



EUROOPAN KESKUSPANKKI

VUOSIKERTOMUS 2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

2004

VUOSIKERTOMUS  
2004

ECB EZB EKT EKP

50



EUROOPAN KESKUSPANKKI



EUROOPAN KESKUSPANKKI



## VUOSIKERTOMUS 2004

Vuonna 2005  
kaikkien EKP:n  
julkaisujen  
kuva-aiheet on  
valittu 50 euron  
setelistä.

© Euroopan keskuspankki, 2005

**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.*

*Valokuvat:  
Claudio Hils  
Martin Joppen  
Stefan Laub  
Constantin Meyer  
Marcus Thelen  
Euroopan parlamentti*

*Tämän vuosikertomuksen luvut  
perustuvat 25.2.2005 käytettävissä  
olleisiin tietoihin.*

ISSN 1561-4603 (painettu julkaisu)  
ISSN 1725-2881 (verkkajulkaisu)

# SISÄLLYS

<b>ESIPUHE</b>	<b>9</b>	4.2 Uudet tai parannetut tilastot	<b>103</b>
<b>LUKU 1</b>		4.3 Julkisen hallinnon rahoitustilastot	<b>103</b>
<b>TALOUSKEHITYS JA RAHAPOLITIIKKA</b>	<b>5</b>	<b>TALOUDELLINEN TUTKIMUS</b>	<b>105</b>
<b>1 RAHAPOLIITTISET PÄÄTÖKSET</b>	<b>16</b>	5.1 Tutkimusohjelma	<b>105</b>
<b>2 RAHA- JA REAALITALouden SEKÄ RAHOITUSMARKKINOIDEN KEHITYS</b>	<b>20</b>	5.2 Tutkimusverkostot	<b>106</b>
2.1 Globaali makrotaloudellinen ympäristö	<b>20</b>	5.3 Euroalueen makrotalouden mallintaminen	<b>107</b>
2.2 Rahatalous ja rahoitusmarkkinat	<b>23</b>	<b>6 MUU TOIMINTA</b>	<b>109</b>
2.3 Hintakehitys	<b>43</b>	6.1 Julkisen sektorin keskuspankki-rahoitusta ja erityisoikeuksia koskevien kieltojen noudattaminen	<b>109</b>
2.4 Tuotanto, kysyntä ja työmarkkinat	<b>51</b>	6.2 Neuvoa-antava toiminta	<b>109</b>
2.5 Julkinen talous	<b>59</b>	6.3 Euroopan yhteisön rahoitustuki-järjestelmään liittyvien luotonanto- ja luotonotto-operaatioiden hoito	<b>110</b>
2.6 Valuuttakurssit ja maksutase	<b>67</b>	<b>LUKU 3</b>	
<b>3 EUROALUEEN ULKOPUOLISTEN EU:N JÄSEN-VALTIOIDEN REAALI- JA RAHATALOUDELLINEN KEHITYS</b>	<b>72</b>	<b>RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUS JA YHDENTYMINEN</b>	
<b>LUKU 2</b>		<b>1 RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUS</b>	<b>114</b>
<b>KESKUSPANKIN OPERAATIOT JA MUU TOIMINTA</b>		1.1 Rahoitusjärjestelmän vakauden seuranta	<b>114</b>
<b>1 RAHAPOLIITTISET OPERAATIOT, VALUUTTAOPERAATIOT JA SIIJOITUSTOIMINTA</b>	<b>84</b>	1.2 Yhteistyö kriisitilanteessa	<b>116</b>
1.1 Rahapoliittiset operatiot	<b>84</b>	<b>2 RAHOITUSMARKKINOIDEN SÄÄNTELY JA VALVONTA</b>	<b>117</b>
1.2 Valuuttaoperatiot	<b>90</b>	2.1 Pankkitoiminta	<b>117</b>
1.3 Sijoitustoiminta	<b>90</b>	2.2 Arvopaperit	<b>117</b>
<b>2 MAKSUJÄRJESTELMÄT JA ARVOPAPERI-KAUPAN SELVITYSJÄRJESTELMÄT</b>	<b>92</b>	2.3 Kirjanpito	<b>118</b>
2.1 TARGET-järjestelmä	<b>92</b>	<b>3 RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTYMINEN</b>	<b>119</b>
2.2 TARGET 2	<b>94</b>	<b>4 MARKKINAINFRASTRUKTUURIEN YLEISVALVONTA</b>	<b>124</b>
2.3 Rajat ylittävä vakuuksien käyttö	<b>95</b>	4.1 Suuria euromääräisiä maksuja välittävien maksujärjestelmien ja infrastruktuurien yleisvalvonta	<b>124</b>
<b>3 SETELIT JA KOLIKOT</b>	<b>97</b>	4.2 Pienten maksujen maksuliikennepalvelut	<b>126</b>
3.1 Liikkeessä olevat setelit ja kolikot	<b>97</b>	4.3 Arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmät	<b>126</b>
3.2 Setelien väärentäminen ja väärentämisen torjunta	<b>98</b>		
3.3 Setelien liikkeeseenlasku ja tuotanto	<b>99</b>		
<b>4 TILASTOT</b>	<b>102</b>		
4.1 Parannukset euroaluetta koskevassa tilastoinnissa	<b>102</b>		

**LUKU 4  
EU-SUHTEET JA KANSAINVÄLISET SUHTEET**

<b>I EU-SUHTEET</b>	<b>134</b>
1.1 Poliittikkakysymykset	<b>134</b>
1.2 Institutionaaliset kysymykset	<b>136</b>
<b>2 KANSAINVÄLISET ASIAT</b>	<b>138</b>
2.1 Kansainvälisen valuutta- ja rahoitusjärjestelmän kehityksen keskeiset vaiheet	<b>138</b>
2.2 Yhteistyö EU:n ulkopuolisten maiden kanssa	<b>141</b>

**LUKU 5  
TILIVELVOLLISUUS**

<b>I TILIVELVOLLISUUS SUURELLE YLEISÖLLE JA EUROOPAN PARLAMENTILLE</b>	<b>146</b>
<b>2 EKP:N NÄKEMYKSIÄ EKP:N JA EUROOPAN PARLAMENTIN KOKOUKSISSA KÄSITELLYISTÄ AIHEISTA</b>	<b>147</b>

**LUKU 6  
ULKONINEN VIESTINTÄ**

<b>I VIESTINTÄPOLIITIIKKA</b>	<b>152</b>
<b>2 VIESTINTÄTOIMET</b>	<b>153</b>

**LUKU 7  
EUROOPAN UNIONIN LAAJENTUMINEN**

<b>I KYMMENEN UUDEN JÄSENVALTION ONNISTUNUT LIITTYMINEN UNIONIIN</b>	<b>158</b>
<b>2 SUHTEET EU:N HAKIJAMAIHIN</b>	<b>162</b>

**LUKU 8  
INSTITUTIONAALINEN RAKENNE, ORGANISAATIO JA TILINPÄÄTÖS**

<b>I EKP:N PÄÄTÖKSENTEKOELIMET SEKÄ HALLINTO JA VALVONTA</b>	<b>166</b>
1.1 Eurojärjestelmä ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä	<b>166</b>
1.2 EKP:n neuvosto	<b>168</b>
1.3 EKP:n johtokunta	<b>170</b>
1.4 Yleisneuvosto	<b>172</b>
1.5 Eurojärjestelmän/EKPJ:n komiteat ja budjettikomitea	<b>173</b>
1.6 Hallinto ja valvonta	<b>173</b>

<b>2 ORGANISAATIOMUUTOKSET</b>	<b>176</b>
2.1 Henkilöstö	<b>176</b>
2.2 EKP:n uudet toimitilat	<b>177</b>

<b>3 EKPJ:N SOSIAALINEN VUOROPUHELU</b>	<b>179</b>
---	------------

<b>4 EKP:N TILINPÄÄTÖS JOHDON RAPORTTI</b>	<b>182</b>
Tase 31.12.2004	<b>184</b>
Tuloslaskelma vuodelta 2004	<b>186</b>
Kirjanpitoperiaatteet	<b>187</b>
Taseen kommentit	<b>190</b>
Tuloslaskelman kommentit	<b>198</b>
Selvitys tappioiden jakamisesta	<b>201</b>
Tilintarkastajan raportti	<b>203</b>

<b>5 EUROJÄRJESTELMÄN KONSOLIDOITU TASE 31.12.2004</b>	<b>204</b>
--	------------

**LIITTEET**

<b>EUROOPAN KESKUSPANKIN ANTAMAT SÄÄDÖKSET</b>	<b>208</b>
--	------------

<b>EUROOPAN KESKUSPANKIN ANTAMAT LAUSUNNOT</b>	<b>211</b>
--	------------

<b>EUROOPAN KESKUSPANKIN JULKAISUJA TAMMIKUUSTA 2004 ALKAEN</b>	<b>215</b>
---	------------

<b>EUROJÄRJESTELMÄN RAHAPOLIITTISET TOIMENPITEET</b>	<b>221</b>
--	------------

<b>SANASTO</b>	<b>223</b>
----------------	------------

## LUETTELO KEHIKOISTA

1	Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoitusinvestoinnit vuonna 2004	25
	Taulukko. Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoitusinvestoinnit	26
2	Millaisia seurauksia euroalueelle kertyneestä ylimääräisestä likviditeetistä voisi olla?	28
	Kuvio. Kaavio ylimääräisen likviditeetin mahdollisista käyttötavoista	29
3	Rahoitusmarkkinoiden implisiittisen volatiliteetin kehitys	33
	Kuvio A. Euroalueen rahoitusmarkkinoiden implisiittinen volatiliteetti	34
	Kuvio B. Joukkolaina- ja osake-markkinoiden implisiittinen volatiliteetti euroalueella ja Yhdysvalloissa	35
4	Oliko euroalueella suurten yritysten rahoitustilanne vuonna 2004 suotuisampi kuin pienten ja keskisuurten yritysten?	40
	Kuvio A. Yritysten lainojen tai luottolimiittien myöntämiseen sovellettavan luottopolitiikan muutokset	40
	Kuvio B. Rahalaitosten yrityksille myöntämien pienten ja suurten lainojen korkoerot	41
5	Öljyn hinta ja euroalueen talous	46
	Kuvio A. Raakaöljyn hinta, Brent-laatu	46
	Taulukko. Raakaöljyn hinnan nousu tiettyinä ajanjaksoina, Brent-laatu	47
	Kuvio B. Öljyn hinta ja energiaerän vaikutus YKHI-inflaatioon	47
	Kuvio C. Öljyn hinta ja kuljetuksiin liittyvän erän vaikutus YKHI-inflaatioon	47
6	EU:n työ- ja hyödykemarkkinoiden rakenneuudistusten kehitys	52
7	Euroalueen demografisten muutosten mahdolliset vaikutukset	56
	Kuvio. Euroalueen keskeiset demografiset kehityspiirteet	57

8	Julkisyhteisöjen velkapapereiden kehitys euroalueella	61
	Kuvio A. Valtion velkapapereiden kanta euroalueella liikkeeseenlaskijamaittain vuonna 2004	61
	Taulukko. Euroalueen valtioiden liikkeeseen laskemien velkapapereiden kannan rakenne	62
	Kuvio B. Valtion pitkien lainojen tuottoerot Saksaan nähden	63
	Kuvio C. BKT:hen suhteutetun suhteellisen velan muutokset Saksaan nähden ja tuottoerojen muutokset vuosina 2001–2004	64
9	Finanssipolitiikka ja makrotalouden vakaus	65
10	Valuuttakurssimekanismi ERM II:n pääpiirteet	77
11	Eurojärjestelmän varannonhoitopalvelut	111
12	Euroopan pääomamarkkinoita ja rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä analyysoiva tutkimusverkosto	120
13	Euroalueen luottomarkkinoiden yhdentyminen	123
14	Arvopapereiden selvitystä ja toimitusta koskevat standardit Euroopan unionissa	128
15	Eurojärjestelmän toimintaperiaatteet	167

## LUETTELO TAULUKOISTA

1	Hintakehitys	43
2	Työvoimakustannusindikaattoreita	50
3	BKT:n määrän kasvu	51
4	Työmarkkinoiden kehitys	55
5	Julkinen talous euroalueen maissa	60
6	BKT:n määrän kasvu euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa ja euroalueella	72
7	YKHI-inflaatio euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa ja euroalueella	73
8	Julkinen talous euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa ja euroalueella	74

9 Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden ja euroalueen maksutase	<b>76</b>	18 Yritysten markkinaehtoisen rahoituksen kustannusten indikaattoreita	<b>39</b>
10 Valuuttakurssikehitys ERM II:ssa	<b>78</b>	19 Velkaerien vaikutus yritysten velan vuotuisen kasvuvauhtiin	<b>42</b>
11 Euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden viralliset rahapolitiikan strategiat	<b>79</b>	20 Yritysten taseindikaattoreita	<b>42</b>
12 TARGET-maksut	<b>93</b>	21 YKHI-inflaatio: tärkeimmät erät	<b>44</b>
13 TARGETin käytettävyyssaste	<b>93</b>	22 YKHIn erien vaikutukset koko indeksiin nousuvauhtiin	<b>45</b>
14 Väärennösten jakautuminen nimellisarvoittain	<b>98</b>	23 Asuntojen hintojen kehitys euroalueella	<b>49</b>
15 Eurosetelien tuotannon jakautuminen vuonna 2004	<b>100</b>	24 Teollisuuden tuottajahinnat eriteltyinä	<b>49</b>
16 EU:n keskeisiä talousindikaattoreita uudet jäsenvaltiot mukaan lukien ja ilman niitä	<b>159</b>	25 Työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset sektoreittain	<b>50</b>
<b>LUETTELO KUVIOISTA</b>		26 BKT:n erien kasvuvaihtelu neljännesvuositasolla	<b>52</b>
1 EKP:n korot ja rahamarkkinakorot	<b>16</b>	27 Työn tuottavuus	<b>55</b>
2 Keskeisten teollistuneiden talouksien kehitys pääpiirteittäin	<b>20</b>	28 Työttömyys	<b>56</b>
3 Raaka-ainemarkkinoiden kehitys pääpiirteittäin	<b>23</b>	29 Euron nimellinen ja reaalinen efektiivinen valuuttakurssi-indeksi	<b>69</b>
4 M3 ja sijoitusten siirtojen arvioidulla vaikutuksella korjattu M3	<b>24</b>	30 Vaihtotase ja sen erät	<b>69</b>
5 M3:n erien vaikutus M3:n kasvuun vuositason tasolla	<b>24</b>	31 Rahoitustase ja sen erät	<b>71</b>
6 Rahalaitosten lyhyet talletuskorot	<b>25</b>	32 Euron valuuttakurssimuutokset suhteessa ERM II:n ulkopuolisiin EU-valuuttoihin	<b>78</b>
7 M3:n ja sen vastaerien muutokset	<b>27</b>	33 Tehdyt tarjoukset ja jaettu määrä viikoittaisissa perusrahoitusoperaatioissa vuonna 2004	<b>85</b>
8 Rahapoikkeaman estimaatit	<b>27</b>	34 Likviditeettitekijät ja setelistön kehitys euroalueella vuonna 2004	<b>86</b>
9 Lyhyet korot ja rahamarkkinoiden tuottokäyrä	<b>30</b>	35 Vakuudeksi hyväksyttävät jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit	<b>87</b>
10 Kolmen kuukauden euribor-futuuriin korot ja kolmen kuukauden euribor-futuuriin perustuvista optioista johdettu implisiittinen volatilitteetti	<b>31</b>	36 Jälkimarkkinakelpoisten vakuuksien käyttö	<b>88</b>
11 Valtion pitkien lainojen tuotot	<b>31</b>	37 Vuosina 2000–2004 liikkeessä olleiden setelien arvo yhteensä	<b>97</b>
12 Pitkäaikaisen reaalikorkoisen joukkolainan tuotto ja tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti euroalueella	<b>32</b>	38 Vuosina 2002–2004 liikkeessä olleiden eurosetelien lukumäärä yhteensä	<b>97</b>
13 Keskeiset osakeindeksit	<b>36</b>	39 Vuosina 2002–2004 liikkeessä olleiden eurosetelien lukumäärä	<b>98</b>
14 Yritysten tuottojen kasvu ja tuotto-odotukset	<b>36</b>	40 Vuosina 2002–2004 löydettyjen euroseteliväärennösten lukumäärä	<b>99</b>
15 Asuntomarkkinoiden kehitys ja asuntolainat euroalueen maissa	<b>37</b>	41 EKP:n Working Paper -sarja: JEL-luokitus (Journal of Economic Literaturen luokitus)	<b>105</b>
16 Rahalaitosten kotitalouksille ja yrityksille myöntämien lainojen korot	<b>38</b>		
17 BKT:hen suhteutettu kotitalouksien velka ja lainojen kasvu	<b>38</b>		

