiempien vuosien tapaan tämän yhteydenpidon ensisijaisena foorumina olivat EKP:n pääjohtajan neljännesvuosittaiset kuulemiset Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnassa. Pääjohtaja myös kutsuttiin esittämään EKP:n vuosikertomus vuodelta 2002 Euroopan parlamentin täysistuntoon.

Totutun tavan mukaan myös EKP:n johtokunnan muita jäseniä kutsuttiin Euroopan parlamenttiin kuultavaksi useista eri aiheista. Huhtikuussa 2003 varapääjohtaja esitti EKP:n vuosikertomuksen vuodelta 2002 talous- ja raha-asioiden valiokunnalle. Maaliskuussa valiokunta kuuli Otmar Issingin näkemyksiä talustilanteesta ja vuosien 2003–2005 talouspolitiikan laajojen suuntaviivojen luonnoksesta.

Perustamissopimuksessa määriteltyjen velvoitteiden lisäksi EKP vastasi edelleenkin vapaaehtoisesti Euroopan parlamentin jäsenten kirjallisiin kysymyksiin EKP:n mandaatin toimeenpanosta.

Lopuksi on syytä mainita Euroopan parlamentin roolista EKP:n pääjohtajan ja muiden johtokunnan jäsenten nimityksessä. Perustamissopimuksen artikla 112 määrää, että Euroopan parlamentin on annettava lausuntonsa ehdokkaista ennen kuin nämä nimitetään tehtäviinsä euroalueen jäsenvaltioiden valtion- tai hallitusten päämiesten yhteisellä päätöksellä. Valmistellessaan lausuntoaan Euroopan parlamentti kutsui Jean-Claude Trichet'n ja Gertrude Tumpel-Gugerellin talous- ja raha-asioiden valiokuntaan esittämään näkemyksiään ja vastaamaan valiokunnan jäsenten kysymyksiin. Näiden kuulemisten jälkeen nimitykset hyväksyttiin Euroopan parlamentin täysistunnossa.

### 2.2 EKP:N NÄKEMYKSIÄ EKP:N JA EUROOPAN PARLAMENTIN KOKOUKSISSA KÄSITELLYISTÄ AIHEISTA

Vaikka talous- ja raha-asioiden valiokunnan kuulemisissa käsiteltiin lukuisia aiheita, keskeisimpänä huomion kohteena olivat EKP:n rahapolitiittiset päätökset ja EKP:n arvio näihin päätöksiin vaikuttaneesta raha- ja reaalityalouden kehityksestä. Seuraavassa selostetaan muita Euroopan parlamentissa käsiteltyjä tärkeitä aiheita ja palautetaan mieliin EKP:n niistä esittämät näkemykset. Monia näistä asioista käsitellään myös Euroopan parlamentin päätöslauselmassa EKP:n viime vuoden vuosikertomuksesta, joka hyväksyttiin 3.7.2003.

#### EKP:N NEUVOSTON ÄÄNESTYSMENETTELYN UUDISTUS

EKPJ:n perussäännön artiklan 10.6 mukaan EKP antoi 3.2.2003 EU:n neuvostolle suosituksen EKP:n neuvoston äänestysmenettelyn uudistuksesta (tarkemmin luvun 8 osassa 1). Artiklassa määrätään myös, että Euroopan komission ja Euroopan parlamentin kantaa on kysyttävä ennen EU:n neuvostossa tehtävää päätöstä. Helmikuussa 2003 EKP:n pääjohtaja esitti suosituksen talous- ja raha-asiaiden valiokunnalle. Keskustelussa suositusta kritisoitiin.

Lausunnossaan 13.3.2003 Euroopan parlamentti hylkäsi EKP:n suosituksen ja ehdotti nykyisten sääntöjen säilyttämistä ennallaan. Niiden mukaan kaikilla eurojärjestelmän kansallisten keskuspankkien pääjohtajilla on äänioikeus EKP:n neuvoston kokouksissa.

Maaliskuussa 2003 valtion- tai hallitusten päämiesten kokoonpanossa kokoontunut EU:n neuvosto hyväksyi yksimielisesti EKP:n neuvoston äänestysmenettelyn uudistuksen ja samalla myös EKP:n suosituksen. Äänestysmenettelyn uudistus astuu voimaan, kun kaikki jäsenvaltiot ovat ratifioineet sen omien valtiosääntöjensä mukaisesti. Uutta äänestysmenettelyä sovelletaan, kun EKP:n neuvostoon kuuluvien kansallisten keskuspankkien pääjohtajien lukumäärä on yli 15.

### **EKP:N RAHAPOLITIIKAN STRATEGIAN ARVIOINTI**

Pääjohtaja raportoi Euroopan parlamentille EKP:n neuvoston käymistä rahapolitiikan strategiakeskusteluista (tarkemmin luvun 1 osassa 1). Monien talous- ja raha-asioiden valiokunnan jäsenten mielestä strategian vahvistaminen ja tarkentaminen oli tervetullutta etenkin hintavakauden määritelmän kannalta. Heidän mielestään ratkaisu myös varmistaa EKP:n politiikan jatkuvuuden. Eräät valiokunnan jäsenet ottivat esiin kysymyksen, onko EKP:n rahapolitiikan strategia tasapainoinen niin inflaation kuin deflaationkin välttämisen kannalta ja otettaisiinko EKP:n hintavakauden määritelmässä riittävästi huomioon mahdollista YKHIin mittausharhaa.

Pääjohtaja selosti EKP:n olevan vastaisuudesakin valppaana sekä inflaation että deflaation välttämisen suhteen. Tässä suhteessa hiljattain tehty tarkennus, jonka mukaan EKP:n neuvosto pyrkii hintavakauden ylläpitämiseksi pitämään YKHIin vuotuisen nousun alle 2 prosentissa mutta sen tuntumassa keskipitkällä aikavälillä, varmistaa huomattavan ja riittävän turvamarginaalin deflaatiota vastaan. Hän lisäsi, että vaikka euroaluetta koskevan mittausarhan suuruus oli vielä epävarma, se ei käytettävissä olevien tietojen mukaan ole todennäköisesti kovin merkittävä. Tähdentämällä hintavakauden säilyttämistä keskipitkällä aikavälillä EKP otti huomioon, että keskuspankin on mahdotonta hienosäätää lyhyen aikavälin hintakehitystä. Tämän vuoksi hinnat voivat lyhyellä aikavälillä tilapäisesti kohota korkeammiksi kuin hintavakauden mukaan määriteltyinä.

Päätöslauselmassaan EKP:n vuosikertomuksesta vuodelta 2002 Euroopan parlamentti piti EKP:n rahapolitiikan strategian arviointia hyvänä ja totesi, ”että selvennykset vahvistavat rahapolitiikan strategian soveltuvuutta tulevinakin vuosina”.

### **TILIVELVOLLISUUS JA AVOIMUUS**

Tilivelvollisuus ja avoimuus olivat jälleen keran näkyvästi esillä EKP:n ja Euroopan parlamentin välisissä keskusteluissa. Molempien instituutioiden näkemykset pysyivät pohjimmil-

taan ennallaan. Päätöslauselmassaan EKP:n vuosikertomuksesta vuodelta 2002 Euroopan parlamentti toisti vaatimuksensa, että EKP:n neuvoston kokousten pöytäkirjoista julkistettaisiin tiivistelmät ja äänestysten äänijakauma.

Pääjohtaja muistutti, että EKP:n menettelyyn näissä kysymyksissä vaikuttaa sen institutionaalinen toimintaympäristö. Rahapoliittiset päätökset tehdään euroalueen tasolla, ja kukin jäsenvaltio huolehtii suurimmaksi osaksi itsenäisesti omasta talouspolitiikastaan. Koska EKP:n neuvoston jäseniä saatettaisiin tämän järjestelyn perusteella pitää kunkin jäsenvaltion kansallisena edustajana, EKP päätti olla julkistamatta mitään tietoja, jotka voisivat paljastaa tai johtaa spekulatioihin yksittäisten jäsenten äänestyskäyttäytymisestä. Tämä edesauttaisi sitä, että EKP:n neuvoston päätökset tehtäisiin vastakin yksinomaan euroalueen näkökulmasta. EKP:n omaksuma menettely myös edisti julkisen huomion kohdistumista politiikkapäätösten tuloksiin eikä yksittäisten jäsenten äänestyskäyttäytymiseen. Tällä tavoin EKP varmisti, että sen viestit olivat selkeitä, mikä puolestaan paransi rahapoliittisten päätösten tehoa ja ennustettavuutta. Lopuksi pääjohtaja muistutti, että EKP:n käyttämät viestintäkanavat ja etenkin heti EKP:n neuvoston kokousten jälkeen pidettävät tiedotustilaisuudet olivat ajankohtaisempia ja tehokkaampia kuin pöytäkirjojen julkaiseminen jälkikäteen.

Pääjohtaja korosti, että keskustelut Euroopan parlamentin kanssa arvioitiin huolellisesti ja otettiin huomioon EKP:n päätöksentekoaikojen kannanotoissa. Esimerkkinä pääjohtaja mainitsi eurojärjestelmän asiantuntija-arvioiden julkistamisen, joka oli aloitettu Euroopan parlamentin pyynnöstä. EKP pyrkii edelleenkin etsimään tapoja tilivelvollisuutensa ja avoimuutensa parantamiseksi politiikkatavoitteidensa saavuttamisesta tinkimättä.

### **EURON KANSAINVÄLINEN ASEMA JA EUROALUEEN EDUSTUS ULKOPUOLISIIN NÄHDEN**

Euron kansainvälinen asema ja euroalueen edustus ulkopuolisiin nähden olivat myös alue, jota Euroopan parlamentti pohti hyvin yksityis-

kohtaisesti vuonna 2003. Useimmat talous- ja raha-asioiden valiokunnan jäsenet edellyttivät nykyistä aktiivisempaa politiikkaa yhteisen rahan laajan kansainvälisen käytön edistämiseksi esimerkiksi euroalueelle tuotavien hyödykkeiden sekä energian tuonnin laskutusvaluuttana. Päätöslauselmassaan 3.7.2003 euroalueen kansainvälisestä asemasta ja ensimmäisestä arviotaan euroseteleiden ja -kolikoiden käyttöön otosta Euroopan parlamentti ehdotti, että euroalueelle nimetään yksi edustaja, jolle annettaisiin ”laajat valtuudet puhua ja toimia euroalueen maiden puolesta kaikilla tärkeillä monenvälisillä rahoitus- ja talousfoorumeilla”. Euroopan parlamentin mukaan tämä asema voisi olla talous- ja raha-asioista vastuussa olevalla Euroopan komission varapuheenjohtajalla.

Pääjohtaja muistutti, että EKP:n näkökulmasta euron kansainvälinen käyttö määräytyy hyvin voimakkaasti markkinaehtoisesti. Näin ollen EKP ei ole halukas sen paremmin rohkaisemaan kuin hillitsemäänkään euroalueen ulkopuolisia euron käytössä. Samalla pääjohtaja myös totesi yhteisen rahan kansainvälisen aseman asteittain voimistuneen muutaman viime vuoden aikana. Hän yhtyi Euroopan parlamentin näkemykseen siitä, että euron kansainvälisen käytön tilastointia olisi syytä kehittää. Tätä tavoitetta EKP tuki voimakkaasti ja otti lausunnoissaan kantaa sen puolesta.

Euroalueen edustuksesta suhteessa alueen ulkopuolisiin pääjohtaja korosti, että perustamissopimuksessa määriteltyjen vastuuden mukaisesti EKP vastaa euroon liittyvissä asioissa edelleenkin euroalueen kansainvälisestä edustuksesta. Mandaattinsa perusteella EKP ja sen päätöksentekovelinten jäsenet kommunikoiivat euroalueesta ulospäin yhdellä äänellä kaikissa yhteistä rahaa koskevissa kysymyksissä. Tämä asema on myös hyväksytty Euroopan tulevaisuutta käsittelevässä valiokunnassa.



Gérard Garouste  
La duègne et le pénitent, 1998  
Öljyväri  
195 × 160 cm



**LUKU 6**

# **ULKOINEN VIESTINTÄ**



## I VIESTINTÄPOLITIikka

Viestintä on olennainen osa EKP:n rahapolitiikkaa ja muita tehtäviä. Viestinnässään suurelle yleisölle, tiedotusvälineille ja erityisryhmille – kuten rahoitusmarkkinaosapuolille – EKP pyrkii lisäämään rahapolitiikkansa toimivuutta, tehokkuutta ja uskottavuutta. Lisäksi EKP:n tavoitteena on kuvata kattavasti toimenpiteitään, kuten luvussa 5 tarkemmin selostetaan. Saavutukseen nämä tavoitteensa EKP:n on oltava toiminnassaan avoin. Sen on edistettävä suuren yleisön tietämystä ja ymmärrystä EKP:n tehtävistä ja politiikasta sekä tiiviistä yhteistyöstä eurojärjestelmän kansallisten keskuspankkien kanssa.

EKPJ:n viestinnän kohderyhmänä on EU ja aivan erityisesti euroalue. Tämän vuoksi on tärkeää, että EKPJ kykenee viestimään alueellisesti ja kansallisesti erilaisille yleisöille näiden omalla kielellä ja tutulla tavalla. EKPJ:n hajautettu toimintatapa onkin olennaisen tärkeä varmistettaessa, että tieto välittyy suurelle yleisölle ja asianosaisille oikealla tavalla. EKP:n ja kansallisten keskuspankkien viestintäasiantuntijat pitävät säännöllisesti yhteyttä koordinoitakseen viestintäänsä.

EU:n laajenemista silmällä pitäen EKPJ:n viestintää on suunnattu entistä enemmän myös EU:hun liittyviin maihin. EKP työskentelee tiiviisti EU:hun liittyvien maiden kansallisten keskuspankkien kanssa samalla kun sen ulkoisen viestinnän maantieteellinen kattavuus laajenee.

## 2 VIESTINTÄKANAVAT

EKP käyttää monia eri viestintäkanavia saavuttaakseen tavoitteensa. Tärkeimpiä viestintäkanavia ovat EKP:n neuvoston kokousten jälkeiset EKP:n pääjohtajan ja varapääjohtajan kuukausittaiset tiedotustilaisuudet, jotka ovat ehdottoman keskeisiä reaaliaikaisen tiedonvälityksen kannalta. Muita tärkeitä kanavia ovat Kuukausikatsaus ja vuosikertomus. Tiedotustilaisuuksissa ja Kuukausikatsauksessa kerrotaan EKP:n arviot talouskehityksestä ja selitetään rahapolitiikkapäätöksiä avoimesti ja heti tuoreeltaan. EKP on yksi maailman avoimimmista keskuspankeista. Vuonna 1999 aloitettu käytäntö selittää säännöllisesti, ajantasaisesti ja yksityiskohtaisesti EKP:n rahapolitiikkaa, päätöksiä ja talouskehitystä koskevia arvioita on ainutlaatuisen avoin tapa toteuttaa keskuspankin viestintää.

Vuosikertomus on myös erittäin tärkeä, sillä se on yksi EKP:n lakisääteisistä julkaisuista, ja se osoitetaan Euroopan parlamentille, neuvostolle ja komissiolle. Siinä kerrotaan EKP:n toimista ja rahapolitiikasta sekä edellisenä että kuluneena kertomusvuotena. Näin se osaltaan edistää EKP:n tilivelvollisuutta toimenpiteistään.

Kuukausikatsaus puolestaan sisältää artikkeleita, joissa käsitellään pitkän aikavälin talouskehitystä, keskuspankkien toimintaan liittyviä yleisiä aiheita sekä eurojärjestelmän rahapolitiikan strategiassaan käyttämiä analyysivälineitä. Tämän vuosikertomuksen liitteenä on luettelo vuonna 2003 julkaistuista artikkeleista. Tammi-kuussa 2004 Kuukausikatsaus ilmestyi ensimmäistä kertaa uudistetun ulkoasun mukaisena. Uusi ulkoasu loi pohjan muidenkin julkaisujen ulkoasun uudelleenarvioinnille ja johtaa lopulta uuden, yhtenäisen mallin käyttöönottoon kaikissa EKP:n julkaisuissa.

EKP:n pääjohtaja osallistuu neljästi vuodessa Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan kuulemisiin sekä kerran vuodessa Euroopan parlamentin täysistuntoon. Myös muita EKP:n johtokunnan jäseniä kutsutaan valiokunnan kuulemisiin (ks. luvun 5 osa 2).

EKP:n päätöksentekoelementtien jäsenten pitämät puheet ja heidän antamansa haastattelut ovat myös tärkeä viestintäkeino.

Osana rahoitussektorille ja suurelle yleisölle suunnattua säännöllistä raportointiaan EKP julkaisee lehdistötiedotteita EKP:n neuvoston tärkeimmistä päätöksistä, EKP:n tutkimuksista ja muista aiheista.

Vuoropuhelua rahoitusmarkkinaosapuolten ja muiden asianosaisten kanssa käydään joskus virallisten julkisten kannanotto-pyyntöjen avulla. Vuonna 2003 julkisilla kannanotto-pyyntöillä kyseltiin osapuolten mielipiteitä maksujärjestelmäpalveluista ja arvopaperikaupan selvityspalveluista sekä eurojärjestelmän vakuuskäytännöstä (ks. luku 2).

EKP myös edistää erilaisten keskuspankki-toimintaa koskevien tutkimustulosten välittymistä ylläpitämällä kahta eri julkaisusarjaa (Working Papers ja Occasional Papers) sekä järjestämällä taloustieteellisiä konferensseja, seminaareja ja työpajoja. Tärkeimpiä tällaisia tilaisuuksia vuonna 2003 olivat seuraavat: setelipaperien päällystystä käsitellyt seminaari, EKP:n ja G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean (G10 Committee on Payment and Settlement Systems) järjestämä konferenssi yksityisen ja julkisen sektorin haasteista maksujärjestelmissä, EKP:n ja BIS:n yhteinen symposiumi maksukyvyttömyydestä, yhdessä Espanjan keskuspankin kanssa järjestetty konferenssi hintakehityksestä, tuottavuudesta ja kasvusta, euroalueen suhdanteista järjestetty ”Euro Area Business Cycle Network”-konferenssi, Washington D.C.:ssä pidetty kansainvälinen rahapolitiikan tutkijafoorumi ja lukuisat muut yhdessä taloustieteellisten yhdistysten ja euroalueen kansallisten keskuspankkien kanssa järjestetyt työpajat.

Kaikki EKP:n julkaisemat asiakirjat ovat saatavissa EKP:n verkkosivuilta ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Nämä sivut ovat myös suuren yleisön kontaktikanava EKP:hen, ja niiden kautta tiedotettiin kannanotto-pyyntöjen käynnistymisestä. Verkkosivujen käyttö on lisääntynyt nopeasti

viime vuosina, ja etenkin tilastosivuja, lehdistötiedotteita ja työmahdollisuuksista kertovia sivuja selataan usein. Vuonna 2003 EKP ryhtyi uudistamaan verkkosivujaan, jotta yksittäisten asiakirjojen etsiminen ja liikkuminen sivujen eri kokonaisuuksien välillä tulisi aiempaa helpommaksi. Toinen tärkeä uudistuksen tavoite on parantaa verkkosivujen käytettävyyttä paitsi asiantuntijoiden myös suuren yleisön ja toimintatarjoitteisten käyttäjien kannalta. Uudet

verkkosivut otetaan käyttöön vuoden 2004 toisella neljänneksellä.

EKP pyrkii avoimuuteen myös aivan kirjaimellisesti ottamalla vastaan vieraita toimitiloissaan Frankfurtissa. Vuonna 2003 EKP:ssä kävi yli 7 000 vierasta, joille EKP:n henkilökunta piti luentoja ja esitelmiä ja jotka näin saivat ensikäden tietoa EKP:stä.

### 3 KESKEISTÄ VIESTINNÄSSÄ VUONNA 2003

Viestinnän keskeisiä aiheita vuonna 2003 olivat seuraavat:

- Rahapolitiikan strategian arviointi. EKP:n neuvosto vahvisti rahapolitiikan strategian ja selvensi sitä joiltakin osin (ks. luvun 1 osa 1).
- Rahapolitiikan mitoitus (ks. luvun 1 osa 2).
- EKP:n näkemys euroalueen finanssipolitiikan kehityksestä (ks. luvun 1 osa 2).
- Rahapoliittiset operaatiot. Julkisen kannanottoopyynnön seurauksena rahapolitiikan välineistöön tehtiin useita muutoksia, jotka astuvat voimaan vuoden 2004 ensimmäisellä neljänneksellä (ks. luvun 2 osa 1).
- Euroseteleiden väärennökset. EKP tiedotti edelleen säännöllisesti suurelle yleisölle euroseteleiden väärennöksistä (ks. luvun 2 osa 3).
- EKP:n kanta sopimusluonnokseen Euroopan perustuslaista (ks. luvun 4 osa 1).
- Valvontakysymykset ja rahoitusjärjestelmän vakaus ja etenkin EKP:n osallistuminen uuden Baselin sopimuksen käyttöönoton valmisteluihin (ns. ”Basel II”) (ks. luku 3).
- EKP:n neuvoston päätös EU:hun liittyvien maiden valuuttakursseista (ks. luvun 7 osa 1).
- Yhteistyö EU:hun liittyvien maiden kansallisten keskuspankkien kanssa ja toimivien suhteiden luominen näiden maiden tiedotusvälineisiin. (ks. luku 7).
- Uusien, parannettujen raha- ja pankkibilastojen kehittäminen (ks. luku 2).
- EKP:n organisaatiota koskevat asiat ja etenkin EKP:n uusiin toimitiloihin liittyvät valmistelut sekä pyrkimykset vahvistaa EKP:n organisaation toimintaa (ks. kehikko 12 ja luvun 8 osa 2).

### EKP:N TOIMINTA-AJATUS

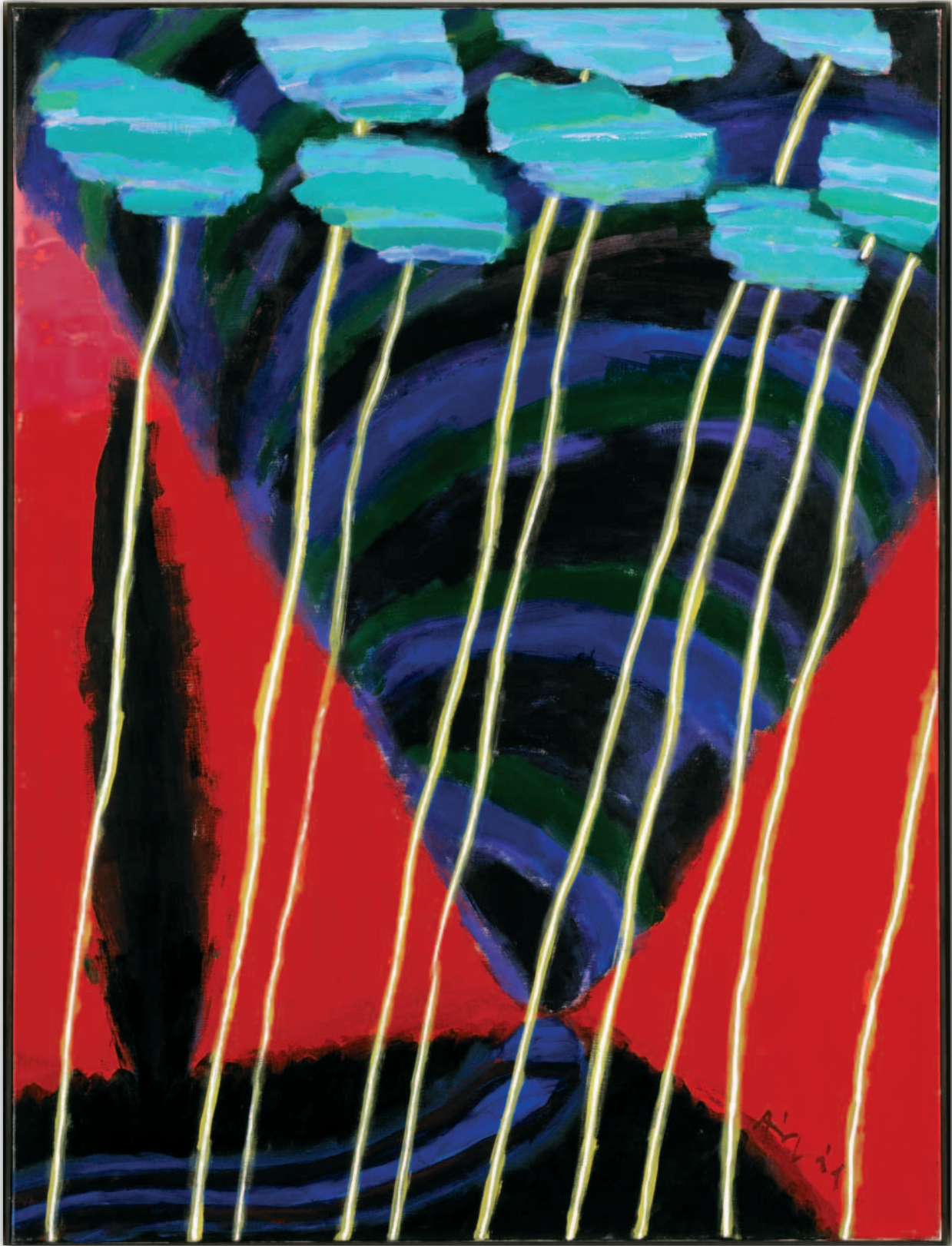
EKP:n johtokunta hyväksyi pankin toiminta-ajatuksen elokuussa 2003. Toiminta-ajatus on EKP:n sisäisen ja ulkoisen viestinnän kulmakivi. Sen noudattaminen tulisi ymmärtää osaksi pyrkimystä vahvistaa EKP:n organisaatiota (ks. luvun 8 osa 2). Toiminta-ajatus on määritelty seuraavasti:

*Euroopan keskuspankki ja kansalliset keskuspankit muodostavat yhdessä eurojärjestelmän eli euroalueen keskuspankkijärjestelmän. Eurojärjestelmän ensisijainen tavoite on hintavakauden ylläpitäminen eli euron arvon säilyttäminen.*

*Euroopan keskuspankki on sitoutunut hoitamaan sille uskotut keskuspankin tehtävät tehokkaasti. Kaikessa toiminnassa pyritään noudattamaan myös luotettavuuden ja riippumattomuuden, pätevyyyden sekä avoimuuden periaatetta.*

Neljässä lyhyessä lauseessa toiminta-ajatukseseen on kiteytetty EKP:n toiminnan edellytykset eli mitä, miksi ja millä tavoin EKP toimii. Ensimmäinen lause osoittaa EKP:n ja euroalueen kansallisten keskuspankkien suhteen keskeisyyden. Toinen lause korostaa perustamissopimuksessa määriteltyä eurojärjestelmän ensisijaista tavoitetta. Tämän tavoitteen lisäksi EKP hoitaa monia muita tehtäviä mandaattinsa täytäntöön panemiseksi, mikä tulee ilmi kolmannessa lauseessa. Neljäs ja viimeinen lause kuvastaa EKP:n johdon ja muun henkilökunnan työtehtäviensä hoidossa tärkeinä pitämiä arvoja. EKP:n henkilökunnalle suunnatussa tutkimuksessa henkilöstölle annettiin mahdollisuus vaikuttaa siihen, mitkä arvot valitaan etusijalle. Koko henkilökuntaa pyydettiin asettamaan joukko arvoja tärkeysjärjestykseen sen mukaan, mikä niiden merkitys on pankin työn kannalta. Tämän tutkimuksen tuloksia käytettiin sellaisinaan hyödyksi toiminta-ajatusa muotoiltaessa.

Árpád Szabados  
Nimetön, 1995  
Sekatekniikka kankaalle  
120 × 90 cm



# EUROOPAN UNIONIN LAAJENTUMINEN

Kymmenen EU:hun liittyvää maata (Tšekki, Viro, Kypros, Latvia, Liettua, Unkari, Malta, Puola, Slovenia ja Slovakia) – ja EU:n 15 nykyistä jäsenvaltiota allekirjoittivat liittymissopimuksen Eurooppa-neuvoston epävirallisessa kokouksessa Ateenassa 16.4.2003. Kaksi muuta maata eli Bulgaria ja Romania eivät ole vielä saaneet liittymisneuvotteluja päätökseen, mutta niille ennakoitiin mahdollisuutta EU:hun liittymiseen vuonna 2007.<sup>1</sup> Liittymissopimuksessa määritellään puitteet ja edellytykset EU:n laajenemiseksi kattamaan 25 jäsenvaltiota. Kaikki nykyiset ja uudet jäsenvaltiot ovat ratifioineet liittymissopimuksen. Osana ratifointiprosessia kaikki EU:hun liittyvät maat, Kyprosta lukuun ottamatta, järjestivät kansanäänestyksen. Yhdeksän maan kansalaiset puolsivat EU:hun liittymistä – näistä kahdeksan maan kansalaiset huomattavalla enemmistöllä.

Kun maat liittyvät EU:hun, ne liittyvät Euroopan talous- ja rahaliittoon (EMU) maina, joita koskee poikkeus (maat jotka eivät ole vielä ottaneet euroa käyttöön), ja niiden keskuspankeista tulee osa Euroopan keskuspankkijärjestelmää (EKPJ). Kun maat ovat saavuttaneet kestäväen lähentymisen tason, joka arvioidaan Maastrichtin sopimuksen kriteereiden<sup>2</sup> perusteella, ne ottavat käyttöön euron. Niiden keskuspankeista tulee silloin myös osa eurojärjestelmää.

Vuonna 2003 eurojärjestelmä oli edelleen mukana lähentymisprosessissa kaikissa toimivaltaansa liittyvissä asioissa. Eurojärjestelmä kävi vuoropuhelua EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien kanssa politiikka- ja tekniikkakysymyksistä, jotta se voi auttaa niitä valmistautumaan EKPJ:hin ja myöhemmin eurojärjestelmään integroitumiseen. Politiikkavuoropuhelussa eurojärjestelmä solmi useita kahdenvälisiä yhteyksiä EU:hun liittyvien maiden keskuspankkeihin voidakseen yhdessä uusien maiden kanssa käsitellä raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa ja muita keskuspankkitoimintaan liittyviä kysymyksiä. Vuoropuhelun ensisijaisena tarkoituksena oli lisätä yhteistä ymmärrystä edessä olevista haasteista. EKP osallistui myös edelleen EU:n ja hakijamaiden<sup>3</sup>

väliseen talouspoliittisen vuoropuheluun (Economic Dialogue). Marraskuussa 2003 EKP antoi talous- ja rahoituskomitealle (Economic and Financial Committee, EFC) selonteon makrotalouteen ja rahoitusmarkkinoiden vakauteen liittyvistä haasteista EU:hun liittyvissä maissa. Maaliskuussa 2004 pidettiin Pariisissa korkean tason seminaari, jossa käsiteltiin liittymisprosessia. Seminaariin osallistuivat kaikki eurojärjestelmään kuuluvat keskuspankit ja hakijamaiden keskuspankit. Seminaarissa käsiteltiin mm. raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa ja ERM II:n toimintaa.

Teknisessä yhteistyössä eurojärjestelmä lisäsi vuonna 2003 tukeaan EU:hun liittyvien maiden keskuspankeille auttaakseen niitä valmistautumaan EKPJ:n ja eurojärjestelmän jäsenyyteen. Hankkeet liittyivät etupäässä kysymyksiin, jotka koskivat tilastointia, juridiikkaa, maksujärjestelmiä, rahapolitiikkaa ja rahapolitiikan välineistöä. Hankkeet koskivat myös muita keskuspankkitoimintaan liittyviä kysymyksiä, kuten rahoitusjärjestelmän vakautta ja rahoituslaitosten toiminnan vakauden valvontaa, seteleitä, sisäistä tarkastusta ja tietotekniikkaa.

Tässä luvussa luodaan yleiskatsaus EU:hun liittyvien maiden viimeaikaiseen taloudelliseen, juridiseen ja rahoitusmarkkinakehitykseen ja kuvataan yksityiskohtaisesti eurojärjestelmän valmisteluja, jotka koskevat maiden EU:hun liittymistä.

1 Termi "hakijamaat" viittaa 10 EU:hun liittyvään maahan sekä Bulgariaan ja Romaniaan.

2 Ks. Euroopan yhteisön perustamissopimuksen artikla 121 kohta 1.

3 Tässä yhteydessä termi "hakijamaat" viittaa 12 hakijamaahan ja Turkkiin.

# I KESKEINEN TALOUS- JA RAHOITUSMARKKINAKEHITYS JA POLITIIKKAKYSYMYKSET

Vuonna 2003 eurojärjestelmä seurasi edelleen EU:hun liittyvien maiden talous- ja rahoitusmarkkinakehitystä. Eurojärjestelmän kannalta tärkeimmät talouskysymykset olivat inflaatiokehitys, raha- ja valuuttakurssipolitiikka, talouskasvu ja reaalin lähentyminen, maksutaseen kehitys sekä finanssipolitiikka. Rahoitusmarkkinoiden seuranta kattoi pankkisektorin ja joukkolainamarkkinoiden sekä osakemarkkinoiden viimeaikaisen kehityksen seurannan.

## I.1 TALOUDELLINEN KEHITYS

### INFLAATIO

Inflaatiovauhti on hidastunut viime vuosina huomattavan nopeasti EU:hun liittyvissä maissa. Aikaisempi 1990-luvun lopun keskimääräinen kaksinumeroinen inflaatiovauhti on nyt hidastunut lähelle euroalueen inflaatiovauhtia. Vuoden 2003 alussa keskimääräinen inflaatiovauhti oli EU:hun liittyvissä maissa jopa hitaampi kuin euroalueella. Vuoden 2003 loppupuolella inflaatiovauhti kiihtyi EU:hun liittyvissä maissa ja oli hieman nopeampi kuin euroalueella. Inflaatiovauhdin hidastuminen vaihteli kuitenkin edelleen maittain. Vaikka inflaatiovauhti oli toisissa maissa erittäin hidas ja hintataso jopa laski väliaikaisesti muutamissa maissa, inflaatio ei ole vielä hidastunut kaikissa EU:hun liittyvissä maissa.

Inflaatiovauhdin huomattava hidastuminen oli suurelta osin seurausta politiikoista, joiden selkeä tavoite on inflaation hillitseminen. Inflaatiovauhdin hidastumiseen ovat vaikuttaneet keskeisesti kuitenkin myös väliaikaiset tekijät, erityisesti suhdannekehitys, jälkivaikutukset valuuttakurssien huomattavasta vahvistumisesta suhteessa euroon, energian hintojen hienoinen lasku ja elintarvikkeiden hintojen lasku. Inflaatiopaineiden pienentymisen myötä ohjauksorot laskivat vuonna 2003 edelleen useimmissa EU:hun liittyvissä maissa.