## LYHENTEET

### MAAT

BE	Belgia
CZ	Tšekki
DK	Tanska
DE	Saksa
EE	Viro
GR	Kreikka
ES	Espanja
FR	Ranska
IE	Irlanti
IT	Italia
CY	Kypros
LV	Latvia
LT	Liettua
LU	Luxemburg
HU	Unkari
MT	Malta
NL	Alankomaat
AT	Itävalta
PL	Puola
PT	Portugali
SI	Slovenia
SK	Slovakia
FI	Suomi
SE	Ruotsi
UK	Iso-Britannia
JP	Japani
US	Yhdysvallat

### MUUT

BIS	Kansainvälinen järjestelypankki
BKT	bruttokansantuote
BPM5	IMF:n maksutasekäsi kirja (5. laitos)
cif	kulut, vakuutus ja rahti hintaan luettuina
ECU	Euroopan valuuttayksikkö
EKP	Euroopan keskuspankki
EKPJ	Euroopan keskuspankki- järjestelmä
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
HWWA	Hamburgisches Welt-Wirt- schafts-Archiv
ILO	Kansainvälinen työjärjestö
IMF	Kansainvälinen valuuttarahasto
KHI	kuluttajahintaindeksi
YKHI	yhdenmukaistettu kuluttajahin- taindeksi

**Euroopan yhteisön käytännön mukaisesti EU-maiden 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 vastaa 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>Stephan Jung</b>	14
P.WP1, 2002	
Öljyväri, 230 x 265 cm	
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005	
<b>Isa Dahl</b>	82
”eben still”, 2004	
Öljyväri, ø 190 cm	
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005	
<b>Jacob Dahlgren</b>	112
Krakow, 2002	
Jukurttipurkkeja alumiinialustalla, 184 x 148 x 10 cm	
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005	
<b>Ana Luísa Ribeiro</b>	132
Nimetön, 2002	
Öljyväri, 150 x 230 cm	
© Euroopan keskuspankki	
<b>Xenia Hausner</b>	144
Traumspiel, 2004	
Väripainokuva käsintehdyille paperille (16/25), 96 x 129 cm	
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005	
<b>Philippe Cognée</b>	150
Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999	
Vahamaalaus kankaalle, 154 x 153 cm	
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005	
<b>Jan Fabre</b>	156
Nimetön, 1987	
Kuulakärkikynän mustetta paperilla, 200 x 158 cm	
© VG Bild-Kunst, Bonn 2005	
<b>Reinhold A. Goelles</b>	164
Nimetön	
Akryy liväri, 152 x 100 cm	
© Euroopan keskuspankki	

**ESIPUHE**



Tarkasteltaessa viime vuoden tapahtumia jälkikäteen EU:n laajenemista 1.5.2004 voidaan pitää keskeisenä historiallisena saavutuksena. Olimme valmistautuneet laajenemiseen hyvissä ajoin etukäteen omalla toimivalta-alueellamme erityisesti siten, että kymmenen uuden jäsenvaltion keskuspankkien pääjohtajat otettiin tarkkailijoina mukaan mahdollisimman aikaisessa vaiheessa yleisneuvoston kokouksiin. Tämä laajeneminen onnistui myös EKP:n ja sen henkilökunnan tiiviin valmistelutyön ansiosta. Lisäksi tarkkailijoina yleisneuvoston kokouksiin osallistuvien keskuspankkien asiantuntijoille tarjoutui tilaisuus tulla mukaan Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) komiteoihin. Ystävällisessä hengessä sujuneet perusteelliset valmistelut mahdollistivat sen, että uudet maat liittyivät EU:hun kitkattomasti samoin kuin niiden keskuspankit EKPJ:hin. Ensimmäinen laajenemisen jälkeinen yleisneuvoston kokous oli meille kaikille mieleenpainuva, olihan yleisneuvoston ensimmäinen puhelinneuvottelu myös merkittävä virstanpylväs: uusi, turvallinen viestintäverkko toimi täydellisesti ja keskustelu sujui tehokkaasti puhelinneuvottelussa suoraan halki Euroopan.

Kymmenen uutta jäsenvaltiota liittyi EU:hun ilman ns. opt-out- eli osallistumattomuusehtoa. Maat ovat siten sitoutuneet liittymään aikanaan euroalueeseen. Yksimielisesti ja täysin perustamissopimuksen kanssa sopu-soinnussa toimien pidämme olennaisena, että syvän ja kestävä lähtymisen saavuttaminen Maastrichtin kriteerien mukaan on paras tapa valmistautua euron käyttöönottoon.

Kolme uutta valuuttaa eli Viron, Liettuan ja Slovenian valuat liitettiin vuonna 2004 valuuttakurssimekanismi ERM II:een, joka aiemmin muodostui päävaluutasta eurosta ja Tanskan kruunusta. Kolme uutta osallistujamaata ovat sitoutuneet olemaan mukana ERM II:ssa siten, että niin järjestelmän häiriötön toiminta kuin paras mahdollinen tapa edistää kestävä lähtymistä varmistuvat.

\*\*\*

EU:n jäsenvaltiot ratifioivat parhaillaan äskettäin allekirjoitettua sopimusta Euroopan perustuslaista. Perustuslaki on vakuuttava osoitus Euroopan halusta edetä unionin historiallisessa syventämisessä laajenemisen myötä. Eurojärjestelmä, jonka ensisijainen tavoite on vastata hintavakaudesta, on täysin tietoinen perustuslain vahvistamasta roolistaan tässä EU:n syventämisprosessissa. Perustuslaki vahvistaa myös kaikki EMUn politiikkavälineistön olennaiset osatekijät sekä rahapoliittisen pilarin että talous- ja finanssipoliittisen pilarin mukaisesti. EKP:n odotukset perustuslain ratifioinnin suhteen ovat myönteiset.

\*\*\*

Euroalueen talouskasvu vuonna 2004 oli vaatimatonta: BKT:n määrän kasvu koko vuonna oli 1,8 % oltuaan 0,5 % vuonna 2003. Vuoden kasvua leimasi suhteellisen vahva ensimmäinen vuosipuolisko, jonka jälkeen kasvu hidastui kolmannella ja viimeisellä neljänneksellä. Kokonaisarvioksi on muodostunut, että talous elpyy asteittain lukuisten euroalueen ja kansainvälisten epävarmuustekijöiden vallitessa.

EKP:n neuvosto säilytti perusrahoitusoperaatioiden koron poikkeuksellisen matalana eli 2 prosentissa koko vuoden 2004. Se harjoitti hintavakauden ylläpitämiseen tähtäävää rahapolitiikkaa monimutkaisessa kansainvälisessä ympäristössä, jossa etenkin raaka-aineiden ja öljyn hinnat nousivat, valuuttamarkkinat heilahtelivat, merkittävät maailmanlaajuiset tasapainottomuudet jatkuivat ja monien kehittyvien talouksien erittäin nopea edistyminen vaikutti huomattavasti maailmantalouden kasvuun. Koko vuoden EKP:n neuvoston keskeisiä sanomia oli neuvoston valppaus palkkojen ja hintojen nousun mahdollisiin kerrannaisvaikutuksiin liittyvien inflaatoriskien suhteen; näiden taustalla olivat varsinkin raaka-aineiden ja öljyn hintasokkien aiheuttamat inflaatiopaineet. Varsinkin kun talouden toimijat ja työmarkkinaosapuolet ovat selvästi ymmärtäneet tämän sanoman, kerrannaisvaikutukset ovat pysyneet vaimeina.

Vuoden 2004 ensimmäisellä puoliskolla eri kyselyistä ja indeksisidonnaisista joukkolainoista johdettuja inflaatio-odotuksia koskevissa keskipitkän ja pitkän aikavälin arvioissa inflaatio-odotusten todettiin jonkin verran kasvaneen. Tämä epäsuotuisa kehitys päättyi vuoden 2004 puolivälin tienoilla, ja suunta alkoi muuttua vuoden toisella puoliskolla. EKP:n neuvoston vahvasti esiin tuoma valppaus tänä ajankohtana varmasti vaikutti osaltaan siihen, että inflaatio-odotukset asettuivat yleisesti ottaen tasolle, joka vastaa EKP:n hintavakausmääritelmiä alle 2 prosentin ja lähellä 2:ta prosenttia olevasta inflaatiovauhdista.

Euroalueen keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotusten vakautuminen on olennaisen tärkeää ja kuvastaa EKP:n neuvoston uskottavuutta. Juuri tämän uskottavuuden avulla EKP voi ylläpitää hintavakautta perustamissopimuksessa määritellyn tehtävänsä mukaisesti vaikeissakin tilanteissa tarjoamalla talouden toimijoille selkeän viitearvon hinnoitteluun ja palkanasetantaan. Sen ansiosta euroalue myös hyötty kasvua ja uusien työpaikkojen syntymistä suosivasta rahoitusmarkkinatilanteesta, jossa keskipitkät ja pitkät markkinakorot ovat

historiallisen alhaiset ja inflaatio-odotukset EKP:n hintavakausmääritelmiä mukaiset.

\*\*\*

Hyvä rahapolitiikka on kestävä kasvun ja uusien työpaikkojen syntymisen välttämätön edellytys. Se ei kuitenkaan yksistään riitä. Sitä täydentämään tarvitaan tervettä finanssipolitiikkaa ja tarkoituksenmukaisia rakenteellisia uudistuksia.

Tästä syystä eurojärjestelmä on aina painokkaasti puolustanut vakaus- ja kasvusopimuksen moitteetonta täytäntöönpanoa ja jatkuvasti korostanut tarvetta pitää tinkimättömästi kiinni sopimukseen liittyvistä korjaustoimenpiteistä. Etenkin tämä koskee BKT:hen suhteutettua julkisen talouden 3 prosentin nimellistä alijäämärajaa ja liiallisia alijäämiä koskevaa menettelyä.

Samasta syystä eurojärjestelmä on niin ikään voimakkaasti kehottanut euroalueen määritetysti toteuttamaan rakenteellisia uudistuksia työmarkkinoilla, koulutuksessa, tutkimuksessa ja kehityksessä, hyödyke- ja palvelumarkkinoilla sekä sosiaaliturvamenojen hallinnassa. Nämä uudistukset ovat ratkaisevan tärkeitä Euroopan talouden kasvupotentiaalin lisäämiseen, uusien työpaikkojen luomiseen ja työttömyyden merkittävän vähentämisen kannalta. EKP tuki vuonna 2004 Lissabonin-ohjelman mukaisia Euroopan komission ja EU:n neuvoston aloitteita, jotka tähtäävät rakenteellisten uudistusten elvyttämiseen ja nopeuttamiseen. Suhtauduimme myönteisesti myös ehdotuksiin, jotka sisältyivät vuoden 2004 lopussa julkistettuun Wim Kokin työryhmän raporttiin. Ehdotusten mukaan Lissabonin-ohjelmassa tulisi keskittyä rajoitettuun määrään painopistealueita, joilla tuetaan kasvun ja työllisyyden lisäämistä.

\*\*\*

EKP:n organisaation ja toiminnan kannalta vuosi 2004 oli haastava. EKP:n nettotappio oli 1 636 miljoonaa euroa, kun tappiota vuonna 2003 oli ollut 477 miljoonaa euroa. Tappio johtui tälläkin kertaa valuuttakurssikehityksestä, joka vaikutti EKP:n ulkomaanvaluutan mää-

räisten varantojen euomääräiseen arvoon. EKP:n kirjanpitoperiaatteet perustuvat suurim-  
paan mahdolliseen varovaisuuteen. Tästä syys-  
tä realisoitumattomia valuuttakurssitappioita  
käsitellään realisoituneina ja kirjataan vuoden  
lopun tuloslaskelmaan. Euron vahvistuminen  
vuonna 2004 aiheutti valuuttakurssimuutoksista  
johtuvia arvostustappioita nettomääräisesti  
lähes 2,1 miljardia euroa. Sitä vastoin valuutta-  
kurssien ja markkinahintojen muutoksista aiheutuvia realisoitumattomia arvostusvoittoja ei kirjata tuotoiksi, vaan siirretään suoraan arvonmuutostilille.

EKP:n säännölliset tuotot koostuvat pääasiassa sijoitustuotoista, joita pankki saa hallussaan olevista valuuttavarannoista ja 4,1 miljardin euron suuruudesta maksetusta pääomastaan, sekä korkotulosta, jota kertyy sen 8 prosentin osuudelle liikkeessä olevista euroseteleistä. Korkotuotot vuonna 2004 olivat jälleen pienet erityisesti poikkeuksellisen alhaisen korkotas-  
son vuoksi, kun perusrahoitusoperaatiot toteutettiin 2 prosentin korolla koko vuoden ajan. EKP:n korkokate oli yhteensä 690 miljoonaa euroa oltuaan 715 miljoonaa euroa vuonna 2003. Palkkoihin ja vastaaviin kustannuksiin, toimitilojen vuokriin sekä tavaroiden ja palvelujen ostoihin liittyvät EKP:n hallinnolliset kulut olivat 340 miljoonaa euroa. Vuoden 2004 lopussa EKP:n palveluksessa oli 1 314 henkeä, kun vastaava lukumäärä vuotta aiemmin oli ollut 1 217.

Vuonna 2004 saatettiin päätökseen ”Uudistuva EKP” -muutosprosessi (ECB in Motion). Sen avulla pyritään parantamaan EKP:n toiminnan tehokkuutta ja henkilöstöressurssien hallintaa sekä vahvistamaan keskuspankin arvoja koko henkilöstön keskuudessa. Useimmat ohjelmaan sisältyvistä ja EKP:n johtokunnan hyväksymistä toimenpiteistä on jo saatettu päätökseen, mutta muutamat ovat vielä toteutusvaiheessa. ”Uudistuva EKP” on ollut merkittävä ohjelma, joka on osaltaan auttanut pankin toimintakulttuurin kehittämisessä ja yhteistyön ilmapiirin vahvistamisessa. EKP:n johtokunta on täysin sitoutunut ohjelman toteutukseen ja sen hengen ylläpitämiseen.

Vuoteen 2004 osui lisäksi kaksi muuta tärkeää kehityshanketta. Ensinnäkin EKP:n keskeiset arvot vahvistettiin. Niitä ovat osaaminen, vaikuttavuus ja tehokkuus, luotettavuus, yhteistyöhenki, avoimuus ja tilivelvollisuus sekä työskentely Euroopan hyväksi. Toinen tärkeä hanke oli päätös aloittaa ns. nollapohjabudjetointimenettely. Perustamisestaan 1.6.1998 lähtien EKP oli kasvanut nopeasti vastatakseen kohtaamiinsa historiallisiin haasteisiin menestyksekkäästi. Osoitettuaan toimivuutensa EKP katsoi, että oli tullut aika arvioida uudelleen toiminnan tehokkuutta perusteellisesti. Tämän vuoksi EKP:n johtokunta käynnisti vuonna 2004 nollapohjabudjetointimenettelyn, jolla pyritään arvioimaan pankin kaikkia tehtäviä ja niihin kohdennettuja henkilöstöresursseja. Projekti on parhaillaan käynnissä ja saatetaan päätökseen vuoden 2005 puoliväliin mennessä.

\*\*\*

Poikkeuksellinen yhteishenki on tehnyt vaikutuksen EKP:n johtokuntaan ja neuvostoon sekä yleisneuvostoon. EKP ja 12 kansallista keskuspankkia muodostavat euroalueelle yhden yhteistyötiimin, eurojärjestelmän. Vuonna 2004 eurojärjestelmälle laadittiin sen toimintaperiaatteet (lähempi tarkastelu tämän vuosikertomuksen kehikossa 15). Ne koskevat yhteisesti eurojärjestelmän 13:a toimielintä ja niiden henkilökuntaa koko euroalueella. Nämä toimintaperiaatteet ovat selkeä osoitus kollektiivisesta halustamme vahvistaa eurojärjestelmää Euroopan ja sen yhteisen rahan hyväksi. EKP on ylpeä voidessaan toimia tämän ainutlaatuisen ryhmän eturintamassa.

Frankfurt am Mainissa maaliskuussa 2005



Jean-Claude Trichet



**Stephan Jung**

P.WP1, 2002

Öljyväri, 230 × 265 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



LUKU I

# TALOUSKEHITYS JA RAHAPOLITIIKKA



## I RAHAPOLIITTISET PÄÄTÖKSET

Vuoden 2003 jälkipuoliskolla alkanut euroalueen taloudellisen toimeliaisuuden elpyminen jatkui vuonna 2004. Euroalueen talous vahvistui vuoden 2004 alkupuoliskolla maailmantalouden voimakkaan kasvun tukemana. Vuoden jälkipuoliskolla euroalueen taloudellinen toimeliaisuus heikkeni jonkin verran osaksi öljyn hinnan nousun vuoksi. Kaiken kaikkiaan BKT:n määrä kasvoi työpäiväkorjattujen tietojen perusteella 1,8 % vuonna 2004, kun se oli kasvanut 0,5 % vuonna 2003 ja 0,9 % vuonna 2002.

Koska talous elpyi asteittain, euroalueen inflatiopaineet pysyivät maltillisina. Työntekijöiden palkkakustannusten vaimea kasvu hillitsi inflatiopaineita merkittävästi, kuten myös euron nimellisen efektiivisen valuuttakurssin hienoinen vahvistuminen. Hallinnollisesti määräytyvien hintojen ja välillisen verotuksen nousu sekä etenkin vuoden jälkipuoliskolla öljyn hinnan kallistuminen vaikuttivat kuitenkin merkittävästi kokonaisindeksiin vuonna 2004.

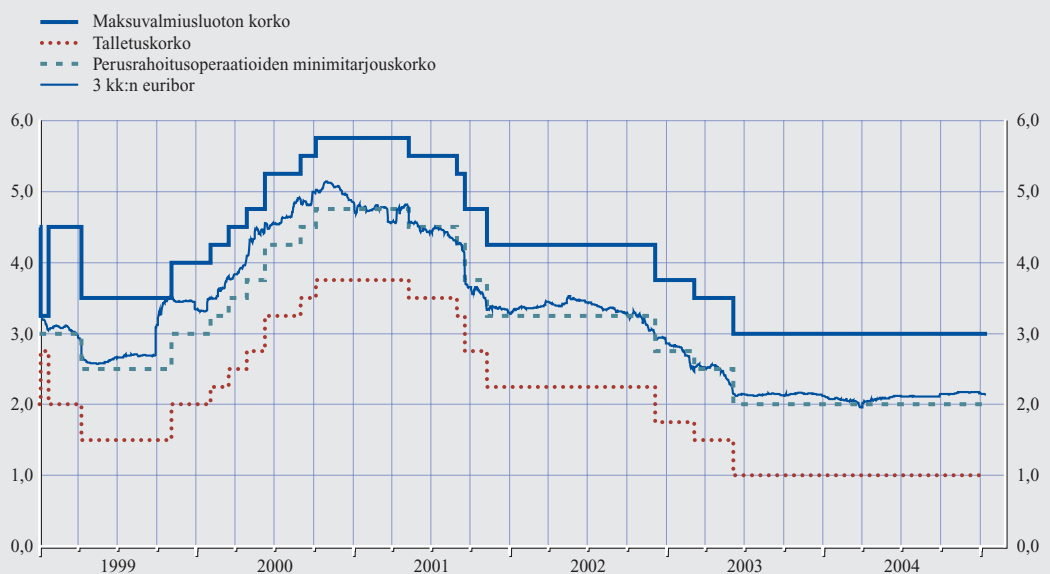
Vuotuinen YKHI-inflaatio olikin 2,1 % vuonna 2004 eli sama kuin vuonna 2003.

Koska euroalueen hintapaineet olivat vaimeat ja keskipitkän aikavälin hintavakauskäymät olivat myönteiset, EKP:n neuvosto ei muuttanut ohjauskorkoja niiden historiallisesti alhaiselta tasolta koko vuonna 2004. EKP:n perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja eli minimitarjouskorko pidettiin 2 prosentissa, talletusmahdollisuuden korko 1 prosentissa ja maksuvalmiusluoton korko 3 prosentissa (ks. kuvio 1).

Kun rahapoliittisia päätöksiä tarkastellaan yksityiskohtaisemmin, vuoden 2004 ensimmäisten kuukausien tiedot vahvistivat, että vuoden 2003 jälkipuoliskolla alkanut talouden asteittainen elpyminen oli jatkunut. Talouskasvuun vaikuttaneista euroalueen ulkopuolisista tekijöistä vienti kasvoi voimakkaasti maailmantalouden vahvan kehityksen tukemana. Lisäksi investointien kehitys näytti myönteiseltä, kos-

Kuvio 1. EKP:n korot ja rahamarkkinakorot

(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.

ka euroalueen rahoitustilanne oli hyvin suotuisa ja yritysten tulostilanteet olivat kohentuneet tasejärjestelyjen seurauksena. Yksityisen kulutuksen odotettiin elpyvän asteittain, sillä käytettävissä olevien reaalityulojen ennakoitiin kasvavan ja työmarkkinatilanteen kohentuvan vähitellen. YKHI-inflaatio hidastui alle 2 prosenttiin vuoden 2004 alussa lähinnä inflaatiopaineiden vaimenemisen vuoksi, mikä puolestaan oli seurausta euron vahvistumisesta vuoden 2003 viimeisinä kuukausina ja vertailuajankohdan vaikutuksista eli siitä, että energian hinnat olivat nousseet voimakkaasti vuoden 2003 alussa.

M3:n vuotuinen kasvuvauhti hidastui edelleen vuoden 2004 ensimmäisellä neljänneksellä, joten kesällä 2003 alkanut laskusuuntaus jatkui. Tähän oli lähinnä syynä aikaisemman sijoituskehityksen suunnan muutos eli se, että sijoittajat siirsivät sijoituksiaan vähitellen M3:een kuulumattomiin pitkäaikaisiin ja riskipitoisempiin rahoitusinstrumentteihin. Aikaisemmin sijoittajat olivat suosineet erityisen voimakkaasti likvidejä varoja, kun talouskehitykseen ja rahoitusmarkkinoihin oli liittynyt poikkeuksellisen voimakasta epävarmuutta vuodesta 2001 vuoden 2003 puoliväliin saakka. M3:n kasvun normalisoitumisesta huolimatta euroalueella oli huomattavasti enemmän likvideiteettiä kuin inflaatiota kiihdyttämättömän talouskasvun rahoitukseen tarvittiin. Vaikka tämä edellytti hintavakauteen kohdistuvien hintojen nousun nopeutumisen riskien tarkkaa seuranta, EKP:n neuvosto arvioi hintavakausnäkömät kaiken kaikkiaan suotuisiksi vuoden 2004 ensimmäisellä neljänneksellä.

Vuoden 2004 toisella neljänneksellä taloudessa oli nähtävissä kaksi mahdollista kehitysuuntausta. Yhtäältä käytettävissä olevat tiedot viittasivat maailmantalouden vahvaan kasvuun ja hyvin suotuisiin vientinäkömiin euroalueella. Toisaalta öljyn hinta alkoi nousta tuntuvasti maaliskuun 2004 jälkeen, mistä tuli vähitellen yhä suurempi riski, joka uhkasi hidastaa käynnissä olevaa talouden elpymistä. Vuoden 2004 toisen neljänneksen edetessä ensin mainittu skenaario tuli vallitsevaksi, ja ta-

lousindikaattorit vahvistivat yhä selvemmin, että talouden elpyminen oli vauhdittumassa. Toisen neljänneksen loppuun mennessä julkistetut talousluvut viittasivatkin siihen, että euroalueen talous oli elpynyt vuoden 2004 alkupuoliskolla aiemmin odotettua voimakkaammin, mikä lisäsi optimismia talouskasvunäkymien suhteen. BKT:n määrän neljännesvuositason kasvu oli vuoden 2004 alkupuoliskolla keskimäärin 0,6 %. Tämä oli nopein kasvuvauhti euroalueella sitten vuoden 2000 alkupuoliskon. Talouden vauhdittuminen johtui lähinnä viennin voimistumisesta ja yksityisen kulutuksen vahvistumisesta pitkän vaimaan kauden jälkeen. Tätä taustaa vasten eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2004 arvioissa euroalueen BKT:n määrän keskimääräisen kasvun arvioitiin nopeutuvan 1,4–2,0 prosenttiin vuonna 2004 ja 1,7–2,7 prosenttiin vuonna 2005. Myös kansainvälisten ja yksityisten järjestöjen ennusteissa talouskasvun odotettiin vahvistuvan vuoden 2004 jälkipuoliskolla.

Öljyn hinnan nousu aiheutti huomattavia lyhyen aikavälin nousupaineita kuluttajahintoihin ja vaikutti merkittävästi inflaatioon. Vuotuinen YKHI-inflaatiiovauhti nopeutui jälleen vuoden 2004 toisella neljänneksellä. Osittain tämä nopeutuminen johtui hallinnollisesti määräytyvien hintojen kallistumisesta ja välillisen verotuksen kiristymisestä. EKP:n neuvosto katsoi kuitenkin, että kun hintakehitystä arvioidaan keskipitkällä aikavälillä, inflaatiopaineet pysyisivät todennäköisesti maltillisina. Tähän näkemykseen vaikutti varsinkin vaima työmarkkinatilanne ja odotukset siitä, että palkankorotukset pysyvät maltillisina, koska työmarkkinatilanne paranee vain vähitellen ja talouskasvu elpyy asteittain. Tämä näkemys oli sopusoinnussa eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2004 arvioiden kanssa, joiden mukaan keskimääräinen vuotuinen YKHI-inflaatio on 1,9–2,3 % vuonna 2004 ja 1,1–2,3 % vuonna 2005. Näkemys oli myös sopusoinnussa kansainvälisten ja yksityisten järjestöjen ennusteiden kanssa. Näihin arvioihin liittyi kuitenkin inflaation odotettua nopeamman kiihtymisen riskejä, jotka perustuivat öljyn hinnan

kehitykseen, välillisen verotuksen ja hallinnollisesti määräytyvien hintojen muutoksiin liittyvään epävarmuuteen ja palkan- ja hinnanasetannan kautta mahdollisesti aiheutuviin kerrannaisvaikutuksiin. Myös rahoitusmarkkinoiden keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset voimistuivat jonkin verran tänä aikana.

M3:n vuotuisen kasvuvauhdin laskusuuntaus jatkui kaiken kaikkiaan vuoden 2004 toisella neljänneksellä, sillä rahaa hallussaan pitävien toimijoiden sijoitusten painotukset normalisoituivat edelleen. Normalisoituminen oli kuitenkin varsin hidasta, ja M3:n kasvu pysyi suhteellisen nopeana. Tämä johtui myös siitä, että korkojen alhaisuus lisäsi likvidien varojen kysyntää. EKP:n neuvosto olikin edelleen huolestunut euroalueen jatkuvasti suurena pysyneestä likviditeetin määrästä, koska talouskasvun nopeutuessa se voisi johtaa inflaatiopaineisiin keskipitkällä aikavälillä.