Inflaation pitäminen näin hitaana on kuitenkin todellinen haaste. Useat tekijät saattavat lisätä inflaatiopaineita, mikä puolestaan altistaisi taloudet inflaatio-odotusten kasvun sekä palk-

ka- ja hintakierteiden vaikutuksille. Ensiksikin suhdannekehitys on alkanut parantua joissain maissa. Toiseksikin väliaikaisten tekijöiden, kuten elintarvikkeiden hintojen laskun, vaikutukset ovat poistumassa. Kolmanneksi inflaatiopaineiden väliaikaiseen lisääntymiseen saattavat myös vaikuttaa EU:hun liittymiseen liittyvät tekijät, kuten hintojen sääntelyn purkaminen, elintarvikkeiden hintojen sopeuttaminen, kun EU:hun liittyvät maat ottavat käyttöön yhteisen maatalouspolitiikan, sekä EU:n lainsäädännön edellyttämä välillisten verojen sopeuttaminen. Lähentymisprosessi vaikuttaa todennäköisesti jossain määrin tulevien vuosien inflaatiokehitykseen Balassa–Samuelson-vaikutuksen (ks. kehikko 4) ja palkkapaineiden takia. Balassa–Samuelson-vaikutuksen ja palkkapaineiden vaikutukset ovat todennäköisesti riippuvaisia nimellisten valuuttakurssien kehityksestä.

### RAHA- JA VALUUTTAKURSSIPOLITIIKAT

EU:hun liittyvät maat noudattavat erilaisia rahapolitiikan strategioita, jotka kuvastavat niiden nimellistä, reaalista ja rakenteellista erilaisuutta. Kiinteän valuuttakurssin järjestelmää käyttävät maat ohjaavat rahapolitiikkaansa valuuttakurssitavoitteen mukaisesti. Toiset maat ovat valinneet rahapolitiikan strategiaksi inflaatiotavoitteen tai noudattavat jotain yhdistelmästrategiaa. Kahdessa maassa valuutta on puolestaan kiinnitetty yksipuolisesti euroon  $\pm 15$  prosentin vaihteluvälillä. Vuonna 2003 EU:hun liittyvien maiden valuuttakurssijärjestelmät pysyivät ennallaan. Usean EU:hun liittyvän maan rahapolitiikkaan on kuitenkin tehty muutoksia, joiden tarkoituksena on yleensä ollut saattaa rahapolitiikka tulevan rahapoliittisen yhdentymisen mukaiseksi.

Maiden harjoittamat raha- ja valuuttakurssipolitiikan strategiat ovat vaikuttaneet merkittävästi makrotalouden tasapainottumiseen näissä maissa, sillä ne ovat muodostaneet luotettavan ankkurin inflaatio-odotuksille tilanteessa, jossa useimpien näiden maiden taloudet ovat olleet huomattavan avoimia. Nimellisten valuuttakurssien vaihtelu on kuitenkin viime aikoina lisääntynyt maissa, joissa on joustavat valuutta-



kurssijärjestelyt. Tämä kehitys johtui monesta tekijästä, kuten makrotaloudellisen ja julkisen talouden kehityksen aikaansaamista markkina-psykologian muutoksista, ja joissain tapauksissa ulkoisista sokeista. Valuuttakurssien voimakas vaihtelu saattaa vaikeuttaa rahapolitiikan harjoittamista, vaikuttaa haitallisesti kauppaan ja vaikeuttaa tasapainovaluuttakurssien arvioimista.

Kun uudet jäsenvaltiot liittyvät EU:hun, niiden on pidettävä valuuttakurssipolitiikkaansa yhteisenä etuna ja niiden rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on oltava hintavakauden saavuttaminen. Uusien jäsenvaltioiden odotetaan myös liittyvän ERM II:een jossain vaiheessa. Erilaiset valuuttakurssijärjestelmät soveltuvat käytettäväksi ERM II:ssa. ERM II:ssa ei kuitenkaan voida hyväksyä vapaata kelluntaa (tai ohjattua kelluntaa ilman yhteisesti sovittua keski-kurssia), liukuvia kiinnityksiä tai kiinnityksiä muihin valuuttoihin kuin euroon. Tämä tarkoittaa sitä, että joissain tapauksissa valuuttakurssipolitiikka on saatettava järjestelmän piirteiden mukaiseksi. Useat EU:hun liittyvät maat pohtivat tällä hetkellä raha- ja valuuttakurssi-strategiaansa tulevaa ERM II:een liittymistä silmällä pitäen.

Joulukuun 18. päivänä 2003 EKP:n neuvosto julkisti kannanoton valuuttakurssikysymyksistä, jotka koskevat EU:hun liittyviä maita. Kannanoton tarkoituksena on auttaa tulevia jäsenmaita ohjaamaan rahatalouden yhdistymisprosessiaan.

### **TALOUSKASVU JA REAALINEN LÄHENTYMINEN**

Maailmantalouden kasvu hidastui, mutta useimpien EU:hun liittyvien maiden talouskasvu säilyi vahvana vuonna 2003, ja BKT:n määrän kasvun arvioitiin olevan keskimäärin noin 3,5 %. Tuotannon kasvu oli erityisen vahvaa Baltian maissa. Suurimman EU:hun liittyvän maan, Puolan, talous elpyi myös voimakkaasti kahden hitaan talouskasvun vuoden jälkeen. Useimpien EU:hun liittyvien maiden talouskasvua nopeutti erityisesti vahva kotimainen kysyntä, jota lisäsi finanssipolitiikan keventäminen ja palkkojen huomattava nousu. Viennin kasvu hidastui

useimmissa EU:hun liittyvissä maissa, mutta se oli silti vahvaa, kun otetaan huomioon maailmantalouden hidaskasvu ja maiden kaupan vahva integroituminen euroalueeseen. Joissain maissa nettoviennin vaikutus BKT:n määrän kasvuun jopa lisääntyi huomattavasti.

Tällä hetkellä asukasta kohden laskettu BKT:n määrä on edelleen suurempi EU:n nykyisissä jäsenmaissa kuin useimmissa EU:hun liittyvissä maissa. EU:hun liittyvien maiden BKT asukasta kohden on ostovoimalla mitattuna keskimäärin noin 49 % EU:n vastaavasta BKT:stä vuonna 2002. Nimellisillä valuuttakursseilla mitattuna se oli kuitenkin keskimäärin vain 26 %. Reaalitulojen lähentyminen EU-maiden tasolle on hidaskasvu, sillä EU:hun liittyvien maiden ja EU:n nykyisten jäsenmaiden kasvuerojen suuruus on muutamana viime vuonna ollut keskimäärin noin 2 prosenttiyksikköä.

Tulevina vuosina EU:hun liittyvien maiden tärkeimpänä haasteena on edetä reaalisessa lähentymisessä vaarantamatta saavutuksia makrotalouden vakauttamisessa. Useimmat EU:hun liittyvät maat voivat saavuttaa 4–6 prosentin keskimääräisen kasvuvauhdin keskipitkällä aikavälillä, mikäli rakenneuudistukset etenevät ja talouden vakauteen tähtäävä politiikka säilyy muuttumattomana. BKT:n määrän kasvun odotetaan nopeutuvan useiden kasvua edistävien tekijöiden – erityisesti EU:hun liittymisen – vaikutuksen lisääntyessä. Vaikka rakennemuutokset ja suuret investoinnit edistävät talouskasvua, ne saattavat myös aiheuttaa tuotannon vaihtelujen lisääntymistä, varsinkin kun investoinnit ovat yleensä suhdanneherkempiä kuin kysyntä. Tuotannon vaihtelut aiheuttavat siten edelleen haasteita päätöksentekijöille.

### **MAKSUTASEEN KEHITYS**

Useimpien EU:hun liittyvien maiden reaalisessa lähentymisessä liittyi huomattava vaihtotaseen alijäämä. Kymmenen maan vaihtotaseen alijäämän arvioidaan olleen vuonna 2003 noin 3,9 % BKT:stä. Vaihtotaseen alijäämä oli erityisen suuri eräissä pienissä maissa. Investointipäätökset voivat perustua virheellisiin käsityk-

siin talouden tilasta – esimerkiksi potentiaalisen tuotannon kasvun arvioimisesta liian suureksi tai epäsuotuisten häiriöiden todennäköisyyden arvioimisesta liian pieneksi. Jos vaihtotaseen alijäämän kasvu johtuu tällaisista virheellisistä investointipäätöksistä ja säästämisestä, ulkoisen varallisuuden kestävyys saattaa joutua koe- tukselle keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ja maiden talouksien ulkoinen haavoittuvuus saattaa lisääntyä. Empiiriset tiedot ovat tähän mennessä osoittaneet, että useimmilla EU:hun liittyvillä mailla ei ole suuria kilpailukykyongelmia. Maailmantalouden kasvun hidastumisesta huolimatta useimpien maiden viennin kasvuvauhti on ollut vakaa parin viime vuoden aikana, ja monet niistä ovat lisänneet osuuttaan EU:n markkinoista.

Tulevaisuudessa maiden ulkoista kilpailukykyä saattavat uhata riskit, jos maita painostetaan voimakkaasti sovittamaan palkka- ja hintatasonsa yhteen EU-maiden kanssa liian nopeasti. Löysän finanssipolitiikan ja tiukan rahapolitiikan huonosti yhteensopiva yhdistelmä saattaa aiheuttaa valuutan huomattavan – joskin väliaikaisen – vahvistumisen. Vaihtotaseen kestävyyttä saattavat uhata myös mahdolliset muutokset sen rahoittamisessa. Vaikka pääomavirtojen odotetaan yleensä edistävän reaalista lähentymistä – esimerkiksi teknologiatuontina ja johtamistaitona – niihin saattaa sisältyä myös tasapainoa horjuttavia tekijöitä. Näin saattaisi käydä, jos pääomavirtojen määrä ja luonne muuttuisi huomattavasti nykyisestä tilanteesta, jossa pääoman nettotuonti suorina ulkomaisina sijoituksina kattaa suurimman osan maiden vaihtotaseen alijäämästä. Yksityistämisen prosessin päätyttyä useimmissa EU:hun liittyvissä maissa suoriin ulkomaisiin sijoituksiin liittyvän pääomatuonnin kasvun mahdollinen hidastuminen saattaa tällaisessa tilanteessa olla haaste, vaikka EU:hun liittyminen saattaa lisätä pääoman tuontia suorina ulkomaisina sijoituksina uusinwestointeihin eli uusiin projekteihin. Tämä saattaa kompensoida yksityistämiseen liittyvien suorien ulkomaisten sijoitusten vähenemistä. Erittäin vaihtelevien pääomavirtojen hallinta saattaa tulla entistäkin haasteellisemmaksi, kun makrotalouspolitiikka

keskittyy yhä enemmän ERM II:een liittymisen valmisteluihin ja myöhemmin euron käyttöönottoon. Maiden absorptiokyvyn huomattavasti ylittävät pääomavirrat saattavat myös johtaa talouden ylikuumenemiseen ja tuotannon vaihtelujen lisääntymiseen.

### **JULKISEN TALOUDEN KEHITYS**

Taloukskasvun elpymisestä huolimatta EU:hun liittyvien maiden julkisen talouden alijäämät olivat vuonna 2003 keskimäärin suuria – kymmenen maan julkisen talouden alijäämä oli noin 5 % BKT:stä. Julkisen talouden kehitys vaihteli myös edelleen maittain. Useimpien EU:hun liittyvien maiden julkisen talouden rahoitus-alijäämä on suurimmaksi osaksi rakenteellinen ja automaattisten vakauttajien (julkisen talouden rahoitusaseman automaattinen muuttuminen talouden suhdannevaihteluiden mukaan) vahvuus näyttää olevan rajallinen. Jotta EU:hun liittyvät maat voivat vakauttaa julkisen talouden rahoitusasemaansa, niiden on uudistettava julkisten menojen ja tulojen rakennetta kestävästi ja tulevaa kehitystä ennakoiden. Vaikka EU:hun liittyvien maiden keskimääräinen velkasuhde on suhteellisen pieni, jatkuva huomattava julkisen talouden alijäämä tilanteessa, jossa yksityistämistulot ovat loppumassa, saattaa aiheuttaa julkisen velan epäsuotuisan kehittymisen. Tällainen kehitys saattaa vaikuttaa pääomavirtoihin ja valuuttakurssin kehitykseen. Väestön ikääntymiseen liittyvät vastuuvelat saattavat myös aiheuttaa lisähaasteita ainakin joillekin EU:hun liittyville maille.

Julkisen talouden vakauttaminen tulee yhä haasteellisemmaksi EU:hun liittyvien maiden kustannuspaineiden lisääntyessä tulevina vuosina. Kustannuspaineita lisäävät siirtymäprosessin loppuunsaattaminen, EU:n budjetin maksusuudet, EU:n säännösten täytäntöönpano sekä Nato-jäsenyyteen liittyvät budjettivaatimukset. Myös tulevat eläke- ja terveydenhuoltojärjestelmien uudistukset ja lähentymisen prosessin aikaiset julkiset investoinnit saattavat vaikuttaa huomattavasti EU:hun liittyvien maiden julkisen talouden rahoitusasemaan. Samanaikaisesti EU:n kilpailulakien täytäntöönpano saattaa vähentää joitakin tuki-

palkkioita, mikä saattaa jonkin verran lievittää julkisen talouden paineita.

Kun uudet jäsenmaat liittyvät EU:hun, niitä koskevat – kuten kaikkia muitakin jäsenmaita – vakaus- ja kasvusopimuksen määräykset, jotka sisältävät vaatimuksen, jonka mukaan maiden pitää välttää liiallisia alijäämiä ja saavuttaa julkisen talouden rahoitusasema, joka on lähellä tasapainoa tai ylijäämäinen keskipitkällä aikavälillä. Uskottava julkisen talouden tasapainottamisura on myös tarpeen EU:hun liittyvien maiden mahdollista tulevaa rahatalouden yhdentymistä silmällä pitäen. ERM II:een liittyminen ei edellytä ennalta määrättyjen kriteerien täyttämistä. Jotta maiden osallistuminen ERM II-järjestelmään olisi kitkatonta, niiden täytyy kuitenkin tehdä huomattavia muutoksia politiikkaansa ennen kuin ne liittyvät siihen. Maiden on myös tasapainotettava uskottavasti julkista talouttaan.

## 1.2 EU:HUN LIITTYVIEN MAIDEN RAHOITUS-MARKKINOIDEN KEHITYS

### PANKKISEKTORI

Useimpien EU:hun liittyvien maiden rahoitusmarkkinat ovat melko ohuet, mikä johtuu näiden maiden talouksien koosta ja luottojen ja talletusten pienestä määrästä. Vaikka EU:hun liittyvien maiden rahoitusmarkkinat ovatkin pankkikeskeiset, rahoituksen välitys (pankkien rooli välittäjinä varojen kanavoinnissa tallettajilta lainanottajille) on yhä melko vaatimatonta. Kyproksen ja Maltan tilanne on kuitenkin toinen, sillä nämä maat eivät joutuneet läpikäymään siirtymäprosessia keskeisesti johdetusta suunnitelmataloudesta markkinatalouteen. EU:hun liittyvistä maista Keski- ja Itä-Euroopan maissa rahoituksen välityksen osuus on vain yksi kolmasosa euroalueen keskiarvosta ja pienempi kuin kehittyvissä markkinatalouksissa, joissa on sama tulotaso. Tämä johtuu lähinnä 1) siirtymäprosessin lähtötilanteesta, 2) näiden maiden 1990-luvun alun pankkikriisien kielteisistä vaikutuksista, 3) kotimaisten yritysten suhteellisen lyhyestä toimintahistoriasta, minkä vuoksi yritykset tu-

keutuvat etupäässä omiin rahoituslähteisiin ja 4) huomattavasta pääomatuonnista suorina ulkomaisina sijoituksina joihinkin maihin.

Pienestä koostaan huolimatta EU:hun liittyvien maiden pankkisektorit näyttävät olevan verrattain vahvat ja vakavaraiset, ja niiden markkina-arvo, kannattavuus ja saamisten laatu on kaiken kaikkiaan tyydyttävä. Lisäksi suurin osa EU:hun liittyvien maiden pankkisektoreista on ulkomaalaisomistuksessa. Vuoden 2002 lopussa noin 70 % EU:hun liittyvien maiden (lukuun ottamatta Kyprosta ja Maltaa) pankkisektorien enimmäispääomasta ja noin 80 % saamisista oli ulkomaalaisomistuksessa.<sup>4</sup> Pankkisektorin uudelleenjärjestely ja vahvistaminen pankkien yksityistämisen ja ulkomaalaisomistuksen sallimisen kautta on lisännyt sektorin vakavaraisuutta lisäämällä pääomaa ja rahoitusta ja parantamalla teknologiaan, hallinnointiin ja riskien hallintaan liittyvää asiantuntemusta. Joidenkin EU:hun liittyvien maiden pankkisektoreilla on kuitenkin vielä huomattava määrä järjestel- emättömiä luottoja. Järjestellettömien luottojen määrä on kuitenkin vähenemässä, ja varaukset niihin liittyviä riskejä varten näyttävät olevan suhteellisen hyvät. Joidenkin maiden yrityssektori on myös suhteellisen altis ulkomaanvaluuttojen muutosten vaikutuksille. Jos näiden maiden kotimaanvaluutta heikkenee huomattavasti, pankkisektorille saattaa koitua luottoriskejä, jotka saattavat puolestaan vaikuttaa raha- ja valuuttakurssipolitiikan harjoittamiseen.

Tulotasojen lähentymisen edetessä päättäjien suurimpana haasteena on rahoituksen välityksen syvenemisen hallinta ja rahoituslaitosten toiminnan voimakas laajentaminen, ilman että sektorin tai koko talouden tasapaino vaarantuu. On esimerkiksi todennäköistä, että kotimaiset yritykset turvautuvat yhä enemmän ulkoiseen kuin sisäiseen rahoitukseen. Kun kotitalouksien tulonäkymät ja luottokelpoisuus parantuvat, kotitaloudet saattavat yhä enenevässä määrin tasoittaa kulutuksen muutoksia. Rahoituksen

<sup>4</sup> Latvia ja Slovenia erottuvat tässä suhteessa, sillä niiden pankkisektorien ulkomaalaisomistus on huomattavasti keskimääräistä vähäisempää.

välitys on lisääntynyt viime vuosina huomattavasti useimmissa EU:hun liittyvissä maissa – joskin se oli aiemmin melko vähäistä. Vuosina 2002 ja 2003 yksityisille yrityksille ja kotitalouksille myönnettyjen luottojen kasvuvauhti oli erityisen nopea Kyproksella, Unkarissa, Slovakiassa sekä kolmessa Baltian maassa. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen kasvuvauhti oli erityisen nopea – se oli nopeampi kuin yhteenlaskettujen luottojen kasvuvauhti. Lainojen sektorikohtaisesta jakautumisesta voidaan todeta, että kiinnelainat ovat yksi nopeimmin kasvavista luottomarkkinoiden segmenteistä. Kiinnelainojen määrä oli tosin aiemmin erittäin vähäinen. Vuonna 2002 ja vuoden 2003 alussa asuntolainojen kasvuvauhti oli erityisen nopea Unkarissa, Latviassa ja Puolassa.

Vaikka luottojen määrä on edelleen pieni useimmissa EU:hun liittyvissä maissa ja vaikka useimpien luottojen vakuutena on kiinnitys, rahoituksen välityksen nopea lisääntyminen ja rahoitussektorin taseiden kasvaminen saattavat lisätä yksittäisten rahoituslaitosten ja koko rahoitussektorin tuloskehityksen vaihtelua. Erityisesti tämän vuoksi EU:hun liittyvien maiden rahoitussektorilla on ylläpidettävä uskottavaa ja hyvin johdettua luottolaitosten toiminnan vakauden valvonta- ja sääntelyjärjestelmää. Tämän vuoksi kotimaan valvontaviranomaisten ja ulkomaisten emopankkien valvonnasta vastaavien on myös lisättävä yhteistyötä rahoitussektorin rakenteen valvonnassa.

### **JOUKKOLAINA- JA OSAKEMARKKINAT**

Joukkolainamarkkinoiden koko vaihtelee maittain, mutta valtio on suurin velkapaperien liikkeeseenlaskija useimmissa EU:hun liittyvissä maissa. Useimpien EU:hun liittyvien maiden osakemarkkinat ovat suhteellisen pienet erityisesti kansainvälisiin osakemarkkinoihin verrattuna. Niistä on myös saatavilla vain valikoidusti tietoa ja tutkimustuloksia.

Kaikkien EU:hun liittyvien maiden paitsi Puolan ulkomaanvelkamarkkinat ovat pienet verrattuna kehittyviin talouksiin, kuten Brasiliaan, Venäjään tai Turkkiin. Ulkomaanvelan määrä vaihtelee maittain, ja joissain maissa – kuten

Virossa ja Latviassa – brutto- ja nettovelan määrässä on huomattava ero. Muutokset velkannoissa nopeutuivat myös joissain maissa.

Joukkolainamarkkinoiden segmentti on viime vuosina kehittynyt eniten, erityisesti Tšekissä, Unkarissa ja Puolassa. Makrotalouden vakauttaminen – erityisesti inflaatiovauhdin hidastuminen ja korkojen lasku – ja mahdollinen EU-jäsenyys on vähentänyt maariskiä ja houkuttellut sijoittajia, joten kotimaisten joukkolainojen pitkäaikaiset tuotot ovat pudonneet huomattavasti useimmissa EU:hun liittyvissä maissa. Lisääntynyt huolestuneisuus finanssipolitiikan suunnasta ja yleisen talouspolitiikan johdonmukaisuudesta joissain maissa johti vuoden 2003 jälkipuoliskolla kuitenkin siihen, että tuottoerot euroalueeseen nähden alkoivat uudelleen jonkin verran suurentua verrattuna tuottoeroihin edellisinä vuosineljänneksinä.

EU:hun liittyvien maiden keskeisten valuuttojen määräisinä liikkeeseen laskemien valtion joukkolainojen tuotot säilyivät vähäisinä. Tuottojen lähentyminen kohti euroalueen vastaavia tuottoja johtui osittain kehittyvien talouksien joukkolainojen maailmanlaajuisesta vahvistumisesta. Maiden mahdollinen EU-jäsenyys ja valtioiden riskiluokituksen paraneminen näyttää myös pienentäneen tuottoeroja. EU:hun liittyvien maiden kehitys näyttää yleisesti ottaen eriytyneen muiden kehittyvien talouksien kehityksestä. EU-jäsenyyden myönteisillä vaikutuksilla on tällöin todennäköisesti edelleen keskeinen rooli makrotaloudellisessa ja rakenteellisessa kehityksessä. Johtopäätöksiä tuottojen kehittymisestä tulisi kuitenkin tehdä varoen sillä monen EU:hun liittyvän maan joukkolainamarkkinat ovat melko epälikvidit.

EU:hun liittyvien maiden osakemarkkinat kehittyivät keskimäärin suotuisasti vuonna 2003 ja jokseenkin samansuuntaisesti kuin muiden kehittyvien talouksien osakemarkkinat. Niiden kasvu oli kuitenkin tuntuvampi kuin euroalueen osakemarkkinoiden. Latvian ja Liettuan osakemarkkinat kasvoivat erityisen voimakkaasti, koska osakehinnat lähes kaksinkertaistuivat vuonna 2003. Viron ja monen EU:hun liittyvän

Keski-Euroopan maan osakemarkkinoiden kasvu oli myös vahvaa. Muutamien maiden pörsien kehitys vuonna 2003 ei kuitenkaan ollut yhtä suotuisa: Kyproksella osakkeiden hinnat laskivat ja Maltalla osakkeiden hinnat nousivat vain suhteellisen vähän.

## 2 JURIDINEN KEHITYS

Eurojärjestelmälle on äärimmäisen tärkeää varmistaa, että EU:hun liittyvät maat hyväksyvät ja panevat täytäntöön eurojärjestelmän toimivaltaan liittyvän EU:n säännösten oikea-aikaisesti. Tämä koskee EU:n perustamissopimuksen ja EKP:n perussäännön keskuspankkeja ja erityisesti keskuspankkien riippumattomuutta koskevia määräyksiä sekä EU:n rahoitusmarkkinalainsäädäntöä. Vuonna 2003 eurojärjestelmä analysoi tiiviissä yhteistyössä EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien kanssa sitä, kuinka hyvin maat täyttävät nämä vaatimukset.

Keskuspankkien riippumattomuuden suhteen EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien perussäännöt analysoitiin EMI:n ja EKP:n juristen lähentymisraporttien kriteerien perusteella. Näitä kriteereitä ovat institutionaalinen, henkilökohtainen, toiminnallinen ja taloudellinen riippumattomuus. Perussääntöjä arvioitiin myös EKP:n ja EMI:n lausuntojen valossa niiden toimivaltaan liittyvissä asioissa, kun laadittiin kansallisia säädösluonnoksia ja etenkin EU:n jäsenvaltioiden kansallisten keskuspankkien lainsäädäntöä. Lausunnot ovat auttaneet EU:hun liittyviä maita tarkistamaan keskuspankkia koskevaa lainsäädäntöään, jotta se täyttäisi EKP:n perustamissopimuksen vaatimukset ja loisi siten perustan institutionaaliselle riippumattomuudelle.

Keskuspankkien ja rahoituslaitosten on toimitettava vakaassa oikeusjärjestelmässä. EU:n säännöstö sisältää tärkeitä rahoitussektoria ja keskuspankkitoimintaa koskevia määräyksiä. Uusien jäsenvaltioiden on EU:hun liittymisestään lähtien ehdottomasti noudatettava näitä määräyksiä (ellei liittymissopimuksessa ole määrätty siirtymäkauden järjestelyistä). Tämän vuoksi eurojärjestelmä keskittyi analyysissaan myös rahoitusmarkkinalainsäädäntöön erityisesti seuraavilla aloilla: pääomien vapaa liikkuvuus, julkisen sektorin keskuspankkirahoitusta ja erityisoikeuksia koskevat kiellot, rahoitusmarkkinoiden sääntely, vakuudet, maksujärjestelmät, maksukyvyttömyys ja setelit.

Analyysissa luotiin yleiskatsaus maissa annettuihin säädöksiin ja kansallisille parlamenteille

1.10.2003 mennessä hyväksyttäväksi esitettyihin lakiehdotuksiin. Kaikki EU:hun liittyvät maat ovat aloittaneet ne toimet, joita keskuspankin riippumattomuuden saavuttaminen edellyttää. Useimpien maiden keskuspankit ovat jo saavuttaneet riippumattomuuden tai sen saavuttamisessa on edetty pitkälle. Joidenkin maiden kansallisen lainsäädännön sanamuoto ei vielä täysin vastaa perussäännön sanamuotoa. Näissä tapauksissa analyysissa esitetään kansallisen lainsäädännön mukauttamista edelleen. EU:n säännöstö pannaan täytäntöön eurojärjestelmään liittyvillä alueilla viimeistään, kun maat liittyvät EU:hun, ellei siirtymäkauden järjestelyistä ole sovittu.

Analyysin tulokset esitettiin EU:hun liittyvien maiden keskuspankeille, EU:n neuvostolle ja Euroopan komissiolle. Tämä analyysi ei ollut osa sitä arviointiprosessia, joka johtaa uusien jäsenmaita koskevien lähentymisraporttien hyväksymiseen. Perustamissopimuksen artiklan 122 kohdan 2 mukaan EKP:n on laadittava jäsenmaita koskevat lähentymisraportit. Analyysin tarkoituksena oli antaa taustatietoa eurojärjestelmän säännösten täytäntöönpanon valmisteluista niissä EU:hun liittyvissä maissa, jotka tulevat EMUn jäseniksi maina, joita koskee poikkeus. Analyysi auttoi myös EU:hun liittyvien maiden keskuspankkeja määrittelemään kansallisen roolinsa lähentymisprosessissa. Analyysit ovat myös auttaneet Euroopan komissiota syventämään keskuspankkien riippumattomuuteen liittyvien asioiden tarkastelua.

## 3 LIITTYMISVALMISTELUT

Vuonna 2003 eurojärjestelmä lujitti monenvälistä ja kahdenvälistä yhteistyötään EU:hun liittyvien maiden kanssa. Toukokuusta 2003 lähtien EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien pääjohtajat ovat osallistuneet yleisneuvoston kokouksiin tarkkailijoina ja hakijamaiden keskuspankkien asiantuntijat ovat osallistuneet EKPJ:n komiteoiden ja työryhmien kokouksiin tarkkailijoina (ks. luvun 8 osa 1). Tämä on helpottanut huomattavasti osapuolien yksityiskohtaista työtä laajentumisen moninaisissa kysymyksissä. Teknisiä konsultaatioita pidettiin myös säännöllisesti ja EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien johtavia asiantuntijoita koskeva laaja vierailuohjelma toteutettiin.

EU:n laajentumisvalmistelut etenevät yleisesti ottaen aikataulussa, minkä ansiosta EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien suunniteltu integroituminen EKPJ:hin sujunee kitkattomasti.

Vuonna 2003 EKP laati liittymisen yleissuunnitelman, jonka tarkoituksena oli ohjata EKP:n kaikkien toimintojen suunnittelua, täytäntöönpanoa ja seuranta EKPJ:n ja eurojärjestelmän laajentumista silmällä pitäen. Yleissuunnitelman mallina oli EMIn yleissuunnitelma, jossa määriteltiin välttämättömät organisatoriset ja logistiset puitteet sille, että EKPJ kykeni huolehtimaan tehtävistään EMUn kolmannessa vaiheessa. Säännöllinen seuranta takaa sen, että kaikki liittymistä koskevat tärkeät asiat käsitellään ajallaan. Näin EU:hun liittyvien maiden kansallisten keskuspankkien integroituminen EKPJ:hin sujuu kitkatta eikä vaikuta EKPJ:n järjestelmien operationaaliseen eheyteen. Yleissuunnitelmaan säännöllisesti tehtävät tarkistukset ilmoitetaan koko EKPJ:lle ja kaikille EU:hun liittyville maille. Kaikki toimet toteutetaan yleissuunnitelman mukaisesti.

### 3.1 KESKUSPANKKITOIMINNOT

Keskuspankkitoiminnoissa liittymisvalmistelut koskivat etupäässä niitä keskuspankkien tehtäviä, joihin EKPJ:n laajentuminen toukokuussa 2004 vaikuttaa – erityisesti vakuuskelpoisia arvopapereita ja ERM II:ta.

Kun kyse on eurojärjestelmän luotto-operaatioiden vakuudeksi hyväksytyistä arvopapereista, tietyt ainoastaan EU:hun liittyvissä maissa listatut arvopaperit lisätään vakuuskelpoisten arvopaperien listaan maiden keskuspankkien liittyessä EKPJ:hin. Näin ollen EU:hun liittyvien maiden keskuspankit ryhtyvät toukokuusta 2004 lähtien suorittamaan vakuuskelpoisten arvopaperien tunnistamiseen, arviointiin ja raportointiin liittyviä vakuushallinnan toimintoja. EKP järjesti EU:hun liittyville maille näitä toimintoja käsittelevän työpajan marraskuussa 2003 valmistellakseen maita tuleviin tehtäviin.

EKPJ analysoi yksityiskohtaisesti laajentuneen ERM II:n operatiivista toimivuutta. Helmikuussa 2004 se järjesti EU:hun liittyville maille työpajan, jossa käsiteltiin tähän liittyviä kysymyksiä. Nämä valmistelut sekä keväällä 2004 suoritettava testaus taannevat ERM II:n kitkattoman operationaalisen toiminnan.

Niiden alueiden lisäksi, joihin EKPJ:n laajenus vaikuttaa, huomattavaa edistystä saavutettiin myös eurojärjestelmän laajentumiseen liittyvissä operatiivisissa kysymyksissä. EKP käynnisti tutkimuksia esimerkiksi eurojärjestelmän laajentumisen vaikutuksista rahapolitiikan toteuttamiseen ja EKP:n valuuttavarannon hoitoon.

### 3.2 MAKSU- JA SELVITYSJÄRJESTELMÄT

Vuonna 2003 EKP määritteli menettelytavat EU:hun liittyvien maiden integroimiseksi TARGET-järjestelmään. Maille tarjottiin mahdollisuutta liittyä TARGETiin samalla, kun ne liittyvät EU:hun. Useimmat EU:hun liittyvät maat aikovat kuitenkin liittyä järjestelmään vasta, kun ne ottavat euron käyttöön. EKP kehitti myös vararatkaisua, jota käytetään, jos TARGET2:n (ks. luvun 2 osa 2.2) jaettu laitealusta ei ole käytettävissä ensimmäisten EU:hun liittyvien maiden liittyessä euroalueeseen.

Vuonna 2002 laadittiin arvio markkinoiden infrastruktuurin turvallisuudesta ja tehokkuudesta ja siihen liittyvästä yleisvalvonnasta. EU:hun

liittyvien maiden keskuspankit raportoivat, miten ne edistyivät EKP:n antamien yleisten ja maakohtaisten suositusten täytäntöönpanossa vuonna 2003. Maiden keskuspankit ovat edistyneet täytäntöönpanossa merkittävästi, ja ne jatkavat ponnistelujaan keskeneräisten asioiden loppuunsaattamiseksi. Tarvittaessa ne tekevät tiiviistä yhteistyötä muiden EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien kanssa.

EKP järjesti EU:hun liittyvien maiden keskuspankeille työpajoja, joiden tarkoituksena oli auttaa niitä valmistautumaan EU:hun ja myöhemmin euroalueeseen liittymiseen. Varsovassa pidetyssä työpajassa keskityttiin niihin EKPJ:n ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean (Committee of European Securities Regulators, CESR) yhteistyön alustaviin tuloksiin, jotka liittyvät arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmien standardien luomiseen EU-maissa. Prahassa järjestetyssä työpajassa käsiteltiin eurojärjestelmän vakuuskäytäntöä sen varmistamiseksi, että EU:hun liittyvien maiden keskuspankit sopeutuvat vakuuskäytännön keskeisiin ominaisuuksiin mahdollisimman nopeasti. Ljubljanassa järjestetyssä työpajassa tarkasteltiin keskusvastapuoliselvityksen kustannuksia, hyötyjä ja riskejä. Roomassa pidetyssä keskuspankkien repo-konferenssissa (”Repo conference for central banks – the landscape of the European market”) käsiteltiin markkinoiden viimeaikaista kehitystä ja tehokkaiden ja integroituneiden repo-markkinoiden perustamisen edellytyksiä erityisesti EU:n laajentumista silmällä pitäen. EKP järjesti kaikki työpajat yhteistyössä paikallisen keskuspankin kanssa.

Vuonna 2003 eurojärjestelmä auttoi EU:hun liittyvien maiden keskuspankkeja myös arvioimaan, ovatko niiden arvopaperikaupan selvitys- ja toimitusjärjestelmät EKPJ:n luotto-operaatioiden vaatimusten mukaisia (EU-maiden arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien arviointi EKPJ:n luotto-operaatioiden vaatimusten mukaan). Nämä vaatimukset ovat luoneet edellytykset keskuspankkien luotto-operaatioiden tehokkaalle ja turvalliseen toteuttamiseen (ks. luvun 3 osa 4.3). Arvioinnin tarkoituksena oli tunnistaa aikaisessa vaiheessa asiat, jotka on

korjattava eurojärjestelmän luotto-operaatioiden kitkattoman toiminnan varmistamiseksi. Arviointi käsitti 20 arvopaperikaupan selvitysjärjestelmää ja yhden EU:hun liittyvän maan keskuspankin käyttämän järjestelmän. Jokaista järjestelmää varten annettiin suosituksia. Nämä suositukset on pantava täytäntöön, jotta järjestelmä soveltuu täysin käytettäväksi eurojärjestelmän luotto-operaatioissa.