Vaikka talouden perusskenaario elpymisen jatkumisesta ei muuttunut olennaisesti vuoden 2004 jälkipuoliskolla, kävi yhä ilmeisemmäksi, että euroalueen taloudellinen toimeliaisuus elpyisi jonkin verran odotettua hitaammin. Tämä kehitys oli lähinnä seurausta maailman talouskasvun tilapäisestä hidastumisesta, öljyn hinnan merkittävästä kallistumisesta jälleen vuoden 2004 kolmannella neljänneksellä ja euron kurssin huomattavasta vahvistumisesta viimeisellä neljänneksellä. Vuoden 2004 jälkipuoliskon aikana saadut tiedot vahvistivatkin, että öljyn hinnan nousun vaikutukset olivat levinneet edelleen ja vaimentaneet kysynnän kasvua sekä euroalueella että sen ulkopuolella. Euroalueen BKT:n määrän neljännesvuosikasvu oli ollut vain 0,2 % vuoden 2004 kolmannella ja neljännellä neljänneksellä. Joulukuussa 2004 julkaistujen eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioiden mukaan BKT:n määrän kasvu olisi 1,4–2,4 % vuonna 2005 ja 1,7–2,7 % vuonna 2006. Lisäksi EKP:n neuvosto painotti, että näihin arvioihin liittyi BKT:n määrän odotettua hitaamman kasvun riski, joka oli kytköksissä öljymarkkinoiden mahdolliseen epäsuotuisaan kehitykseen.

Vuoden 2004 jälkipuoliskolla vuotuinen YKHI-inflaatiövauhti vaihteli edelleen hieman 2:ta prosenttia nopeampana lähinnä öljyn hinnan nousun vuoksi. Euroalueella ei kuitenkaan ollut viitteitä inflaatiopaineiden lisääntymisestä. Palkat olivat nousseet maltillisesti vuoden 2003 viimeisestä neljänneksestä lähtien, ja tämän kehityksen odotettiin jatkuvan, koska talouskasvu jatkui vaimeana ja työmarkkina-tilanne oli edelleen heikko. Tätä taustaa vasten joulukuussa 2004 julkaistuissa eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioissa vuotuisen YKHI-inflaation arvioitiin olevan 1,5–2,5 % vuonna 2005 ja 1,0–2,2 % vuonna 2006. Tähän arvioon liittyvät riskit painoutuivat kuitenkin inflaation nopeutumisen suuntaan. Riskit liittyivät pääasiassa öljyn hinnan kehitykseen, epävarmuuteen välillisen verotuksen ja hallinnollisesti määräytyvien hintojen uusista nousuista sekä palkan- ja hinnanasetannan mahdollisiin kerrannaisvaikutuksiin.

Näistä riskeistä näkyi yhä enemmän merkkejä myös EKP:n rahatalouden analyysissä. Vuoden 2004 jälkipuoliskolla alhaisina pysyneet korot vahvistivat M3:n ja erityisesti sen likvideimpien erien kasvua. Tämä vaikutti M3:n kehitykseen lopulta enemmän kuin se, että M3:n kasvua toisaalta hidasti asteittain sijoitustoiminnan normalisoituminen. Alhaiset korot vauhdittivat myös luottojen kysyntää yksityisellä sektorilla. Etenkin asuntolainojen jo ennestään runsas kysyntä lisääntyi, mikä vaikutti asuntojen hintojen voimakkaaseen kehitykseen useassa euroalueen maassa. Näissä oloissa EKP:n neuvosto katsoi, että pitkään jatkunut likviditeetin runsaus ja luotonannon vahva kasvu eivät ainoastaan merkinneet hintojen nousun nopeutumisen riskiä ja näin uhanneet hintavakautta vaan saattoivat myös aiheuttaa hintojen kestäväntä nousua varsinkin kiinteistömarkkinoilla. Vuoden 2005 alussa tilanne ei muuttunut olennaisesti. Vuoden 2004 puolivälistä alkanut rahan määrän vahva kasvu jatkui ja euroalueella oli edelleen huomattavasti enemmän likviditeettiä kuin inflaatiota kiihdyttämättömän kasvun rahoittamiseen tarvitaan.

Kaiken kaikkiaan vuoden 2004 jälkipuoliskolla ja vuoden 2005 alussa EKP:n neuvosto ilmaisi yhä selvemmin huolensa lyhyen aikavälin epäsuotuisasta inflaatiokehityksestä. Samalla neuvosto totesi, että euroalueella ei ollut merkkejä inflaatiopaineiden lisääntymisestä. Näin ollen EKP:n ohjauksorkoja ei muutettu koko tänä aikana. EKP:n neuvosto painotti kuitenkin, että hintavakauteen keskipitkällä aikavälillä kohdistuvien inflaation nopeutumisen riskien kehitystä on seurattava valppaasti.

## 2 RAHA- JA REAALITALOUDEN SEKÄ RAHOITUS- MARKKINOIDEN KEHITYS

### 2.1 GLOBAALI MAKROTALOUDELLINEN YMPÄRISTÖ

#### MAAILMANTALOUDEN KASVU VOIMAKKAINA YLI KAHTEN VUOSIKYMMENEEN

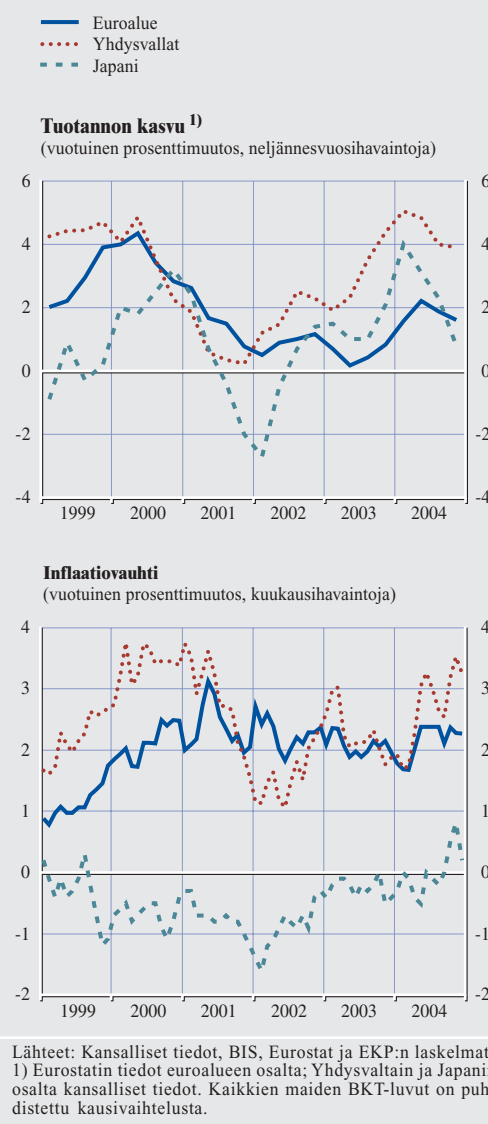
Vuonna 2004 maailmantalouden kasvu oli nopeinta sitten vuoden 1976. Kasvu nopeutui melko laaja-alaisesti kaikilla alueilla (ks. kuvio 2). Erityisen voimakasta kasvu oli Aasiassa, missä Kiinan taloudessa oli merkkejä ylikuumenemisestä. Maailmantalouden vahvaa kasvua tukivat monien maiden suotuisat rahoitusolot ja elvyttävä talouspolitiikka. Myös maailmankauppa kasvoi voimakkaasti: vuonna 2004 sen kasvuvauhti oli nopeinta sitten vuoden 2000.

Maailmantalouden kasvu oli erityisen nopeata vuoden ensimmäisinä kuukausina, minkä jälkeen se hidastui useimmissa maissa. Kasvun hidastuminen johtui osittain kasvuvauhdin normalisoitumisesta aiempien neljänneksien vahvan kasvun jälkeen ja siitä, että talouspoliittisten kannustimien vaikutukset alkoivat asteittain poistua. Öljyn hinnan huomattava nousu lokakuussa 2004 kaikkien aikojen huippuunsa vaimensi talouskasvua edelleen. Öljyn hinnan nousu nopeutti inflaatiovauhtia jonkin verran monissa maissa, mikä johtui pääosin energiaan liittyvien hintaerien kehityksestä. Inflaation kehitys on kuitenkin pysynyt jokseenkin vakaana, mikä viittaa siihen, että kerrannaisvaikutukset olivat melko maltilliset (ks. kuvio 2).

Kasvun jatkuminen voimakkaana Yhdysvalloissa (verrattuna joihinkin sen kauppakumppaneihin) vaikutti osaltaan Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämän kasvuun. Tämä ja epävarmuus Yhdysvaltojen finanssipolitiikan näkymistä herättivät uudelleen markkinoiden huolen maailmantalouden tasapainottomuusien jatkumisesta. Osittain näiden huolien takia Yhdysvaltain dollari heikkeni melko laaja-alaisesti vuoden viimeisinä kuukausina.

Yhdysvalloissa talouskasvu jatkui yleisesti ottaen nopeana vuonna 2004 ja BKT:n määrän vuotuinen kasvuvauhti oli alustavien arvioiden

Kuvio 2. Keskeisten teollistuneiden talouksien kehitys pääpiirteittäin



mukaan 4,4 %. Kasvu laajeni edelleen työmarkkinoille, ja siitä seurasi työmarkkinatilanteen kauan odotettu koheneminen. BKT:n määrän kasvua tuki kotitalouksien kulutuksen ja yritysten investointien (erityisesti laite- ja ohjelmistoinvestointien) jatkuminen vahvana. Sitä vastoin nettoviennin kasvuvaihtelu oli negatiivinen.

Yksityisen kulutuksen kasvu oli edelleen vahva suurimman osan vuodesta, mikä johtui jous-

tavan talouspolitiikan vaikutusten jatkumisesta, asuntojen hintojen huomattavasta noususta sekä yksityisen sektorin työllisyyden huomattavasta kohentumisesta. Vaikka työllisyyden kasvuvauhti nopeutui usean vuoden jälkeen, palkkojen nousupaineet pysyivät yleisesti ottaen maltillisina. Tämä oli seurausta lähinnä työmarkkinaolosuhteiden jatkumisesta vaisuna. Työvoimakustannusten vaimea kasvu sekä korkea öljyn hinta hidastivat osaltaan käytettävissä olevien reaalityulojen kasvua vuoden 2004 jälkipuoliskolla. Tämä olisi laskenut yksityistä säästämisastetta edelleen, elleivät joulukuussa maksetut epätavallisen suuret osingot olisi kertaluonteisesti lisänneet kotitalouksien tuloja. Samaan aikaan kotitalouksien velat kasvoivat vuonna 2004 historiallisen suuriksi suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin.

Yritysten investoinnit kasvoivat voimakkaasti vuonna 2004, mikä johtui pääasiassa laite- ja ohjelmistoinvestoinneista tilanteesta, jossa rahoitusolot olivat suotuisat, yrityksille tarjottiin tilapäisiä verokannustimia, varastot olivat pienet ja kysyntä oli voimakasta. Yritysten kannattavuus oli edelleen vahva, vaikka raaka-ainekustannukset kasvoivat öljyn hinnan nousun seurauksena. Työn tuottavuuden kasvu hidastui vuonna 2004, mikä johtui osittain työmarkkinatilanteen kohenemisestä. Työn tuottavuuden kasvu oli kuitenkin koko vuonna edelleen verrattain voimakasta.

Yhdysvaltain ulkoinen tasapaino heikkeni edelleen vuonna 2004, kun Yhdysvaltain kauppa- ja vaihtotaseen alijäämän osuus BKT:stä kasvoi historiallisen suureksi. Reaalisesti laskettuna tuonti kasvoi edelleen nopeammin kuin vienti huolimatta Yhdysvaltain dollarin kumulatiivisesta heikkenemisestä vuoden 2002 alusta lähtien. Tähän vaikutti Yhdysvaltojen verrattain vahva kotimainen kysyntä, joka kasvoi huomattavasti nopeammin kuin sen tärkeimpien kauppakumppaneiden. Kotimaisen säästämisen ja kotimaisten investointien epätasapaino johtui julkisen sektorin kulutuksen kasvun jatkumisesta ja kotitalouksien historiallisen alhaisesta säästämisasteesta.

Kuluttajahintainflaatio alkoi jälleen nopeutua vuonna 2004, mikä johtui suureksi osaksi energian hinnan noususta. Kuluttajahintaindeksin vuotuinen nousuvauhti oli vuoden lopussa 3,3 %. Myös ilman elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu kuluttajahintainflaatio alkoi jälleen nopeutua parin viime vuoden hidastumisen jälkeen ja saavutti 2,2 prosentin tason. Hintojen nousupaineet olivat kuitenkin edelleen maltilliset, mikä johtui työmarkkinatilanteen asteittaisesta kohenemisestä, tuottavuuden vahvan kasvun jatkumisesta sekä Yhdysvaltojen dollarin heikkenemisen vain vähäisestä siirtymisestä kuluttajahintoihin. Näin ollen kyselyihin ja markkinapohjaiseen arvioon perustuvien, pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia kuvaavien indikaattorien nousu pysyi maltillisena, vaikka markkinapohjaiseen arvioon perustuvan indikaattorin nousu nopeutui hieman.

Korkotason oltua vuonna 2003 historiallisen matala Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitea nosti federal funds -tavoitekorkoa 125 peruspistettä vuonna 2004. Vuoden 2004 kesäkuun alun jälkeen federal funds -tavoitekorkoa nostettiin viidesti peräkkäin 25 peruspisteellä; tavoitekorko oli 2,25 % vuoden loppuun mennessä (tavoitekorkoa nostettiin 2,5 prosenttiin helmikuun 2005 alussa). Avomarkkinakomitea totesi, että rahapolitiikka voidaan todennäköisesti muuttaa harkitusti. Mutta se korosti kuitenkin myös reagoivansa talousnäkymien muutoksiin, jos ja kun siihen on tarvetta, voidakseen täyttää velvollisuutensa ylläpitää hintavakautta. Finanssipolitiikasta voidaan todeta, että liittovaltion tilivuoden 2004 budjetin alijäämä kasvoi 3,6 prosenttiin BKT:stä taloudellisen toimeliaisuuden elpymisestä huolimatta.

Japanin talouden elpyminen vaimeni vuoden 2004 aikana. Talous kasvoi voimakkaasti vuoden ensimmäisellä neljänneksellä, mutta kasvu hidastui huomattavasti koko loppuvuoden aikana. Talouskasvun hidastuminen johtui erityisesti julkisen kulutuksen ja yksityisen kotimaisen kysynnän heikkenemisestä sekä viennin kasvun hidastumisesta. Vertailuajankohdan

vaikutusten ja ensimmäisen neljänneksen voimakkaan talouskasvun seurauksena BKT:n määrän vuotuinen kasvu oli vuonna 2004 kuitenkin suurin sitten vuoden 1996 eli 2,6 %. Myös työmarkkinat elpyivät asteittain. Yritysten taseiden korjaaminen ja kustannusten leikkaukset vaikuttivat osaltaan siihen, että yritysten voitot alkoivat jälleen kasvaa voimakkaasti, kun taas pankkisektorin järjestämättömien lainojen määrä laski.