EKP:n ja Keski- ja Itä-Euroopan maiden arvopaperikeskusten ja clearingyhteisöjen liiton (Central and Eastern European Central Securities Depositories and Clearing Houses Association) edustajat tapasivat viidennen kerran lokakuussa 2003. Kokouksessa EKP antoi EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien, arvopaperimarkkinavalvojien, arvopaperikeskusten ja clearingyhteisöjen edustajille tietoa monista liittymistä koskevista kysymyksistä.

EKP ja European Payments Council (EPC), joka on Euroopan luotonantoyhdistysten (European Credit Sector Associations) ja tärkeimpien pankkien perustama elin, järjestivät erityisen työpajan EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien ja maiden kansallisten pankkisektorien valikoiduille edustajille. Työpajan tarkoituksena oli jakaa tärkeitä tietoja siitä, kuinka EU:hun liittyvät maat saadaan integroitua onnistuneesti yhtenäiseen euromaksualueeseen (Single Euro Payments Area, SEPA). Euroopan komission edustajat osallistuiivat myös työpajaan.

### 3.3 SETELIT

Vuonna 2003 EKP auttoi EU:hun liittyvien maiden keskuspankkeja rakentamaan infrastruktuurin euroväarennösten käsittelemiseksi. Infrastruktuurin on oltava valmis maiden liittyessä EU:hun. Euron käyttöönoton jälkeiset valmistellut käteisen euron käyttöön ottamiseksi vievät näissä maissa kauan aikaa. Tämän vuoksi EKP järjesti EU:hun liittyvien maiden keskuspankeille työpajoja, joissa käsiteltiin erityisesti eurosetelien liikkeeseenlaskuun ja käsittelyyn



liittyviä järjestelyjä ja eurosetelien hankintaa EU:hun liittyvissä maissa.

### 3.4 TILASTOT

Kööpenhaminassa lokakuussa 2002 pidetyssä korkean tason kokouksessa EU-jäsenvaltioiden ja hakijamaiden talous- ja valtionvarainministerit pyysivät Euroopan komissiota (Eurostat) ja EKP:tä laatimaan hakijamaille toimintasuunnitelman reaalityökaluun, rahataloutta ja rahoitusmarkkinoita koskevia tilastoja varten. Euroopan komission (Eurostat) ja EKP:n laatima toimintasuunnitelma hyväksyttiin toukokuussa 2003 hakijamaiden kanssa pidetyssä korkean tason kokouksessa. Kokouksen osallistujat totesivat, että tilastotietojen kattavuus ja ajantasaisuus on parantunut jatkuvasti. Toimintasuunnitelma osoitti kuitenkin myös, että elleivät EU:hun liittyvät maat tehdä huomattavia ponnisteluja ennen EU:hun liittymistään, ne eivät täytä tietojen ajantasaisuutta ja yksityiskohtaisuutta ja muita laadun osa-alueita koskevia vaatimuksia.

Toimintasuunnitelmassa painotetaan lähentymisen arvioimiseen tarvittavien tilastojen tuottamista ja rakennetilastoja. Suunnitelma koostuu kahdesta osasta: ensimmäisessä osassa käsitellään tilastoja, joista vastaa Euroopan komissio (Eurostat) eli vuosittaista kansantalouden tilinpitoa, julkisen talouden alijäämää ja julkista velkaa, YKHIä ja rakenteellisia indikaattoreita koskevia tilastoja sekä lyhyen aikavälin tilastoja. Useimpien toimintaohjelmien tavoitteena on parantaa 1) tilastojen saatavuutta ja käsitteellistä vastaavuutta toukokuuhun 2004 mennessä sekä 2) EU:n tilastosäädösten noudattamista yleensä. Toimintasuunnitelman toisessa osassa käsitellään maksutasetilastoja ja ulkomaista varallisuutta koskevia tilastoja, rahan-, pankki- ja rahoitusmarkkinatilastoja sekä neljännesvuosittaista rahoitustilinpitoa, joista EKP vastaa. Lähes kaikki nämä tilastot kerätään EU:hun liittyvien maiden keskuspankeilta. Toimintasuunnitelman toisen osan toimintaohjelmien tavoitteena on varmistaa EKPJ:n vaatimusten täyttäminen.

Toimintasuunnitelman molempia osia tarkastellaan säännöllisesti. Euroopan komission (Eurostat) ja EKP:n laatima korkean tason seurantaraportti julkistetaan vuoden 2004 puolivälissä. Lisäksi EKP:n johtokunta aloitti puolivuotistarkastelun niitä indikaattoreita koskevien tilastojen toteutumisesta, joista EKP:llä on ensisijainen tai jaettu vastuu.

### 3.5 TIETOTEKNIKKAINFRASTRUKTUURI JA -SOVELLUKSET

Vuonna 2003 edistyi merkittävästi valmisteltaessa tietotekniikkainfrastruktuuria ja -sovelluksia EKPJ:n laajentumista varten. Kolme keskeistä osa-alueita ollaan kehittämässä tarvittavien verkkojen ja tiedonvälityskanavien luomiseksi.

Runkoverkon muodostaa EKPJ:hin kuuluvien keskuspankkien välisessä tieto- ja puhe- liikenteessä käytettävä fyysinen yhteys. Uutta runkoverkkoa ollaan rakentamassa kaikkien laajentuneen EKPJ:n jäsenten yhdistämiseksi verkkoon. Verkon yksityiskohtainen tekninen suunnittelu aloitettiin heinäkuussa 2003.

Lokakuussa 2003 EKP alkoi toteuttaa projektia, jonka tarkoituksena on laajentaa koko EKPJ:n kattava tietoliikennejärjestelmä (ESCB-Net) EU:hun liittyvien maiden keskuspankkeihin. ESCB-Net on tietoliikennejärjestelmä, joka käsittää suurimman osa koko EKPJ:n kattavista sovelluksista. Näitä sovelluksia ovat rahoituskannassa, EKP:n valuuttavaranto-osa-alueiden toteuttamisessa, tilasto- ja muiden tietojen vaihdossa ja valuuttatietojen seurannassa tarvittavat sovellukset.

Myös EKPJ:n puhelinneuvottelujärjestelmä laajennetaan EU:hun liittyvien maiden keskuspankkeihin. Uusia puhelinneuvottelulaitteita ollaan asentamassa, jotta kaikki EKPJ:n nykyiset ja uudet jäsenet voivat osallistua puhelinneuvotteluihin saman turvallisen kanavan kautta.

Valmisteluja tehtiin myös EKPJ:n ja myöhemmin eurojärjestelmän laajentumisessa tarvittavi-

en tietotekniikkasovellusten parantamiseksi huomattavasti. Tilastotietojen vaihtamiseen tarkoitettuja tietotekniikkasovelluksia myös päivitettiin. Eurosetelien väärentämisen ehkäisemisessä käytettävien sovellusten muutostyöt ovat meneillään, ja ne saatetaan päätökseen ennen EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien liittymistä EKPJ:n toiminnalliseen kokonaisuuteen.

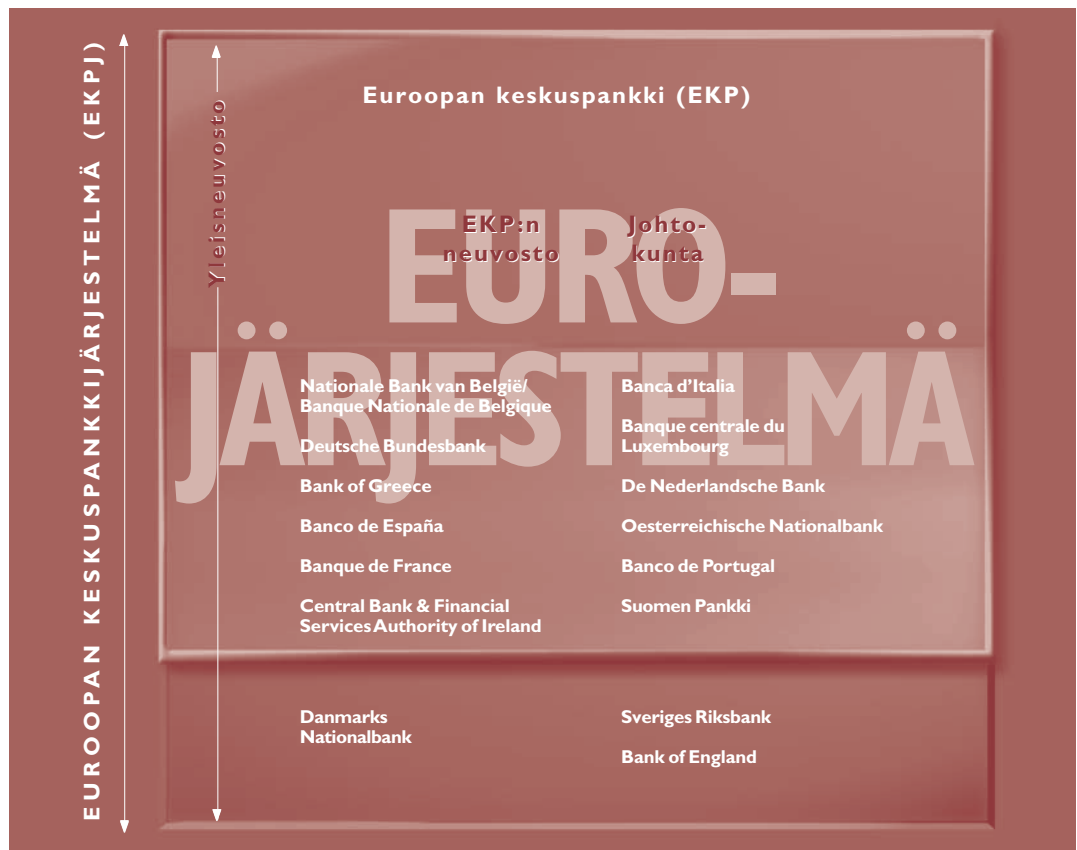
Koen Vermeule  
Nimetön (yksityiskohta), 2002  
Öljyväri  
210 × 210 cm



**INSTITUTIONAALINEN  
RAKENNE,  
ORGANISAATIO  
JA TILINPÄÄTÖS**

# I EKP:N PÄÄTÖKSENTEKOELIMET SEKÄ HALLINTO JA VALVONTA

## I.1 EUROJÄRJESTELMÄ JA EUROOPAN KESKUSPANKKIJÄRJESTELMÄ



Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) muodostavat Euroopan keskuspankki (EKP) ja kaikkien EU-maiden kansalliset keskuspankit (tällä hetkellä 15, mutta 1.5.2004 lähtien 25). Toisin sanoen siihen kuuluvat niidenkin EU-maiden keskuspankit, jotka eivät ole vielä ottaneet euroa käyttöön. Lisätäkseen avoimuutta ja edistääkseen keskuspankkitoiminnan rakenteen ymmärtämystä euroalueella EKP:n neuvosto on ottanut käyttöön termin eurojärjestelmä. Eurojärjestelmään kuuluvat Euroopan keskuspankki ja niiden EU-maiden kansalliset keskuspankit, jotka ovat ottaneet euron käyttöön. Niin kauan kuin on olemassa EU:n jäsenvaltioita, jotka eivät ole vielä ottaneet euroa käyttöön, on välttämätöntä tehdä ero eurojärjestelmän ja EKPJ:n välillä.

Kansainvälisen julkisoikeuden nojalla EKP on oikeushenkilö. EKP on eurojärjestelmän ja

EKPJ:n ydin, jonka vastuulla on varmistaa, että näiden tehtävät tulevat hoidetuksi joko EKP:n oman tai kansallisten keskuspankkien toiminnan kautta.

Jokainen kansallinen keskuspankki on oikeushenkilö oman maansa kansallisen lainsäädännön nojalla. Euroalueen kansalliset keskuspankit ovat kiinteä osa eurojärjestelmää ja hoitavat eurojärjestelmälle annettuja tehtäviä EKP:n päätöksentekovelinten laatimien sääntöjen mukaisesti. Lisäksi kansalliset keskuspankit osallistuvat EKPJ:n monien komiteoiden työskentelyyn (ks. tämän luvun osa 1.5). Omalla vastuullaan ne voivat myös suorittaa tehtäviä, jotka eivät liity eurojärjestelmään, ellei EKP:n neuvosto päättä, että nämä tehtävät ovat ristiriidassa eurojärjestelmän tavoitteiden ja tehtävien kanssa.

Eurojärjestelmää ja EKPJ:tä johtavat EKP:n päätöksentekuelimet: EKP:n neuvosto ja johtokunta. Päätöksenteko eurojärjestelmässä ja EKPJ:ssä on keskitetty. EKP on EKPJ:n perussäännön mukaan kuitenkin sitoutunut noudattamaan hajauttamisen periaatetta tehtäviensä toimeenpanossa. EKP:n kolmantena päätöksentekuelimenä on yleisneuvosto niin kauan kuin on olemassa EU-maita, jotka eivät vielä ole ottaneet euroa käyttöön. Päätöksentekuelinten toimintaa säätelevät Euroopan yhteisön perustamissopimus, EKPJ:n perussääntö ja näiden elinten omat työjärjestykset<sup>1</sup>.

## 1.2 EKP:N NEUVOSTO

EKP:n neuvostoon kuuluvat kaikki EKP:n johtokunnan jäsenet sekä euron käyttöön ottaneiden jäsenvaltioiden keskuspankkien pääjohtajat. Perustamissopimuksen mukaan EKP:n neuvoston tärkeimmät tehtävät ovat seuraavat:

- Se antaa suuntaviivoja ja tekee tarvittavia päätöksiä eurojärjestelmälle uskottujen tehtävien suorittamiseksi.
- Se määrittelee euroalueen rahapolitiikan, mukaan lukien tarvittaessa päätökset, jotka koskevat rahapolitiikan välitavoitteita, ohjauskorkoja ja varantojen hankkimista eurojärjestelmässä, sekä antaa tarvittavat suuntaviivat niiden panemiseksi täytäntöön.

EKP:n neuvosto kokoontuu yleensä kaksi kertaa kuukaudessa EKP:n toimitiloissa Frankfurt am Mainissa Saksassa. Kuukauden ensimmäisessä kokouksessa se mm. arvioi perinpohjaisesti nimenomaan raha- ja reaali talouden kehitystä ja tekee siihen liittyviä päätöksiä. Kuukauden toisessa kokouksessa puolestaan keskitytään yleensä EKP:n ja eurojärjestelmän muihin tehtäviin ja vastuualueisiin. Vuonna 2003 kaksi kokouksista pidettiin muualla kuin Frankfurtissa: yksi Italian keskuspankin järjestämänä Roomassa ja toinen Portugalin keskuspankissa Lissabonissa.

Tehdessään sekä rahapolitiikkaa että EKP:n ja eurojärjestelmän muita tehtäviä koskevia päätöksiä EKP:n neuvoston jäsenet eivät ole maidensa edustajia vaan toimivat täysin itsenäisesti ja henkilökohtaisesti. Tätä kuvastaa neuvostossa käytetty periaate yksi jäsen, yksi ääni.

Joulukuussa 2002 EKP:n neuvosto päätti yksimielisesti tulevien äänestyskäytäntöjen muuttamista koskevan ehdotuksensa sisällöstä. Äänestyskäytäntöjen muutos on tarpeen euroalueen laajentuessa EU:n laajentumisen myötä. Ehdotus perustui Nizzan sopimuksen EKP:tä koskevaan valtuutuslausekkeeseen. Nizzan sopimuksen tultua voimaan 1.2.2003 EKP antoi virallisen suosituksen EKP:n neuvoston äänestyskäytäntöjen muuttamisesta.

EKP antoi suosituksensa EU:n neuvostolle helmikuussa 2003. Suosituksen perusteella ja otettuaan huomioon Euroopan komission ja parlamentin lausunnot valtion- ja hallituksen päämiesten kokoonpanossa kokoontunut Euroopan unionin neuvosto teki 21.3.2003 yksimielisen päätöksen Euroopan keskuspankkijärjestelmän perussäännön artiklan 10.2 muuttamisesta (äänestysmenettely EKP:n neuvostossa). Päätös astuu voimaan vasta, kun kaikki jäsenvaltiot ovat sen ratifioineet.

Päätöksen mukaan kaikki EKP:n neuvoston jäsenet osallistuvat edelleen kokouksiin ja niissä käytäviin keskusteluihin. Äänivaltaisten kansallisten keskuspankkien pääjohtajien määrä ei kuitenkaan koskaan ylitä 15:tä. Äänioikeuksia kierrätetään pääjohtajien kesken ennalta määrättyjen sääntöjen mukaisesti niin, että neuvostossa on aina 15 äänivaltaista pääjohtajaa kansallisista keskuspankeista. EKP:n johtokunnan jokaisella kuudella jäsenellä on edelleenkin pysyvä äänioikeus.

<sup>1</sup> Ks. 19.2.2004 annettu päätös EKP/2004/2 Euroopan keskuspankin työjärjestyksen hyväksymisestä, EUVL L 80, 18.3.2004, s. 33; EKP:n yleisneuvoston työjärjestys, EYVL L 75, 20.3.1999, s. 36 ja L 156, 23.6.1999 s. 52; päätös EKP/1999/7 Euroopan keskuspankin johtokunnan työjärjestyksestä, EYVL L 314, 8.12.1999, s. 34. Työjärjestykset ovat saatavissa myös EKP:n verkkosivuilta.

Jotta kullakin hetkellä varmistetaan jäsenvaltioiden edustavuus koko euroalueen talouden kannalta, kansallisten keskuspankkien pääjohtajien äänioikeudet kiertävät eripituisin aikaväleihin. Tämä ryhmittely pääjohtajien kesken perustuu yksinomaan etukäteen määriteltyyn pääjohtajien äänioikeusfrekvenssiin. Jokaiseen kulloinkin äänioikeutettuun pääjohtajaan sovelletaan yksi jäsen, yksi ääni -periaatetta.

Kansallisten keskuspankkien pääjohtajat jaetaan eri ryhmiin heidän edustamiensa euroalueeseen kuuluvien jäsenvaltioiden kansantalouksien painon perusteella. Kansantalouden paino puolestaan johdetaan indikaattorista, joka kuvastaa sekä bruttokansantuotetta että rahoitusmarkkinoiden kokoa. Euroalueen jäsenvaltioiden määrän ylittäessä 15 rotaatiojärjestelmään tulee kaksi ryhmää. Kun euroalueeseen kuuluu 22 jäsenvaltiota, käyttöön otetaan kolmeen ryhmään perustuva rotaatiojärjestelmä. Kullakin kansallisen keskuspankin pääjohtajalla on kunkin ryhmän sisällä äänioikeus yhtä pitkän ajan. Uusi äänestysmenettely on mukautumiskykyinen kaikissa vaiheissa tiellä kohti laajaa euroaluetta, joka koostuu lopulta 27 jäsenvaltiosta eli kaikista EU:n nykyisistä jäsenvaltioista sekä niistä 12 hakija-maasta, jotka on lueteltu Nizzan sopimuksen liitteenä olevassa julistuksessa. Rotaatiojärjestelmä takaa sen, että EKP:n neuvoston päätöksenteko pysyy tehokkaana ja joutuisana ja että siinä säilyy sekä periaate, jonka mukaan kaikki EKP:n neuvoston jäsenet osallistuvat kokouksiin henkilökohtaisesti ja itsenäisesti, että yksi jäsen, yksi ääni -periaate.

## EKP:N NEUVOSTO



**Willem F. Duisenberg**  
(31.10. 2003 asti)  
EKP:n pääjohtaja  
**Jean-Claude Trichet** (1.11.2003 alkaen)  
EKP:n pääjohtaja  
**Lucas D. Papademos**  
EKP:n varapääjohtaja  
**Jaime Caruana**  
Espanjan keskuspankin pääjohtaja  
**Vítor Constâncio**  
Portugalin keskuspankin pääjohtaja  
**Eugenio Domingo Solans**  
EKP:n johtokunnan jäsen  
**Antonio Fazio**  
Italian keskuspankin pääjohtaja  
**Nicholas C. Garganas**  
Kreikan keskuspankin pääjohtaja  
**Sirkka Hämmäläinen** (31.5.2003 asti)  
EKP:n johtokunnan jäsen  
**John Hurley**  
Irlannin keskuspankin pääjohtaja  
**Otmar Issing**  
EKP:n johtokunnan jäsen

**Klaus Liebscher**  
Itävallan keskuspankin pääjohtaja  
**Yves Mersch**  
Luxemburgin keskuspankin pääjohtaja  
**Christian Noyer** (1.11.2003 alkaen)  
Ranskan keskuspankin pääjohtaja  
**Tommaso Padoa-Schioppa**  
EKP:n johtokunnan jäsen  
**Guy Quaden**  
Belgian keskuspankin pääjohtaja  
**Jean-Claude Trichet** (31.10.2003 asti)  
Ranskan keskuspankin pääjohtaja  
**Gertrude Tumpel-Gugerell**  
(1.6.2003 alkaen)  
EKP:n johtokunnan jäsen  
**Matti Vanhala**  
Suomen Pankin pääjohtaja  
**Nout Wellink**  
Alankomaiden keskuspankin pääjohtaja  
**Ernst Welteke**  
Saksan keskuspankin pääjohtaja

**Takarivi (vasemmalta oikealle):**  
Guy Quaden, Matti Vanhala,  
Nicholas C. Garganas,  
Ernst Welteke, Jaime Caruana,  
Nout Wellink, Klaus Liebscher,  
Eugenio Domingo Solans,  
Tommaso Padoa-Schioppa

**Eturivi (vasemmalta oikealle):**  
Vítor Constâncio,  
Yves Mersch, Otmar Issing,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Antonio Fazio, John Hurley,  
Christian Noyer



### I.3 EKP:N JOHTOKUNTA



**Takarivi (vasemmalta oikealle):**

Eugenio Domingo Solans,  
Tommaso Padoa-Schioppa  
Otmar Issing,

**Eturivi (vasemmalta oikealle):**

Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet,  
Gertrude Tumpel-Gugerell

**Willem F. Duisenberg**

(31.10.2003 asti)

EKP:n pääjohtaja

**Jean-Claude Trichet**

(1.11.2003 alkaen)

EKP:n pääjohtaja

**Lucas D. Papademos**

EKP:n varapääjohtaja

**Eugenio Domingo Solans**

EKP:n johtokunnan jäsen

**Sirkka Hämmäläinen**

(31.5.2003 asti)

EKP:n johtokunnan jäsen

**Otmar Issing**

EKP:n johtokunnan jäsen

**Tommaso Padoa-Schioppa**

EKP:n johtokunnan jäsen

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

(1.6.2003 alkaen)

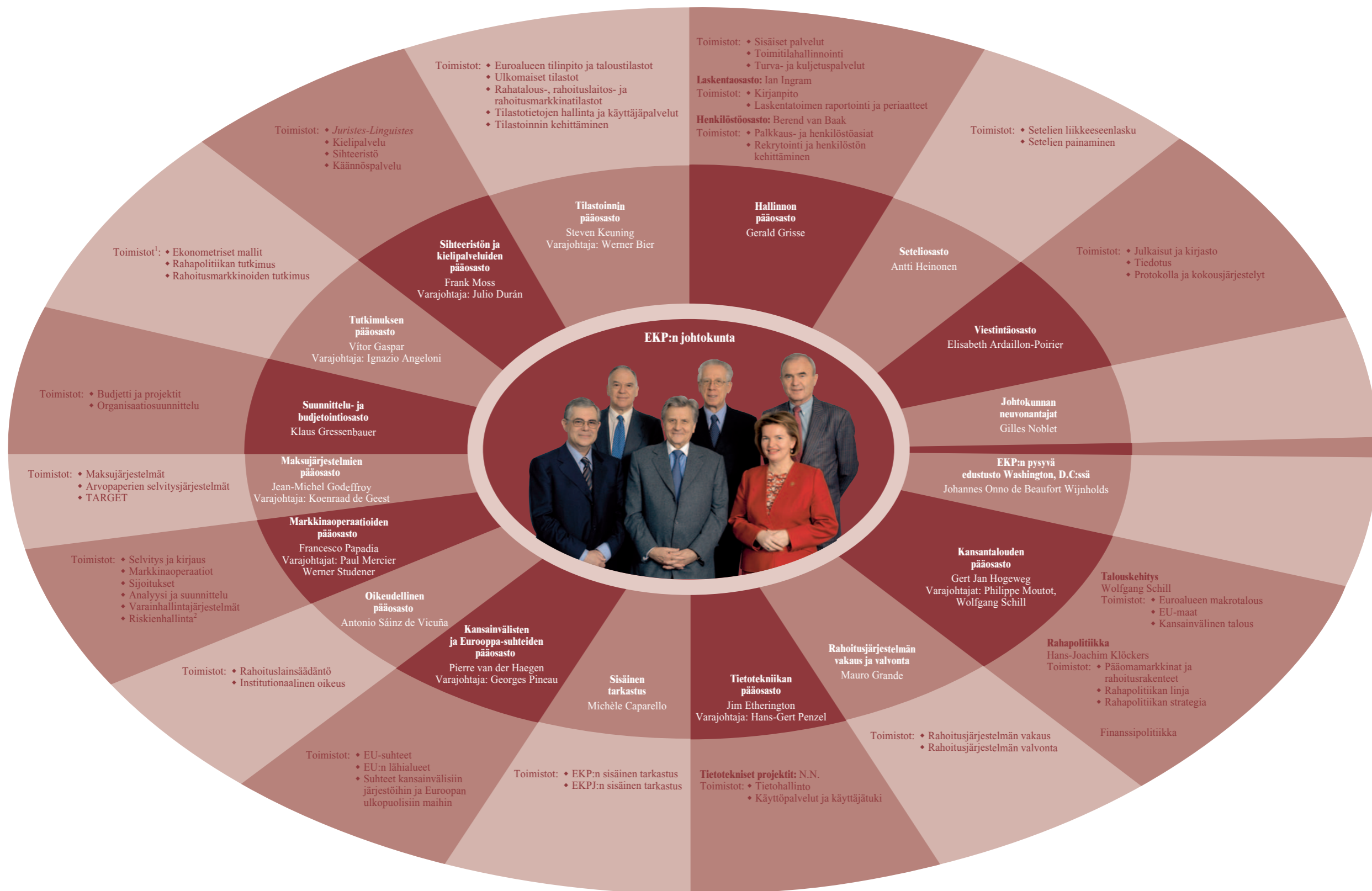
EKP:n johtokunnan jäsen

EKP:n johtokunta koostuu EKP:n pääjohtajasta ja varapääjohtajasta sekä neljästä jäsenestä, jotka nimitetään euroalueeseen osallistuvien jäsenvaltioiden valtion- tai hallitusten päämiesten yhteisellä päätöksellä. EKP:n johtokunta kokoontuu yleensä kerran viikossa, ja sen tärkeimmät tehtävät ovat seuraavat:

- valmistella EKP:n neuvoston kokoukset
- toteuttaa euroalueen rahapolitiikkaa EKP:n neuvoston antamien suuntaviivojen ja päätösten mukaisesti; tässä yhteydessä johtokunta antaa tarvittavat ohjeet euroalueen kansallisille keskuspankeille
- vastata EKP:n juoksevien tehtävien hoitamisesta

– käyttää EKP:n neuvoston sille tietyissä asioissa siirtämää toimivaltaa, myös silloin kun on kyse säädösvallasta.

Lokakuun 2003 alussa perustettiin EKP:n johtokunnalle raportoiva hallintokomitea (ks. tämän luvun osa 2.2), jonka puheenjohtajana toimii johtokunnan jäsen. Uuden komitean odotetaan helpottavan johtokunnan työmäärää, jotta johtokunta voi keskittyä strategiaan kysymyksiin.



**EKP:n johtokunta**

Takarivi (vasemmalta oikealle): Eugenio Domingo Solans; Tommaso Padoa-Schioppa; Otmar Issing  
 Eturivi (vasemmalta oikealle): Lucas D. Papademos (varapääjohtaja); Jean-Claude Trichet (pääjohtaja); Gertrude Tumpel-Gugerell

<sup>1</sup> 1.5.2004 alkaen.  
<sup>2</sup> Toimisto raportoi erityiskysymyksissä suoraan johtokunnalle.

#### I.4 YLEISNEUVOSTO

Yleisneuvoston muodostavat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja sekä kaikkien EU-maiden kansallisten keskuspankkien pääjohtajat. Yleisneuvostolle kuuluvat ne Euroopan rahapoliittiselta instituutilta peräisin olevat tehtävät, jotka EKP:n on edelleen hoidettava, koska kaikki EU-maat eivät ole ottaneet euroa käyttöön. Vuonna 2003 yleisneuvosto kokoontui säännöllisen aikataulunsa mukaisesti neljä kertaa. Tehostaakseen yhteistyötä EU:hun

liittyvien maiden keskuspankkien kanssa EKPJ:n laajentumista silmällä pitäen yleisneuvosto päätti syyskuussa 2002, että näiden maiden keskuspankkien pääjohtajat voivat osallistua yleisneuvoston kokouksiin tarkkailijoina heti, kun maat ovat allekirjoittaneet liittymissopimuksen. Kesäkuun 26. päivänä 2003 kymmenen EU:hun liittyvän maan keskuspankin pääjohtajat olivat mukana yleisneuvoston kokouksessa ensimmäistä kertaa tarkkailijoina.

##### **Takarivi (vasemmalta oikealle):**

John Hurley, Nout Wellink, Ernst Welteke, Klaus Liebscher, Nicholas C. Garganas, Bodil Nyboe Andersen

##### **Keskirivi (vasemmalta oikealle):**

Antonio Fazio, Matti Louekoski, Guy Quaden, Lars Heikensten, Christian Noyer, Jaime Caruana

##### **Eturivi (vasemmalta oikealle):**

Yves Mersch, Vítor Constâncio, Jean-Claude Trichet, Lucas D. Papademos, Mervyn King



**Willem F. Duisenberg** (31.10.2003 asti)

EKP:n pääjohtaja

**Jean-Claude Trichet** (1.11.2003 alkaen)

EKP:n pääjohtaja

**Lucas D. Papademos**

EKP:n varapääjohtaja

**Bodil Nyboe Andersen**

Tanskan keskuspankin pääjohtaja

**Jaime Caruana**

Espanjan keskuspankin pääjohtaja

**Vítor Constâncio**

Portugalin keskuspankin pääjohtaja

**Antonio Fazio**

Italian keskuspankin pääjohtaja

**Nicholas C. Garganas**

Kreikan keskuspankin pääjohtaja

**Edward A. J. George** (30.6.2003 asti)

Englannin pankin pääjohtaja

**Lars Heikensten**

Ruotsin keskuspankin pääjohtaja

**John Hurley**

Irlannin keskuspankin pääjohtaja

**Mervyn King** (1.7.2003 alkaen)

Englannin pankin pääjohtaja

**Klaus Liebscher**

Itävallan keskuspankin pääjohtaja

**Yves Mersch**

Luxemburgin keskuspankin pääjohtaja

**Christian Noyer** (1.11.2003 alkaen)

Ranskan keskuspankin pääjohtaja

**Guy Quaden**

Belgian keskuspankin pääjohtaja

**Jean-Claude Trichet** (31.10.2003 asti)

Ranskan keskuspankin pääjohtaja

**Matti Vanhala\***

Suomen Pankin pääjohtaja

**Nout Wellink**

Alankomaiden keskuspankin pääjohtaja

**Ernst Welteke**

Saksan keskuspankin pääjohtaja

\* Kuvassa Suomen Pankin varapääjohtaja Matti Luekoski.

## I.5 EKPJ:N KOMITEAT JA BUDJETTIKOMITEA



EKPJ:n komiteoilla on edelleen tärkeä rooli eurojärjestelmän ja EKPJ:n tehtävien suorittamisessa. EKP:n neuvoston ja johtokunnan pyynnöstä komiteat ovat antaneet omien alojensa asiantuntija-apua ja siten helpottaneet päätöksentekoprosessia. EKPJ:n komiteoiden jäseninä toimivat yleensä vain eurojärjestelmän keskuspankkien henkilöstöön kuuluvat. Kuitenkin silloin kun EKPJ:n komiteoiden kokouksissa käsitellään yleisneuvostolle kuuluvia asioita, niihin osallistuu kansallisen keskuspankin edustaja myös niistä jäsenvaltioista, joka eivät vielä ole ottaneet euroa käyttöön. Sikäli kuin on tarkoituksenmukaista, kokouksiin voidaan kutsua edustajat myös muista toimivaltaisista elimistä, kuten pankkivalvontakomitean tapauksessa kansallisista valvontaviranomaisista. Hakijamaiden allekirjoitettua liittymissopimuksen huhtikuussa 2003 ja yleisneuvoston päätettyä, että EU:hun liittyvien maiden keskuspankkien

pääjohtajat voivat osallistua yleisneuvoston kokouksiin, voivat myös näiden keskuspankkien asiantuntijat osallistua EKPJ:n komiteoiden kokouksiin tarkkailijoina silloin, kun kokouksissa käsitellään yleisneuvostolle kuuluvia asioita. Tällä hetkellä EKPJ:n komiteoita on 12, ja ne on perustettu EKP:n työjärjestyksen artiklan 9 nojalla.

Budjettikomitea puolestaan on perustettu EKP:n työjärjestyksen artiklan 15 nojalla, ja se avustaa EKP:n neuvostoa EKP:n budjettiin liittyvissä asioissa.

## 1.6 HALLINTO JA VALVONTA

Päätöksentekoelementtien lisäksi EKP:n hallinnointiin liittyy monia ulkoisen ja sisäisen valvonnan tasoja.

### ULKOISEN VALVONNAN TASOT

Valvonnan tasoista kaksi pohjautuu EKPJ:n perussääntöön. Sen mukaan ulkopuoliset tilintarkastajat tarkastavat EKP:n tilinpäätöksen (EKPJ:n perussäännön artikla 27.1) ja Euroopan tilintarkastustuomioistuimien tarkastaa EKP:n hallinnon tehokkuuden (artikla 27.2).

Varmistaakseen EKP:n ulkopuolisen tilintarkastajan riippumattomuuden EKP:n neuvosto päätti elokuussa 2002, että tilintarkastustoimistoihin sovelletaan rotaatioperiaatetta. Tämä päätös on osa EKP:n ulkopuolisen tilintarkastajan nimittämismenettelyä (EKPJ:n perussäännön artiklan 27.1 mukaisesti). Uusi ulkopuolinen tilintarkastaja aloitti työnsä syyskuussa 2003.<sup>2</sup>

Euroopan tilintarkastustuomioistuimen vuosikertomus ja EKP:n vastaus julkaistaan EKP:n verkkosivuilla.