Huolet deflaatiosta hellittivät jonkin verran vuoden aikana, mutta eivät kuitenkaan hälvonneet täysin. Yritysten maksamat hinnat nousivat, mikä johtui pääasiassa raaka-aineiden hintojen noususta. Sitä vastoin lopputuotteiden hinnat laskivat edelleen hieman. Kuluttajahintojen vuotuinen nousuvauhti oli 0 %, kun se vuonna 2003 oli ollut -0,3 %. Merkit deflaatiopaineiden hälvemisestä johtivat lokakuussa siihen, että jotkut Japanin keskuspankin poliittikkomitean jäsenet ennustivat ilman päivittäiselintarvikkeiden hintojen vaikutusta lasketun kuluttajahintaindeksin vuotuisen muutosvauhdin nopeutuvan hieman tilivuonna 2005. Deflaatiopaineet lisääntyivät kuitenkin jälleen vuoden 2004 loppua kohti, mikä oli seurausta vapautettujen peruspalvelujen hintojen laskusta. Japanin keskuspankki nosti keskuspankissa olevien sekkilitalletusten määrää koskevan tavoitteen 30 000–35 000 miljardiin jeniin tammikuussa 2004. Rahapolitiikan viritys pysyi loppuvuoden ennallaan.

Japanin ulkopuolisessa Aasiassa talouskasvu jatkui erittäin voimakkaana vuonna 2004. Talouskasvua vahvistivat erityisesti ulkomaisen kysynnän vahvuus, kotimaisen kysynnän elpyminen sekä investointien voimakas vilkastuminen Kiinassa. Alueellinen integraatio vahvistui Aasiassa, mikä näkyi sisäisen kaupan ja sijoitusvirtojen voimakkaana kasvuna. Talouden kasvuvauhti hidastui kuitenkin vuoden 2004 loppua kohti, mihin vaikuttivat ulkomaisen kysynnän vaimeneminen ja öljyn korkea hinta. Alueen yksittäisistä maista Kiinan talous kasvoi edelleen voimakkaasti ja osoitti ylikuumentumisen merkkejä vuoden alkupuoliskolla. Poliittiset toimenpiteet hidastivat investointien

kasvua vuoden jälkipuoliskolla, mutta ne eivät heikentäneet yleistä taloudellista toimeliaisuutta. Kiinan BKT kasvoi 9,5 % vuonna 2004.

Latinalaisen Amerikan talouden huomattavaa kasvua tukivat vienti ja kotimainen kysyntä. Brasilian ja Meksikon talouskasvu nopeutui vuoden aikana, mikä johtui pääasiassa viennin vahvasta kasvusta ja investointien lisääntymisestä. Argentiinan taloudellisen toimeliaisuuden elpyminen jatkui voimakkaana, mutta hidastui hieman vuoden mittaan.

#### **RAAKA-AINEIDEN HINNAT NOUSIVAT VOIMAKKAASTI VUONNA 2004**

Öljyn hinta nousi ja vaihteli huomattavasti suurimman osan vuotta. Raakaöljyn (Brent) hinta nousi lokakuun lopulla korkeimmilleen eli 51 Yhdysvaltain dollariin, kun se vuoden alussa oli ollut 30 dollaria (ks. kuvio 3). Raakaöljyn (Brent) keskimääräinen hinta vuonna 2004 oli 38 dollaria eli 33 % korkeampi kuin vuonna 2003 keskimäärin. Euromääräisesti laskettuna raakaöljyn (Brent) hinta nousi samana ajanjaksona 20 %. Öljyn hinnan voimakas nousu vuonna 2004 johtui pääasiassa öljyn vahvasta kansainvälisestä kysynnästä, öljytoimitusten varmuutta koskevasta huolesta sekä siitä, että eri öljylaatujen kysyntä ja tarjonta eivät kohdanneet.

Öljyn kysyntä kasvoi jyrkästi erityisesti Aasiassa ja Pohjois-Amerikassa. Kysynnän kasvu ylitti odotukset koko vuonna 2004, mihin vaikutti maailmantalouden voimakas kasvu. Kansainvälisen energijärjestön IEA:n mukaan vuonna 2004 öljyn maailmanlaajuinen kysyntä kasvoi 3,4 % eli nopeinta vauhtia lähes kolmeen vuosikymmeneen.

Öljyn tarjonnasta voidaan todeta, että markkinaosapuolet odottivat vuoden 2004 alussa – öljynviejämaiden järjestön OPECin lausunnon vuoksi – OPEC-maiden supistavan lähiaikoina tuotantoaan. Tuotantoa ei kuitenkaan supistettu. Sitä vastoin sekä OPEC-maat että OPECin ulkopuoliset öljyntuottajat lisäsivät tuotantoaan huomattavasti vuonna 2004. Öljyn maailmanlaajuisen tarjonnan lisääntyessä öljyn

**Kuvio 3. Raaka-ainemarkkinoiden kehitys pääpiirteittäin**



ylimääräinen tuotanto- ja jalostuskapasiteetti kutistui huomattavasti, mikä on jättänyt vain hyvin vähäisen puskurin odottamattomien öljyn tarjontahäiriöiden varalle. Tämän vuoksi öljyn hinta reagoi vuonna 2004 hyvin herkästi kysynnän ja tarjonnan tasapainon odottamattomiin muutoksiin, markkinoiden käsityksiin raakaöljytoimitusten varmuudesta sekä huoleen öljyvarastojen riittävydestä. Lisäksi öljynjalosteiden kysynnän nopea kasvu ja raakaöljyn tarjonnan kasvu johtivat siihen, että tarjotun öljyn ja öljynjalostajien tarvitseman öljyn laatu eivät kohdanneet. Tämän seurauksena korkealaatuisesta raakaöljystä, kuten Brentistä, maksettavat lisämaksut nousivat ennätyskorkeiksi.

Muiden raaka-aineiden kuin energian hinnat – ne olivat nousseet reippaasti vuoden 2003 jälkipuoliskosta lähtien – nousivat huippuunsa vuoden 2004 alkupuoliskolla (ks. kuvio 3). Hintojen nousua vauhditti maailmantalouden vahva elpyminen. Kaiken kaikkiaan muiden raaka-aineiden kuin energian hinnat laskivat hieman vuoden 2004 jälkipuoliskolla elintarvikkeiden ja maatalouden tuottamien raaka-aineiden hintojen laskiessa alkuvuoden huipulukumista. Sitä vastoin metallien hinnat nousivat edelleen. Muiden raaka-aineiden kuin

energian dollarimääräiset hinnat olivat vuonna 2004 keskimäärin 22 % korkeammat kuin vuonna 2003.

## 2.2 RAHATALOUS JA RAHOITUSMARKKINAT

### M3:N KASVUUN VAIKUTTI KAKSI VASTAKKAISUUNTAISTA TEKIJÄÄ

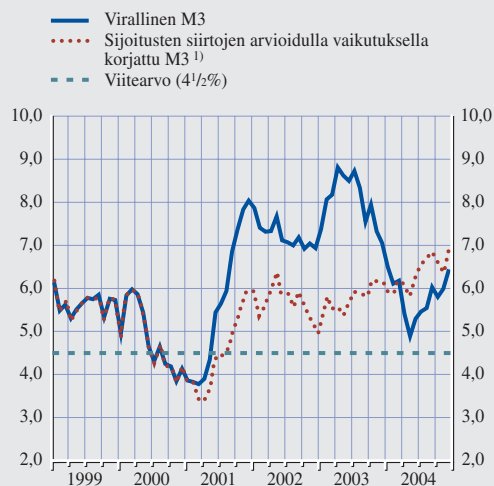
Rahapolitiikan ja pääomamarkkinoiden kehityksen mukaisesti rahan määrän kehitykseen vuonna 2004 vaikutti kaksi vastakkaissuuntaista tekijää. Nämä tekijät olivat matala korkotaso ja euroalueella olevien sijoittamisen normalisoituminen sen jälkeen, kun likvidejä varoja oli suosittu erittäin paljon vuodesta 2001 vuoden 2003 puoliväliin saakka. Vuoden 2004 alkupuoliskolla M3:n kasvua hillitsi pääasiassa sijoittamisen normalisoituminen. M3:n vuotuinen kasvuvauhti jatkoi tällöin kesällä 2003 alkanutta hidastumistaan ja oli 5,3 % kesäkuussa 2004. Kasvuvauhti nopeutui uudestaan vuoden 2004 loppupuoliskolla ja oli vuoden lopussa 6,4 %, kun matalat korot ja niistä johtuvat rahan hallussapidon pienet vaihtoehtokustannukset alkoivat vaikuttaa näkyvästi. Kasvuvauhtia nopeutti myös se, että pitkät korot alkoivat uudestaan laskea. Rahan määrän kasvuun vuonna 2004 vaikutti myös tuotannon kasvun voimistuminen edellisvuoteen verrattuna.

Sijoittaminen normalisoitui vuonna 2004 vain hitaasti. Vaikka viime vuosien poikkeuksellisen voimakas epävarmuus taloudessa ja rahoitusmarkkinoilla hellitti, mm. euroalueen kotitaloudet pyrkivät edelleen selkeästi välttämään riskejä sen jälkeen, kun osakemarkkinoilla oli koettu pitkä tappiokausi vuodesta 2000 vuoden 2003 puoliväliin. Tämä saattaa selittää, miksi sijoittajat suosivat likvidejä varoja enemmän kuin tällaisessa suhdannevaiheessa yleensä pidetään normaalina. Lisäksi alhaisten korkojen stimuloiva vaikutus hallussa pidetyn rahan määrään saattaa olla erityisen voimakas, kun korot ovat hyvin alhaiset. Tämä saattoi johtua likvidien instrumenttien myymiseen liittyvistä transaktiokustannuksista, jotka ehkä pienensivät likvidien instrumenttien hallussapidon vaihtoehtokustannuksia entisestään.



**Kuvio 4. M3 ja sijoitusten siirtojen arvioidulla vaikutuksella korjattu M3**

(vuotuinen prosenttimuutos, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)

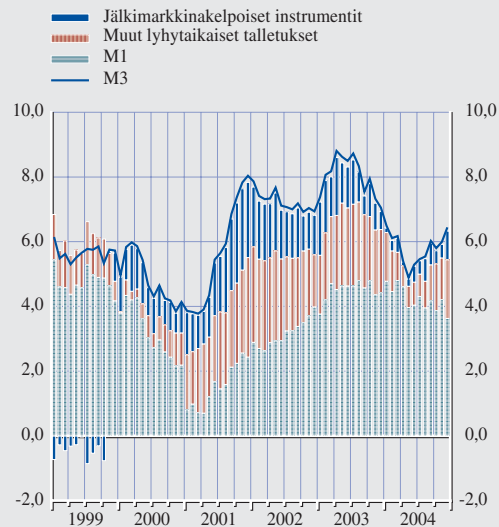


Lähde: EKP.

1) Arviot sijoitusten siirtojen vaikutuksesta M3:een perustuvat lokakuun 2004 Kuukausikatsauksen artikkelissa "Monetary analysis in real time" esitettyn menetelmään.

**Kuvio 5. M3:n erien vaikutus M3:n kasvuun vuositasolla**

(prosenttiyksikköinä, M3:n kasvu prosentteina, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

Alhaisten korkojen merkityksen voimistumista M3:n kasvua vauhdittavana tekijänä voidaan kuvata esimerkiksi M3:lla, joka on korjattu vuoden 2001 ja vuoden 2003 puolivälin välisenä aikana tehtyjen sijoitusten siirtojen arvioidulla vaikutuksella<sup>1</sup>. Tällöin epävarmuus rahoitusmarkkinoilla oli poikkeuksellisen suurta. Näin laskettuun M3:een ei vaikuta myöskään sijoittamisen mahdollinen myöhempi normalisoituminen, joten korkojen vaikutus näkyy siinä selkeämmin kuin M3:n virallisissa aikasarjoissa. On syytä korostaa, että arvioon sijoitusten siirtojen vaikutuksesta M3:een liittyy huomattavaa epävarmuutta, joten laskelmaa on tulkittava varovasti. M3:n virallinen kasvuvauhti oli vuoden 2004 viimeisten kolmen neljänneksen aikana hitaampi kuin M3:n korjattujen aikasarjojen vuotuinen kasvuvauhti. Tämä viittaa siihen, että sijoittamisen normalisoituminen hidastutti M3:n kasvuvauhtia. Kuitenkin sekä M3:n viralliset aikasarjat että M3:n oikaistut aikasarjat vahvistuivat vuoden 2004 jälkipuoliskolla, mikä kertoo siitä, että M3:n kasvuvauhtia vauhdittivat pääasiassa matalat korot eikä niinkään sijoitusten normalisoituminen (ks. kuvio 4).

Kuten vuonna 2003, M3:n vuotuisen kasvuun vaikutti myös vuonna 2004 eniten kaikkein likvideimpien erien eli suppean raha-agregatin M1:n kehitys (ks. kuvio 5). Kasvuun vaikutti sekä liikkeessä olevan rahan että yön yli -talletusten määrän huomattava kasvu. Liikkeessä olevan rahan määrän kasvu kuvasti euroseteleiden vahvana jatkunutta kysyntää sekä euroalueella että sen ulkopuolella (ks. myös luvun 2 osa 3, joka koskee seteleitä ja kolikoita).

Yön yli -talletusten kasvuvauhti pysyi verrattain nopeana vuonna 2004, ja sitä tukivat tällaisten varojen hallussapidon erittäin alhaiset vaihtoehtoiskustannukset. Kotitalouksien ja yritysten yön yli -talletusten keskimääräiset korot pysyivät jokseenkin muuttumattomina vuoden 2003 lopun tilanteeseen verrattuna ja olivat vuoden 2004 lopussa noin 0,73 % ja 0,90 % (ks. kuvio 6). Tämä vastasi rahamarkkinakorkojen kehitystä vuonna 2004.

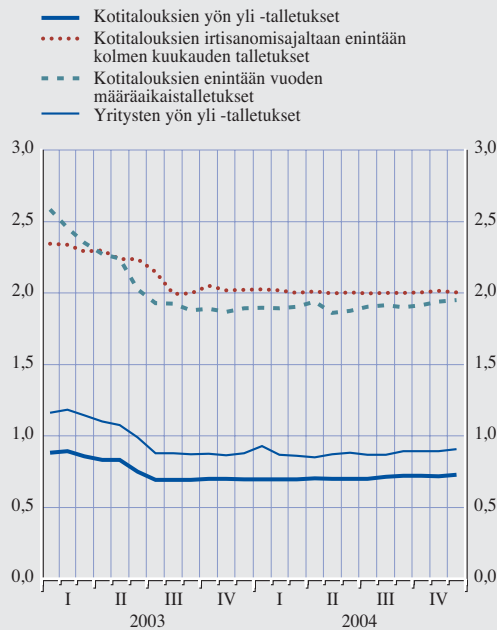
<sup>1</sup> Lisätietoja lokakuun 2004 Kuukausikatsauksen artikkelissa "Monetary analysis in real time".

Muut lyhytaikaiset talletukset kuin yön yli -talletukset vaikuttivat M3:n vuotuisen kasvuun noin 1,1 prosenttiyksikköä vuonna 2004. Tämä oli huomattavasti vähemmän kuin vuonna 2003. Vaikutuksen väheneminen johtui etupäässä siitä, että lyhytaikaisten määräaikaistalletusten (eli enintään kahden vuoden määräaikaistalletusten) vuotuinen kasvuvauhti oli negatiivinen, sillä lyhytaikaisten irtisanomisehtoisten talletusten (eli irtisanomisajaltaan enintään kolmen kuukauden talletusten) kasvuvauhti oli nopea. Ero näiden kahden M3:n alarän kehityksessä saattaa heijastaa sitä, että enintään yhden vuoden määräaikaistalletusten ja rahalaitoksiin tehtyjen lyhytaikaisten irtisanomisehtoisten talletusten välillä ei vuonna 2004 ollut tuottoeroa kuten yleensä (ks. kuvio 6). Tällaisessa tilanteessa lyhytaikaiset irtisanomisehtoiset talletukset ovat paremman likvidiytensä vuoksi jonkin verran houkuttelevampia.

Jälkimarkkinakelpoisten instrumenttien vaikutus M3:n vuotuisen kasvuvauhtiin pieneni 0,4 prosenttiyksikköön vuonna 2004, kun se edellisellä vuonna oli ollut 1,2 prosenttiyksikköä. Tähän vaikutti erityisesti rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksien vuotuisen kasvuvauhdin jyrkkä hidastuminen. Kotitaloudet ja yritykset pitävät näitä kohteita usein varmana sijoitusmuotona epävarmassa talous- ja rahoitusmarkkinatilanteessa, ja niiden kasvun hidastuminen heijastaa euroalueella olevien si-

**Kuvio 6. Rahalaitosten lyhyet talletuskorot**

(vuotuisina prosentteina, uusien lainasopimusten korot, painotettuna<sup>1)</sup>)



Lähde: EKP.

1) Rahalaitosten painotetut korot on joulukuusta 2003 alkaen laskettu käyttämällä maakohtaisia painoja, jotka perustuvat uusien lainasopimusten määrän 12 kuukauden liukuvaan keskiarvoon. Tammikuusta marraskuuhun 2003 rahalaitosten painotetut korot on laskettu käyttämällä maakohtaisia painoja, jotka perustuvat uusien lainasopimusten määrän keskiarvoon vuonna 2003. Lisätietoja elokuun 2004 Kuukausikatsauksen kehikossa "Analysing MFI interest rates at the euro area level".

joittamisen normalisoitumista vuonna 2004 (ks. myös kehikko 1).

## Kehikko 1.

### EUROALUEEN EI-RAHOITUSSEKTORIN RAHOITUSINVESTOINNIT VUONNA 2004

Ei-rahoitussektorin rahoitusinvestointien vuotuinen kasvuvauhti pysyi vuoden 2004 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä jokseenkin samana kuin vuonna 2003 keskimäärin (ks. oheinen taulukko). Vaikka kasvuvauhti olikin vakaa, erityyppiset rahoitusinvestoinnit kehittyivät hiukan eri tavoin. Pitkiin velkapapereihin ja noteerattuihin osakkeisiin tehtyjen sijoitusten kasvuvauhti nopeutui vuodesta 2003 vuoteen 2004, mutta rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksiin tehtyjen sijoitusten kasvuvauhti hidastui merkittävästi. Lisäksi osakesijoitukset ja osake-rahastosijoitukset kasvoivat vuonna 2004 nopeammin kuin aiempina vuosina, kun taas joukkolainoihin ja joukkolainarahastoihin tehtyjen sijoitusten kasvuvauhti hieman hidastui. Kaiken kaikkiaan tämä kehitys antaa lisävahvistuksen sille, että euroalueella olevien sijoitukset nor-

malisoituivat vähitellen, kun sijoituksia alettiin taas tehdä riskipitoisempiin ja pidempiaikaisiin kohteisiin.

Kotitaloudet sijoittivat edelleen suuren osan säästöistään vakuutuksiin, joskin näiden sijoitusten kasvuvauhti hidastui hieman vuodesta 2003. Vakuutukset ovat pysyneet erittäin suosittuina sijoituskohteina useiden vuosien ajan. Tämä johtuu ikääntyvässä yhteiskunnassa todennäköisesti varovaisuussäästämistä eläkettä varten ja kertoo mahdollisesti huolesta julkisten eläkejärjestelmien kestävydestä.

### Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoitusinvestoinnit

	Kanta prosentteina rahoitusinvestoinneista <sup>1)</sup>	Vuotuinen kasvuvauhti								
		1999	2000	2001	2002	2003	2004	2004 I	2004 II	2004 III
<b>Rahoitusinvestoinnit</b>	<b>100</b>	<b>5,6</b>	<b>6,5</b>	<b>4,6</b>	<b>3,8</b>	<b>4,4</b>	<b>4,3</b>	<b>4,6</b>	<b>4,5</b>	.
Käteinen ja talletukset	37,8	3,0	3,3	4,6	4,9	5,5	5,3	5,3	5,6	.
Muut arvopaperit kuin osakkeet	12,2	8,0	9,0	8,1	0,7	-2,4	-0,6	3,7	3,2	.
<i>josta:</i> lyhytaikaiset	1,2	2,8	29,8	4,9	-13,8	-16,1	-4,7	15,4	11,9	.
<i>josta:</i> pitkäaikaiset	11,0	4,4	6,4	8,6	2,7	-0,7	-0,2	2,6	2,4	.
Rahasto-osuudet	11,9	2,3	6,3	6,0	4,6	6,9	4,6	2,3	1,3	.
<i>josta:</i> rahasto-osuudet ilman rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksia	9,2	4,7	7,1	4,1	3,4	6,5	5,2	2,4	1,6	.
<i>josta:</i> rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet	2,6	13,1	0,1	21,4	12,0	8,5	2,8	1,7	0,5	.
Noteeratut osakkeet	13,0	14,4	8,5	-0,9	-0,1	1,1	1,3	3,3	2,6	.
Vakuutustekninen vastuuvelka	25,2	2,7	8,5	7,2	6,2	6,6	6,3	5,9	5,8	.
M3 <sup>2)</sup>		5,6	4,1	8,0	7,0	7,1	6,2	5,3	6,0	6,4
Ei-rahoitussektorin arvopaperisijoitusten vuotuiset hallussapitovoitot ja -tappiot (% BKT:stä)		10,7	-2,4	-9,1	-14,1	4,1	7,9	3,8	3,6	.

Lähde: EKP.

Huom. Lisätietoja Kuukausikatsauksen tilasto-osan taulukossa 3.1. Vuotuiset tiedot ajanjakson lopussa.

1) Vuoden 2004 kolmannen neljänneksen lopussa. Pyöritysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

2) Ajanjakson lopussa. Raha-aggregaatti M3 sisältää euroalueen ei-rahallaissektorin (eli yrityssektorin ja muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten) monetariset saamiset euroalueen rahalaitoksilta ja valtionhallinnolta.

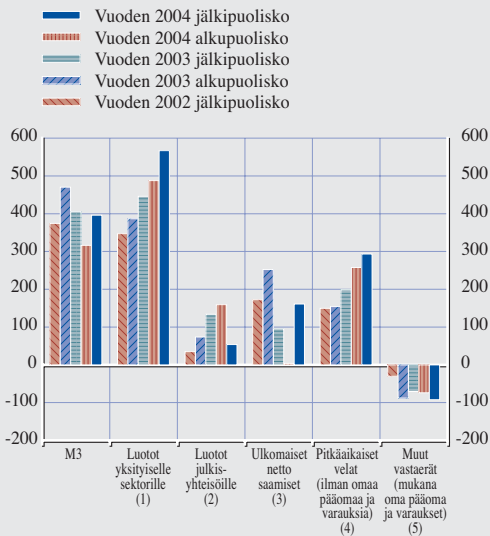
### RAHALAITOSTEN LUOTONANTO YKSITYISELLE SEKTORILLE KASVOI AIEMPAA LAAJA-ALAISEMMIN

M3:n vastaerien kehitys vahvisti edellä mainittujen kahden vastakkaisuuntaisen tekijän vaikutuksen rahan määrän kehitykseen. Yhtäältä rahalaitosten pitkäaikaisten velkojen kasvu vahvistui ja vuoden alkupuoliskolla ulkomaisien saamisten kasvu hidastui, kun aikaisemmin M3:een siirrettyjä sijoituksia palautettiin muihin kohteisiin. Toisaalta rahalaitosten luotonanto yksityiselle sektorille lisääntyi alhaisten korkojen vuoksi.

Vuoden 2004 alkupuoliskolla pääoman vienti euroalueelta jatkui vahvana, ja pääoman tuonin väheneminen johti euroalueen rahalaitossektorin ulkomaisten nettosaamisten väheneeseen vuositasolla (ks. kuvio 7). Tällainen pääoman nettoviennin kehitys johtui siitä, että euroalueella olevat ostivat arvopapereita euroalueen ulkopuolelta – mikä kertoo osaltaan euroalueella olevien sijoittamisen normalisoidumisesta. Silloin kun kaupat hoidetaan euroalueen rahalaitosten kautta, rahalaitosten ulkomaiset saamiset ja euroalueella olevien talletukset supistuvat. Lisäksi rahalaitosten

**Kuvio 7. M3:n ja sen vastaerien muutokset**

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



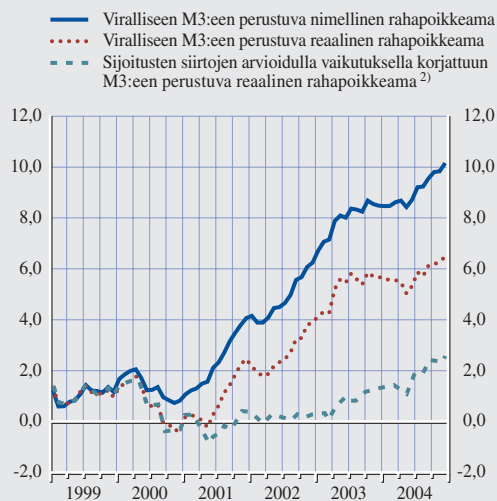
Lähde: EKP.  
M3 = 1 + 2 + 3 - 4 + 5

pitkäaikaisten velkojen (ilman omaa pääomaa ja varauksia) kasvu jatkui vuoden 2004 alkupuoliskolla. Tämä oli sopuoinnussa sijoitusten normalisoitumisen kanssa, sillä varoja siirrettiin likvideistä varoista pitkäaikaisempiin sijoituskohteisiin. Ulkomaisten nettosaamisten ja pitkäaikaisten velkojen kehitys jatkoi vuoden 2003 jälkipuolella alkanutta trendiä. Näiden tekijöiden M3:n kasvuvauhtia hidastavaa vaikutusta tasoitti kuitenkin osittain rahalaitosten euroalueella oleville myöntämien luottojen voimakas kasvu jo vuoden 2004 alkupuoliskolla, jolloin korot olivat matalat ja taloudellinen tilanne parani.

Vuoden 2004 jälkipuoliskolla rahalaitosten yksityiselle sektorille myöntämien luottojen kasvu jatkui, ja tämä vastaerä vaikutti ratkaisevasti M3:n kasvuvauhdin nopeutumiseen. Lisäksi rahalaitosten yksityissektorille myöntämien luottojen kasvu jakaantui aiempaa tasaisemmin koko ei-rahoitussektorille. M3:n kasvupaineet johtuivat myös siitä, että ulkomaisten nettosaamisten vuotuisen virtojen pieneneminen taittui. Tähän käänteeseen vaikuttivat euro-

**Kuvio 8. Rahapoikkeaman estimaatit<sup>1)</sup>**

(prosentteina M3:n kannasta, kausi- ja kalenterivaihtelusta puhdistettuja tietoja, joulukuuta 1998 = 0)



Lähde: EKP.

1) Nimellinen rahapoikkeama tarkoittaa eroa, joka lasketaan M3:n toteutuneesta määrästä ja M3:n kasvuvauhdin viitearvon (4½ % vuodessa) mukaisesta määrästä (perusjaksona pidettävästä) joulukuusta 1998 alkaen. Reaalinen rahapoikkeama tarkoittaa M3:n toteutuneen määrän (M3:n nimellinen määrä deflooituna YKH:llä) poikkeamaa määrästä, joka vastaa rahan määrän kasvuvauhtia, kun nimellinen M3 on kasvanut 4½ prosentin viitearvon mukaisesti ja YKH-inflaatio on kehittynyt EKP:n hintavakauden määritelmän mukaisesti (joulukuuta 1998 on tässäkin perusjakso).

2) Arviot sijoitusten siirtojen vaikutuksesta M3:een perustuvat lokakuun 2004 Kuukausikatsauksen artikkelissa "Monetary analysis in real time" esitettyyn menetelmään.

alueelle suuntautuvat pääomavirrat, jotka syntyivät, kun euroalueen ulkopuoliset kiinnostuivat uudestaan euroalueen osakkeista ja joukkolainoista ja kun odotukset euron valuuttakursin vahvistumisesta jatkuivat. Ulkomaisten nettosaamisten keskimääräinen vaikutus M3:n vuotuisen kasvuvauhdin nopeutumiseen kasvoi vuoden 2004 toisen neljänneksen 1,1 prosenttiyksiköstä 2,2 prosenttiyksikköön vuoden viimeisellä neljänneksellä. Samalla rahalaitosten pitkäaikaisten velkojen (ilman omaa pääomaa ja varauksia) kasvu voimistui entisestään, mikä viittasi euroalueella olevien sijoittamisen normalisoitumiseen, kun sijoituksia siirrettiin likvideistä varoista muihin kohteisiin.