### SISÄISEN VALVONNAN TASOT

Vuonna 2003 EKP:n sisäinen tarkastus teki edelleen tarkastuksia johtokunnan toimeksiannosta. Yksikön toimivaltuudet määritteli EKP:n sisäisen tarkastuksen toimintaperiaatteissa<sup>3</sup>. Yksikkö arvioi tarpeen mukaan EKP:n sisäisen tarkastuksen järjestelmän riittävyttä ja tehokkuutta sekä EKP:n kykyä suoriutua sille määrättyistä tehtävistä. Sisäinen tarkastus noudattaa The Institute of Internal Auditors -järjestön määrittelemiä ja EKP:n johtokunnan hyväksymiä sisäisen tarkastuksen ammatillisia standardeja.

Sisäisen tarkastuksen komitea, joka on EKP:n neuvoston toimeksiannosta perustettu EKPJ:n komitea, koostuu EKP:n ja kansallisten keskuspankkien sisäisen tarkastuksen johtajista. Komitea vastaa EKPJ:n yhteisten hankkeiden ja järjestelmien tarkastamisesta.

EKP:n sisäinen valvonta on rakennettu toimintoittain, eli kukin organisaatioyksikkö (toimisto, osasto ja pääosasto) on vastuussa omasta sisäisestä valvonnastaan ja tehokkuudestaan. Tätä tehtävää hoitaessaan yksiköt toteuttavat vastuualueensa valvonnan menettelytavat ja toimenpiteet. EKP:llä on mm. käytössä säännöt ja menettelyt – ns. kiinanmuuri-järjestely – joilla estetään esimerkiksi rahapolitiikan toteuttamisesta vastaavassa organisaation osassa syntyvän sisäpiiritiedon kulkeutuminen yksiköihin, jotka vastaavat valuuttavarannon ja omien varojen hoidosta. Näiden menettelyjen lisäksi suunnittelu- ja budjetointiosasto, riskienhallinta-toimisto sekä sisäinen tarkastus neuvovat EKP:n johtokuntaa koko organisaatiota koskevissa erityisissä valvonta-asioissa ja tekevät sille niitä koskevia esityksiä.

EKP:n neuvosto noudattaa menettelytapaohteja, jotka ilmentävät neuvoston jäsenten velvollisuutta turvata eurojärjestelmän luotettavuus ja maine sekä ylläpitää sen toiminnan tehokkuutta.<sup>4</sup> EKP:n neuvosto on myös nimittänyt neuvonantajan, joka antaa neuvoston jäsenille ammatillisiin menettelytapoihin liittyviä ohjeita. Nämä neuvoston jäsenten menettelytapasäännöt vastaavat Euroopan keskuspankin menettelytapaohteja, joissa neuvotaan EKP:n henkilöstöä ja johtokuntaa ja asetetaan näiden toiminnalle arviointiperusteet. Samalla näiden odotetaan noudattavan työssään hyvää ammattietiikkaa<sup>5</sup>.

EKP:ssä on yksityiskohtaiset säännöt rahoitusmarkkinoiden kannalta herkän tiedon väärinkäytön estämiseksi (sisäpiirikauppaa koskevat säännöt). Säännöissä EKP:n

2 Tarjouskilpailun perusteella EKP:n uudeksi ulkopuoliseksi tilintarkastajaksi nimettiin KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft viiden vuoden mandaatilla.

3 EKP:n sisäisen tarkastuksen periaatteet julkaistaan EKP:n verkkosivuilla. Tämän tarkoituksena on edistää EKP:n tilintarkastusmenettelyn avoimuutta.

4 Ks. Menettelytapaohteet EKP:n neuvoston jäsenille, EYVL C 123, 24.5.2002, s. 9, ja EKP:n verkkosivut.

5 Ks. Euroopan keskuspankin työjärjestyksen artiklan 11.3 mukaisesti laaditut Euroopan keskuspankin menettelytapaohteet, EYVL C 76, 8.3.2001, s. 12, ja EKP:n verkkosivut.

henkilöstöä ja johtokunnan jäseniä kielletään hyödyntämästä suoraan tai epäsuoraan saamaansa sisäpiiritietoa tehdessään yksityisiä rahoitus- ja sijoitustoimia omalla vastuullaan ja omaan lukuunsa tai kolmannen osapuolen vastuulla ja lukuun.<sup>6</sup> Näiden sääntöjen johdonmukaisen tulkinnan varmistaa johtokunnan nimittämä eettisten asiain neuvonantaja.

### **PETOSTEN TORJUNTA**

Vuonna 1999 Euroopan parlamentti ja EU:n neuvosto antoivat asetuksen (EY) N:o 1073/1999 Euroopan petostentorjuntaviraston (OLAF) suorittamista tutkimuksista<sup>7</sup> (ns. OLAF-asetus). Sen tarkoituksena on tehostaa petosten, lahjonnan ja muun yhteisöjen taloudellisia etuja vahingoittavan toiminnan torjuntaa. Asetuksessa säädetään mm. petostentorjuntaviraston suorittamista sisäisistä tutkimuksista, jotka koskevat petosepäilyjä yhteisön toimielimissä ja elimissä.

Myös EKP:n neuvoston mukaan petosten torjuminen vaatii voimakkaita toimia, mutta neuvosto oli kuitenkin sitä mieltä, että EKP:n riippumaton asema ja lakisäätteiset tehtävät estävät sitä soveltamasta ns. OLAF-asetusta. Niinpä EKP tekikin 7.10.1999 erillisen päätöksen petosten torjunnasta (EKP/1999/5). Päätöksellä luotiin kattava petostentorjunta-ohjelma, jossa ylimpänä valvontaelimenä toimii itsenäinen petostentorjuntakomitea. Itsenäisen komitean perustaminen tehosti EKP:n valvontamekanismeja. Komitea piti vuonna 2003 yhden kokouksen. Sisäinen tarkastus tiedottaa petostentorjuntakomitealle säännöllisesti kaikista komitean tehtäviin liittyvistä asioista.

Euroopan komissio kyseenalaisti Alankomaiden kuningaskunnan, Euroopan parlamentin ja EU:n neuvoston tukemana (Asia C-11/00) EKP:n kannan petosten torjunnasta. Euroopan yhteisöjen tuomioistuimien antoi 10.7.2003 päätöksensä kantajien perusteista ja kumosi EKP:n päätöksen (EKP/1999/5).

Tuomioistuimen yksimielisen päätöksen mukaan EKP on osa ”yhteisön järjestelmää”.

Päätöksessä todettiin myös lainsäätäjien pyrkivän varmistamaan, että EKP voi hoitaa riippumattomasti niitä tehtäviä, jotka sille on annettu. Tuomioistuimien totesi kuitenkin, että EKP:n riippumaton asema ei tarkoita sitä, että EKP olisi täysin erillään Euroopan yhteisöstä ja kaikkien yhteisön oikeuden säännösten soveltamisalan ulkopuolella. Tuomioistuimen kanta on EKP:n kannan mukainen. Ns. OLAF-asetuksen soveltaminen ei vaikuttane EKP:n tehtävien riippumattomaan suorittamiseen.

EKP on viimeistelemässä uutta päätöstä, jossa otetaan tuomioistuimen päätös täysimääräisesti huomioon.

6 Ks. EKP:n henkilöstösääntöjen osa 1.2, joka sisältää säännöt ammatillisista menettelytavoista ja salassapitovelvollisuudesta, EYVL C 236, 22.8.2001, s. 13, ja EKP:n verkkosivut.

7 Ks. Euroopan parlamentin ja Euroopan unionin neuvoston asetus (EC) N:o. 1073/1999, 25.5.1999 Euroopan petostentorjuntaviraston (OLAF) suorittamista tutkimuksista, EYVL L 136, 31.5.1999, s. 1. Ks. myös täysin yhtäläinen asetus (Euratom) N:o 1074/1999, 25.5.1999 Euroopan petostentorjuntaviraston (OLAF) suorittamista tutkimuksista, EYVL L 136, 31.5.1999, s. 8.

## 2 ORGANISAATIOMUUTOKSET

### 2.1 HENKILÖSTÖ

#### HENKILÖSTÖ

Henkilöstön budjetoitu yhteismäärä oli vuonna 2003 1 271,5 (kokoaikaisiksi työpaikoiksi muutettuna). Vuoden 2003 lopussa EKP:n palveluksessa oli 1 217 henkeä (1 213,5 kokoaikaisiksi työpaikoiksi muutettuna), kun vuoden 2002 lopussa määrä oli 1 109 (1 105,5 kokoaikaisiksi työpaikoiksi muutettuna). Vuonna 2003 EKP:n palveluksessa oli keskimäärin 1 160 henkeä, kun vastaava määrä edellisenä vuonna oli ollut 1 080 henkeä. Palvelukseen otettiin 151 uutta työntekijää, ja palveluksesta erosi 41 työntekijää. Vuoden 2004 henkilöstömääräksi on budjetoitu 1 362,5 henkeä (kokoaikaisiksi työpaikoiksi muutettuna), mikä on 7,1 % enemmän kuin vuonna 2003.

Tammikuun 2003 alusta lähtien myös EU:hun liittyvien maiden kansalaiset ovat voineet hakea kaikkia EKP:n avoimia työpaikkoja. EKP käynnistikin rekrytointikampanjoita, joiden ensisijaisena tarkoituksena oli palkata näiden maiden kansalaisia kääntäjiksi, juristilingvisteiksi ja juristeiksi. Tällä hetkellä EKP:ssä on 39 henkilöä EU:hun liittyvistä maista. Näiden työntekijöiden työsopimukset ovat yli vuoden mittaisia.

Vuonna 2003 EKP:ssä työskenteli 90 kansallisten keskuspankkien asiantuntijaa keskimäärin noin neljän kuukauden ajan. Näistä asiantuntijoista 48 oli EU:hun liittyvien maiden keskuspankeista. Nämä lyhytaikaiset työskentelyjaksot olivat erittäin hyödyllisiä sekä EKP:lle että EU:hun liittyvien maiden keskuspankeille valmistauduttaessa EU:n laajenemiseen.

Vuonna 2003 EKP:ssä työskenteli 113 henkeä lyhytaikaisen työsopimuksen turvin (ml. työsopimusten pidennykset). He työskentelivät äitiyslomalla, vanhempainlomalla ja palkattomalla vapaalla olevien sijaisina. Vuonna 2002 vastaavalla työsopimuksella työskenteli 60 henkeä.

Harjoittelijoina EKP:ssä työskenteli 166 opiskelijaa ja vastavalmistunutta. Useimmat heistä olivat opiskelleet taloustiedettä. Harjoittelujakson kesto oli keskimäärin 3–4 kuukautta. Vuonna 2002 harjoittelijoita oli 135. Vuoden 2003 harjoittelijoista 48 oli EU:hun liittyvien maiden kansalaisia.

Erityisiin huipputason rahapoliittisiin tutkimushankkeisiin keskittyvässä vierailevien tutkijoiden ohjelmassa oli vuonna 2003 mukana 24 vierailevaa tutkijaa, kun vuonna 2002 heitä oli 20 (ks. luvun 2 osa 5).

Lahjakkaille väitöskirjaa valmistelevalle jatko-opiskelijoille tarkoitettuun jatko-opiskelijoiden tutkimusohjelmaan osallistui 12 henkeä vuonna 2003 eli sama määrä kuin vuonna 2002.

#### SISÄINEN LIIKKUVUUS

Vakituisesti uusiin tehtäviin siirtyi kertomusvuonna 93 henkeä sisäisen haun jälkeen. EKP kannusti myös henkilöstön väliaikaista sisäistä liikkuvuutta, ja 12 henkeä siirtyi määräajaksi uusiin tehtäviin kartuttaakseen työkokemustaan tai koska kiireellisten mutta väliaikaisten työasioiden hoito vaati sitä. Määräajan umpeuduttua nämä työntekijät palasivat alkuperäisiin työtehtäviinsä.

#### ULKOINEN LIIKKUVUUS

Vuoden 2003 alussa otettiin käyttöön järjestelmä, jonka tarkoituksena on tukea henkilöstön kehitystä. Järjestelmän turvin EKP:n henkilöstö voi lähteä työkomennukselle kansallisiin keskuspankkeihin ja muihin keskeisiin kansainvälisiin organisaatioihin ja EU:n toimielimiin. Vuonna 2003 kolme henkeä työskenteli 2–5 kuukauden työkomennuksella tämän järjestelmän mukaisesti.

#### EKP:N HENKILÖSTÖN LASTEN PÄIVÄHOITOPALVELUT JA EUROOPPA-KOULU

EKP:n työntekijöiden lapsille varattuja päivähoitopalveluja on laajennettu siten, että kolmannen pysyvän hoitopaikan lisäämisen myötä päivähoitopalveluissa on nyt noin 90 uutta paikkaa. Tällä hetkellä on kaikkiaan 221

päivähoitopaikkaa yli 3 kuukauden ikäisille lapsille.

Frankfurtin Eurooppa-koulun yläaste aloitti ensimmäisen kouluvuotensa syyskuussa 2003. Yläaste koostuu viidestä luokkatasosta. Koulun yläasteella, ala-asteella ja esikoulussa on englannin-, ranskan-, saksan- ja italiantieliset ryhmät.

## **2.2 TOIMENPITEET ORGANISAATION SISÄISEN TOIMINNAN TEHOSTAMISEKSI**

Vuodesta 1998 lähtien EKP:n tärkeimmät tehtävät ovat olleet omien toimintojen perustaminen, yhteisen rahapolitiikan määrittäminen ja toteuttaminen sekä euron käyttöönotto. EKP on näinä vuosina kuitenkin myös vähitellen laajentunut ja sen henkilöstön määrä on kasvanut huomattavasti. Tämän vuoksi on ollut välttämätöntä tehostaa organisaation sisäistä toimintaa. Kun euron käyttöönotto oli saatettu onnistuneesti päätökseen, EKP:n johtokunta päätti parantaa organisaatorakennetta, kehittää hallintorakenteita ja -prosesseja sekä täydentää henkilöstöpolitiikkaansa erityisesti työhönnottoa ja urakehitystä silmällä pitäen.

### **UUDISTUVA EKP**

Keskittyessään aiempaa enemmän organisaation sisäisen toiminnan tehostamiseen EKP:n johtokunta päätti vuoden 2003 alussa käynnistää henkilöstökyselyjä EKP:n toimintaperiaatteista, sisäisestä viestinnästä ja organisaation toimivuudesta. Kyselytulosten perusteella johtokunta päätti käynnistää Uudistuva EKP -prosessin, jonka tavoitteena on parantaa EKP:n toimintaa. Prosessiin osallistui mahdollisimman suuri osa henkilöstöstä, ja siinä käsiteltiin kyselyssä esiin tulleita asioita. Erityisen projektitoimiston ja EKP:n johtokunnan ohjeiden mukaan perustettiin neljä projektiryhmää. Ne laativat johtamiseen, urakehitykseen, sisäiseen viestintään ja byrokratian vähentämiseen liittyviä ehdotuksia. Lokakuussa 2003 johtokunta hyväksyi suurimman osan projektiryhmien ehdotuksista

ja perusti toimiston, jonka tehtävänä on valvoa hyväksytyjen toimenpiteiden kehittämistä ja toteutusta. Hyväksytyjen toimenpiteiden tulisi pääosin olla valmiita toteutettavaksi heinäkuun 2004 alkuun mennessä.

### **HALLINTOKOMITEAN PERUSTAMINEN**

EKP:n johtokunta tarkasteli myös omaa toimintaansa ja rooliaan EKP:n hallinnossa. Se päätti perustaa hallintokomitean neuvomaan ja avustamaan johtokuntaa EKP:n hallintoon, strategiseen suunnitteluun ja vuotuisen budjettiprosessiin liittyvissä asioissa. Näin johtokunta voi keskittyä yhä enemmän strategisten kysymysten, kuten EKP:n tehtävien ja toimintatapojen sekä sisäisen rakenteen ja toimintojen, valmisteluun ja käsittelyyn. Johtokunnalle raportoivaa hallintokomiteaa johtaa EKP:n johtokunnan jäsen, ja komitea koostuu EKP:n ylimmästä johdosta. Komitea aloitti toimintansa lokakuussa 2003.

### **TIETOTEKNIIKAN PÄÄOSASTON UUELLEENJÄRJESTELY**

Vuodesta 1994 lähtien on tehty huomattavasti työtä EMUn kolmannen vaiheen aloittamisessa ja euron käyttöönotossa tarvittavien keskeisten tietotekniikkarakenteiden ja sovellusten luomiseksi. Tänä aikana Euroopan rahapoliittisen instituutin (EMI) ja EKP:n tietotekniikkaosastot ovat toimineet niille annettujen aikataulujen mukaisesti ja EKP ja EKPJ:n tietojärjestelmät ovat osoittautuneet toimiviksi ja vankkoiksi.

Vuoden 2002 alussa EKP päätti tarkastella tietojärjestelmäpalvelujen tuottamista EKP:ssä. Tavoitteena oli arvioida näiden palvelujen tuottamisen organisaatiota, rakennetta ja tehokkuutta ja antaa ohjeita niiden kehittämiseksi.

Heinäkuussa 2003 johtokunta hyväksyi neljä keskeistä suositusta, jotka oli tehty yhteistyössä ulkopuolisen, tarkastelussa avustaneen konsultin kanssa. Tietojärjestelmien tuottamisen strategiaa tullaan muuttamaan hyväksytyjen suositusten perusteella. Suositukset sisältävät seuraavat toimenpiteet:



- Tietotekniikan voimavarojen ja rahoituksen priorisointiin ja jakamiseen keskittyvää projektinhallintaa tullaan vahvistamaan.
- Tietotekniikan pääosasto on organisoitu uudelleen, jotta sen toiminnassa voidaan keskittyä projektinhallinnan ja palvelujen tuottamisen tehostamiseen. Siten osaston henkilöstö keskittyy tulevaisuudessa aiempaa enemmän pankin sisäisten projektien hallintaan ja palvelujen tuottamisen kehittämiseen. Näin on tarkoitus vastata tietotekniikkaprojektien kysynnän lisääntymiseen EKP:n toiminnoissa ja EKPJ:ssä.
- EKP keskittyy tulevaisuudessa nykyistä enemmän yhteisten tietotekniikkajärjestelmästandardien luomiseen ja täytäntöönpanoon yksinkertaistaakseen tietoteknisiä järjestelmiään ja vähentääkseen niiden käyttökustannuksia.
- EKP myös arvioi uudelleen tietotekniikan käyttöpalvelujen, teknisen tuen ja rakenteiden hankintavaihtoehdot.

Uuden organisaation rakenne perustuu kolmeen osa-alueeseen: tietotekniset projektit -osasto, käyttöpalvelut ja käyttäjätuki -toimisto ja tietohallinto-toimisto. Muidenkin suositusten täytäntöönpano on aloitettu ja saatettaneen päätökseen vuoden 2004 loppuun mennessä.

### **TILASTOINNIN PÄÄOSASTON UDELLEENJÄRJESTELY**

Tilastoinnin pääosaston organisaatio järjestettiin vuonna 2003 uudelleen. EKP:n perustamisen jälkeen tämän pääosaston tuottamien tilastojen ja henkilöstön määrä on yli kaksinkertaistunut, mutta organisaatorakenne on säilynyt lähes ennallaan. EKP hyväksyi tilastoinnin keskipitkän aikavälin strategian vuoden 2003 alussa (ks. luvun 2 osa 4). Strategian toteuttaminen edellytti kuitenkin tilastoinnin pääosaston organisaatorakenteen arviointia. Arviointiryhmä, johon kuului asiantuntija kansallisesta keskuspankista, aloitti työnsä helmikuussa 2003. Arviointi-

ryhmän suosituksesta johtokunta hyväksyi organisaatiouudistuksen, joka tuli voimaan 1.2.2004.

Uudelleenjärjestelyn yhtenä keskeisenä tarkoituksena on lisätä tilastoinnin pääosaston asiakassuuntautuneisuutta esimerkiksi keskitetyn käyttäjätietopalvelun avulla. Uusi organisaatio myös tehostaa uusien tilastojen ja tilastostandardien kehittämistä ja lisää sen vaikuttavuutta, kun näistä asioista vastaavat on koottu uuden erillisen toimiston alaisuuteen.

### **2.3 EKP:N UUDET TOIMITILAT**

Useissa eri vuokratiloissa toimiva EKP on päättänyt rakennuttaa uudet toimitilat. Tähän tarkoitukseen se osti Frankfurtin kaupungilta Grossmarkthallen tontin. Osana EKP:n uudet toimitilat -projektia järjestettiin kansainvälinen arkkitehtikilpailu. Sen ilmoittautumisaika päättyi 20.1.2003. Kilpailuun haki yli 300 arkkitehtia 31 maasta ja viidestä maanosasta. Huhtikuussa viidestä EKP:n asiantuntijasta ja viidestä heitä avustaneesta arkkitehdista koostunut esikarsintaraati valitsi 80 ehdokasta – 70 asemansa jo vakiinnuttanutta ja 10 nousevaa uutta arkkitehtia. Kaikki 80 ehdokasta kutsuttiin kyselytilaisuuteen Frankfurt am Mainiin. Samalla ehdokkaat tutustuivat myös Grossmarkthallen alueeseen. Monet arkkitehtien kysymyksistä koskivat vuonna 1928 rakennetun Grossmarkthallen teknisiä tietoja sekä vaatimuksia, jotka on otettava huomioon, koska rakennus on suojelukohde. Tämän jälkeen arkkitehteja pyydettiin jättämään anonyymit 1. vaiheen suunnitteluehdotuksensa 7.7.2003 mennessä.

Kilpailun kansainvälisessä tuomaristossa, jonka puheenjohtajana toimi EKP:n varapääjohtaja, oli 12 jäsentä: kolme EKP:n edustajaa, kolme edustajaa kansallisista keskuspankeista, viisi kilpailun ulkopuolista, kansainvälisesti tunnustettua arkkitehtia, jotka kuuluivat esikarsintaraatiin, ja yksi Frankfurt am Mainin kaupungin edustaja. Elokuun 28. ja 29. päivänä tuomaristo valitsi kilpailun toiseen

vaiheeseen 12 ehdokasta. Näiltä EKP pyysi tarkennetut suunnitelmat 12.12.2003 mennessä. Tuomaristo palkitsi kolme voittajatyötä 13.2.2004.<sup>8</sup> Kaikki kilpailun ensimmäisessä ja toisessa vaiheessa jätetyt suunnitteluehdotukset olivat myöhemmin esillä kolme viikkoa arkkitehtuurimuseo Deutsches Architektur Museum in järjestämässä näyttelyssä Frankfurt am Mainissa.

EKP saattaa pyytää kolmea voittajaa viimeistelemään suunnitelmiaan tuomariston suositusten ja EKP:n tarkistettujen rakennuksen toimivuutta koskevien ja teknisten vaatimusten mukaisesti. Tutkittuaan ja arvioituaan lopulliset suunnitelmat EKP myöntää uusien toimitilojensa suunnittelun sille ehdokkaalle, joka EKP:n mielestä parhaiten täyttää valintakriteerit. Tämän jälkeen alkaa suunnittelu-prosessi. Itse toimitilojen rakentamisen on suunniteltu alkavan vuonna 2006.

<sup>8</sup> Lehdistötiedote ja kuvia voittajatyöistä löytyy EKP:n verkkosivulta.

### 3 EKPJ:N SOSIAALINEN VUOROPUHELU

Vuonna 2003 pidettiin kaksi kokousta osana EKPJ:n sosiaalista vuoropuhelua. Kokouksissa kaikkien EKPJ:hin kuuluvien kansallisten keskuspankkien ja eurooppalaisten ammattiyhdistysten liittojen henkilöstön edustajat keskustelivat EKP:n edustajien kanssa EKPJ:ssä toteutettavista muutoksista, joilla on vaikutusta kansallisten keskuspankkien työntekijöiden asemaan. EU:hun liittyvien 10 maan kansallisten keskuspankkien edustajat kutsuttiin kokouksiin tarkkailijoiksi.

Kuten aikaisempinakin vuosina, tärkeimmät kokouksissa käsitellyt asiat liittyivät seteleihin, maksujärjestelmiin ja rahoitusjärjestelmän vakauteen ja luottolaitosten toiminnan vakauden valvontaan.

Seteleihin liittyvistä asioista käsiteltiin lähinnä pitkän aikavälin painatusjärjestelyjä (ks. luvun 2 osa 3). Henkilöstön edustajat totesivat setelien olevan julkisia hyödykkeitä ja korostivat niiden laadun ja turvallisuuden vaikuttavan ratkaisevasti siihen, kuinka paljon yleisö luottaa seteleihin. Samoin he totesivat, että setelipainojen henkilöstön työpaikat tulisi turvata monestakin syystä, ja erityisesti tunnustuksena niistä huomattavista ponnisteluista, jotka liittyivät siihen, että eurosetelit saatiin painettua ajoissa ennen käteisen euron käyttöönottoa. Näin ollen keskuspankkien tulisi edelleen osallistua kaikkiin seteleihin liittyviin prosesseihin – erityisesti niiden painamiseen.

Maksujärjestelmiin liittyvistä asioista käsiteltiin lähinnä TARGET 2:n valmistelujen edistymistä (ks. luvun 2 osa 2). EKP:n edustajat kertoivat kokousosallistujille valmistelujen edistymisestä. Henkilöstön edustajat kommentoivat ratkaisuvaihtoehtoja ja ilmoittivat pitävänsä nykyisen tapaista hajautettua järjestelmää parhaimpana vaihtoehtona.

Rahoitusjärjestelmän ja luottolaitosten toiminnan vakauden valvonnan osalta EKP:n edustajat valottivat rahoitussektorin sääntelyä, valvontaa ja vakautta koskevien EU:n järjestelyjen uudistuksia, Lamfalussy-rakenteen täytäntöönpanoa pankkisektorilla,

Baselin pankkivalvontakomitean (Basel Committee on Banking Supervision) toteuttamaa pankkien vakavaraisuusvaatimusten uudistamista (uusi Baselin sopimus) ja kansallisten valvonta-rakenteiden uudistuksia (ks. luvun 3 osa 2). Henkilöstön edustajat toistivat pitävänsä pa-rempana vaihtoehtona, että rahoitus järjestelmän vakauteen ja luottolaitosten vakauden valvontaan liittyvät tehtävät annetaan keskuspankeille.

EKPJ:n sosiaalisen vuoropuhelun kokouksissa keskusteltiin myös yleisistä asioista. Tällaisia keskustelunaiheita olivat mm. yhteisten koulutusohjelmien ja EKPJ:n yrityskulttuurin kehittäminen, EKP:n valmistelut EKPJ:n laajentumiseen vuonna 2004 sekä eräiden kansallisten keskuspankkien uudelleenjärjestelyt eurojärjestelmän perustamisen seurauksena. Kokouksissa käsiteltiin uudelleenjärjestelyihin vaikuttavia tekijöitä ja työntekijöiden edustajat ilmaisivat huolensa työpaikkojen säilymisestä kansallisissa keskuspankeissa.

Ammattiyhdistysten edustajien näkemykset ja huolenaiheet saatettiin EKP:n neuvoston ja yleisneuvoston tietoon.

EKP:n edustajat painottivat EKPJ:n sosiaalisen vuoropuhelun kokouksissa, että EKP:n neuvosto soveltaa päätöksenteossään tehokkuuden, vaikuttavuuden, turvallisuuden, laadukkuuden ja hyvän virassa palvelun periaatteita. EKP:n neuvosto ottaa myös huomioon päätöksensä vaikutukset työllisyyteen ja sosiaalisiin oloihin.

Lokakuussa 2003 EKP julkaisi ensimmäisen numeron EKPJ:n sosiaalista vuoropuhelua käsittelevää lehteä parantaakseen kokouksiin osallistuvien välistä tiedonkulkua kokousten välissä ja edistääkseen osapuolien yhteistä näkemystä kokouksissa käsitellyistä asioista. Kokouksen osallistujat tähdensivät myös, että EKPJ:n yrityskulttuuria on vahvistettava. Yhteisiä koulutusohjelmia ollaankin järjestä-mässä.

## 4 EKP:N TILINPÄÄTÖS

## TASE 31.12.2003

VASTAAVAA	KOMMENTTI N:O	2003 €	2002 €
<b>Kulta ja kultasaamiset</b>	<b>1</b>	<b>8 145 320 117</b>	<b>8 058 187 254</b>
<b>Valuuttamääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta</b>	<b>2</b>		
Saamiset IMF:ltä		211 651 948	164 788 323
Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja muut valuuttamääräiset saamiset		28 593 384 857	37 151 511 287
		<b>28 805 036 805</b>	<b>37 316 299 610</b>
<b>Valuuttamääräiset saamiset euroalueelta</b>	<b>2</b>	<b>2 799 472 504</b>	<b>3 047 976 497</b>
<b>Euromääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta</b>	<b>3</b>		
Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja lainat		474 743 402	183 237 923
<b>Muut euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta</b>	<b>4</b>	<b>25 000</b>	<b>0</b>
<b>Eurojärjestelmän sisäiset saamiset</b>	<b>5</b>		
Saamiset euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä		34 899 471 205	28 681 074 010
Muut saamiset eurojärjestelmän sisällä (netto)		4 599 894 403	5 468 478 796
		<b>39 499 365 608</b>	<b>34 149 552 806</b>
<b>Muut saamiset</b>	<b>6</b>		
Aineellinen käyttöomaisuus		128 911 950	112 624 758
Muu rahoitusomaisuus		5 573 756 258	5 529 030 465
Siirtosaamiset ja maksetut ennakot		590 646 023	1 260 718 561
Muut		37 791 421	609 968 394
		<b>6 331 105 652</b>	<b>7 512 342 178</b>
<b>Tilikauden tappio</b>		<b>476 688 785</b>	<b>0</b>
<b>Vastaavaa yhteensä</b>		<b>86 531 757 873</b>	<b>90 267 596 268</b>

VASTATTAVAA	KOMMENTTI N:0	2003 €	2002 €
<b>Liikkeessä olevat setelit</b>	<b>7</b>	<b>34 899 471 205</b>	<b>28 681 074 010</b>
<b>Euromääräiset velat muille euroalueella oleville</b>	<b>8</b>	<b>1 065 000 000</b>	<b>1 036 000 000</b>
<b>Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b>	<b>9</b>	<b>146 867 501</b>	<b>227 805 777</b>
<b>Valuuttamääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b> Talletukset ja muut velat	<b>10</b>	<b>1 452 432 822</b>	<b>5 192 380 656</b>
<b>Eurojärjestelmän sisäiset velat</b> Valuuttavarantojen siirtoja vastaavat erät	<b>11</b>	<b>40 497 150 000</b>	<b>40 497 150 000</b>
<b>Muut velat</b>	<b>12</b>		
Siirtovelat ja saadut ennakot		1 162 299 071	1 417 939 194
Muut		174 890 973	75 191 137
		<b>1 337 190 044</b>	<b>1 493 130 331</b>
<b>Varaukset</b>	<b>13</b>	<b>87 195 777</b>	<b>2 644 780 685</b>
<b>Arvonmuutostilit</b>	<b>14</b>	<b>2 176 464 065</b>	<b>4 404 834 096</b>
<b>Pääoma ja rahastot</b>	<b>15</b>		
Pääoma		4 097 229 250	4 097 229 250
Rahastot		772 757 209	772 757 209
		<b>4 869 986 459</b>	<b>4 869 986 459</b>
<b>Tilikauden voitto</b>		<b>0</b>	<b>1 220 454 254</b>
<b>Vastattavaa yhteensä</b>		<b>86 531 757 873</b>	<b>90 267 596 268</b>

## TULOSLASKELMA VUODELTA 2003

	KOMMENTTI N:O	2003 €	2002 €
Korkotuotot valuuttavarannosta		541 294 375	990 618 897
Korkotuotot euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä		698 245 187	726 917 226
Muut korkotuotot		1 449 963 923	1 965 003 344
<i>Korkotuotot</i>		<i>2 689 503 485</i>	<i>3 682 539 467</i>
Valuuttavarantojen siirtoihin liittyvä kansallisten keskuspankkien saamisten korko		(807 683 148)	(1 140 963 789)
Muut korkokulut		(1 166 693 660)	(1 547 042 623)
<i>Korkokulut</i>		<i>(1 974 376 808)</i>	<i>(2 688 006 412)</i>
<b>Korkokate</b>	<b>20</b>	<b>715 126 677</b>	<b>994 533 055</b>
Rahoitustoiminnan realisoituneet voitot/tappiot	<b>21</b>	525 260 622	735 425 388
Rahoitusomaisuuden ja arvopaperipositioiden arvonlennukset	<b>22</b>	(3 972 689 560)	(276 955 036)
Siirto varauksista/varauksiin valuuttakurssi- ja hintariskin varalta		2 568 708 838	154 000 000
<b>Rahoituskate</b>		<b>(878 720 100)</b>	<b>612 470 352</b>
<b>Netto(kulut)/-tuotot toimitusmaksuista ja palkkioista</b>	<b>23</b>	<b>(63 466)</b>	<b>(227 158)</b>
<b>Muut tuotot</b>	<b>24</b>	<b>2 911 280</b>	<b>3 744 153</b>
<b>Tuotot yhteensä</b>		<b>(160 745 609)</b>	<b>1 610 520 402</b>
Henkilöstökulut	<b>25 &amp; 26</b>	(129 886 988)	(120 003 344)
Hallinnolliset kulut	<b>27</b>	(153 549 282)	(133 966 576)
Poistot aineellisista hyödykkeistä	<b>28</b>	(30 410 140)	(17 738 206)
Seteleiden tuotanto	<b>29</b>	(2 096 766)	(118 358 022)
<b>Tilikauden (tappio)/voitto</b>		<b>(476 688 785)</b>	<b>1 220 454 254</b>

Frankfurt am Mainissa 9.3.2004

EUROOPAN KESKUSPANKKI

Jean-Claude Trichet  
Pääjohtaja

# KIRJANPITOPERIAATTEET<sup>1</sup>

## TILINPÄÄTÖKSEN MUOTO JA ESITYSTAPA

Euroopan keskuspankin (EKP) tilinpäätöksen tarkoituksena on antaa riittävät tiedot EKP:n taloudellisesta tilasta ja sen toiminnan tuloksista. Tilinpäätöstä laadittaessa on noudatettu seuraavassa selostettavia kirjanpitoperiaatteita<sup>2</sup>, joiden EKP:n neuvosto on katsonut olevan keskuspankin toiminnan huomioon ottaen tarkoituksenmukaisia.

## KIRJANPITOPERIAATTEET

Tilinpäätöstä laadittaessa on noudatettu seuraavia periaatteita: todellisen taloudellisen tilanteen kuvaaminen ja selkeys, varovaisuus, tilinpäätöksen jälkeisten tapahtumien huomioon ottaminen, olennaisuus, suoriteperiaate, toiminnan jatkuvuus, johdonmukaisuus ja vertailtavuus.

## KIRJAAMISPERUSTE

Liiketapahtumat on kirjattu hankintahintaan. Jälkimmäisistä arvopaperit, kulta ja kaikki muut ulkomaan rahan määräiset tase-erät ja taseen ulkopuoliset erät arvostetaan markkinahintaan. Rahoitusomaisuuteen ja velkoihin liittyvät liiketapahtumat kirjataan taseeseen arvopäivänä.

## KULTA JA VALUUTTAMÄÄRÄISET ERÄT

Ulkomaan rahan määräiset saamiset ja velat on tilinpäätöksessä muunnettu euroiksi käyttäen tilinpäätöspäivän kurssia. Tuotot ja kulut on muunnettu euroiksi tapahtumapäivän kurssiin. Ulkomaan rahan määräisten tase-erien ja taseen ulkopuolisten erien arvostus on tehty valuutta-kohtaisesti.

Ulkomaan rahan määräisten saamisten ja velkojen arvostus markkinahintaan käsitellään erillään valuuttojen markkinakurssiarvostuksesta.

Kulta on arvostettu vuoden lopun markkinahintaan. Hinta- ja kurssimuutoksista johtuvat kulan arvostuserot on käsitelty yhtenä eränä. Kulta on arvostettu kultaunssin euromääräiseen hintaan, joka on johdettu euron dollarikurssista 31.12.2003.

## ARVOPAPERIT

Kaikki jälkimmäisistä arvopaperit ja vastaavat saamiset on arvostettu arvopaperikohtaisesti tilinpäätöspäivän keskihintaan. Vuoden 2003 arvostuksessa on käytetty 30.12.2003 keskihintaa. Ei-jälkimmäisistä arvopaperit on arvostettu hankintahintaan.

## TULOSLASKELMAAN KIRJAAMISEN PERIAATTEET

Tuotot ja kulut kirjataan suoriteperiaatteella. Valuuttojen, kullan ja arvopaperien myynnistä johtuneet realisoituneet voitot ja tappiot kirjataan tuloslaskelmaan. Tällaiset realisoituneet voitot ja tappiot lasketaan tase-erittäin keskihinnan menetelmällä.

Realisoitumattomia voittoja ei kirjata tuotoiksi, vaan ne siirretään suoraan taseen arvomuutostilille.

Realisoitumattomat tappiot kirjataan tuloslaskelmaan, jos ne ylittävät aiemmat vastaavalle arvomuutostilille kirjatut arvostusvoitot. Tiettyyn arvopaperiin tai valuuttaan taikka kultaan liittyviä realisoitumattomia tappioita ei voi kattaa toisiin arvopapereihin, valuuttoihin tai kultaan liittyvillä realisoitumattomilla voitoilla. Kun erästä kirjataan tilinpäätökseen realisoitumattomia tappioita, erän keskihinta muutetaan samaksi kuin valuuttakurssi ja/tai markkinahinta.

Arvopaperien hankinnan yhteydessä syntyvät preemiot ja diskontot lasketaan ja kirjataan korkotuottoina ja jaksotetaan arvopaperien jäljellä olevalle juoksuajalle.

## KÄÄNTEISOPERAATIOIT

Reposopimuksella arvopaperit myydään käteistä vastaan ja samanaikaisesti sovitaan näiden arvopaperien takaisinostosta tiettyyn hintaan ennalta määrättyinä päivinä. Reposopimukset kirjataan taseen vastattavaa-puolelle, ja lisäksi niistä aiheutuu tuloslaskelmaan korkokuluja.

1 EKP:n tilinpäätöksen perusteet on määrätty yksityiskohtaisesti EKP:n neuvoston 5.12.2002 tekemässä päätöksessä (EKP/2002/11), EUVL L 58, 3.3.2003, ss. 38-59.

2 Kirjanpitoperiaatteet noudattavat EKP:n perussäännön artiklaa 26.4, jossa edellytetään, että eurojärjestelmän liiketapahtumien kirjaamisessa ja raportoinnissa sovelletaan yhdenmukaistettuja sääntöjä.



Reposopimuksilla myydyt arvopaperit jäävät EKP:n taseeseen.

Käänteisellä reposopimuksella arvopaperit ostetaan käteistä vastaan ja samanaikaisesti sovitaan näiden arvopaperien takaisinmyynnistä tiettyyn hintaan ennalta määrättyinä päivinä. Käänteiset reposopimukset kirjataan taseen vastaavaa-puolelle, mutta niitä ei katsota EKP:n hallussa oleviksi arvopaperiksi. Tuloslaskelmaan niistä syntyy korkotuottoja.

Automaattiseen arvopapereiden lainausohjelmaan liittyvät käänteisoperaatiot (myös arvopaperilainaukset) kirjataan taseeseen vaikuttavina vain silloin, kun kyseessä ovat tapahtumat, joissa EKP:lle annetaan vakuus käteisenä rahana operaation juoksuajaksi. Vuonna 2003 EKP ei saanut vakuuksia käteisenä rahana tällaisen operaation juoksuajaksi.

#### **TASEEN ULKOPUOLISET ERÄT**

Valuuttainstrumentit eli valuuttatermiinit, valuutanvaihtosopimusten termiinipäät ja muut instrumentit, joihin liittyy valuutanvaihto tulevaisuudessa, luetaan nettovaluuttaposition valuuttakurssivoittoja ja -tappioita laskettaessa. Korkoinstrumentit arvostetaan uudelleen taseerittäin. Korkofutuurit kirjataan taseen ulkopuolisiin eriin. Vuodesta 2003 alkaen vaihtelumarginaalin päivittäiset muutokset on kirjattu taseeseen.

#### **TILINPÄÄTÖKSEN JÄLKEISET TAPAHTUMAT**

Jos tilinpäätöspäivän jälkeen mutta ennen päivää, jolloin EKP:n neuvosto hyväksyy tilinpäätöksen, tapahtuu jotakin, joka vaikuttaa olennaisesti saamisten ja velkojen arvoon tilinpäätöspäivänä, on tätä arvoa muutettava näiden tapahtumien perusteella.

#### **EKPJ:N/EUROJÄRJESTELMÄN SISÄISET SAAMISET**

EKPJ:n sisäiset tapahtumat ovat EU-maiden keskuspankkien välisiä. Näitä tapahtumia käsitellään ensisijaisesti TARGET-järjestelmässä eli Euroopan laajuisessa automatisoidussa reaaliaikaisessa bruttomaksujärjestelmässä (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer, ks. luku 2) ja niistä

syntyy kahdenvälisiä saamisia ja velkoja TARGET-järjestelmään osallistuvien EU:n keskuspankkien toisilleen pitämällä tileillä. Nämä kahdenväliset saamiset ja velat netotetaan päivittäin niin, että EKP asettuu tapahtumassa kummankin osapuolen vastapuoleksi. Tämän jälkeen kullekin kansalliselle keskuspankille jää vain yksi nettopositio ja vain EKP:hen nähden. Tämä EKP:n kirjanpidossa oleva positio on kunkin kansallisen keskuspankin nettosaaminen tai -velka muuhun EKPJ:hin nähden.

Euroalueen kansallisten keskuspankkien EKP:hen kohdistuvia saamisia ja velkoja (lukuun ottamatta EKP:n pääomaa sekä saamisia, jotka liittyvät valuuttavarantojen siirtoon EKP:lle) nimitetään eurojärjestelmän sisäisiksi saamisiksi ja veloiksi. Ne esitetään EKP:n taseessa yhtenä nettomääräisenä saamisena tai velkana.

Euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä syntyvät eurojärjestelmän sisäiset saamiset esitetään yhtenä nettomääräisenä saamisena erässä ”Saamiset euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä” (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Liikkeessä olevat setelit”).

Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden (Tanska, Ruotsi ja Iso-Britannia) kansallisten keskuspankkien EKP:hen kohdistuvat saamiset ja velat esitetään erässä ”Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle”.

#### **KÄYTTÖOMAISUUDEN KÄSITTELY**

Käyttöomaisuus (paitsi maa-alueet) arvostetaan hankintahintaan vähennettyinä poistoilla. Maa-alueet arvostetaan hankintahintaan. Poistot on laskettu tasapoistomenetelmällä. Tasapoistot tehdään käyttöomaisuuden arvioituna käyttökäytön aikana siten, että ne aloitetaan hankintaa seuraavan vuosineljänneksen alusta. Käyttäjät ovat seuraavat:

ATK-laitteet ja ohjelmistot sekä moottoriajoneuvot	4 vuotta
Koneet, kalusteet ja rakennelmat	10 vuotta
Rakennukset ja aktivoidut peruseräparannuskustannukset	25 vuotta
Käyttöomaisuus, jonka arvo on alle 10 000 euroa	Poistetaan hankintavuonna

Rakennuskustannusten ja EKP:n nykyisiin toimintoihin liittyvien aktivoitujen peruseräparannuskustannusten poisto-aikaa on lyhennetty, jotta tämä käyttöomaisuus voidaan poistaa kokonaisuudessaan vuoden 2008 loppuun mennessä. EKP:n odotetaan muuttavan uusiin toimintoihinsa tuohon ajankohtaan mennessä.

### EKP:N ELÄKEJÄRJESTELMÄ

EKP:llä on maksuperusteinen eläkejärjestelmä. Eläkejärjestelmässä olevia varoja käytetään ainoastaan eläkejärjestelmään kuuluvien ja heidän perheenjäsentensä eläke-etuuksiin. Varat sisältyvät EKP:n taseessa muihin saamisiin, ja ne käsitellään erikseen taseen kommentteissa. Eläkerahastossa olevien varojen arvostusvoitot ja -tappiot kirjataan eläkejärjestelmän tuotoiksi ja kuluiksi sinä vuonna, jona ne syntyvät. Etuuksilla, jotka suoritetaan EKP:n eläkemaksuista koostuvalta korvaustililtä (core benefit account), on vähimmäistakuut, joiden tarkoituksena on varmistaa ennalta määrättyjen etuuksien maksaminen.

### LIIKKEESSÄ OLEVAT SETELIT

EKP ja euroalueen 12 kansallista keskuspankkia, jotka yhdessä muodostavat eurojärjestelmän, laskevat liikkeeseen euroseteleitä.<sup>3</sup> Liikkeessä olevien euroseteleiden kokonaisarvo kohdistetaan eurojärjestelmän keskuspankeille kunkin kuukauden viimeisenä pankkipäivänä seteleiden jakoperusteen mukaisesti.<sup>4</sup> EKP:n osuus liikkeessä olevien euroseteleiden kokonaisarvosta on 8 %, ja se sisältyy taseen vastattavaa-puolen erään ”Liikkeessä olevat setelit”. EKP:n osuutta liikkeeseen laskettujen euroseteleiden kokonaismäärästä vastaavat sen saamiset kansallisilta keskuspankeilta. Nämä korolliset saamiset<sup>5</sup> esitetään ”Eurojärjestelmän sisäiset saamiset” -erän alarässä ”Saamiset euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä”

(ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”EKPJ:n/eurojärjestelmän sisäiset saamiset ja velat”). Näille saamisille kertyvä korko esitetään erässä ”Korkokate”. EKP:n neuvosto on päättänyt, että tämä tulo jaetaan kansallisille keskuspankeille ennakkovoitonjakona jokaisen vuosineljänneksen lopussa.<sup>6</sup> Tulo jaetaan kokonaisuudessaan, ellei EKP:n nettovoitto ole pienempi kuin sen liikkeeseen lasketuista euroseteleistä saama tulo. Tuloa voidaan jakaa vähemmän myös silloin, kun EKP:n neuvosto katsoo sen aiheelliseksi euroseteleiden painamiseen ja käsittelyyn liittyvien kulujen takia.

### MUUT SEIKAT

EKP:n johtokunnan kanta on, että kun EKP:n asema keskuspankkina otetaan huomioon, sen kassavirtalaskelman julkaiseminen ei antaisi tilinpäätöksen lukijoille oleellista lisätietoa.

EKPJ:n perussäännön artiklan 27 mukaisesti ja EKP:n neuvoston suosituksesta Euroopan unionin neuvosto on hyväksynyt KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaftin nimittämisen EKP:n ulkopuoliseksi tilintarkastajaksi viideksi vuodeksi 31.12.2003 päättyneestä tilikaudesta alkaen.

3 EKP:n päätös, tehty 6 päivänä joulukuuta 2001, euroseteleiden liikkeeseenlaskusta (EKP/2001/15), EYVL L 337, 20.12.2001, ss. 52–54.

4 ”Seteleiden jakoperusteella” tarkoitetaan prosenttiosuuksia, jotka saadaan, kun otetaan huomioon EKP:n osuus euroseteleiden liikkeeseenlaskun kokonaismäärästä ja sovelletaan merkityn pääoman jakoperustetta kansallisten keskuspankkien osuuteen tästä kokonaismäärästä.

5 EKP:n päätös, tehty 6 päivänä joulukuuta 2001, rahaliittoon osallistuvien jäsenvaltioiden kansallisten keskuspankkien rahoitustulon jakamisesta tilikaudesta 2002 alkaen (EKP/2001/16), EYVL L 337, 20.12.2001, ss. 55–61.

6 EKP:n päätös, tehty 21 päivänä marraskuuta 2002, Euroopan keskuspankin liikkeeseen lasketuista euroseteleistä saaman tulon jakamisesta rahaliittoon osallistuvien jäsenvaltioiden kansallisille keskuspankeille (EKP/2002/9), EYVL L 323, 28.11.2002, ss. 49–50.

## TASEEN KOMMENTIT

### 1 KULTA JA KULTASAAMISET

EKP:llä on 24,7 miljoonaa unssia kultaa (24,7 miljoonaa unssia vuonna 2002). Kultaa ei myyty eikä ostettu vuonna 2003. Muutos vuoden 2002 taseeseen verrattuna johtuu vuoden lopun uudelleenarvostuksesta (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Kulta ja valuuttamääräiset erät”).

### 2 VALUUTTAMÄÄRÄISET SAAMISET EUROALUEelta JA EUROALUEEN ULKOPUOLELTA

#### *Saamiset IMF:ltä*

Saamiset ovat EKP:n erityisiä nosto-oikeuksia Kansainvälisessä valuuttarahastossa (IMF) 31.12.2003. Saamiset perustuvat EKP:n ja IMF:n väliseen kaksisuuntaiseen erityisten nosto-oikeuksien osto- ja myyntijärjestelyyn, jonka mukaan IMF:llä on valtuudet järjestää EKP:n puolesta erityisten nosto-oikeuksien ja euron välisiä kauppvoja nosto-oikeuksien määrälle asetettujen vähimmäis- ja enimmäisrajojen mukaisesti. Erityinen nosto-oikeus määritellään valuuttakorin perusteella. Sen arvo on neljän tärkeimmän valuutan (euro, Japanin jeni, Englannin punta ja Yhdysvaltain dollari) vaihtokurssien painotettu summa. Erityisiä nosto-oikeuksia käsitellään kirjanpidossa valuuttamääräisinä erinä (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Kulta ja valuuttamääräiset erät”).

#### *Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja muut valuuttamääräiset saamiset*

#### *Valuuttamääräiset saamiset euroalueelta*

Tase-erä sisältää talletukset pankeissa, myönnetty valuuttamääräiset luotot ja Yhdysvaltain dollarin ja Japanin jenin määräiset arvopaperisijoitukset. Ne voidaan eritellä seuraavasti:

<i>Saamiset euroalueen ulkopuolelta</i>	2003 €	2002 €	Muutos €
Sekkitilit	1 365 187 080	1 249 268 747	115 918 333
Rahamarkkinatalletukset	1 197 220 582	1 665 333 388	(468 112 806)
Käänteiset reposopimukset	3 834 025 154	8 252 807 861	(4 418 782 707)
Arvopaperisijoitukset	22 196 952 041	25 984 101 291	(3 787 149 250)
<b>Yhteensä</b>	<b>28 593 384 857</b>	<b>37 151 511 287</b>	<b>(8 558 126 430)</b>

<i>Saamiset euroalueelta</i>	2003 €	2002 €	Muutos €
Sekkitilit	26 740	78 898	(52 158)
Rahamarkkinatalletukset	2 799 445 764	3 047 897 599	(248 451 835)
<b>Yhteensä</b>	<b>2 799 472 504</b>	<b>3 047 976 497</b>	<b>(248 503 993)</b>

Erän pieneneminen vuonna 2003 johtui pääasiassa EKP:n Yhdysvaltain dollarin määräisten varantojen vuoden lopun uudelleenarvostuksesta. Yhdysvaltain dollarin heikkeneminen suhteessa euroon on johtanut näiden saamisten euroarvon merkittävään laskuun (katso kirjanpitoperiaatteiden kohdat ”Kulta ja valuuttamääräiset erät” ja ”Tuloslaskelmaan kirjaamisen periaatteet”).

### 3 EUOMÄÄRÄISET SAAMISET EUROALUEEN ULKOPUOLELTA

Nämä saamiset koostuivat 31.12.2003 pankkitalletuksista euroalueen ulkopuolelle.

### 4 MUUT EUOMÄÄRÄISET SAAMISET EUROALUEEN LUOTTOLAITOKSILTA

Nämä saamiset koostuivat 31.12.2003 yksittäisestä pankkitalletuksesta euroalueelle.

## 5 EUROJÄRJESTELMÄN SISÄISET SAAMISET

### Saamiset euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä

Erään sisältyvät ne EKP:n saamiset kansallisilta keskuspankeilta, jotka syntyvät euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Liikkeessä olevat setelit”).

### Muut saamiset eurojärjestelmän sisällä (netto)

Erään sisältyvät euroalueen kansallisten keskuspankkien TARGET-maksuihin liittyvät saamiset EKP:ltä sekä saamiset, jotka liittyvät EKP:lle seteleistä kertyneen tulon jakamiseen ennakkovoitonjakona. Kansallisilla keskuspankeilla oli 31.12.2003 EKP:ltä 533 miljoonaa euroa saamisia, jotka liittyvät EKP:lle seteleistä kertyneen tulon jakamiseen ennakkovoitonjakona. Saamiset vastaavat euroalueen kansallisille keskuspankeille vuoden kolmena ensimmäisenä neljänneksenä ennakkoon jaettua voittoa, joka perittiin myöhemmin takaisin (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Liikkeessä olevat setelit” ja tuloslaskelman kommentti 20).

	2003 €	2002 €
TARGET-maksuihin liittyvät saamiset euroalueen kansallisilta keskuspankeilta	49 646 309 854	56 546 091 330
TARGET-maksuihin liittyvät velat euroalueen kansallisille keskuspankeille	(45 579 175 620)	(50 471 612 534)
TARGET-maksuihin liittyvät nettosaamiset ja -velat	4 067 134 234	6 074 478 796
EKP:n seteleistä saaman tulon jakamiseen ennakkovoitonjakona liittyvät saamiset euroalueen kansallisilta keskuspankeilta/ (velat euroalueen kansallisille keskuspankeille)	532 760 169	(606 000 000)
Muut saamiset eurojärjestelmän sisällä (netto)	4 599 894 403	5 468 478 796

## 6 MUUT SAAMISET

### Aineellinen käyttöomaisuus

Käyttöomaisuuteen sisältyivät 31.12.2003 seuraavat pääerät:

	Kirjanpitoarvo (netto) 31.12.2003 €	Kirjanpitoarvo (netto) 31.12.2002 €	Muutos €
Maa-alueet ja rakennukset	54 929 962	51 496 140	3 433 822
ATK-laitteet	45 407 622	33 522 388	11 885 234
Koneet, kalusteet, rakennelmat ja moottoriajoneuvot	2 149 813	2 575 083	(425 270)
Rakenteilla oleva omaisuus	23 259 861	9 092 185	14 167 676
Muu käyttöomaisuus	3 164 692	15 938 962	(12 774 270)
Yhteensä	128 911 950	112 624 758	16 287 192

Suurin lisäys tässä erässä liittyy EKP:n kolmannen toimipaikan aktivoituihin rakentamiskustannuksiin sekä tietoteknisiin lisäinvestointeihin.

### Muu rahoitusomaisuus

Muuhun rahoitusomaisuuteen kuuluvat seuraavat pääerät:

	2003 €	2002 €	Muutos €
Euromääräiset arvopaperit	5 276 052 927	5 428 324 673	(152 271 746)
Euromääräiset käänteiset reposopimukset	167 100 400	0	167 100 400
EKP:n eläkerahastoon liittyvät saamiset	91 727 194	61 852 580	29 874 614
Muu rahoitusomaisuus	38 875 737	38 853 212	22 525
Yhteensä	5 573 756 258	5 529 030 465	44 725 793

- a) EKP:n omien varojen sijoitukset koostuvat euromääräisistä arvopapereista ja euromääräisistä käänteisistä reposopimuksista (ks. myös kommentti 12).
- b) EKP:n eläkerahaston sijoitukset arvostettiin 91,7 miljoonaan euroon (61,9 miljoonaa euroa vuonna 2002). Sijoitukset on tehty EKP:n ja EKP:n henkilöstön maksamista eläkemaksuista 31.12.2003 saakka kertyneillä varoilla, ja niitä hallinnoi ulkopuolinen rahastonhoitaja. EKP:n ja eläkejärjestelmään kuuluvan henkilöstön säännölliset eläkemaksut on sijoitettu kuukausittain. Eläkejärjestelmän varoja käsitellään omana tase-eränä erillään EKP:n muusta rahoitusomaisuudesta, eivätkä niistä kertyneet nettotuotot ole EKP:n tuottoja vaan ne sijoitetaan uudelleen eläkerahastoon odottamaan eläkkeiden maksamista. Eläkerahaston arvo on sen rahastonhoitajan vuoden lopun markkinahintojen perusteella tekemän arvostuksen mukainen.
- c) EKP:llä on 3 000 Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) osaketta. Osakkeet on kirjattu taseeseen hankintahintaansa 38,5 miljoonaa euroa.

#### ***Siirtosaamiset ja maksetut ennakot***

Vuonna 2002 tähän erään sisältyi 727 miljoonaa euroa korkotuottoja EKP:n saamisista, jotka johtuivat euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä. Vuonna 2002 nämä tuotot maksettiin koko vuodelta. Vuodesta 2003 alkaen nämä tuotot on jaettu jokaisen vuosineljänneksen lopussa. Näin ollen erään sisältyvät nyt ainoastaan lopulliset neljännesvuosittaiset korkotuotot EKP:n saamisista, 165 miljoonaa euroa (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Liikkeessä olevat setelit”).

Muilta osin tase-erä sisältää pääasiassa arvopapereiden ja muun rahoitusomaisuuden kertyneitä korkoja.

#### ***Muut***

Vuonna 2002 tähän erään sisältyi 606 miljoonaa euroa EKP:lle seteleistä kertyneen tulon jakami-

sesta ennakkovoitonjakona johtuneita saamia. Vuonna 2003 EKP:lle kertynyttä tuloa ei jaettu (katso tuloslaskelman kommentti 20).

## **7 LIIKKEESSÄ OLEVAT SETELIT**

Tämä erä sisältää EKP:n osuuden liikkeessä olevista euroseteleistä (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Liikkeessä olevat setelit”).

## **8 EUROMÄÄRÄISET VELAT MUILLE EUROALUEELLA OLEVILLE**

Erään sisältyy Euro Banking Associationin (EBA) jäsenpankkien talletuksia, joita käytetään TARGET-järjestelmän kautta maksettujen EBAn maksujen vakuutena EKP:lle.

## **9 EUROMÄÄRÄISET VELAT EUROALUEEN ULKOPUOLELLE**

Tase-erä sisältää pääasiassa TARGET-maksuihin liittyviä euroalueen ulkopuolisten EU-maiden keskuspankkien saamia EKP:ltä (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”EKP:n/eurojärjestelmän sisäiset saamiset ja velat”).

## **10 VALUUTTAMÄÄRÄISET VELAT EUROALUEEN ULKOPUOLELLE**

Erä sisältää EKP:n valuuttavarannon hoidon yhteydessä euroalueen ulkopuolella olevien kanssa tehtyihin reposopimuksiin perustuvia velkoja seuraavasti:

	2003 €	2002 €	Muutos €
Reposopimukset	1 452 432 822	5 192 380 656	(3 739 947 834)

## 11 EUROJÄRJESTELMÄN SISÄISET VELAT

Erään sisältyvät EKP:lle siirrettyihin varantoihin perustuvat velat euroalueen keskuspankeille. Velkojen eurovasta-arvo on kiinteä ja perustuu niiden arvoon siirtohetkellä. Veloille maksetaan viimeisimpään käytettävissä olevaan eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden marginaalikorkoon perustuvaa korkoa, lukuun ottamatta kultaa, jolle ei makseta korkoa (ks. tuloslaskelman kommentti 20).

	%	€
Belgian keskuspankki	2,8658	1 432 900 000
Saksan keskuspankki	24,4935	12 246 750 000
Kreikan keskuspankki	2,0564	1 028 200 000
Espanjan keskuspankki	8,8935	4 446 750 000
Ranskan keskuspankki	16,8337	8 416 850 000
Irlannin keskuspankki	0,8496	424 800 000
Italian keskuspankki	14,8950	7 447 500 000
Luxemburgin keskuspankki	0,1492	74 600 000
Alankomaiden keskuspankki	4,2780	2 139 000 000
Itävallan keskuspankki	2,3594	1 179 700 000
Portugalin keskuspankki	1,9232	961 600 000
Suomen Pankki	1,3970	698 500 000
<b>Yhteensä</b>	<b>80,9943</b>	<b>40 497 150 000</b>

## 12 MUUT VELAT

Erä sisältää pääasiassa valuuttavarantojen siir-  
rosta kansallisille keskuspankeille syntyneiden  
saamisten korkoja (ks. kommentti 11). Eläke-  
rahastoon liittyvät EKP:n vastuut, mukaan luki-  
en aktuaarin raporttiin perustuva varaus, olivat  
100,6 miljoonaa euroa (72,4 miljoonaa euroa  
vuonna 2002). Erä sisältää myös 64 miljoonan  
euron arvosta EKP:n omien varojen hoitoon lii-  
tyviä avoimia reposopimuksia (ks. kommentti  
6) sekä muut siirtovelat.

## 13 VARAUKSET

EKP:hen kohdistuvan huomattavan valuutta-  
kurssi- ja korkoriskin vuoksi luotiin erityis-

varaus vuonna 2000. Varauksen tarve ja suu-  
ruus tarkistettiin vuosittain EKP:hen kohdistu-  
vaa tulevaa valuuttakurssi- ja korkoriskiä kos-  
kevan arvion perusteella. Koska Yhdysvaltain  
dollari heikkeni vuonna 2003 merkittävästi suh-  
teessa euroon, tämä varaus käytettiin kokonai-  
suudessaan kattamaan vuoden lopussa tuloslas-  
kelmaan kirjattuja realisoitumattomia tappioita,  
jotka johtuivat pääasiassa EKP:n Yhdysvaltain  
dollarin määräisten varantojen uudelleenarvos-  
tuksesta (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Tul-  
oslaskelmaan kirjaamisen periaatteet” ja tulos-  
laskelman kommentti 22.)<sup>7</sup>

Erään sisältyy myös eläkkeisiin sekä hyödyke-  
keisiin ja palveluihin liittyviä varauksia sekä  
varaus, joka kattaa EKP:n vuokrasopimukseen  
sisältyvän veloitteen saattaa sen nykyiset toi-  
mitilat alkuperäiseen kuntoon, kun ne tyhjene-  
vät ja EKP muuttaa uusiin toimitiloihinsa.

## 14 ARVONMUUTOSTILIT

Arvonmuutostilit sisältävät saamisista ja ve-  
loista kirjatut realisoitumattomat voitot.

	2003 €	2002 €	Muutos €
Kulta	2 070 968 381	1 983 835 491	87 132 890
Valuutat	1 901	1 682 723 875	(1 682 721 974)
Arvopaperit	105 493 783	738 274 730	(632 780 947)
<b>Yhteensä</b>	<b>2 176 464 065</b>	<b>4 404 834 096</b>	<b>(2 228 370 031)</b>

<sup>7</sup> EKP:n päätös, tehty 21 päivänä marraskuuta 2002, Euroopan kes-  
kuspankin liikkeeseen lasketuista euroseteleistä saaman tulon jakamisesta rahaliittoon osallistuvien jäsenmaiden kansallisille kes-  
kuspankeille (EKP/2002/9), EYVL L 323, 28.11.2002, ss. 49–50.

## 15 PÄÄOMA JA RAHASTOT

### Pääoma

Euroalueen kansallisten keskuspankkien kokonaan maksamat osuudet EKP:n 5 miljardin euron suuruisesta pääomasta ovat yhteensä 4 049 715 000 euroa ja jakautuvat seuraavasti:

	%	Merkitty pääoma €	Maksettu pääoma €
Belgian keskuspankki	2,8658	143 290 000	143 290 000
Saksan keskuspankki	24,4935	1 224 675 000	1 224 675 000
Kreikan keskuspankki	2,0564	102 820 000	102 820 000
Espanjan keskuspankki	8,8935	444 675 000	444 675 000
Ranskan keskuspankki	16,8337	841 685 000	841 685 000
Irlannin keskuspankki	0,8496	42 480 000	42 480 000
Italian keskuspankki	14,8950	744 750 000	744 750 000
Luxemburgin keskuspankki	0,1492	7 460 000	7 460 000
Alankomaiden keskuspankki	4,2780	213 900 000	213 900 000
Itävallan keskuspankki	2,3594	117 970 000	117 970 000
Portugalin keskuspankki	1,9232	96 160 000	96 160 000
Suomen Pankki	1,3970	69 850 000	69 850 000
<b>Euroalueen kansalliset keskuspankit yhteensä</b>	<b>80,9943</b>	<b>4 049 715 000</b>	<b>4 049 715 000</b>
Tanskan keskuspankki	1,6709	83 545 000	4 177 250
Ruotsin keskuspankki	2,6537	132 685 000	6 634 250
Englannin pankki	14,6811	734 055 000	36 702 750
<b>Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden kansalliset keskuspankit yhteensä</b>	<b>19,0057</b>	<b>950 285 000</b>	<b>47 514 250</b>
<b>Kaikki kansalliset keskuspankit yhteensä</b>	<b>100,0000</b>	<b>5 000 000 000</b>	<b>4 097 229 250</b>

Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden kansallisten keskuspankkien maksamat osuudet EKP:n merkitystä pääomasta ovat yhteensä 47 514 250 euroa, joka vastaa 5 prosenttia näiden keskuspankkien merkitystä pääomasta. Euroalueen

ulkopuolisten EU-maiden kansalliset keskuspankit osallistuvat näillä summilla EKP:n toimintakuluihin. Toisin kuin euroalueen keskuspankeilla, euroalueen ulkopuolisten EU-maiden keskuspankeilla ei ole oikeutta osuuksiin EKP:n jakokelpoisesta voitosta eikä ennakoitoitonjakona jaettavaan euroseteleiden arvon kohdistamisesta johtuvaan tuottoon. Ne eivät myöskään ole velvollisia kattamaan EKP:n mahdollisia tappioita.

### Rahastot

Tämän erän muodostaa EKPJ:n perussäännön 33 artiklan nojalla perustettu yleisrahasto.

## 16 TILINPÄÄTÖKSEN JÄLKEISET TAPAHTUMAT

### EKP:N PÄÄOMAN JAKOPERUSTEeseen TEHDYT MUUTOKSET

#### Taustaa

EKPJ:n perussäännön artiklan 29.3 nojalla EKP:n pääoman merkitsemisen jakoperustetta, jonka mukaan kansallisille keskuspankeille on annettu painoarvo maksajina, on tarkistettava joka viides vuosi. EKP:n perustamisen jälkeen jakoperustetta tarkistettiin ensimmäisen kerran 1.1.2004. Seuraavan kerran jakoperustetta muutetaan 1.5.2004, jolloin 10 uutta valtiota liittyy Euroopan unioniin. EKP:n pääoman jakoperusteen tarkistus 1.1.2004 perustui EU:n neuvoston 15.7.2003 tekemään päätökseen, joka koskee Euroopan keskuspankin pääoman merkintään sovellettavan jakoperusteen tarkistamista varten tarvittavia tilastotietoja. Pääoman jakoperustetta tarkistettiin seuraavasti:

	1.1.1999– 31.12.2003 %	1.1.2004– 1.5.2004 %
Belgian keskuspankki	2,8658	2,8297
Saksan keskuspankki	24,4935	23,4040
Kreikan keskuspankki	2,0564	2,1614
Espanjan keskuspankki	8,8935	8,7801
Ranskan keskuspankki	16,8337	16,5175
Irlannin keskuspankki	0,8496	1,0254
Italian keskuspankki	14,8950	14,5726
Luxemburgin keskuspankki	0,1492	0,1708
Alankomaiden keskuspankki	4,2780	4,4323
Itävallan keskuspankki	2,3594	2,3019
Portugalin keskuspankki	1,9232	2,0129
Suomen Pankki	1,3970	1,4298
<b>Välisumma – euroalueen kansalliset keskuspankit</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>
Tanskan keskuspankki	1,6709	1,7216
Ruotsin keskuspankki	2,6537	2,6636
Englannin pankki	14,6811	15,9764
<b>Välisumma – euroalueen ulkopuolisten EU-maiden kansalliset keskuspankit</b>	<b>19,0057</b>	<b>20,3616</b>
<b>Yhteensä</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

## MUUTOSTEN VAIKUTUS

### **EKP:n pääoma**

Kun (osuutensa täysimääräisinä maksavien) euroalueen kansallisten keskuspankkien yhteenlaskettu osuus EKP:n pääomasta pieneni 1,3559 % ja (vain 5 % merkitsemästään määräästä maksavien) euroalueen ulkopuolisten EU-maiden kansallisten keskuspankkien osuus kasvoi, EKP:n pääoma pieneni yhteensä 64 miljoonalla eurolla 1.1.2004.

### **EKP:lle siirrettyjä valuuttavarantosaamisia vastaavat kansallisten keskuspankkien saamiset**

Euroalueen kansalliset keskuspankit ovat siirtäneet valuuttavarantojaan EKP:lle alkuperäisen EKP:n pääoman jakoperusteen mukaisesti 40 497 miljoonaa euroa. Koska euroalueen kansallisten keskuspankkien osuus EKP:n merkitystä pääomasta pieneni, myös niihin kohdistuvaa vaadetta tarkistettiin pienemmäksi. Niille palautettiin siksi 678 miljoonaa euroa.

### **Muutokset 1.5.2004**

Kun uudet jäsenmaat liittyvät Euroopan unioniin ja niiden kansallisista keskuspankeista tulee osa EKPJ:ää, EKP:n merkitty pääoma kasvaa ja EKP:lle siirrettävien valuuttavarantojen määrälle asetettu rajaa nousee automaattisesti.