#### LIKVIDITEETTIÄ RUNSAASTI TARJOLLA

M3 kasvoi voimakkaasti vuonna 2004, mikä viittasi siihen, että ylimääräinen likviditeetti oli kasvanut entisestään. Ylimääräisellä likvi-

diteetillä tarkoitetaan, että euroalueella on likviditeettiä enemmän kuin inflaatiota kiihdyttämättömän talouskasvun rahoittamiseksi tarvitaan (ks. kuvio 8). Ylimääräistä likviditeettiä voidaan mitata esimerkiksi nimellisellä rahapoikkeamalla, jolla tarkoitetaan M3:n toteutuneen määrän poikkeamaa määrästä, joka vastaa M3:n 4½ prosentin viitearvon mukaista kasvuvauhtia, kun perusjaksona on joulukuu 1998. Toinen ylimääräisen likviditeetin mittari on reaalin rahapoikkeama. Reaalin rahapoikkeama eroaa nimellisestä siten, että siinä otetaan huomioon ylimääräisen likviditeetin absorptio aikaisempaan hintakehitykseen (eli inflaatiiovauhtien kumulatiivinen poikkeama EKP:n hintavakauden määritelmästä). Kolmas vaihtoehtoinen mittari on sellainen reaalin rahapoikkeama, joka lasketaan käyttämällä sijoitusten siirtojen arvioidulla vaikutuksella korjattua M3:a.

Rahapoikkeamia arvioitaessa on syytä muistaa, että joulukuun 1998 valinta perusjaksoksi oli sattumanvarainen. Näiden poikkeamien kuvaamaa ylimääräisen likviditeetin määrää on näin ollen tulkittava varoen. Kuten edellä mainittiin, arvion sijoitusten siirtojen vaikutuksesta M3:een liittyy lisäksi huomattavaa epävarmuutta.<sup>2</sup> Edellä mainituin varauksin kaikki

rahapoikkeamat kasvoivat edelleen vuoden 2004 jälkipuoliskolla, kun ne vuoden alkupuolella osoittivat merkkejä tasaantumisesta. M3:n virallisiin sarjoihin perustuva rahapoikkeama eroaa huomattavasti sijoitusten siirtojen arvioidulla vaikutuksella korjattuun M3:een perustuvasta rahapoikkeamasta, mikä viittaa siihen, että suuri osa ylimääräisestä likviditeetistä johtui aikaisemmista sijoitusten siirtymistä M3:een. Kuvioista 8 käy kuitenkin myös ilmi, että korjattu M3 on kasvanut huomattavasti vuoden 2003 puolivälin jälkeen. Tämä viittaa siihen, että euroalueen ylimääräinen likviditeetti on yhä vähemmän johtunut pelkästään sijoitusten siirtymisestä.

Likviditeetin ylimäärä viesti hintavakauteen kohdistuvista riskeistä. Jos merkittävä osa ylimääräisestä likviditeetistä käytettäisiin transaktiotarkoituksiin – erityisesti tilanteessa, jossa luottamus ja talouden kasvu vahvistuvat – se saattaisi osaltaan vaikuttaa inflaatiopaineiden syntymiseen (ks. kehikko 2). Lisäksi likviditeetin suuri määrä ja luotonannon voimakas kasvu saattaisivat nostaa jyrkästi varallisuushintoja etenkin kiinteistömarkkinoilla.

<sup>2</sup> Lisätietoja lokakuun 2004 Kuukausikatsauksen artikkelissa ”Monetary analysis in real time”.

## Kehikko 2.

### MILLAISIA SEURAUKSIA EUROALUEELLE KERTYNEESTÄ YLIMÄÄRÄISESTÄ LIKVIDITEETISTÄ VOISI OLLA?

M3:n vahva kasvu vuoden 2001 puolivälin jälkeen on johtanut euroalueen ylimääräistä likviditeettiä kuvaavien rahapoikkeamien jatkuvaan kasvuun, ja ylimääräistä likviditeettiä on niiden perusteella nyt enemmän kuin koskaan. Tämä viittaa siihen, että euroalueella oli vuonna 2004 huomattavasti enemmän likviditeettiä kuin inflaatiota kiihdyttämättömään kasvuun tarvitaan. Poikkeamien kuvaamaa ylimääräisen likviditeetin määrää on kuitenkin tulkittava varoen.

Kun arvioidaan, millaisia seurauksia ylimääräisellä likviditeetillä voisi olla, on pidettävä mielessä sen syntymiseen vaikuttaneet tekijät. Keskeisiä tekijöitä on kaksi. Ensinnäkin pitkällä ajanjaksolla vuoden 2001 puolivälistä vuoden 2003 puoliväliin talouteen, rahoitusmarkkinoihin ja geopoliittiseen tilanteeseen liittyi epävarmuutta ja sijoittajat suosivat siksi yhä enemmän M3:een sisältyviä turvallisia ja likvidejä instrumentteja. Toisekseen korkojen alhaisuus kaikissa maturiteeteissa ja siitä johtuvat likvidien varojen hallussapidon pienet vaihtoehtokustannukset ovat lisänneet rahan kysyntää, erityisesti viime aikoina. Tämän perusteella näyt-

tää siltä, että M3:een sisältyvien lyhytaikaisten instrumenttien voimakkaaseen kysyntään ovat vaikuttaneet etupäässä spekulatiiviset motiivit ja varovaisuusmotiivit (eivätkä niinkään transaktiomotiivit). Kumpikin näistä motiiveista voi puolestaan merkitä erilaisia tapoja, joilla ylimääräistä likviditeettiä voidaan jatkossa käyttää, ja sen myötä erilaisia riskejä hintavakaudelle (ks. oheinen kuvio).

Talouden toimijat voisivat ensinnäkin sijoittaa ylimääräistä likviditeettiä pitkäaikaisiin rahoitusvaateisiin eli osakkeisiin, velkakirjoihin tai reaaliomaisuuteen joko suoraan tai epäsuorasti sijoitusrahastojen kautta. Jotta ylimääräinen likviditeetti kokonaisuutena vähenisi, näiden transaktioiden vastapuolena olisi oltava joko euroalueen rahalaitossektori tai euroalueen ulkopuoliset toimijat. Tällaisella ylimääräisen likviditeetin käytöllä ei olisi välitöntä vaikutusta YKHI-inflaatioon, mutta sijoitussalkkujen uudelleenjärjestelyt saattaisivat joissakin olosuhteissa vaikuttaa varallisuushintoihin, millä puolestaan saattaisi myöhemmin olla välillinen vaikutus inflaatioon varallisuusvaikutusten kautta.

Toisekseen ylimääräistä likviditeettiä saatettaisiin käyttää transaktiotarkoituksiin. Todennäköisimmin näin tapahtuisi tilanteessa, jossa luottamus talouteen olisi kohentunut. Jos näitä ylimääräisiä varoja käytettäisiin kotimaisten hyödykkeiden ja palveluiden hankkimiseen, tämänhetkinen käyttämätön kapasiteetti voisi supistua vähitellen. Jos kulutus kasvaisi voimakkaasti riittävän pitkään, tuotantokapasiteetin käyttöasteen noususta saattaisi ajan myötä aiheutua riskejä hintavakaudelle.

Lisäksi ei voida täysin sulkea pois sitä mahdollisuutta, että nykyinen likviditeetin ylimäärä kuvastaa jossakin määrin myös pysyvää muutosta talouden toimijoiden rahankysynnässä. Tällä tarkoitetaan likvidien instrumenttien kysynnän rakenteellista kasvua eli sitä, että talouden toimijat haluavat pitää hallussaan aiempaa suuremman määrän likvidejä varoja. Tällainen pysyvä muutos voisi johtua esimerkiksi siitä, että kotitaloudet sijoittaessaan karttavat riskejä aiempaa enemmän, koska ne kärsivät suuria tappioita osakesijoituksistaan vuosien 2000 ja 2003 välisenä aikana. Jos näin olisi, ylimääräistä likviditeettiä olisi euroalueella vähemmän kuin tämänhetkisistä luvuista voisi päätellä, eikä sillä olisi inflaatiovaikutuksia.

### Kaavio ylimääräisen likviditeetin mahdollisista käyttötavoista



Todellisuudessa tämänhetkiseen tilanteeseen vaikuttavat todennäköisesti kaikki kolme edellä mainittua tekijää. Tällä hetkellä on vaikeaa arvioida, onko likvidien varojen suosio kasvanut pysyvästi viime vuosina. Samaan aikaan reaaliomaisuuteen sijoittaminen on edelleen ollut erittäin suosittua, mikä on saattanut vaikuttaa kiinteistöjen hintojen voimakkaaseen nousuun. Lisäksi on ollut merkkejä siitä, että talouden toimijoiden sijoittaminen on muuttunut siten, että pidempiaikaisiin rahoitusvaateisiin sijoitetaan aiempaa enemmän. Ei voida sulkea pois sitä, että tulevaisuudessa ylimääräistä likviditeettiä käytettäisiin nimellisten transaktioiden kasvun kattamiseen – erityisesti kun luottamus talouteen kohenee – ja että ylimääräisen likviditeetin käyttöön sen myötä liittyisi inflaation kiihtyminen.

Vaikka osa ylimääräisestä likviditeetistä johtuukin siitä, että euroalueen yritykset ja kotitaloudet suosivat likvidejä varoja aiempaa enemmän, ylimääräisen likviditeetin suuri määrä vuonna 2004 aiheuttaa EKP:lle edelleen huolta ja tilannetta on seurattava valppaasti. EKP ottaa huomioon sen suhteellisen empiirisen merkityksen, joka liittyy ylimääräisen likviditeetin mahdollista käyttöä kuvaaviin eri skenaarioihin sekä ylimääräisestä likviditeetistä keskipitkän aikavälin hintavakauteen kohdistuvat riskit ja seuraa siksi edelleen tarkasti kaikkea asiaan liittyvää kehitystä. Se kiinnittää huomiota erityisesti merkkeihin sijoitusten siirtymisistä ja asuntojen hintakuplan riskistä, tavallista runsaammasta kulutuksesta sekä rahan kysynnän rakenteellisista muutoksista.

### RAHAMARKKINAKOROT PYSYIVÄT JOKSEENKIN VAKAINA

EKP:n neuvosto päätti pitää EKP:n ohjauskorot ennallaan vuonna 2004. Näin ollen hyvin lyhyet rahamarkkinakorot pysyivät jokseenkin vakaina koko vuoden ajan.

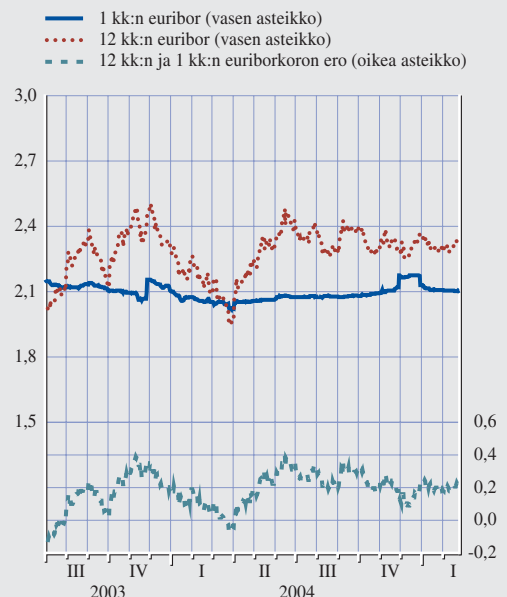
Pitkät rahamarkkinakorot laskivat huomattavasti vuoden 2004 ensimmäisellä neljänneksellä, ja siten joulukuun 2003 puolivälissä alkanut laskusuuntaus jatkui (ks. kuvio 9). Vuoden 2004 maaliskuun lopussa EKP:n korkojen odotettiin laskevan entisestään ja rahamarkkinoiden tuottokäyrä muuttui negatiiviseksi. Alimillaan 12:n ja yhden kuukauden euriborkorkojen erona mitattu rahamarkkinoiden tuottokäyrä oli maaliskuun 26. päivänä, jolloin se oli -7 peruspistettä.

Tuottokäyrä kuitenkin normalisoitui vuoden 2004 huhtikuun ja kesäkuun välisenä aikana, jolloin pitkät korot nousivat huomattavasti mutta käyrän lyhyimmät korot pysyivät jokseenkin vakaina. Tämän jälkeen pitkät rahamarkkinakorot olivat verrattain vakaat ja vaihtelivat vain hyvin kapeassa eli noin 10 peruspisteen suuruisessa välissä. Vuoden lopussa yhden kuukauden euriborkorko oli 2,12 % ja

12 kuukauden euriborkorko 2,35 %, eli ne olivat lähes samalla tasolla kuin vuoden 2003 lopussa.

### Kuvio 9. Lyhyet korot ja rahamarkkinoiden tuottokäyrä

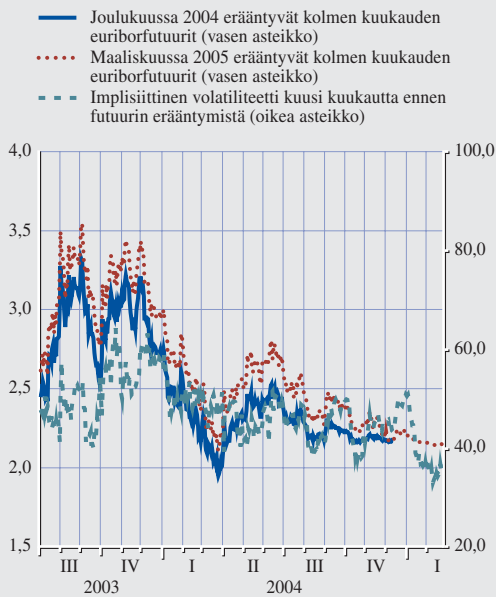
(vuotuinen korko, prosenttiyksikkönä, päivähavainnot)



Lähde: Reuters.

**Kuvio 10. Kolmen kuukauden euriborfutuuriin korot ja kolmen kuukauden euriborfutuureihin perustuvista optioista johdettu implisiittinen volatilitteetti**

(vuotuinen korko, peruspisteinä, päivähavaintoja)



Lähteet: Bloomberg, Reuters ja EKP:n laskelmat.

Vuoden 2005 kahtena ensimmäisenä kuukaute-na pitkät euriborkorot pysyivät melko vakaina, kun markkinaosapuolet odottivat lyhyiden korkojen pysyvän vakaina suurimman osan vuotta 2005. Maturiteettiin liittyvät riskipreemiot eivät juuri muuttuneet. Helmikuun 24. päivänä 2005 yhden kuukauden euriborkorko oli 2,10 % ja 12 kuukauden euriborkorko 2,34 %.

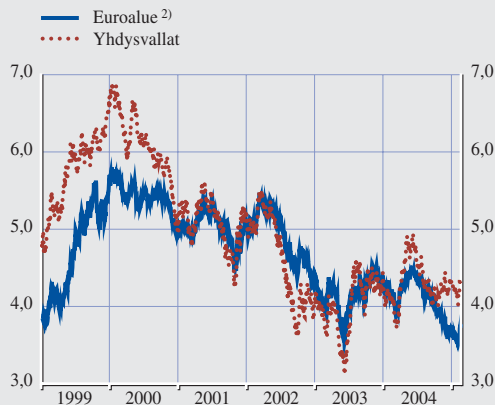
Futuurisopimusten pohjalta johdetun kolmen kuukauden euriborkoron kehitys oli jokseenkin lyhyiden rahamarkkinakorkojen muutosta vastaava vuonna 2004. Kolmen kuukauden euriborfutuureihin perustuvista optioista johdettu implisiittinen volatilitteetti pieneni huomattavasti vuoden aikana, mikä viittasi siihen, että markkinaosapuolten epävarmuus lyhyiden korkojen odotetusta kehityksestä oli hyvin vähäistä (ks. kuvio 10).