## TASEEN ULKOPUOLISET ERÄT

### **17 AUTOMAATTINEN ARVOPAPEREIDEN LAINAUSOHJELMA**

EKP:n omien varojen hoitoon kuuluu sopimus automaattisesta arvopapereiden lainausohjelmasta. Sopimuksen mukaan nimetty arvopapereiden lainaaja suorittaa EKP:n puolesta arvopapereiden lainaustapahtumia EKP:n hyväksymien ja nimeämien vastapuolten kanssa. Tällaisia reposopimuksiin ja käännteisiin reposopimuksiin perustuvia tapahtumia oli avoinna 31.12.2003, ja kunkin arvo oli 0,4 miljardia euroa (1,4 miljardia euroa vuonna 2002) (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Käännteisoperaatiot”).

### **18 KORKOFUTUURIT**

Vuonna 2003 EKP:n valuuttavarannon hoidon yhteydessä käytettiin valuuttamääräisiä korkofutuuria. Seuraavat sopimukset olivat avoinna 31.12.2003 (nimellisarvo):

Valuuttamääräiset korkofutuurit	Sopimusarvo €
Ostot	1 928 169 982
Myynnit	610 966 084

### **19 SIDOTTU PÄÄOMA**

EKP ja Frankfurt am Mainin kaupunki allekirjoitivat 5.3.2002 kauppasopimuksen tontista, jolle EKP:n uudet toimitilat rakennetaan. Pohjahinnaksi on asetettu ennalta määritellyn rakennuspinta-alan perusteella 61,4 miljoonaa euroa. Maksu suoritetaan erissä 31.12.2004 mennessä, ja tuona päivänä omistusoikeus siirtyy EKP:lle. Ensimmäinen erä maksettiin Frankfurtin kaupungille vuonna 2003.



## TULOSLASKELMAN KOMMENTIT

### 20 KORKOKATE

#### **Korkotuotot valuuttavarannosta**

Tähän erään sisältyy valuuttamääräisistä saamisista ja veloista kertyneiden korkotuottojen ja -kulujen erotus seuraavasti:

	2003 €	2002 €	Muutos €
Korkotuotot sekkitileistä	3 679 287	6 076 316	(2 397 029)
Tuotot rahamarkkinatalletuksista	45 699 455	76 811 025	(31 111 570)
Käänteiset reposopimukset	66 206 740	120 729 765	(54 523 025)
Nettotuotot arvopapereista	445 357 205	857 373 212	(412 016 007)
<b>Korkotuotot valuuttavarannosta yhteensä</b>	<b>560 942 687</b>	<b>1 060 990 318</b>	<b>(500 047 631)</b>
Korkokulut sekkitileistä	(73 292)	(263 018)	189 726
Reposopimukset	(19 575 020)	(70 108 403)	50 533 383
<b>Korkotuotot valuuttavarannosta (netto)</b>	<b>541 294 375</b>	<b>990 618 897</b>	<b>(449 324 522)</b>

#### **Korkotuotot euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä**

Tämä erä sisältää korkotuotot, jotka liittyvät EKP:n 8 prosentin osuuteen liikkeeseen laskettujen euroseteleiden kokonaisarvosta. EKP:n osuuteen seteleistä liittyville saamisille kertyy viimeisimpään käytettävissä olevaan eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden marginaalikorkoon perustuvaa korkoa. Nämä tuotot jaetaan kansallisille keskuspankeille kirjanpitoperiaatteiden kohdan ”Liikkeessä olevat setelit” mukaan.

EKP:n 31.12.2003 päättyneen tilikauden tuloksen perusteella EKP:n neuvosto päätti joulukuussa 2003

- kerätä takaisin kansallisille keskuspankeille ennakkoon kolmena vuosineljänneksenä jo jaetut voitot, yhteensä 533 miljoonaa euroa
- jättää jakamatta ennakkoon viimeisen vuosineljänneksen voiton, joka oli 165 miljoonaa euroa.

#### **Valuuttavarantojen siirtoihin liittyvä kansallisten keskuspankkien saamisten korko**

EKP:n maksamat korot euroalueen kansallisten keskuspankkien saamisille, jotka perustuvat valuuttavarantojen siirtoon EKPJ:n perussäännön artiklan 30.1 nojalla, on ilmoitettu tässä erässä.

#### **Muut korkotuotot ja Muut korkokulut**

Näihin eriin sisältyvät TARGET-maksuihin liittyvistä saamisista ja veloista sekä muista euro-määräisistä saamisista ja veloista kertyneet korkotuotot ja -kulut.

Korkokate pieneni vuoden 2002 korkokatteesta pääasiassa vuoden aikana tapahtuneen dollari- ja eurokorkojen laskun vuoksi.

### 21 RAHOITUSTOIMINNAN REALISOITUNEET VOITOT/TAPPIOT

	2003 €	2002 €	Muutos €
Arvopapereiden hintojen muutoksesta aiheutuneet realisoituneet nettovoitot	528 606 147	734 191 562	(205 585 415)
Realisoituneet valuuttakurssi-(tappiot)/-voitot (netto)	(3 345 525)	1 233 826	(4 579 351)
Rahoitustoiminnan realisoituneet voitot	525 260 622	735 425 388	(210 164 766)

Realisoituneita nettovoittoja saatiin tavanomaiseen salkunhoitoon liittyvistä arvopapereiden myynneistä. Vuonna 2003 valuuttavarantoja ei ole myyty merkittävässä määrin.

## 22 RAHOITUSOMAISUUDEN JA ARVOPAPERIPOSITIOIDEN ARVONALENNUKSET

	2003 €	2002 €	Muutos €
Arvopaperien hintojen muutoksesta aiheutuneet realisoitumattomat nettotappiot	(10 349 709)	0	(10 349 709)
Realisoitumattomat valuuttakurssitappiot	(3 962 339 851)	(276 955 036)	(3 685 384 815)
<b>Yhteensä</b>	<b>(3 972 689 560)</b>	<b>(276 955 036)</b>	<b>(3 695 734 524)</b>

Arvonalennukset johtuivat pääasiassa siitä, että EKP:n Yhdysvaltain dollarin määriäisten varantojen keskimääräistä hankintahintaa alennettiin vastaamaan vuoden lopun vaihtokurssia 31.12.2003, koska dollari oli vuoden aikana heikentynyt suhteessa euroon. Arvonalennukset katettiin osittain valuuttakurssi- ja korkoriskin varalta tehdyn erityisvarauksen purkamisella (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Tuloslaskelmaan kirjaamisen periaatteet” ja taseen kommentti 2).

## 23 NETTO(KULUT)/-TUOTOT TOIMITUSMAKSUISTA JA PALKKIOISTA

	2003 €	2002 €	Muutos €
Tuotot toimitusmaksuista ja palkkioista	700 271	634 241	66 030
Toimitusmaksu- ja palkkiokulut	(763 737)	(861 399)	97 662
<b>Netto(kulut)/-tuotot toimitusmaksuista ja palkkioista</b>	<b>(63 466)</b>	<b>(227 158)</b>	<b>163 692</b>

Tässä erässä tuottoja syntyi pääasiassa sakkokoroista, joita perittiin vähimmäisvarantovelvoitteensa laiminlyönneiltä luottolaitoksilta. Kulut liittyivät etupäässä sekkitilien toimitus-

maksuihin valuuttamääriäisten korkofutuuriin yhteydessä (ks. taseen kommentti 18).

## 24 MUUT TUOTOT

Muita sekalaisia tuottoja kertyi tilivuonna pääasiassa käyttämättömien hallinnollisten varaus-ten siirtämisestä tuloslaskelmaan.

## 25 HENKILÖSTÖKULUT

Tämä erä sisältää palkkoja ja palkkioita, joiden määrä oli 108,2 miljoonaa euroa (vuonna 2002 vastaava luku oli 92,6 miljoonaa euroa), työnantajan eläkemaksuja EKP:n eläkejärjestelmään sekä työnantajan sairaus- ja tapaturmavakuutusmaksuja. EKP:n johtokunnan palkat olivat yhteensä 2,0 miljoonaa euroa (2,0 miljoonaa euroa vuonna 2002). Tilivuoden aikana ei maksettu eläkkeitä entisille johtokunnan jäsenille tai heidän perheenjäsenilleen. Toimikautensa päättäneille johtokunnan jäsenille suoritettiin siirtymäajan maksuja. Palkat ja palkkiot, mukaan lukien johdon palkat ja palkkiot, perustuvat pääpiirteissään Euroopan yhteisöjen palkkausjärjestelmään ja ovat siihen verrattavissa.

Vuoden 2003 lopussa EKP:n palveluksessa oli 1 213 henkilöä, joista 84 oli esimiestehtävissä. Työntekijöiden määrä kehittyi seuraavasti vuonna 2003:

	2003	2002
1.1.2003	1 105	1 043
Uudet työntekijät	149	113
Irtisanoutuneet	41	51
31.12.2003	1 213	1 105
Työntekijöiden määrä keskimäärin	1 160	1 080

## 26 EKP:N ELÄKEJÄRJESTELMÄ

EKP:n eläkejärjestelmän säännöt edellyttävät, että eläkevastuu arvioidaan vakuutusmatematisesti kerran kolmessa vuodessa. Kattava va-

kuutusmatemaattinen arvio tehtiin viimeksi 31.12.2002, ja siinä oletettiin, että kaikki työntekijät erosivat palveluksesta eli eläkkeeseen oikeuttavat työsuhteet olisivat katkenneet tuona päivänä.

Auktorisoitu aktuaari arvioi eläkevastuun. EKP:n eläkevastuu, mukaan lukien työkyvyttömyydestä johtuvat ja eläkkeelle jäämisen jälkehen maksettavat etuudet, oli yhteensä 21,7 miljoonaa euroa (27,4 miljoonaa euroa vuonna 2002). Tähän määrään sisältyivät 1,9 miljoonan euron suuruinen varaus johtokunnan jäsenille maksettavia eläkkeitä varten (vuonna 2002 vastaava luku oli 2,1 miljoonaa euroa) sekä lisämaksut. Tulevaisuudessa EKP:n on maksettava eläkejärjestelmään 16,5 % koko henkilöstön eläkkeeseen oikeuttavista ansioista.

taa EKP. Vuonna 2002 tähän erään sisältyivät kustannukset, jotka liittyivät euroseteleiden painamiseen varastoon eurojärjestelmää varten vuonna 2001.

## 27 HALLINNOLLISET KULUT

Tämä erä sisältää toimitilojen vuokrat ja kunnossapidon, hyödykkeet ja kalusteet, jotka eivät ole pääoman luonteisia, asiantuntijoiden palkkiot ja muut palvelut sekä tarvikkeet. Erään kuuluvat niin ikään henkilöstön rekrytoinnista, muuttamisesta, uusiin toimitiloihin ja asuinpaikkaan sijoittamisesta sekä kouluttamisesta aiheutuneet kulut.

## 28 POISTOT AINEELLISISTA HYÖDYKKEISTÄ

Poistojen määrä kasvoi vuonna 2003, mikä heijastaa ensimmäistä kertaa sitä, että rakennuskustannusten ja aktivoitujen perusparannuskustannusten poistoaikaa on lyhennetty (ks. kirjainpitoperiaatteiden kohta ”Käyttöomaisuuden käsittely”).

## 29 SETELEIDEN TUOTANTO

Vuonna 2003 tähän erään sisältyivät euroseteleiden kuljetuskustannukset, jotka aiheutuivat seteleiden siirtämisestä kansallisesta keskuspankista toiseen odottamattomien kysyntävaihtelujen kattamiseksi. Näistä kustannuksista vas-

# SELVITYS TAPPIOIDEN JAKAMISESTA

*Tämä selvitys ei ole osa EKP:n tilinpäätöstä vuodelta 2003. Selvitys julkaistaan vuosikertomuksessa vain lisätietona.*

## TULOT SETELIEN LIIKKEESEENLASKUSTA

EKP:n neuvoston päätöksen mukaisesti EKP jättää jakamatta voittoja 698 miljoonan euron arvosta varmistaakseen, ettei voitonjaon kokonaismäärä ylitä EKP:n nettovoittoja kyseisenä vuonna. Summa sisältää kokonaisuudessaan EKP:n osuuden liikkeeseen laskettujen eurosetelien kokonaisarvosta vuonna 2003.

## EKP:N TAPPIOIDEN KATTAMINEN

EKPJ:n perussäännön artiklassa 33.2 todetaan, että jos EKP:n tulos on tappiollinen, tappio katetaan EKP:n yleisrahastosta ja tarvittaessa – jos EKP:n neuvosto niin päättää – artiklan 32.5 mukaisesti<sup>8</sup> kyseisen tilikauden rahoitustulolla suhteessa kansallisille keskuspankeille kohdennettuun määrään ja enintään tähän määrään asti.

Maaliskuun 18. päivänä 2004 pitämässään kokouksessa EKP:n neuvosto päätti, että 31.12.2003 päättyneen tilikauden tappiot katetaan seuraavasti:

	2003 €	2002 €
Tilikauden (tappio)/voitto	(476 688 785)	1 220 454 254
Kansallisille keskuspankeille jaettu tulo EKP:n liikkeeseen laskemista seteleistä	0	(606 000 000)
Tilikauden (tappio)/voitto EKP:lle seteleistä kertyneen tulon jakamisen jälkeen	(476 688 785)	614 454 254
(Siirrot yleisrahastoon)/siirrot yleisrahastosta	476 688 785	0
Jakokelpoinen voitto	0	614 454 254
Kansallisille keskuspankeille jaettu voitto	0	(614 454 254)
<b>Yhteensä</b>	<b>0</b>	<b>0</b>

<sup>8</sup> EKPJ:n perussäännön artiklan 32.5 mukaan kansallisten keskuspankkien rahoitustulon summa jaetaan niiden kesken suhteessa niiden maksamiin osuuksiin EKP:n pääomasta.



## Tilintarkastajan raportti

Euroopan keskuspankin pääjohtaja  
ja EKP:n neuvosto

Frankfurt am Main

Olemme tarkastaneet oheisen Euroopan keskuspankin tilinpäätöksen 31. päivältä joulukuuta 2003 sekä siihen liittyvän tuloslaskelman kommentteineen. Tilinpäätöksen laatimisesta vastaa Euroopan keskuspankin johtokunta. Meillä on velvollisuus ilmaista suorittamaamme tilintarkastukseen perustuva mielipide tästä tilinpäätöksestä.

Tilintarkastus on suoritettu kansainvälisen tilintarkastuskäytännön mukaisesti. Tilintarkastuskäytäntö edellyttää, että tilintarkastus suunnitellaan ja suoritetaan tavalla, joka antaa riittävän varmuuden siitä, ettei tilinpäätöksessä ole asiavirheitä. Tilintarkastus on suoritettu tutkimalla olennaiset liiketapahtumat tositteineen riittävän laajasti. Tilintarkastuksen yhteydessä arvioidaan käytettyjen kirjanpitoperiaatteiden ja johdon merkittävien arvioiden asianmukaisuus sekä tilinpäätöksen yleinen selkeys. Mielipiteemme perustuu suorittamaamme ja riittäväksi katso-  
maamme tilintarkastukseen.

Mielestämme tämä tilinpäätös, joka on laadittu Euroopan keskuspankin tilinpäätöksen kommenttien alkuosassa selostettujen kirjanpitoperiaatteiden mukaisesti, antaa riittävät ja oikeat tiedot Euroopan keskuspankin taloudellisesta tilasta 31.12.2003 ja sen toiminnan tuloksista tuoloin päättyneenä vuonna.

Frankfurt am Mainissa 9.3.2004

KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft  
Aktiengesellschaft  
Wirtschaftsprüfungsgesellschaft



(Wohlmannstetter)  
Wirtschaftsprüfer



(Dr. Lemnitzer)  
Wirtschaftsprüfer

Aufsichtsratsvorsitzender:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Gerhard Brackert

Vorstand:  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Axel Berger  
WP RA StB  
Dr. Bernd Erle  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Gerd Geib  
WP Dr. Martin Hoyos

RA StB  
Dr. Hartwich Lüßmann  
WP Dipl.-Kfm. Ulrich Maas  
WP StB  
Prof. Dr. Rolf Nonnenmacher  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Rüdiger Reinke  
CPA Kenneth D. Russell  
WP Dipl.-Oec.  
Bernd Ulrich Schmid  
WP Dipl.-Kfm.  
Prof. Dr. Wienand Schruff  
WP StB Dr. Peter Wesner

WP RA StB  
Prof. Dr. Harald Wiedmann  
Sprecher  
WP StB CPA Dipl.-Kfm. MSc  
Gottfried Wohlmannstetter  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Hans Zehnder  
WP StB Dipl.-Kfm.  
Wolfgang Zielke  
stellv. Sprecher  
Zertifiziert nach  
DIN EN ISO 9001

Sitz: Berlin und  
Frankfurt am Main  
Handelsregister:  
Charlottenburg (HRB 1077)  
und Frankfurt am Main  
(HRB 14345)  
Bankverbindung:  
Deutsche Bank AG,  
Frankfurt a. M., 096 386 800  
BLZ 500 700 10  
USt.-IdNr.: DE 136 751 547

# 5 EUROJÄRJESTELMÄN KONSOLIDOITU TASE

## 31.12.2003

(MILJ. EUROA)

VASTAAVAA	31.12.2003	31.12.2002
<b>1 Kulta ja kultasaamiset</b>	<b>130 344</b>	<b>130 739</b>
<b>2 Valuuttamääräiset saamiset</b>		
<b>euroalueen ulkopuolelta</b>	<b>175 579</b>	<b>234 486</b>
2.1 Saamiset IMF:ltä	29 130	31 305
2.2 Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja muut valuuttamääräiset saamiset	146 449	203 181
<b>3 Valuuttamääräiset saamiset euroalueelta</b>	<b>17 415</b>	<b>19 823</b>
<b>4 Euromääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta</b>	<b>6 049</b>	<b>4 190</b>
4.1 Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja lainat	6 049	4 190
4.2 ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat saamiset	0	0
<b>5 Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset luotot euroalueen luottolaitoksille</b>	<b>298 163</b>	<b>227 654</b>
5.1 Perusrahoitusoperaatiot	253 001	180 000
5.2 Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	45 000	45 000
5.3 Käänteiset hienosäätöoperaatiot	0	0
5.4 Käänteiset rakenteelliset operaatiot	0	0
5.5 Maksuvalmiusluotot	134	2 621
5.6 Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät luotot	28	33
<b>6 Muut euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta</b>	<b>729</b>	<b>147</b>
<b>7 Euromääräiset arvopaperit euroalueelta</b>	<b>54 466</b>	<b>27 828</b>
<b>8 Euromääräiset saamiset julkisyhteisöiltä</b>	<b>42 686</b>	<b>44 486</b>
<b>9 Muut saamiset</b>	<b>109 365</b>	<b>105 808</b>
<b>Vastaavaa yhteensä</b>	<b>834 796</b>	<b>795 161</b>

Pyöristysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

VASTATTAVAA	31.12.2003	31.12.2002
<b>1 Liikkeessä olevat setelit</b>	<b>436 128</b>	<b>371 866*</b>
<b>2 Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille</b>	<b>147 328</b>	<b>133 565</b>
2.1 Sekkitilit (ml. vähimmäisvarantotalletukset)	147 247	133 495
2.2 Talletusmahdollisuus	80	70
2.3 Määräaikaistalletukset	0	0
2.4 Käänteiset hienosäästöoperaatiot	0	0
2.5 Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät talletukset	1	0
<b>3 Muut euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille</b>	<b>257</b>	<b>15</b>
<b>4 Liikkeeseen lasketut sijoitustodistukset</b>	<b>1 054</b>	<b>2 029</b>
<b>5 Euromääräiset velat muille euroalueella oleville</b>	<b>39 865</b>	<b>46 197</b>
5.1 Julkisyhteisöt	34 106	41 123
5.2 Muut	5 759	5 074
<b>6 Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b>	<b>10 279</b>	<b>8 813</b>
<b>7 Valuuttamääräiset velat euroalueelle</b>	<b>499</b>	<b>1 125</b>
<b>8 Valuuttamääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b>	<b>11 205</b>	<b>18 588</b>
8.1 Talletukset ja muut velat	11 205	18 588
8.2 ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat velat	0	0
<b>9 Myönnettyjen erityisten nosto-oikeuksien vastaerä</b>	<b>5 761</b>	<b>6 340</b>
<b>10 Muut velat</b>	<b>54 757</b>	<b>62 470</b>
<b>11 Arvonmuutostilit</b>	<b>67 819</b>	<b>82 615</b>
<b>12 Pääoma ja rahastot</b>	<b>59 844</b>	<b>61 538</b>
<b>Vastattavaa yhteensä</b>	<b>834 796</b>	<b>795 161</b>

\* Erä "Liikkeessä olevat setelit" 31.12.2002 sisältää liikkeessä olevia euroalueen kansallisia seteleitä 13 338 miljoonan euron arvosta. Nämä kansalliset setelit siirrettiin 1.1.2003 erään "Muut velat", ja 31.12.2003 niiden arvo oli 11 338 miljoonaa euroa.





**LIITTEET**

## LIITTEET

### EUROOPAN KESKUSPANKIN ANTAMAT SÄÄDÖKSET

Tässä luettelossa ovat EKP:n vuonna 2003 ja vuoden 2004 alussa antamat säädökset, jotka on julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä. Virallisen lehden numeroita on saatavissa Euroopan yhteisöjen virallisten julkaisujen toimistosta. EKP:n www-sivustossa ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) on luettelo kaikista säädöksistä, jotka EKP on antanut perustamisensa jälkeen.

Numero	Nimi	Julkaisu
EKP/2003/1	Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännön 10.6 artiklan nojalla annettu suositus neuvoston päätökseksi Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännön 10.2 artiklan muuttamisesta	EUVL C 29, 7.2.2003, s. 6
EKP/2003/2	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 6 päivänä helmikuuta 2003, tietyistä raha- ja pankkitilastotietoihin liittyvistä Euroopan keskuspankin tiedonantovaatimuksista ja kansallisten keskuspankkien tiedonantomenettelyistä	EUVL L 241, 26.9.2003, s. 1
EKP/2003/3	Euroopan keskuspankin suositus, annettu 6 päivänä maaliskuuta 2003, Euroopan unionin neuvostolle Deutsche Bundesbankin ulkopuolisista tilintarkastajista	EUVL C 75, 27.3.2003, s. 11
EKP/2003/4	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 20 päivänä maaliskuuta 2003, euroseteleiden nimellisarvoista, selitelmistä, vaihtamisesta, käytöstä poistamisesta ja seteliäiheeseen jäljentämisestä	EUVL L 78, 25.3.2003, s. 16
EKP/2003/5	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 20 päivänä maaliskuuta 2003, euroseteleiden vaihtamisesta ja käytöstä poistamisesta sekä toimenpiteiden toteuttamisesta luvattomia seteliäiheeseen jäljennöksiä vastaan	EUVL L 78, 25.3.2003, s. 20
EKP/2003/6	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 4 päivänä huhtikuuta 2003, Euroopan laajuudesta automatisoidusta reaaliaikaisesta bruttomaksujärjestelmästä ("TARGET") annettujen suuntaviivojen EKP/2001/3, sellaisina kuin ne ovat muutettuina 27 päivänä helmikuuta 2002 annetuilla suuntaviivoilla, muuttamisesta	EUVL L 113, 7.5.2003, s. 10
EKP/2003/7	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 2 päivänä toukokuuta 2003, maksutasetta, ulkomaista varallisuutta ja valuuttavarantoasetelmaa koskevista Euroopan keskuspankin tilastovaatimuksista	EUVL L 131, 28.5.2003, s. 20
EKP/2003/8	Euroopan keskuspankin suositus, annettu 2 päivänä toukokuuta 2003, maksutasetta, ulkomaista varallisuutta ja valuuttavarantoasetelmaa koskevista Euroopan keskuspankin tilastovaatimuksista	EUVL C 126, 28.5.2003, s. 7
EKP/2003/9	Euroopan keskuspankin asetus, annettu 12 päivänä syyskuuta 2003, vähimmäisvarantojen soveltamisesta	EUVL L 250, 2.10.2003, s. 10
EKP/2003/10	Euroopan keskuspankin asetus, annettu 18 päivänä syyskuuta 2003, rahalaitossektorin konsolidoidusta taseesta annetun asetuksen EKP/2001/13 muuttamisesta	EUVL L 250, 2.10.2003, s. 17

Numero	Nimi	Julkaisu
EKP/2003/11	Euroopan keskuspankin suositus, annettu 3 päivänä lokakuuta 2003, Euroopan unionin neuvostolle Banque centrale du Luxembourgin ulkopuolisista tilintarkastajista	EUVL C 247, 15.10.2003, s. 16
EKP/2003/12	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 23 päivänä lokakuuta 2003, Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännön 31.3 artiklan perusteella rahaliittoon osallistuvien jäsenvaltioiden valuuttamääräisin käyttövaroin toteuttamia toimia varten	EUVL L 283, 31.10.2003, s. 81
EKP/2003/13	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 23 päivänä lokakuuta 2003, vuonna 2003 liikkeeseen laskettavien metallirahojen määrän hyväksymisestä 19 päivänä joulukuuta 2002 tehdyn päätöksen EKP/2002/12 muuttamisesta	EUVL L 283, 31.10.2003, s. 87
EKP/2003/14	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 7 päivänä marraskuuta 2003, niiden luotonanto- ja luotonotto-operaatioiden hoitamisesta, joista Euroopan yhteisö on päättänyt osana keskipitkän ajan maksujärjestelmää	EUVL L 297, 15.11.2003, s. 35
EKP/2003/15	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 28 päivänä marraskuuta 2003, vuonna 2004 liikkeeseen laskettavien metallirahojen määrän hyväksymisestä	EUVL L 324, 11.12.2003, s. 57
EKP/2003/16	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 1 päivänä joulukuuta 2003, eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä annettujen suuntaviivojen EKP/2000/7 muuttamisesta	EUVL L 69, 8.3.2004, s. 1
EKP/2003/17	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 18 päivänä joulukuuta 2003, kansallisten keskuspankkien prosenttiosuuksista Euroopan keskuspankin pääoman merkitsemisen jakoperusteessa	EUVL L 9, 15.1.2004, s. 27
EKP/2003/18	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 18 päivänä joulukuuta 2003, Euroopan keskuspankin pääoman maksamisen edellyttämistä rahaliittoon osallistuvien jäsenvaltioiden kansallisia keskuspankkeja koskevista toimenpiteistä	EUVL L 9, 15.1.2004, s. 29
EKP/2003/19	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 18 päivänä joulukuuta 2003, Euroopan keskuspankin pääoman maksamisen edellyttämistä rahaliittoon osallistumattomien jäsenvaltioiden kansallisia keskuspankkeja koskevista toimenpiteistä	EUVL L 9, 15.1.2004, s. 31
EKP/2003/20	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 18 päivänä joulukuuta 2003, kansallisten keskuspankkien keskinäisiä Euroopan keskuspankin pääoman osuuksien siirtoja ja maksetun pääoman tarkistamista koskevien yksityiskohtaisten sääntöjen vahvistamisesta	EUVL L 9, 15.1.2004, s. 32

Numero	Nimi	Julkaisu
EKP/2003/21	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 18 päivänä joulukuuta 2003, Euroopan keskuspankin varanto- ja varausosuuksien maksamisen ja kansallisten keskuspankkien saatavien tarkistamisen siirrettyjä valuuttavarantosaamisia vastaaviksi edellyttämistä toimenpiteistä	EUVL L 9, 15.1.2004, s. 36
EKP/2003/22	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 18 päivänä joulukuuta 2003, rahaliittoon osallistuvien jäsenvaltioiden kansallisten keskuspankkien rahoitustulon jakamisesta tilikaudesta 2002 alkaen tehdyn päätöksen EKP/2001/16 1 artiklan f alakohdan muuttamisesta	EUVL L 9, 15.1.2004, s. 39
EKP/2003/23	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 18 päivänä joulukuuta 2003, euroseteleiden liikkeeseenlaskusta tehdyn päätöksen EKP/2001/15 muuttamisesta	EUVL L 9, 15.1.2004, s. 40
EKP/2004/1	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 13 päivänä helmikuuta 2004, tietyistä raha- ja pankkitilastotietoihin liittyvistä Euroopan keskuspankin tiedonantovaatimuksista ja kansallisten keskuspankkien tiedonantomenettelyistä annettujen suuntaviivojen EKP/2003/2 muuttamisesta	EUVL L 83, 20.3.2004
EKP/2004/2	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 19 päivänä helmikuuta 2004, Euroopan keskuspankin työjärjestyksen hyväksymisestä	EUVL L 80, 18.3.2004, s. 33

## EUROOPAN KESKUSPANKIN ANTAMAT LAUSUNNOT

Tässä luettelossa ovat lausunnot, jotka EKP on vuonna 2003 ja vuoden 2004 alussa antanut perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 4, EKPJ:n perussäännön artiklan 4, EKPJ:n perussäännön artiklan 11.2 ja Euroopan

unionin perustamissopimuksen artiklan 48 mukaisesti. EKP:n www-sivustossa ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)) on luettelo kaikista lausunnoista, jotka EKP on antanut perustamisensa jälkeen.

### a) Jäsenvaltioiden esittämien kuulemispyyntöjen johdosta annetut EKP:n lausunnot<sup>1</sup>

N:o <sup>2</sup>	Pyytjä	Aihe
CON/2003/1	Alankomaat	Maksutasetietojen raportoimista koskevien sääntöjen muuttaminen
CON/2003/2	Tanska	Rahoitusalan yritystoiminnasta, kiinnelainoista ja kiinnitys-luottolaitosten joukkolainoista annettu laki
CON/2003/3	Ruotsi	Ruotsin keskuspankista annetun lain ja valtiopäiväjärjestyksen muuttaminen
CON/2003/4	Kreikka	Kreikan keskuspankin perussäännön muuttaminen
CON/2003/7	Belgia	Kuninkaallinen asetus lineaaristen joukkovelkakirjalainojen, stripien ja valtion velkatodistusten markkinoista pörssin ulkopuolella
CON/2003/8	Itävalta	Vuoden 2003 laki valuuttakaupasta ja maasta toiseen tehtävistä siirroista annetun lain muuttaminen
CON/2003/10	Ruotsi	Pankki- ja rahoitustoimintaa koskevan lainsäädännön uudistaminen
CON/2003/11	Itävalta	Rahoitusmarkkinoiden rahoitusvakuusjärjestelyt, joilla pannaan täytäntöön direktiivi 2002/47/EY
CON/2003/14	Italia	Maksujärjestelmät, -infrastruktuurit ja -välineet
CON/2003/15	Ruotsi	Ruotsin keskuspankista annetun lain muuttaminen
CON/2003/17	Itävalta	Alueellisten julkisten pankkien kiinneluottoryhmä ja eräiden säännösten muuttaminen
CON/2003/19	Belgia	Rahoitussektorin ja rahoituspalvelujen vakauden valvonta
CON/2003/22	Suomi	Suomen Pankista annetun lain ja siihen liittyvien lakien muuttaminen
CON/2003/23	Alankomaat	Alankomaiden keskuspankin ja eläke- ja vakuutusvalvontaviranomaisen fuusio

<sup>1</sup> Kansallisten viranomaisten pyynnöstä annetut EKP:n lausunnot julkaistaan tavallisesti EKP:n verkkosivuilla kuuden kuukauden kuluessa niiden antamisesta, mutta poliittisesti tärkeät lausunnot julkaistaan heti.

<sup>2</sup> Kuulemiset on numeroitu siinä järjestyksessä, jossa ne on hyväksytty EKP:n neuvostossa.

N:o <sup>2</sup>	Pyytäjä	Aihe
CON/2003/24	Irlanti	Vuoden 2003 Irlannin keskuspankista ja rahoitustarkastusviranomaisesta annettu lakiehdotus (n:o 2)
CON/2003/25	Belgia	Rahoitusjärjestelmän hyväksikäytön estämisestä rahanpesutarkoitukseen annetun lain ja muiden lakien muuttaminen
CON/2003/27	Itävalta	Kansallinen tutkimus-, tekniikka- ja kehityssäätiö
CON/2003/28	Espanja	Espanjan keskuspankin itsenäisyydestä annetun lain muuttaminen
CON/2003/29	Portugali	Portugalin keskuspankista annetun lain muuttaminen
CON/2004/1	Suomi	Suomen Pankista annetun lain ja siihen liittyvien lakien muuttaminen
CON/2004/2	Ruotsi	Ruotsin keskuspankin määräysten korvaaminen ja rahalaitosten raha- ja pankkitilastojen raportointia koskevat yleiset ohjeet
CON/2004/3	Luxemburg	Erityisen arvopaperistamista koskevan sääntelyn laatiminen
CON/2004/4	Itävalta	Finanssiryhmittymiä koskeva laki, jolla pannaan täytäntöön direktiivi 2002/87/EY
CON/2004/5	Ranska	Ranskan keskuspankille annetun valtioneuvoston päätöksen valtuutus

**b) Euroopan toimielinten esittämien kuulemispyyntöjen johdosta annetut EKP:n lausunnot<sup>3</sup>**

<b>N:o<sup>4</sup></b>	<b>Pyytäjä</b>	<b>Aihe</b>	<b>Julkaisu</b>
CON/2003/5	EU:n neuvosto	EKP:n pääoman merkintään sovellettavan jakoperusteen mukauttamisessa tarvittavat tilastotiedot	EUVL C 102, 29.4.2003, s. 11
CON/2003/6	EU:n neuvosto	Suositus EKP:n johtokunnan jäsenen nimittämisestä	EUVL C 105, 1.5.2003, s. 37
CON/2003/9	EU:n neuvosto	Sijoituspalvelut ja säännellyt markkinat	EUVL C 144, 20.6.2003, s. 6
CON/2003/12	EU:n neuvosto	Rahoitustilejä koskeva julkisyhteisöjen neljännesvuositilinpito	EUVL C 165, 16.7.2003, s. 6
CON/2003/13	EU:n neuvosto	Suositus EKP:n uuden pääjohtajan nimittämistä	EUVL C 187, 7.8.2003, s. 16
CON/2003/16	EU:n neuvosto	Väärennettyjen eurometallirahojen analysointi ja siihen liittyvä yhteistyö	EUVL C 202, 27.8.2003, s. 31
CON/2003/18	EU:n neuvosto	Suositus Euroopan yhteisön puolesta toimivan Italian tasavallan ja Pyhän istuimen (Vatikaanivaltio) välisen valuuttasuhteista tehdyn sopimuksen muuttamisesta	EUVL C 212, 6.9.2003, s. 10
CON/2003/20	EU:n neuvosto	Ehdotus sopimukseksi Euroopan perustuslaista	EUVL C 229, 25.9.2003, s. 7
CON/2003/21	EU:n neuvosto	Säännellyillä markkinoilla kaupankäynnin kohteeksi otettavien arvopaperien liikkeeseenlaskijoita koskeviin tietoihin liittyvät avoimuusvaatimukset	EUVL C 242, 9.10.2003, s. 6
CON/2003/26	EU:n neuvosto	Maksutasetta, kansainvälistä palvelukauppaa ja suoria ulkomaisia sijoituksia koskevat yhteisön tilastot	EUVL C 296, 6.12.2003, s. 5
CON/2004/4	EU:n neuvosto	Institutionaalisen sektorin muita kuin rahoitustilejä koskevan neljännesvuositilinpidoon laatiminen	EUVL C 42, 18.2.2004, s. 23
CON/2004/7	EU:n neuvosto	Rahoituspalvelualan komiteajärjestelmän uudistaminen	EUVL C 58, 6.3.2004, s. 23

<sup>3</sup> Julkaistu EKP:n verkkosivuilla.

<sup>4</sup> Kuulemiset on numeroitu siinä järjestyksessä, jossa ne on hyväksytty EKP:n neuvostossa.





# EUROOPAN KESKUSPANKIN JULKAISUJA TAMMIKUUSTA 2003

Tässä luettelossa on tietoja joistakin Euroopan keskuspankin julkaisemista asiakirjoista tammi-kuusta 2003 alkaen. Working Paper Series -julkaisusarjasta ovat mukana ainoastaan joulukuusta 2003 helmikuuhun 2004 ilmestyneet julkaisut. Julkaisut ovat saatavissa maksutta EKP:n tiedotuksesta (Press and Information Division). Tilaukset voi lähettää nimiösivun kääntöpuolella olevaan postiosoitteeseen.

Täydellinen luettelo Euroopan rahapoliittisen instituutin julkaisemista asiakirjoista löytyy Internet-kotisivuiltamme.

## **VUOSIKERTOMUS**

Vuosikertomus 2002. Huhtikuu 2003.

## **KUUKAUSIKATSAUKSEN ARTIKKELIT**

Rahan kysyntä euroalueella ja käteisen euron käyttöönoton vaikutus. Tammikuu 2003.  
CLS-järjestelmän tavoite, määritelmä ja vaikutukset. Tammikuu 2003.  
Rahapolitiikan ja finanssipolitiikan suhde euroalueella. Helmikuu 2003.  
Kehittyvien markkinatalousmaiden valuuttakurssijärjestelmät. Helmikuu 2003.  
Väestön ikääntymisen edellyttämät laajat rakenteelliset uudistukset. Huhtikuu 2003.  
Euroalueen yleisten taloustilastojen kehitys. Huhtikuu 2003.  
Kyselytutkimus pankkien luotonannosta euroalueella. Huhtikuu 2003.  
Asuntojen hintojen viimeaikainen kehitys euroalueella. Toukokuu 2003.  
Maksujen elektronisoituminen Euroopassa. Toukokuu 2003.  
Äänestysmenettelyn mukauttaminen EKP:n neuvostossa. Toukokuu 2003.  
EKP:n arvio rahapolitiikan strategiasta. Kesäkuu 2003.  
Kiinteän pääoman bruttomuodostuksen kehitys euroalueella. Heinäkuu 2003.  
Varhaisia kokemuksia euroseteleiden painannasta ja liikkeeseenlaskusta. Heinäkuu 2003.  
Muutoksia eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmään. Elokuu 2003.  
Euroalueen pankkisektorin viimeaikainen kehitys. Elokuu 2003.  
Euroalueen kansainvälisen kustannus- ja hintakilpailukyyn kehitys. Elokuu 2003.  
Euroalueen rahoitusjärjestelmän viimeaikainen kehitys. Lokakuu 2003.  
Euroalueen rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen. Lokakuu 2003.  
Euroalueen yksityisen sektorin velkarahoituksen kehitys. Marraskuu 2003.  
Kriisien ratkaiseminen kehittyvissä markkinatalouksissa – kansainvälisen yhteisön haasteet. Marraskuu 2003.  
Euron kansainvälinen asema: kehitys pääpiirteittäin talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen käynnistymisen jälkeen. Marraskuu 2003.  
EMU ja finanssipolitiikka. Tammikuu 2004.  
Opinion survey on activity, prices and labour market developments in the euro area: features and uses. Tammikuu 2004.  
Measuring and analysing profit developments in the euro area. Tammikuu 2004.  
The acceding countries' economies on the threshold of the European Union. Helmikuu 2004.  
Developments in private sector balance sheets in the euro area and the United States. Helmikuu 2004.  
The impact of fair value accounting on the European banking sector – a financial stability perspective. Helmikuu 2004.

#### OCCASIONAL PAPER SERIES

- 8 Garcia J. A., An introduction to the ECB's survey of professional forecasters. Syyskuu 2003.
- 9 Briotti M. G., Fiscal adjustment in 1991–2002: stylised facts and policy implications. Helmikuu 2004.
- 10 Backé P., Thimann C. (tutkimusryhmän vetäjät), Arratibel O., Calvo-Gonzalez O., Mehl A., Nerlich C., The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: an analytical review. Helmikuu 2004.
- 11 Winkler A., Mazzaferro F., Nerlich C. ja Thimann C., Official dollarisation/euroisation: motives, features and policy implications of current cases. Helmikuu 2004.

#### WORKING PAPER SERIES

- 294 Moneta F., Does the yield spread predict recessions in the euro area? Joulukuu 2003.
- 295 Ewerhart C., Cassola N., Ejerskov S. ja Valla N., Optimal allotment policy in the Eurosystem's main refinancing operations? Joulukuu 2003.
- 296 Villani M. ja Warne A., Monetary policy analysis in a small open economy using Bayesian cointegrated structural VARs. Joulukuu 2003.
- 297 Gropp, R. ja Moerman, G., Measurement of contagion in bank's equity prices. Joulukuu 2003.
- 298 Freixas X., Parigi B. M. ja Rochet J.-C., The lender of last resort: a 21st century approach. Joulukuu 2003.
- 299 Warmedinger T., Import prices and pricing-to-market effects in the euro area. Tammikuu 2004.
- 300 Manna M., Developing statistical indicators of the integration of the euro area banking system. Tammikuu 2004.
- 301 Rátfai A., Inflation and relative price asymmetry. Tammikuu 2004.
- 302 Gropp R. ja Vesala J., Deposit insurance, moral hazard and market monitoring. Helmikuu 2004.
- 303 Afonso A. ja Strauch R., Fiscal policy events and interest rate swap spreads: evidence from the EU. Helmikuu 2004.
- 304 Trigari A. Equilibrium unemployment, job flows and inflation dynamics. Helmikuu 2004.
- 305 Morana C., A structural common factor approach to core inflation estimation and forecasting. Helmikuu 2004.
- 306 Bowdler C. ja Jansen E. S., A markup model of inflation for the euro area. Helmikuu 2004.
- 307 Strauch R., Hallerberg M. ja von Hagen J., Budgetary forecasts in Europe – the track record of stability and convergence programmes. Helmikuu 2004.
- 308 Corsetti G., Dedola L. ja Leduc S., International risk-sharing and the transmission of productivity shocks. Helmikuu 2004.
- 309 Sousa J. ja Zaghini A., Monetary policy shocks in the euro area and global liquidity spillovers. Helmikuu 2004.
- 310 Albuquerque R., Bauer G. H. ja Schneider M., International equity flows and returns: A quantitative equilibrium approach. Helmikuu 2004.
- 311 Bussière M., Fratzscher M. ja Müller G. J., Current accounts dynamics in OECD and EU acceding countries – an intertemporal approach. Helmikuu 2004.
- 312 Canova F., Ciccarelli M. ja Ortega E., Similarities and convergence in G-7 cycles. Helmikuu 2004.

313 De Bondt G. ja Marqués D., The high-yield segment of the corporate bond market: a diffusion modelling approach for the United States, the United Kingdom and the euro area. Helmikuu 2004.

## **MUITA JULKAISUJA**

EU banking sector stability. Helmikuu 2003.

List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves. Helmikuu 2003.

Review of the foreign exchange market structure. Maaliskuu 2003.

Structural factors in the EU housing markets. Maaliskuu 2003.

List of monetary financial institutions in the accession countries. Maaliskuu 2003.

Memorandum of Understanding on the exchange of information among credit registers for the benefit of reporting institutions. Maaliskuu 2003.

Memorandum of Understanding on Economic and Financial Statistics between the Directorate General Statistics of the European Central Bank and the Statistical Office of the European Communities (Eurostat).

Annex 1: Share of responsibilities in the field of balance of payments and international investment position statistics. Maaliskuu 2003.

TARGET Annual Report 2002. Huhtikuu 2003.

Supplementary guidance notes concerning statistics on the holders of money market fund shares/units. Huhtikuu 2003.

Money, banking and financial market statistics in the accession countries.

Methodological Manual. Vol. 1: The current definition and structure of money and banking statistics in the accession countries. Toukokuu 2003.

Money, banking and financial market statistics in the accession countries.

Methodological Manual. Vol 2: Statistics on other financial intermediaries, financial markets and interest rates in the accession countries. Toukokuu 2003.

Accession countries: balance of payments/international investment position statistical methods. Toukokuu 2003.

Electronic money system security objectives according to the common criteria methodology. Toukokuu 2003.

The transformation of the European financial system. Second ECB Central Banking Conference, October 2002, Frankfurt am Main. Kesäkuu 2003.

Letter from the ECB President to the President of the Convention regarding the draft Constitutional Treaty. Kesäkuu 2003.

Developments in national supervisory structures. Kesäkuu 2003.

Euromääräisiä pieniä maksuja välittävien maksujärjestelmien yleisvalvonta. Kesäkuu 2003.

Kohti yhtenäistä euromaksualuetta – Seurantaporotti. Kesäkuu 2003.

Muutoksia vakuuskelpoisten ykkös- ja kakkoslistan arvopapereiden riskienhallintajärjestelmään. Heinäkuu 2003.

ECB statistics: A brief overview. Elokuu 2003.

Portfolio investment income: Task force report. Elokuu 2003.

The New Basel Capital Accord. Elokuu 2003.

Payment and securities settlement systems in the European Union: Addendum incorporating 2001 figures. Syyskuu 2003.

Letter from the ECB President to the President of the Council of the European Union regarding the Opinion of the ECB of 19 September 2003 at the request of the Council of the European Union on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe (CON/2003/20). 22.9.2003.

Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications. Syyskuu 2003.  
Correspondent central banking model (CCBM): procedures for eurosystem counterparties.  
Syyskuu 2003.  
Bond markets and long-term interest rates in European Union accession countries.  
Lokakuu 2003.  
Manual on MFI interest rate statistics – Regulation ECB/2001/18. Lokakuu 2003.  
European Union balance of payments/international investment position statistical methods.  
Marraskuu 2003.  
Money market study 2002. Marraskuu 2003.  
Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy. Marraskuu 2003.  
Structural analysis of the EU banking sector, Year 2002. Marraskuu 2003.  
TARGET: the Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system –  
update 2003. Marraskuu 2003.  
TARGET2: the payment system of the Eurosystem. Marraskuu 2003.  
Seasonal adjustment. Joulukuu 2003.  
Comments of the ECB on the third consultative document of the European Commission on  
regulatory capital review. Marraskuu 2003.  
EU banking sector stability. Marraskuu 2003.  
Review of the international role of the euro. Joulukuu 2003.  
EU:n neuvoston kanta EU:hun liittyvien maiden valuuttakurssipolitiikkaan liittyvissä asioissa.  
Joulukuu 2003.  
Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the  
use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations. Tammikuu 2004.  
The monetary policy of the ECB. Tammikuu 2004.  
Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan  
välineistä ja menettelyistä. Helmikuu 2004.  
Guidance notes on the MFI balance sheet statistics relating to EU enlargement as laid down in  
Regulation ECB/2003/10. Helmikuu 2004.  
Comments on the communication from the Commission to the Council and the European  
Parliament concerning a new legal framework for payments in the internal market (consultative  
document). Helmikuu 2004.

## **ESITTEITÄ**

Information guide for credit institution using TARGET. Heinäkuu 2003.

# EUROJÄRJESTELMÄN RAHAPOLIITTISET TOIMENPITEET<sup>1</sup>

## 9.1.2003

EKP:n neuvosto päättää, että perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja eli minimitarjouskorko on edelleen 2,75 %, maksuvalmiusluoton korko 3,75 % ja talletuskorko 1,75 %.

## 23.1.2003

EKP:n neuvosto päättää seuraavasta kahdesta toimenpiteestä rahapolitiikan ohjausjärjestelmän kehittämiseksi.

Ensiksikin vähimmäisvarantojen pitoajanjakson ajoitusta muutetaan siten, että pitoajanjakso alkaa sellaisen perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä, joka seuraa sitä EKP:n neuvoston kokousta, jossa on tarkoitus tehdä kuukausittainen arvio rahapolitiikan virstykestä. Myös maksuvalmiusjärjestelmän korkojen muutosten voimaantulo ajoitetaan uuden pitoajanjakson alkuun.

Toiseksi perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti lyhennetään kahdesta viikosta yhteen viikkoon.

Muutosten on tarkoitus tulla voimaan vuoden 2004 ensimmäisellä neljänneksellä.

EKP:n neuvosto päättää myös, että vuonna 2003 toteutettavissa pitempiäaikaisissa rahoitusoperaatioissa jaetaan edelleen 15 miljardia euroa kussakin. Määrän muuttamisesta 15 miljardiksi euroksi kerrottiin lehdistötiedotteessa 10.7.2002. Määrää päätettäessä otetaan huomioon euroalueen pankkijärjestelmän odotettu likviditeetin tarve vuonna 2003 sekä eurojärjestelmän pyrkimys tarjota vastaisuudessaakin suurin osa jakamastaan likviditeetistä perusrahoitusoperaatioiden kautta.

## 6.2.2003

EKP:n neuvosto päättää, että perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja eli mini-

mitarjouskorko on edelleen 2,75 %, maksuvalmiusluoton korko 3,75 % ja talletuskorko 1,75 %.

## 6.3.2003

EKP:n neuvosto päättää laskea perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alarajaa eli minimitarjouskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä 2,50 prosenttiin alkaen operaatiosta, jonka maksut suoritetaan 12.3.2003. Lisäksi EKP:n neuvosto päättää laskea maksuvalmiusluoton korkoa 0,25 prosenttiyksikköä 3,50 prosenttiin ja talletuskorkoa 0,25 prosenttiyksikköä 1,50 prosenttiin 7.3.2003 lähtien.

## 3.4.2003

EKP:n neuvosto päättää, että perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja eli minimitarjouskorko on edelleen 2,50 %, maksuvalmiusluoton korko 3,50 % ja talletuskorko 1,50 %.

## 8.5.2003

EKP:n neuvosto päättää, että perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja eli minimitarjouskorko on edelleen 2,50 %, maksuvalmiusluoton korko 3,50 % ja talletuskorko 1,50 %.

Se myös ilmoittaa tulokset EKP:n rahapolitiikan strategiaa koskevasta arvioinnistaan. Strategia julkistettiin 13.10.1998, ja se koostuu kolmesta osatekijästä, jotka ovat hintavakauden kvantitatiivinen määritelmä, rahan määrän merkittävä asema hintavakauteen kohdistuvien riskien arvioinnissa ja hintakehityksen laaja arviointi.

EKP:n neuvosto vahvistaa lokakuussa 1998 ilmoittamansa hintavakauden määritelmän:

<sup>1</sup> Luettelot eurojärjestelmän rahapoliittisista toimenpiteistä vuosina 1999–2001 löytyvät EKP:n vuosikertomuksista näiltä vuosilta.

hintavakaus on määritelty euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi, ja siihen pyritään keskipitkällä aikavälillä. Samalla EKP:n neuvosto sopii, että hintavakauden tavoitteen pyrittäessä tähdätään inflaatiouauhdin säilyttämiseen 2 prosentin tuntumassa keskipitkällä aikavälillä.

EKP:n neuvosto vahvistaa, että sen rahapolitiiset päätökset perustuvat vastakin hintavakauteen kohdistuvien riskien kattavaan analyysiin. Samalla se päättää selventää viestinnässään, mikä osuus taloudellisella analyysillä ja rahatalouden analyysillä on prosessissa, jossa neuvosto muodostaa lopullisen arvionsa hintavakauteen kohdistuvista riskeistä.

EKP:n neuvosto päättää myös luopua rahan määrän kasvulle annetun viitearvon vuosittaisesta tarkistuksesta korostaakseen, että viitearvo toimii vertailuarvona rahatalouden kehitykselle nimenomaan pitkällä aikavälillä. Neuvosto kuitenkin arvioi edelleen viitearvon taustalla olevia oletuksia ja olosuhteita.

### **5.6.2003**

EKP:n neuvosto päättää laskea perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alarajaa eli minimitarjouskorkoa 0,50 prosenttiyksikköä 2,0 prosenttiin alkaen operaatiosta, jonka maksut suoritetaan 9.6.2003. Lisäksi EKP:n neuvosto päättää laskea maksuvalmiusluoton korkoa 0,50 prosenttiyksikköä 3,0 prosenttiin ja talletuskorkoa 0,50 prosenttiyksikköä 1,0 prosenttiin 6.6.2003 lähtien.

### **10.7., 31.7., 4.9., 2.10., 6.11., 4.12.2003, 8.1.2004**

EKP:n neuvosto päättää, että perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja eli minimitarjouskorko on edelleen 2,0 %, maksuvalmiusluoton korko 3,0 % ja talletuskorko 1,0 %.

### **12.1.2004**

EKP:n neuvosto päättää lisätä jaettavan likviditeetin määrän jokaisessa vuonna 2004 toteutettavassa pitempiaikaisessa rahoitusoperaatiossa 15 miljardista eurosta 25 miljardiin euroon. Määrää päätettäessä otetaan huomioon euroalueen pankkijärjestelmän odotettua suurempi likviditeetin tarve vuonna 2004. Eurojärjestelmä tarjoaa kuitenkin vastaisuudessa suurimman osan jakamastaan likviditeetistä perusrahoitusoperaatioiden kautta. EKP:n neuvosto voi muuttaa jaettavan likviditeetin määrää vuoden 2005 alussa.

### **5.2., 4.3.2004**

EKP:n neuvosto päättää, että perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja eli minimitarjouskorko on edelleen 2,0 %, maksuvalmiusluoton korko 3,0 % ja talletuskorko 1,0 %.

## SANASTO

**Alijäämäsuhte** (deficit ratio, general government): Julkisen talouden alijäämän suhde BKT:hen. Julkisen talouden alijäämä määritellään julkisen hallinnon (julkisyhteisöjen) nettoluotonottona, ja se vastaa julkisen talouden tulojen ja menojen eroa. Alijäämäsuhte määritellään julkistalouden alijäämän suhteena käypähintaiseen bruttokansantuotteeseen. Se on yksi perustamissopimuksen artiklan 104 kohdassa 2 määrätty julkisen talouden kriteeri, jonka perusteella määritellään liiallisen alijäämän olemassaolo. Alijäämäsuhteen englanninkielisinä nimityksinä käytetään myös termejä ”budget deficit ratio” ja ”fiscal deficit ratio”.

**Arvopaperikaupan selvitysjärjestelmä** (securities settlement system, SSS): Menettely, joka mahdollistaa arvopaperien tai muiden rahoitusinstrumenttien säilytyksen ja siirron joko vastikkeettomasti tai maksua vastaan (toimitus maksua vastaan).

**Arvopaperikeskus** (central securities depository, CDS): Yhteisö, joka säilyttää ja hoitaa arvopapereita ja mahdollistaa arvopaperitapahtumien käsittelyn tilikirjausten avulla. Arvopaperit voivat olla joko fyysisiä, mutta yhteissäilytyksessä arvopaperikeskuksen pitämässä pysäytysjärjestelmässä, tai arvo-osuusmuotoisia (ainoastaan elektronisina kirjauksina). Arvopapereiden säilytyksen ja hoidon lisäksi arvopaperikeskus voi suorittaa arvopapereiden selvitykseen ja toimittamiseen liittyviä tehtäviä.

**Arvopaperisijoitukset** (portfolio investment): Nettomääräiset sijoitukset, jotka on tehty **euroalueelta** euroalueen ulkopuolisten liikkeeseen laskemiin arvopapereihin (”saamiset”), ja nettomääräiset sijoitukset, jotka on tehty euroalueen ulkopuolelta euroalueella olevien liikkeeseen laskemiin arvopapereihin (”velat”). Arvopaperisijoituksiin kuuluvat **osakkeet, velkapaperit** ja **rahamarkkinainstrumentit**. Näistä velkapaperit jaotellaan vielä yksittäislainoihin ja joukkolainoihin. Transaktiot kirjataan maksettuihin tai saatuun todelliseen hintaan, josta on vähennetty kulut ja palkkiot. Jotta sijoitus voidaan katsoa arvopaperisijoitukseksi, omistusosuuden yrityksessä on oltava alle 10 % äänivallasta.

**Arvostaminen käypään arvoon** (fair-value accounting, FVA): Periaate, jonka mukaan rahoitusinstrumentit arvostetaan markkinahintaan tai, jos sitä ei ole, arvioituun markkinahintaan, joka lasjetaan odotettujen kassavirtojen nykyarvona.

**Avomarkkinaoperaatio** (open market operation): Keskuspankin aloitteesta rahoitusmarkkinoilla toteutettava operaatio, joka sisältää jonkin seuraavista transaktioista: 1) arvopaperien suora osto tai myynti (avista- tai termiinkauppana), 2) arvopaperien osto tai myynti **takaisinostosopimuksin**, 3) lainan antaminen tai ottaminen **vakuutta** vastaan, 4) keskuspankin velkasitoumusten liikkeeseenlasku, 5) määräaikaistalletusten kerääminen tai 6) **valuuttaswapit** kotimaisen ja ulkomaisen valuutan välillä.

**Baselin vakavaraisuussopimus** (Basel Capital Accord): Vähimmäispääomavaatimusta koskeva säännöstö, jolla varmistetaan pankkien riskinkantokyky. Säännösten hyväksyi vuonna 1988 Baselin pankkivalvontakomitea, jossa ovat edustettuina G10-maiden, Espanjan ja Luxemburgin keskuspankit ja pankkivalvontaviranomaiset. Sopimus on kehittynyt maailmanlaajuisiksi standardiksi, ja sitä arvioidaan parhaillaan uudelleen, jotta se vastaisi sen käyttöönoton jälkeen rahoitussektorilla tapahtunutta kehitystä (ns. uusi Baselin sopimus tai Basel II).

**Ecofin-neuvosto**: Ks. **Euroopan unionin neuvosto**.



**Efektiiviset valuuttakurssit (nimellinen ja reaalinen)** (effective exchange rates; EERs, nominal/real): Euron nimelliset efektiiviset valuuttakurssit ovat **euron** kahdenvälisen valuuttakurssien painotettuja keskiarvoja suhteessa **euroalueen** tärkeimpien kauppakumppanimaiden valuuttoihin. **EKP** julkistaa euron nimelliset efektiiviset valuuttakurssi-indeksit suhteessa suppean ja laajan kauppakumppanijoukon valuuttoihin. Painot perustuvat maiden osuuksiin euroalueen ulkomaankaupasta. Reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ovat nimellisiä efektiivisiä valuuttakursseja, jotka on deflatoitu ulkomaisten hintojen tai kustannusten painotetulla keskiarvolla suhteessa kotimaisiin hintoihin tai kustannuksiin. Kummallakin valuuttakurssilla mitataan siten hinta- ja kustannuskilpailukykyä.

**EKP:n neuvosto** (Governing Council): **EKP:n** ylin päätöksentekoeelin. EKP:n neuvoston jäseninä ovat kaikki EKP:n **johtokunnan** jäsenet sekä **euron** käyttöön ottaneiden maiden kansallisten keskuspankkien pääjohtajat.

**EKP:n ohjauskorot** (key ECB interest rates): **EKP:n neuvoston** asettamat, **EKP:n** rahapolitiikan mitoituksen määrittelyssä käytettävät korot. Ohjauskorot ovat **perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko** (eli näissä operaatioissa tehtävien korkotarjousten alaraja) sekä **maksuvalmiusluoton korko** ja **talletuskorko**.

**Elektroninen raha** (electronic money, e-money): Tekniseen välineeseen elektronisesti tallennettu raha, jota voidaan käyttää ennakkoon maksettuna haltijainstrumenttina maksettaessa maksuja muille kuin välineen liikkeeseenlaskijalle. Elektronisella rahalla maksettaessa ei tarvitse käyttää pankkitilejä.

**Eoniakorko** (EONIA, euro overnight index average): Pankkien välisten, transaktioihin perustuvien euromääräisten yön yli -markkinoiden **korko**.

**ERM II** (ERM II, exchange rate mechanism II): Valuuttakurssimekanismi, johon **euroalueen** jäsenvaltioiden ja euroalueen ulkopuolelle **EMUn** kolmannessa vaiheessa jääneiden EU:n jäsenvaltioiden välinen yhteistyö perustuu.

**EU:hun liittyvät maat** (acceding countries): Ks. **Hakijamaat**.

**EU:n säännöstö** (acquis communautaire): Yhteisön koko lainsäädäntö, joka sitoo kaikkia EU:n jäsenvaltioita. EU:hun liittyvien maiden on saatettava voimassa oleva EU:n säännöstö osaksi kansallista lainsäädäntöään ennen liittymistään.

**EU:n neuvosto** (EU Council): Ks. **Euroopan unionin neuvosto**.

**Euriborkorko** (EURIBOR, euro interbank offered rate): Parhaiksi luokiteltujen suurten pankkien toisilleen antamien **euromääräisten** luottojen korko. Euriborkorko lasketaan päivittäin näiden pankkien välisille maturiteetiltaan eripituisille enintään 12 kuukauden talletuksille.

**Euro** (euro): **Eurooppa-neuvoston** kokouksessaan Madridissa 15. ja 16.12.1995 hyväksymä Euroopan yhteisen rahan nimi.

**Euroalue** (euro area): Ne EU:n jäsenvaltiot, jotka ovat ottaneet **euron** käyttöön yhteiseksi rahaksi **perustamissopimuksen** mukaisesti ja joissa harjoitetaan yhteistä rahapolitiikkaa **EKP:n neuvos-**

ton alaisuudessa. Euroalueeseen kuuluvat tällä hetkellä Belgia, Saksa, Kreikka, Espanja, Ranska, Irlanti, Italia, Luxemburg, Alankomaat, Itävalta, Portugali ja Suomi.

**Eurojärjestelmä** (Eurosystem): **EKP** ja niiden EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, jotka ovat ottaneet **euron** käyttöön **talous- ja rahaliiton (EMU)** kolmannessa vaiheessa (ks. myös **euroalue**). Tällä hetkellä eurojärjestelmässä on 12 kansallista keskuspankkia. Eurojärjestelmää johtavat **EKP:n neuvosto** ja **johtokunta**.

**Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot** (projections): **Eurojärjestelmän** asiantuntijoiden tuottamat **euroalueen** kokonaistalouden näkymiä koskevat arviot. Nämä arviot laaditaan siten, että ne ovat sopusoinnussa yksittäisiä maita koskevien arvioiden kanssa. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kahdesti vuodessa julkistettavat arviot ovat osa **EKP:n** rahapolitiikan strategiaa, ja **EKP:n neuvosto** käyttää niitä monenlaisen muun materiaalin ohessa arvioidessaan **hintavakauteen** kohdistuvia riskejä.

**Eurojärjestelmän valuuttavaranto** (Eurosystem's international reserves): **EKP:n** ja **euroalueen** maiden kansallisten keskuspankkien yhteenlasketut valuuttavarannot. Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) määritelmän mukaan valuuttavarannon on oltava rahapolitiikasta vastaavien viranomaisten valvonnassa (joko EKP:n tai euroalueen maan kansallisen keskuspankin) ja sen on koostuttava likvideistä ja jälkimarkkina- ja luottokelpoisista valuuttamääräisistä saamisista (eli muista kuin **euromääräisistä** saamisista) euroalueen ulkopuolelta, sekä kullasta, erityisistä nosto-oikeuksista ja euroalueen kansallisten keskuspankkien varanto-osuuksista Kansainvälisessä valuuttarahastossa.

**Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien komitea** (Committee of European Securities Regulators, CESR): Kesäkuussa 2001 Euroopan arvopaperimarkkinoiden sääntelyä pohtineen asiantuntijatyöryhmän (Committee of Wise Men) raportin suosituksen nojalla **Euroopan komission** perustama komitea. Komitea koostuu arvopaperimarkkinoiden valvonnasta vastaavien kansallisten viranomaisten edustajista. EU-maiden arvopaperimarkkinoiden sääntelyä koskevien uusittujen periaatteiden mukaisena kolmannen tason komiteana tämä komitea neuvoo Euroopan komissiota arvopaperimarkkinoihin liittyvissä kysymyksissä ja varmistaa osaltaan yhteisön lain yhdenmukaisen voimaan saattamisen jäsenvaltioissa. Se pyrkii myös parantamaan Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien välistä koordinaatiota.

**Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmä 1995 (EKT 1995)** (European System of Accounts 1995, ESA 95): Yhdenmukaistettujen tilastollisten määritelmien ja luokitusten järjestelmä, jolla pyritään kuvaamaan EU:n jäsenvaltioiden talouksia kvantitatiivisesti yhdenmukaisella tavalla. EKT 95 on yhteisön versio YK:n kansantalouden tilinpitojärjestelmästä vuodelta 1993 (SNA 93).

**Euroopan keskuspankki (EKP)** (European Central Bank, ECB): EKP on **Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ)** ja **eurojärjestelmän** ydin. EKP on yhteisön lainsäädännön mukaan oikeushenkilö. EKP huolehtii, että eurojärjestelmälle ja EKPJ:lle annetut tehtävät suoritetaan osana sen omaa Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännön mukaista toimintaa tai että kansalliset keskuspankit suorittavat ne. EKP:tä johtavat **EKP:n neuvosto** ja **johtokunta** sekä sen kolmas päätöksentekoeelin **yleisneuvosto**.

**Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ)** (European System of Central Banks, ESCB): **EKP** ja EU:n kaikkien 15 jäsenvaltion kansalliset keskuspankit. Euroopan keskuspankkijärjestelmään

kuuluvat siis **eurojärjestelmän** jäsenten lisäksi myös niiden jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, jotka eivät vielä ole ottaneet **euroa** käyttöön. Euroopan keskuspankkijärjestelmää johtavat **EKP:n neuvosto** ja **johtokunta** sekä sen kolmas päätöksentekoeelin **yleisneuvosto**.

**Euroopan komissio** (European Commission): Euroopan yhteisön toimielin, joka varmistaa, että **perustamissopimuksen** määräyksiä sovelletaan. Komissio kehittää yhteisön politiikkaa, tekee ehdotuksia yhteisön lainsäädännöksi ja käyttää valtuuksia tietyillä aloilla. Talouspolitiikassa komissio antaa suosituksia **talouspolitiikan laajoiksi suuntaviivoiksi** ja raportoi **Euroopan unionin neuvostolle** talouden kehityksestä ja talouspolitiikasta. Se seuraa julkisten talouksien tilaa monenvälisen valvonnan puitteissa ja raportoi siitä EU:n neuvostolle. Komissiossa on 20 jäsentä (1.5.2004 saakka) siten, että Saksalla, Espanjalla, Ranskalla, Italialla ja Isolla-Britannialla on kaksi jäsentä ja muilla jäsenvaltioilla kullakin yksi jäsen. EU:n laajentumista seuraavana siirtymäkautena komissioon kuuluu 25 jäsentä, yksi kustakin 25 jäsenvaltiosta.

**Euroopan parlamentti** (European Parliament): Jäsenvaltioiden kansalaisten 626 edustajasta koostuva elin. Lisäksi EU:hun liittyvien maiden kansalliset parlamentit ovat nimittäneet 162 tarkkailijaa. Liittymissopimuksessa määrätään, että nykyisten ja tulevien jäsenvaltioiden ratifioitua sopimuksen Euroopan parlamentissa on 732 jäsentä tulevina istuntokautena (2004–2009). Parlamentti toimii lainsäädäntöprosessin osana, joskin sen valtaoikeudet vaihtelevat sen mukaan, millaisin menettelyin EU:n säädöksiä annetaan. **Talous- ja rahaliitossa (EMU)** parlamentilla on pääasiassa neuvoa-antavat valtuudet. **Perustamissopimuksessa** määrätään kuitenkin tietyistä menettelyistä, jotka koskevat **EKP:n** demokraattista tilintekovelvollisuutta parlamentille (vuosikertomuksen esittäminen, yleiskeskustelu rahapolitiikasta, kuuleminen parlamentin toimivaltaisissa valiokunnissa).

**Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI)** (European Monetary Institute, EMI): **Talous- ja rahaliiton (EMU)** toisen vaiheen alussa 1.1.1994 perustettu väliaikainen toimielin. EMI:n kaksi päätehtävää olivat lujittaa keskuspankkien välistä yhteistyötä ja rahapolitiikan yhteensovittamista ja hoitaa tarpeelliset valmistelut **Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ)** perustamiseksi sekä yhteisen rahapolitiikan harjoittamiseksi ja yhteisen rahan luomiseksi talous- ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa. EMI asetettiin selvitystilaan, kun **EKP** perustettiin 1.6.1998.

**Euroopan unionin neuvosto, EU:n neuvosto (ministerineuvosto)** (EU Council, Council of Ministers): Euroopan yhteisön toimielin. Jäsenvaltioiden hallitusten edustajista koostuva neuvosto. Yleensä edustajat ovat kulloinkin käsiteltävänä olevista asioista vastaavia ministereitä (tästä syystä EU:n neuvostosta käytetään usein nimitystä ministerineuvosto). Talous- ja valtiovarainministerien kokoonpanossa kokoontuvasta neuvostosta käytetään usein nimitystä **Ecofin-neuvosto**. Lisäksi EU:n neuvosto kokoontuu erityisen merkittäviä päätöksiä varten valtion- tai hallitusten päämiesten kokoonpanossa. Tätä ei pidä sekoittaa **Eurooppa-neuvostoon**, joka myös kokoontuu valtion- tai hallitusten päämiesten kokoonpanossa mutta joka antaa Euroopan unionille sen kehittämiseksi tarvittavat virikkeet ja määrittelee sen yleiset poliittiset suuntaviivat.

**Eurooppa-neuvosto** (European Council): Euroopan unionille sen kehittämiseksi tarvittavat virikkeet antava ja sen yleiset poliittiset suuntaviivat määrittelevä elin. Eurooppa-neuvosto koostuu jäsenvaltioiden valtion- tai hallitusten päämiehistä sekä **Euroopan komission** puheenjohtajasta (ks. myös **Euroopan unionin neuvosto**).

**European Payments Council, EPC:** Mm. liike-, osuus- ja säästöpankeista koostuvan 52 laitoksen hallinnollinen elin, jonka tehtävänä on huolehtia yhtenäisen euromaksualueen toteutuksesta sekä edustaa Euroopan pankkialaa maksujärjestelmiin liittyvissä asioissa.

**Euroryhmä** (eurogroup): **Ecofin-neuvostoon** kuuluvien **euroalueen** maiden edustajien muodostama epävirallinen ryhmittymä. Euroryhmä kokoontuu säännöllisesti (yleensä ennen Ecofin-neuvoston kokouksia) keskustelemaan niistä yhteiseen rahaan liittyvistä kysymyksistä, joista euroalueen maat ovat yhteisesti vastuussa. **Euroopan komissio** ja tarpeen mukaan **EKP** kutsutaan euroryhmän kokouksiin.

**Eurostat** (Eurostat): Euroopan yhteisöjen tilastotoimisto. Eurostat on osa **Euroopan komissiota** ja vastaa yhteisön laajusten tilastojen tuotannosta.

**Hakijamaat** (accession countries): **Eurooppa-neuvoston** hyväksymät Euroopan unionin (EU) jäsenyyttä hakevat maat. Näihin maihin kuuluu tällä hetkellä 13 Keski- ja Itä-Euroopan ja Välimeren maata. Seuraavat 10 maata liittyvät EU:hun 1.5.2004: Kypros, Latvia, Liettua, Malta, Puola, Slovakia, Slovenia, Tšekki, Unkari ja Viro. Näitä 10:tä maata kutsutaan **EU:hun liittyviksi maiksi**. Kaksi muuta maata eli Bulgaria ja Romania ovat jo aloittaneet liittymisneuvottelut, ja niiden on arveltu voivan mahdollisesti liittyä EU:hun vuonna 2007. Myös Turkki on virallisen hakijamaan asemassa ja osallistuu EU:n taloudelliseen vuoropuheluun, mutta ei ole vielä aloittanut liittymisneuvotteluja. Hakijamailla tarkoitetaan niitä 12:ta maata, joiden kanssa on käyty tai käydään edelleen liittymisneuvotteluja.

**Hallinto- ja valvontajärjestelmä** (corporate governance): Menettelytavat ja prosessit, joiden mukaan organisaatiota johdetaan ja valvotaan. Hallinto- ja valvontajärjestelmässä täsmennetään organisaation eri osapuolten, kuten johtokunnan, johtajien, osakkeenomistajien ja muiden sidosryhmien, oikeuksien ja vastualueiden jako sekä määrittellään päätöksenteon säännöt ja menettelytavat. Samalla luodaan myös ne periaatteet, joiden mukaan organisaation operationaaliset tavoitteet asetetaan, ja määrittellään keinot saavuttaa tavoitteet ja seurata niiden toteutumista.

**Hienosäätöoperaatio** (fine-tuning operation): **Eurojärjestelmän** satunnaisesti toteuttama **avomarkkinaoperaatio**, jonka pääasiallisena tarkoituksena on tasoittaa markkinoiden likviditeetin odottamattomia vaihteluja.

**Hintavakaus** (price stability): **Eurojärjestelmän** ensisijainen tavoite. **EKP:n neuvosto** on määritellyt hintavakauden **euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI)** alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi. Samalla neuvosto on todennut, että hintavakauden tavoitteeseen pyrittäessä tähdätään inflaatiiovauhdin säilyttämiseen 2 prosentin tuntumassa keskipitkällä aikavälillä.

**Implisiittinen volatilitiitti** (implied volatility): Esimerkiksi joukkolainojen ja osakkeiden (tai vastaavien futuurisopimusten) hintojen odotettu volatilitiitti (vuositasolle korotettujen prosentti-muutosten keskihajonta), joka voidaan johtaa **optioiden** hinnoista.

**Johtokunta** (Executive Board): Yksi **EKP:n** päätöksentekuelimistä. Johtokunnan jäseninä ovat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja ja neljä muuta **euron** käyttöön ottaneiden maiden valtionpäämiesten tai hallitusten päämiesten nimeämää jäsentä.

**Joukkolainamarkkinat** (bond market): Keskipitkien ja pitkäaikaisten eli alkuperäiseltä maturiteetiltaan yli vuoden pituisten **velkapapereiden** liikkeeseenlasku ja kaupankäynti näillä papereilla.

**Julkisyhteisöt** (general government): **Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmässä 1995 (EKT 95)** määritelty sektori, joka koostuu valtionhallinnosta, osavaltiohallinnosta, paikallishallinnosta ja sosiaaliturvarahastoista. Kaupallista toimintaa harjoittavien julkisessa omistuksessa olevien yksiköiden, kuten julkisten liikelaitosten, ei periaatteessa katsota kuuluvan julkisyhteisöihin.

**Kansainväliset tilinpäätösstandardit** (International Accounting Standards, IAS): Kansainvälisen tilinpäätösstandardilautakunnan (International Accounting Standards Board, IASB) laatimat yleisesti hyväksytyt tilinpäätösperiaatteet. Lautakunta on riippumaton, yksityisin varoin rahoitettu tilinpäätösstandardien laatija. Standardit ovat helposti toimeenpantavia yleisiä tilinpäätösperiaatteita, joiden mukaan tilinpäätöksissä julkistettavan informaation on oltava avointa ja vertailukelpoista. Kansainvälinen tilinpäätösstandardilautakunta ilmoitti huhtikuussa 2001, että sen standardeista käytettäisiin tulevaisuudessa nimitystä IFRS-standardit (International Financial Reporting Standards).

**Keskusvastapuoli** (central counterparty): Yhteisö, joka toimii tiettyntyyppisten sopimusten ostajana myyjään nähden ja myyjänä ostajaan nähden.

**Korko** (interest rate): Määrä, joka velallisen on maksettava velkojalle tietyltä ajalta lainan, talletuksen tai velkapaperin pääomasta. Se ilmaistaan yleensä vuotuisina prosentteina.

**Kytchentäverkosto** (interlinking mechanism): Yksi **TARGET-järjestelmän** osatekijä. Termillä tarkoitetaan perusrakenteita ja menettelyjä, joilla eri maiden **RTGS-järjestelmät** kytetään toisiinsa, jotta maiden välisiä maksuja voidaan käsitellä TARGET-järjestelmässä.

**Käänteisoperaatio** (reverse transaction): Operaatio, jolla keskuspankki ostaa tai myy arvopapereita **takaisinostosopimuksen** perusteella, tai keskuspankin luotto-operaatio **vakuutta** vastaan.

**Liiallisia alijäämiä koskeva menettely** (excessive deficit procedure): **Perustamissopimuksen** artiklassa 104 annetut ja liiallisia alijäämiä koskevaan menettelyyn liittyvässä pöytäkirjassa täsmennetyt lausekkeet, jotka velvoittavat EU:n jäsenvaltiot noudattamaan budjettikuria sekä määrittelevät kriteerit, joiden perusteella julkisen talouden rahoitusasemaa on pidettävä liiallisena alijäämänä, ja toimet, joihin on ryhdyttävä, jos havaitaan, että julkisen talouden rahoitusaseman tasapainoa tai julkista velkaa koskevia vaatimuksia ei ole täytetty. Lausekkeita täydentää 7.7.1997 annettu EU:n neuvoston asetus (EY) N:o 1467/97 liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntönnäpön nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä. Asetus on osa **vakaus- ja kasvusopimusta**.

**Lividiteettiriski** (liquidity risk): Riski, että maksu- tai selvitysjärjestelmän **vastapuoli** tai osapuoli ei suorita sitoumusta täyteen arvoonsa sen erääntyessä. Likviditeettiriski ei merkitse vastapuolen maksukyvyttömyyttä, sillä vastapuoli saattaa kyetä suorittamaan vaaditut velkasitoumukset jonakin myöhäisempänä määräämättömänä ajankohtana.

**Luottolaitos** (credit institution): Luottolaitosten liiketoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta 20. maaliskuuta 2000 annetun Euroopan parlamentin ja Euroopan unionin neuvoston direktiivin N:o 2000/12/EY, sellaisena kuin se on muutettuna 18. syyskuuta 2000 annetulla Euroopan parla-

mentin ja Euroopan unionin neuvoston direktiivillä 2000/28/EY, artiklan 1 kohdassa 1 määritelty laitos. Näin ollen luottolaitos on 1) yritys, joka liiketoimintanaan vastaanottaa yleisöltä talletuksia tai muita takaisinmaksettavia varoja ja myöntää luottoja omaan lukuunsa, tai 2) muu kuin kohdassa 1 määritelty yritys tai oikeushenkilö, joka laskee liikkeeseen **sähköisenä rahana** olevia maksuvälineitä.

**Luottoriski** (credit risk): Riski, että **vastapuoli** ei suorita sitoumustaan täysimääräisenä joko sen erääntyessä tai sen jälkeen.

**M1** (M1): Suppea raha-aggregaatti. Tähän aggregaattiin sisältyvät liikkeessä oleva raha ja yön yli-talletukset **rahalaitosten** sekä **julkisen hallinnon** tileillä (kuten postissa tai valtion kassassa).

**M2** (M2): Väliaggregaatti. Tähän aggregaattiin sisältyvät **M1** ja irtisanomisajaltaan enintään 3 kuukauden talletukset ja enintään 2 vuoden määräaikaistalletukset **rahalaitosten** ja **julkisen hallinnon** tileillä.

**M3** (M3): Lavea raha-aggregaatti. Tähän aggregaattiin sisältyvät **M2** ja jälkimarkkinakelpoiset instrumentit eli **takaisinostosopimukset**, **rahamarkkinarahastojen** rahasto-osuudet sekä **rahalaitosten** liikkeeseen laskemat enintään 2 vuoden **velkapaperit**.

**M3:n kasvun viitearvo** (reference value for M3 growth): **M3:n** vuotuinen kasvuvauhti, joka on keskipitkällä aikavälillä sopusoinnussa **hintavakauden** kanssa. Nykyisin M3:n vuotuisen kasvun viitearvo on 4½ %.

**Maksutase** (balance of payments, b.o.p.): Tilastollinen yhteenveto maan taloudellisista transaktioista muun maailman kanssa tietyssä ajanjaksona. Maksutaseeseen kirjataan tavaroihin, palveluihin ja tuotannontekijäkorvauksiin samoin kuin ulkomaisiin saamisiin ja velkoihin liittyvät transaktiot ja myös tulonsiirroiksi luokitellut erät (kuten velkojen anteeksianto). **Euroalueen** maksutaseeseen käsitteet ja määritelmät vastaavat yleensä IMF:n maksutasekäsikirjan 5. laitosta, EKP:n 2.5.2003 antamia Euroopan keskuspankin tilastovaatimuksia koskevia suuntaviivoja EKP/2003/7 ja **Eurostatin** ohjeita.

**Maksuvalmiusjärjestelmä** (standing facility): Keskuspankin järjestelmä, jota **vastapuolet** voivat käyttää omasta aloitteestaan. **Eurojärjestelmä** tarjoaa käyttöön kaksi yön yli -maksuvalmiusjärjestelyä: **maksuvalmiusluoton** ja **talletusmahdollisuuden**.

**Maksuvalmiusluotto** (marginal lending facility): Osa **eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmää**, jossa **vastapuolet** voivat saada kansallisesta keskuspankista luottoa etukäteen vahvistetulla **korolla** hyväksyttävää vakuutta vastaan (ks. myös **EKP:n ohjaukset**).

**Markkina-arvon aliarvostus** (valuation haircut): **Käänteisoperaatioiden** kohteena oleviin arvopapereihin sovellettava riskienhallintamenetelmä, jossa keskuspankki laskee kaupan kohteena olevien arvopaperien arvoksi arvopaperin markkina-arvon vähennettynä tietyllä prosentilla (aliarvostus). **Eurojärjestelmä** soveltaa markkina-arvon aliarvostuksia, jotka on eriytetty yksittäisten arvopaperien ominaisuuksien, kuten jäljellä olevan maturiteetin mukaan.

**Minimitarjouskorko** (minimum bid rate): Alin **korko**, jolla **vastapuolet** voivat tehdä tarjouksia **perusrahoitusoperaatioiden** vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa. Minimitarjouskorko on yksi **EKP:n ohjauksoista**, joita käytetään rahapolitiikan virityksen määrittelyssä.

**Normisalkku** (benchmark portfolio): Arvopaperisalkku tai indeksi, jota käytetään vertailukohteen sijoituksissa. Se muodostetaan sijoitusten likviditeetti-, riski- ja tuottotavoitteiden perusteella. Normisalkkua voidaan käyttää myös todellisen sijoitussalkun tuottokehityksen arvioimisessa.

**Optio** (option): Rahoitusinstrumentti, jonka haltijalla on oikeus mutta ei velvollisuutta ostaa tai myydä tietty kohde-etuus (esim. joukkovelkakirja tai osake) ennalta määrättyyn hintaan (toteutus-hinta) tietynä päivänä tai tiettyyn päivään mennessä tulevaisuudessa (toteutus- tai eräpäivä). Osto-optio oikeuttaa haltijan ostamaan kohde-etuuden sovittuun toteutushintaan, kun taas myyntioptio oikeuttaa haltijan myymään sen sovittuun toteutushintaan.

**Osakemarkkinat** (equity market): Yrityksen omistukseen kohdistuvien vaateiden eli osakkeiden liikkeeseenlasku ja kauppa. Tärkein ero osakkeen ja velkapaperin välillä on se, että osakkeen liikkeeseenlaskijan ei tarvitse maksaa osakepääomaa takaisin.

**Osakkeet** (equity securities): Omistusosuus yrityksen pääomasta. Osakkeisiin kuuluvat pörssissä kaupan kohteena olevat osakkeet (noteeratut osakkeet), noteeraamattomat osakkeet ja muuntyyppiset osuudet. Osakkeista saadaan yleensä osinkotulua.

**Pankkikorot:** Ks. **Rahalaitosten korot**.

**Perusjäämä** (primary balance): Julkisen talouden nettoluotonotto tai -anto lukuun ottamatta julkisen talouden konsolidoiduista veloista maksettuja korkoja.

**Perusrahoitusoperaatio** (main refinancing operation): **Eurojärjestelmän** viikoittain toteuttama **avomarkkinaoperaatio**. Vuonna 2003 **EKP:n neuvosto** päätti, että 9.3.2004 alkaen näiden operaatioiden maturiteetti lyhennetään kahdesta viikosta yhteen. Operaatiot toteutetaan vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa **minimitarjouskorko** (korkotarjousten alaraja) ilmoitetaan etukäteen.

**Perustamissopimus** (Treaty): Euroopan yhteisön perustamissopimus. Perustamissopimus allekirjoitettiin Roomassa 25.3.1957, ja se tuli voimaan 1.1.1958. Sopimuksella perustettiin Euroopan talousyhteisö (ETY), nykyään Euroopan yhteisö (EY), ja siitä käytetään usein nimitystä Rooman sopimus. Sopimus Euroopan unionista (josta käytetään usein nimitystä Maastrichtin sopimus) allekirjoitettiin 7.2.1992, ja se tuli voimaan 1.11.1993. Euroopan unionista tehdyllä sopimuksella muutettiin Euroopan yhteisön perustamissopimusta ja perustettiin Euroopan unioni. Sekä Euroopan yhteisön että Euroopan unionin perustamissopimusta on myöhemmin muutettu ns. Amsterdamin sopimuksella, joka allekirjoitettiin Amsterdamissa 2.10.1997 ja joka tuli voimaan 1.5.1999, sekä ns. Nizzan sopimuksella, joka allekirjoitettiin 26.2.2001 ja joka tuli voimaan 1.2.2003.

**Pitempiaikainen rahoitusoperaatio** (longer-term refinancing operation): **Eurojärjestelmän** kuukausittain toteuttama **avomarkkinaoperaatio**, jonka maturiteetti on tavallisesti kolme kuukautta. Nämä operaatiot toteutetaan vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa jaettavan likviditeetin määrä ilmoitetaan etukäteen.

**Pitoajanjakso** (maintenance period): Ajanjakso, jolta **luottolaitosten varantovelvoitteiden** täyttäminen lasketaan. Vähimmäisvarantojen pitoajanjakson ajoitusta päätettiin muuttaa siten, että 10.3.2004 lukien pitoajanjakso alkaa sellaisen **perusrahoitusoperaation** maksujen suorituspäivänä, joka seuraa sitä **EKP:n neuvoston** kokousta, jossa on tarkoitus tehdä kuukausittainen

arvio rahapolitiikan virityksestä. **EKP** julkistaa pitoajanjaksoja koskevan kalenterin vähintään kolme kuukautta ennen kunkin vuoden alkua.

**Rahalaitokset** (MFIs, monetary financial institutions): Rahaa liikkeeseen laskevaan sektoriin kuuluvat **euroalueen** rahoituslaitokset. Rahalaitoksia ovat **EKP**, euroalueen maiden kansalliset keskuspankit ja euroalueella olevat **luottolaitokset** ja **rahamarkkinarahastot**.

**Rahalaitossektorin konsolidoitu tase** (consolidated balance sheet of the MFI sector): Tase, joka saadaan nettouttamalla **rahalaitosten** väliset positiot (lähinnä rahalaitosten väliset lainat) rahalaitosten yhteenlasketussa taseessa.

**Rahalaitosten korot** (MFI interest rates): Euroalueella sijaitsevien **luottolaitosten** ja muiden laitosten **euroalueen** kotitalouksien ja yritysten euromääräisiin talletuksiin ja lainoihin soveltamat korot. Rahalaitosten korkotilastoja koskevat vaatimukset määrittellään EKP:n 20.12.2001 antamassa asetuksessa EKP/2001/18.

**Rahalaitosten luotonanto euroalueelle** (MFI credit to euro area residents): Luotonanto, joka sisältää rahalaitosten lainat **euroalueella** oleville ja rahalaitosten hallussa olevat euroalueella sijaitsevien liikkeeseenlaskijoiden liikkeeseen laskemat arvopaperit. Arvopaperit käsittävät osakkeet, osuudet ja **velkapaperit**.

**Rahalaitosten pitkäaikaiset velat** (MFI longer-term financial liabilities): Velat, joihin sisältyvät yli 2 vuoden määräaikaistalletukset, irtisanomisajaltaan yli 3 kuukauden talletukset, yli 2 vuoden **velkapaperit** sekä **euroalueen** rahalaitossektorin oma pääoma ja varaukset.

**Rahalaitosten ulkomaiset nettosaamiset** (MFI net external assets): **Euroalueen** rahalaitosten ulkomaiset saamiset (kuten kulta, muiden valuuttojen kuin euron määräiset setelit, euroalueen ulkopuolisten liikkeeseen laskemat arvopaperit ja euroalueen ulkopuolisille myönnetyt lainat), joista on vähennetty euroalueen rahalaitossektorin ulkomaiset velat (kuten euroalueen ulkopuolisten talletukset, **takaisinostosopimukset**, **rahamarkkinarahastojen** rahasto-osuudet ja rahalaitosten liikkeeseen laskemat enintään 2 vuoden **velkapaperit**).

**Rahamarkkinat** (money market): Lyhytaikaisen rahoituksen hankinnan ja lyhytaikaisten sijoitusten markkinat, joilla käydään kauppaa alkuperäiseltä maturiteetiltaan yleensä alle vuoden instrumenteilla.

**Rahatalouden analyysi** (monetary analysis): Yksi osa **EKP:n** analyysivälineistöä, jonka avulla EKP arvioi laajasti **hintavakauteen** kohdistuvia riskejä ja joka on **EKP:n neuvoston** rahapolitiittisten päätösten perustana. Rahatalouden analyysin avulla arvioidaan keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatiokehitystä ottaen huomioon rahan määrän ja hintojen kehityksen välinen läheinen yhteys pitkällä aikavälillä. Rahatalouden analyysi ottaa huomioon kehityksen monissa rahatalouden indikaattoreissa kuten **M3:ssa**, sen erissä ja vastaerissä, erityisesti luotonannossa. Samoin analyysi ottaa huomioon eri arviot liiallisen likviditeetin määrästä (ks. myös **taloudellinen analyysi**).

**Rahoitustulo** (monetary income): Kansallisille keskuspankeille **eurojärjestelmän** rahapolitiikkaan liittyviä tehtäviä suoritettaessa kertyvä tulo. Tulo kertyy varoista, jotka on korvamerkitty **EKP:n neuvoston** antamien suuntaviivojen mukaisesti ja joita pidetään liikkeessä olevia seteleitä ja **luottolaitoksille** olevia talletusvelkoja vastaan.



**Repomarkkinat** (repo market): Ks. **takaisinostosopimus**.

**RTGS-järjestelmä (reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä)** (real-time gross settlement [RTGS] system): Maksujärjestelmä, jossa maksumääräykset käsitellään ja maksut suoritetaan (nettouttamatta) toimeksianto kerrallaan reaaliaikaisesti (jatkuvasti) (ks. myös **TARGET-järjestelmä**).

**Suora sijoitus** (direct investment): Toiseen maahan tehty pääomasijoitus, jonka tarkoituksena on saada pysyvä osuus tässä maassa sijaitsevasta yrityksestä (käytännössä omistusosuuden oletetaan olevan vähintään 10 % äänivallasta). Suoriin sijoituksiin kirjataan nettomääräiset sijoitukset **euroalueelta** ulkomaille (”suorat sijoitukset ulkomaille”) ja nettomääräiset sijoitukset ulkomailta euroalueelle (”suorat sijoitukset euroalueelle”). Suoriin sijoituksiin sisältyvät osakepääoma, uudelleen sijoitetut voitot ja yritysten sisäisiin operaatioihin liittyvät muut pääomat.

**Systeemiriski** (systemic risk): Riski, että maksu- tai vaihto arvoa vastaan -suoritusjärjestelmän tai yleensä rahoitusmarkkinoiden osapuolen kyvyttömyys suorittaa vaadittuja sitoumuksiaan aiheuttaa sen, etteivät toiset osapuolet tai rahoituslaitokset pysty suorittamaan sitoumuksiaan (ml. maksujärjestelmän maksusitoumukset) niiden erääntyessä. Tällainen tilanne saattaa aiheuttaa merkittäviä likviditeetti- ja luotto-ongelmia ja siten uhata rahoitusmarkkinoiden vakautta.

**Takaisinostosopimus** (repurchase agreement): Sopimus jonkin vaateen myynnistä ja sen takaisinostosta tiettyyn hintaan ennalta määrättyinä päivinä tai vaadittaessa. Takaisinostosopimus vastaa lainanottoa vakuutta vastaan, paitsi että arvopaperien omistus siirtyy pois myyjältä. Myynti- ja takaisinostosopimuksista käytetään myös nimitystä repotransaktiot, ja sopimuksilla käydään kauppaa **repomarkkinoilla**.

**Talletusmahdollisuus** (deposit facility): Osa **eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmää**, jossa vastapuolet voivat tehdä kansallisiin keskuspankkeihin yön yli -talletuksia etukäteen vahvistetulla **korolla** (ks. myös **EKP:n ohjaukset**).

**Taloudellinen analyysi** (economic analysis): Yksi osa analyysivälineistöä, jonka avulla **EKP** arvioi laajasti **hintavakauteen** kohdistuvia riskejä ja joka on **EKP:n neuvoston** rahapoliittisten päätösten perustana. Taloudellisessa analyysissä keskitytään pääasiassa talouden ja rahoitusmarkkinoiden vallitsevan kehityksen ja hintavakautta lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä uhkaavien riskien arviointiin ottamalla huomioon tavaroiden, palveluiden ja tuotannonkehitysmarkkinoiden kysynnän ja tarjonnan vuorovaikutus lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Tällöin huomiota kiinnitetään tarpeeseen tunnistaa talouteen vaikuttavien häiriöiden luonne, häiriöiden vaikutukset kustannuksiin ja hintoihin sekä niiden mahdollinen leviäminen taloudessa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä (ks. myös **rahatalouden analyysi**).

**Talous- ja rahaliitto (EMU)** (Economic and Monetary Union, EMU): **Perustamissopimus** kuvaa Euroopan unionin (EU) talous- ja rahaliiton toteutumista kolmivaiheisena prosessina. EMUn ensimmäinen vaihe alkoi heinäkuussa 1990 ja päättyi 31.12.1993. Tässä vaiheessa oli keskeisintä se, että kaikki pääomien vapaan liikkuvuuden sisäiset esteet EU:n alueella purettiin. EMUn toinen vaihe alkoi 1.1.1994. Sen aikana mm. perustettiin **Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI)**, kiellettiin julkisen sektorin keskuspankkirahoitus ja rahoituslaitoksiin liittyvät erityisoikeudet sekä annettiin ohjeet liiallisten julkisen talouden alijäämien välttämiseksi. Kolmas vaihe alkoi 1.1.1999. Tuolloin rahapoliittinen toimivalta siirtyi **EKP:lle** ja **euro** otettiin käyttöön. EMUn rakenne saatiin kaikilta osin valmiiksi, kun eurosetelit ja -kolikot otettiin käyttöön 1.1.2002.

**Talous- ja rahoituskomitea** (Economic and Financial Committee, EFC): Neuvoa-antava yhteisön elin, joka osallistuu **EU:n neuvoston** työn valmisteluun. Se perustettiin **talous- ja rahaliiton (EMU)** kolmannen vaiheen alkaessa. Jäsenvaltiot, **Euroopan komissio** ja **EKP** nimeävät kukin enintään kaksi komitean jäsentä. **Perustamissopimuksen** artiklan 114 kohdassa 2 luetellaan talous- ja rahoituskomitean tehtävät, joihin kuuluvat mm. jäsenvaltioiden ja yhteisön taloudellisen tilanteen ja rahoitustilanteen arviointi sekä julkisen talouden rahoitusaseman seuranta.

**Talouspoliittinen komitea** (Economic Policy Committee, EPC): Neuvoa-antava yhteisön elin, joka osallistuu **EU:n neuvoston** työn valmisteluun. Komitea toimii tiiviissä yhteistyössä **talous- ja rahoituskomitean** kanssa ja keskittyy lähinnä rakennepolitiikkaan pyrkien parantamaan kasvupotentiaalia ja työllisyyttä yhteisössä. Komitea, josta säädetään **perustamissopimuksen** artiklassa 272, perustettiin vuonna 1974 Euroopan unionin neuvoston päätöksellä. Jäsenvaltiot, **Euroopan komissio** ja **EKP** nimeävät kukin kaksi komitean jäsentä.

**Talouspolitiikan laajat suuntaviivat** (Broad Economic Policy Guidelines, BEPGs): **Perustamissopimuksen** edellyttämän jäsenvaltioiden talouspolitiikan koordinoinnin keskeisin väline. **Perustamissopimus** velvoittaa jäsenvaltiot pitämään talouspolitiikkaansa yhteistä etua koskevana asiana ja sovittamaan talouspolitiikkansa yhteen **EU:n neuvostossa**. Laajoihin suuntaviivoihin sisältyy suosituksia päättäjille makrotalous- ja rakennepolitiikasta. Se muodostaa myös vertailukohtan kehityksen arvioimiseksi jälkikäteen EU:n neuvostossa toteutettavan monenvälisen valvonnan kautta. **Euroopan komission** suosituksen perusteella toimien EU:n neuvosto laatii luonnoksen talouspolitiikan laajoiksi suuntaviivoiksi ja raportoi havainnoistaan **Eurooppa-neuvostolle**. Tämän jälkeen EU:n neuvosto vahvistaa Eurooppa-neuvoston päätelmiin perustuvan talouspolitiikan laajoja suuntaviivoja koskevan suosituksen.

**TARGET-järjestelmä** (TARGET, Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): **Euro**määräisiä maksuja välittävä **RTGS-järjestelmä**. TARGET on hajautettu järjestelmä, jonka muodostavat 15 kansallista RTGS-järjestelmää, EKP:n maksu-mekanismi (EPM) ja **kytkentäverkosto**.

**Tavaroiden ulkomaankauppa** (external trade in goods): **Euroalueen** sisäinen tavaravienti ja -tuonti sekä tavaravienti euroalueen ulkopuolelle ja tavarantuonti euroalueen ulkopuolelta arvolla mitattuna sekä määrä- ja yksikköarvoindeksinä. Euroalueen sisäinen kauppa käsittää euroalueen maiden väliset tavaravirrat, kun taas kauppa euroalueen ulkopuolisten maiden kanssa käsittää euroalueen ulkomaankaupan. Ulkomaankauppatilastot eivät ole suoraan verrattavissa kansantalouden tilinpitoon kirjattuun vientiin ja tuontiin, sillä kansantalouden tilinpidossa viennin ja tuonnin eriin sisältyvät sekä euroalueen sisäiset että ulkopuoliset transaktiot ja myös tavarat ja palvelut laske-taan yhteen.

**Toimitusriski** (settlement risk): Riski, ettei suoritus toteudu maksujärjestelmässä tai arvopaperi-kaupan selvitysjärjestelmässä odotetulla tavalla. Tämä riski voi käsittää sekä **luotto-** että **likviditeettiriskin**.

**Täysin automaattinen käsittely** (straight-through processing, STP): Kauppojen tai maksujen automaattinen, alusta loppuun saakka ulottuva käsittely, johon sisältyy myös transaktioiden laadintaa, vahvistusta sekä selvitystä ja toimitusta koskevien ohjeiden automaattinen toteutus.

**Ulkomainen varallisuus** (international investment position, i.i.p.): Talouden kaikkien ulkomaisen saamisten (tai velkojen) arvo ja koostumus. Tästä käytetään englannin kielessä myös termiä ”net external asset position”.

**Vaadejakauman määrittely** (asset allocation): Sijoitusten hajauttaminen eri vaadeluokkiin esimerkiksi sijoitussalkun riski- ja tuotto-ominaisuuksien optimoimiseksi.

**Vakaus- ja kasvusopimus** (Stability and Growth Pact): Sopimus, joka muodostuu kahdesta EU:n neuvoston asetuksesta sekä vakaus- ja kasvusopimusta koskevasta **Eurooppa-neuvoston** päätöslauselmasta, joka annettiin Amsterdamin huippukokouksessa 17.6.1997. Toinen asetuksesta (7.7.1997 annettu asetus [EY] N:o 1466/97) koskee julkisyhteisöjen rahoitusaseman valvonnan sekä talouspolitiikan valvonnan ja yhteensovittamisen tehostamista ja toinen (7.7.1997 annettu asetus [EY] N:o 1467/97) **liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn** täytäntöönpanon nopeuttamista ja selkeyttämistä. Sopimuksen tarkoituksena on turvata terve julkinen talous **talous- ja rahaliiton (EMUn)** kolmannessa vaiheessa, jotta voidaan vahvistaa **hintavakauden** ja työllisyyttä edistävän vahvan, kestävä kasvun edellytyksiä. Lähellä tasapainoa oleva tai ylijäämäinen julkisen talouden rahoitusasema on jäsenvaltioille asetettu keskipitkän aikavälin tavoite.

**Vakaushjelmat** (stability programmes): Hallitusten keskipitkän aikavälin suunnitelmat ja arviot, jotka **euroalueen** maiden on laadittava keskeisten taloudellisten muuttujien kehityksestä. Niillä asetetaan keskipitkän aikavälin budjettipoliittiset tavoitteet budjetin pitämisestä lähellä tasapainoa tai ylijäämäisenä. Vaihtoehtoisesti niillä määritellään korjaavat toimet, joilla **vakaus- ja kasvusopimuksessa** määritelty julkisen talouden tasapaino saavutetaan. **Euroopan komissio** ja **talous- ja rahoituskomitea** tarkastavat vakaushjelmat vuosittain. **Ecofin-neuvosto** arvioi ohjelmia komission ja komitean lausuntojen pohjalta.

**Vakuus** (collateral): Arvopaperit, jotka pantataan lainojen takaisinmaksun vakuudeksi (esimerkiksi **luottolaitosten** keskuspankeille panttaamat arvopaperit), sekä **takaisinostosopimusten** perusteella mydyt arvopaperit (esimerkiksi luottolaitosten keskuspankeille myymät arvopaperit).

**Valtionhallinto** (central government): **Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmässä 1995 (EKT 95)** määritelty julkinen sektori ilman osavaltio- ja paikallishallintoa (ks. myös **julkisyhteisöt**). Valtionhallintoon luetaan kaikki valtion ministeriöt ja keskusvirastot, joiden toimivalta normaalisti ulottuu koko talousalueelle, ei kuitenkaan sosiaaliturvarahastojen hallintoa.

**Valuuttaswap** (foreign exchange swap): Samanaikainen avista- ja termiinkauppa kahden eri valuutan välillä. **Eurojärjestelmä** voi toteuttaa **avomarkkinaoperaatioita** valuuttaswapeina, joissa kansalliset keskuspankit (tai **EKP**) ostavat tai myyvät **euroa** avistakauppana jotakin muuta valuuttaa vastaan ja samanaikaisesti myyvät tai ostavat sitä takaisin termiinkauppana.

**Varantopohja** (reserve base): Niiden tase-erien (erityisesti velkojen) summa, joiden perusteella lasketaan **luottolaitoksen varantovelvoite**.

**Varantovelvoite** (reserve requirement): Varantojen vähimmäismäärä, jonka **luottolaitoksen** edellytetään pitävän **eurojärjestelmässä**. Varantovelvoitteen noudattaminen määräytyy keskimääräisten päivittäisten saldojen perusteella suunnilleen yhden kuukauden pituisena **pitoajanjaksona**.

**Vastapuoli** (counterparty): Rahoitustransaktion (esimerkiksi keskuspankin kanssa tehtävän transaktion) vastakkainen osapuoli.

**Velka (rahoitustilinpito)** (debt, financial accounts): Rahoitustilinpidon käsite, joka sisältää lainat, liikkeeseen lasketut **velkapaperit** ja yritysten eläkerahastojen vastuovelat ajanjakson lopussa markkinahintaan arvostettuina. Neljännesvuosittaisessa rahoitustilinpidoissa velkaan ei sisällytetä ei-rahoitussektorin myöntämiä lainoja (esimerkiksi konsernin sisäisiä lainoja) tai **euroalueen** ulkopuolisten pankkien myöntämiä lainoja, vaikka nämä erät sisällytetään vuotuisen rahoitustilinpitoon.

**Velkapaperit** (debt securities): Liikkeeseenlaskijan (lainansaajan) lupaus suorittaa maksu tai maksuja velkapaperin haltijalle (lainanantajalle) ennalta sovittuna päivänä tai päivinä. Velkapaperille maksetaan yleensä korkoa määrätyn prosentin mukaan, tai sen alkuperäinen ostohinta on sen nimellisarvoa alempi. Alkuperäiseltä maturiteetiltaan yli vuoden pituiset velkapaperit luokitellaan pitkäaikaisiksi.

**Velkasuhde** (debt ratio, general government): Julkisen velan suhde BKT:hen. Julkinen velka määritellään bruttomääräiseksi nimellisarvoiseksi kokonaisvelaksi vuoden lopussa ja konsolidoituna julkisen hallinnon (julkisyhteisöjen) aloilla. Velkasuhde määritellään julkisen velan suhteena käypähintaiseen bruttokansantuotteeseen. Se on yksi **perustamissopimuksen** artiklan 104 kohdassa 2 määrätty julkisen talouden kriteeri, jonka perusteella määritellään liiallisen alijäämän olemassaolo.

**Velvoiteprosentti** (reserve ratio): Keskuspankin kullekin **varantopohjaan** sisältyvälle tase-erien ryhmälle määrittelemä suhdeluku. Näiden suhdelukujen perusteella lasketaan **varantovelvoitteet**.

**Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi, YKHI** (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP): **Eurostatin** laatima kuluttajahintaindikaattori, joka on yhdenmukainen kaikissa EU-maissa.

**Yleisneuvosto** (General Council): Yksi **EKP:n** päätöksentekuelimistä. Yleisneuvoston jäseninä ovat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja sekä kaikkien EU:n kansallisten keskuspankkien pääjohtajat.