### VALTION PITKIEN JOUKKOLAINOJEN TUOTOT SUPISTUIVAT HUOMATTAVASTI VUONNA 2004

Valtion pitkien joukkolainojen tuotot olivat vuoden 2004 lopussa historiallisesti katsottuna hyvin alhaiset. Vuoden 2004 alkupuoliskolla

**Kuvio 11. Valtion pitkien lainojen tuotot<sup>1)</sup>**

(vuotuinen korko, päivähavaintoja)



Lähteet: Reuters, Bloomberg ja Thomson Financial Datastream.  
1) Kymmenen vuoden joukkovelkakirjalainoja tai maturiteetiltaan lähimpiä vastaavia lainoja.  
2) Tietoihin sisältyvät Kreikan tiedot 1.1.2001 alkaen.

valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot vaihtelivat jonkin verran mutta eivät juurikaan muuttuneet, kun taas vuoden jälkipuoliskolla oli havaittavissa pitkä laskusuuntaus. Vuoden lopussa ne olivat 3,7 % eli huomattavasti pienemmät kuin vuoden 2003 lopussa (ks. kuvio 11).

Kaiken kaikkiaan euroalueen pitkien joukkolainojen tuottojen muutokset heijastivat markkinaosapuolten muuttuneita käsityksiä inflaatiopaineista ja euroalueen talousnäkymistä. Nämä käsitykset puolestaan liittyivät läheisesti globaalien makrotaloudellisten näkymien muutoksiin vuoden aikana. Markkinaosapuolten odotukset öljyn hinnan nopean nousun vaikutuksista vuoden aikana vaikuttivat merkittävästi käsityksiin niin inflaatiopaineista kuin talouden kasvustakin. Nämä odotukset näyttivät kuitenkin vaihtelevan aina uusien makrotaloustietojen julkaisemisen mukaan. Keväällä markkinaosapuolet näyttivät olevan huolissaan pääasiassa öljyn hinnan jyrkän nousun vaikutuksesta inflaatioon, kun taas myöhemmin samana vuonna huolenaiheeksi näytti vaihtuneen öljyn korkean hinnan vaikutus talouden kasvuun.



Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä euroalueen pitkien joukkolainojen tuotot pienenevät Yhdysvaltain markkinoiden kehitystä vastaavasti, kun huolet Yhdysvaltain talouden elpymisen voimakkuudesta kasvoivat. Vaikka euroalueen talouden kasvu vahvistui vähitellen, pitkien indeksisidonnaisten joukkolainojen tuotot pienenevät euroalueella samoin kuin Yhdysvalloissakin. Tämä kertoi siitä, että markkinaosapuolten odotuksiin tulevasta talouskehitystä näytti vaikuttavan merkittävästi huoli Yhdysvaltain taloudellisen elpymisen kestävydestä.

Euroalueen pitkien joukkolainojen tuottojen pieneminen vuoden kolmen ensimmäisen kuukauden aikana pysähtyi huhtikuussa, ja tuotot alkoivat kasvaa nopeasti. Kasvusuuntaus näytti johtuvan pääasiassa kahdesta tekijästä. Ensinnäkin markkinaosapuolet suhtautuivat yhä luottavammin euroalueen talouden elpymiseen, jota siinä vaiheessa jo tuki maailmantalouden näkymien koheneminen. Toiseen öljyn hinnan jyrkän nousun mahdolliset inflaatiovaikutukset aiheuttivat markkinaosapuolille yhä kasvavaa huolta, kun maailmantalouden elpyminen jatkui. Keväällä pitkien joukkolainojen tuotot kasvoivat ja tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti nopeutui, kun inflaatiokehitys jälleen huolestutti sijoittajia (ks. kuvio 12). Inflaatiohuolet olivat kuitenkin euroalueella paljon vähäisempiä kuin Yhdysvalloissa, jossa joukkolainojen tuotot kasvoivat ja tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhdit kiihtyivät nopeammin kuin euroalueella.

Euroalueen markkinaosapuolten lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset näyttivät kasvaneen huhti-kesäkuussa 2004 eniten, kun taas pitkän aikavälin implisiittisestä tuotot yhtenäistävästä inflaatiovauhdista johdetut pitkän aikavälin inflaatio-odotukset näyttivät olleen jonkin verran vakaampia, vaikka nekin pysyivät verrattain suurina.<sup>3</sup> Euroalueen tuotot yhtenäistävien inflaatiovauhtien kiihtyminen johtui todennäköisesti jossakin määrin sijoittajien vaatimasta korkeammasta inflaatoriskipreemiosta, kun öljyn hinnan kehityksen inflaatiovaikutuksiin liittyi epävarmuutta. Tätä tulkintaa tukivat

**Kuvio 12. Pitkäaikaisen reaalikorkoisen joukkolainan tuotto ja tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti euroalueella**

(vuotuinen korko, päivähavaintoja)



Lähteet: Reuters, Ranskan valtiovarainministeriö ja EKP:n laskelmat.  
 1) Johdettu (ilman tupakan hintojen vaikutusta laskettuun) euroalueen YKHLin sidotuista Ranskan valtion vuonna 2012 erääntyvistä joukkolainoista.  
 2) Lisätietoja helmikuun 2002 Kuukausikatsauksen kehikossa 2.  
 3) Laskettu vuosina 2008 ja 2014 erääntyvistä euroalueen indeksisidonnaisista joukkolainoista vuonna 2014 erääntyvän lainan liikkeeseenlaskusta alkaen.

myös euroalueen inflaatio-odotuksia koskevien kyselytutkimuksien piste-estimaateista saadut lisätiedot, joiden mukaan pitkän aikavälin inflaatio-odotukset eivät olleet kasvaneet.

Öljyn hinnan kehitys vaikutti edelleen huomattavasti joukkolainojen tuottoihin vuoden jälkipuoliskolla. Markkinoilla kannettiin tällöin kuitenkin yhä kasvavaa huolta myös öljyn hinnan vaikutuksesta euroalueen talouskehitykseen ja maailmantalouteen. Tämä näkyi pitkien joukkolainojen nimellistuotoissa ja pitkien indeksisidonnaisten joukkolainojen tuotoissa, jotka pienenevät vähitellen kesäkuun puolivälistä alkaen. Tuottojen pieneminen viittasi siihen, että markkinat odottivat euroalueen ta-

3 Kuvioista 12 käy ilmi, että vuonna 2012 erääntyvistä indeksisidonnaisista joukkolainoista johdettu tuotto yhtenäistävä inflaatiovauhti, joka heijastaa mm. keskimääräisiä inflaatio-odotuksia vuosille 2004–2012, nopeutui keväällä 2004 voimakkaammin kuin pitkän aikavälin implisiittinen tuotto yhtenäistävä inflaatiovauhti, joka heijastaa keskimääräisiä inflaatio-odotuksia vuosille 2008–2014. Tämä viittaa siihen, että lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset ovat kasvaneet eniten.

louskasvun hidastuvan jonkin verran. Markkinoiden käsityksiin euroalueen lyhyen aikavälin kasvunäkymien heikkenemisestä näytti osaltaan vaikuttavan myös se, että Yhdysvaltain dollari heikentyi edelleen euroon nähden, erityisesti vuoden 2004 viimeisellä neljänneksellä. Euroalueen pitkien joukkolainojen nimellistuottojen ja pitkien indeksisidonnaisten joukkolainojen tuottojen pieneneminen johtui myös siitä, että markkinaosapuolet odottivat rahapolitiikan kiristyvän lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä hitaammin kuin aiemmin oli odotettu.

Näistä syistä euroalueen pitkien joukkolainojen nimelliset tuotot supistui merkittävästi vuonna 2004. Vuoden loppuun mennessä ne olivat pienentyneet noin 60 peruspistettä eli 3,7 prosenttiin ja olivat siten pienemmät kuin lähes koskaan aiemmin. Korkeoero Yhdysvaltoihin nähden pysyi jokseenkin vakaana suurimman osan vuotta, sillä euroalueen ja Yhdysvaltain talousnäkymät olivat muuttuneet kutakuinkin yhdenmukaisesti. Pitkät joukkolainat kehittyivät kuitenkin hieman eri suuntiin vuoden 2004 lopussa, jolloin valtion 10 vuoden

joukkolainojen tuottoero Yhdysvaltain ja euroalueen välillä suureni lähes 60 peruspisteseen.

Myös tuotot yhtenäistävät inflaatiovauhdit hidastuivat hieman vuoden 2004 jälkipuoliskolla. Euroalueen pitkän aikavälin tuotot yhtenäistävät inflaatiovauhdit olivat vuoden lopussa kuitenkin nopeampia kuin keskimäärin vuoden 2001 lopun jälkeen, jolloin laskettiin liikkeeseen ensimmäiset inflaatioon sidotut joukkolainat, jotka oli sidottu ilman tupakan hintojen vaikutusta laskettuun euroalueen YKHIin. Kymmenen vuoden tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti oli vuoden lopussa noin 2,2 %, eli se oli nopeutunut yli 10 peruspistettä joulukuusta 2003.

Vuonna 2004 oli myös selvästi havaittavissa, että joukkolainamarkkinoiden implisiittinen volatiliteetti – se kertoo siitä, minkä verran markkinat odottavat joukkolainojen vaihtelevan lyhyellä aikavälillä – väheni entisestään. Toteutuneen volatiliteetin kehitys vahvistikin myöhemmin markkinoiden odotukset joukkolainamarkkinoiden volatiliteetin vähenemisestä (ks. kehikko 3).

### Kehikko 3.

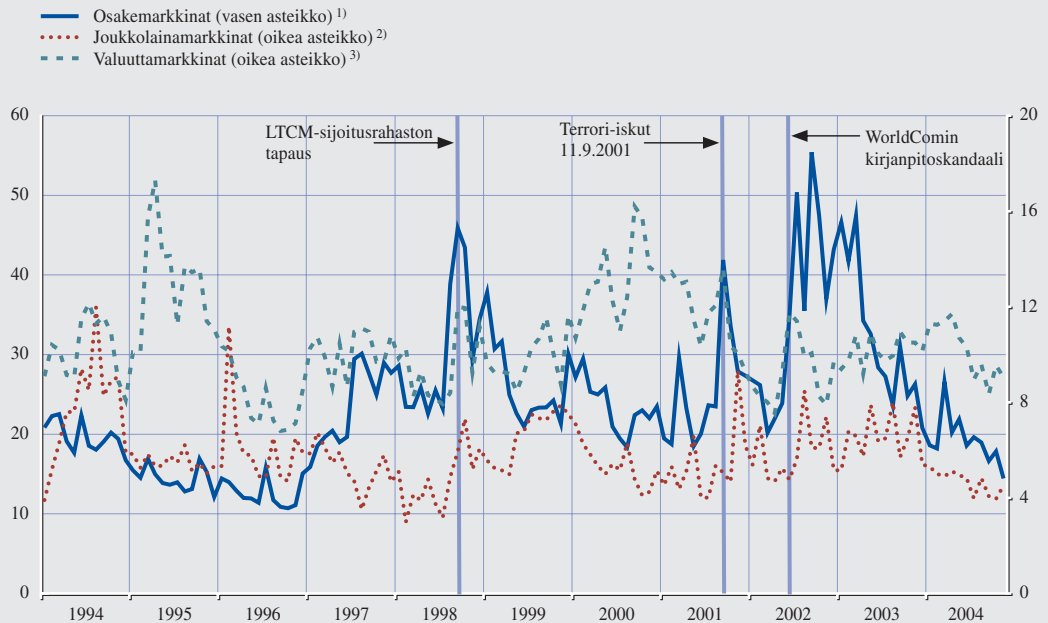
#### RAHOITUSMARKKINOIDEN IMPLISIITTISEN VOLATILITEETIN KEHITYS

Implisiittinen volatiliteetti väheni vuonna 2004 selvästi monilla euroalueen ja muiden kehittyneiden talouksien rahoitusmarkkinoiden lohkoilla. Implisiittinen volatiliteetti lasketaan optioiden hinnoista, ja sen tulkitaan yleensä mittaavan markkinaosapuolten epävarmuutta lähiajan kehityksestä eri rahoitusmarkkinoilla. Vuonna 2004 esiintyi jonkin verran huolta siitä, että käsitys verrattain vähäisestä implisiittisestä volatiliteetista ei ehkä olisi täysin perusteltu, jos se pohjautuisi muihin tekijöihin kuin markkinaosapuolten odotuksiin tulevasta toteutuneesta volatiliteetista. Volatiliteetin mahdollisesta väärinarvioinnista saattaisi muun muassa aiheutua riskejä rahoitusmarkkinoiden vakaudelle. Jos rahoituslaitokset esimerkiksi kasvattavat luottoriskejään arvioidessaan volatiliteetin olevan vähäistä, ne saattavat kärsiä suuria tappioita, jos volatiliteetti kuitenkin lisääntyy. Empiirisen aineiston mukaan väärinarviointeja ei tehty ja implisiittisen volatiliteetin vähenemistä eri rahoitusmarkkinoilla seurasi toteutuneen volatiliteetin väheneminen.<sup>1</sup> Toteutuneen volatiliteetin väheneminen johtui puolestaan muun muassa kehityksen jatkuvasta normalisoitumisesta erityisesti kansainvälisillä osakemarkkinoilla, jotka olivat useita vuosia olleet poikkeuksellisen epävakaita.

<sup>1</sup> Ks. EKP:n Kuukausikatsauksen kehikot ”Recent trends in implied stock market volatility” (marraskuu 2004) ja ”Joukkolainamarkkinoiden implisiittisen volatiliteetin viimeaikainen kehitys” (joulukuu 2004).

## Kuvio A. Euroalueen rahoitusmarkkinoiden implisiittinen volatilitiitti

(vuotuisina prosentteina, kuukausihavaintoja)



Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

1) Saksan DAX-indeksin volatilitiitti-indeksi, joka mittaa seuraavien 45 kalenteripäivän implisiittistä volatilitiittiä.

2) 22 kauppapäivän kuluttua erääntyviin Bund-futuurisopimuksiin perustuvien optioiden implisiittinen volatilitiitti.

3) Noin kuukauden kuluttua erääntyvien Yhdysvaltain dollarin ja euron väliseen valuuttakurssiin perustuvien optiosopimusten implisiittinen volatilitiitti.

Kuviosta A käy ilmi (1) Saksan DAX-indeksin VDAX-volatilitiitti-indeksin implisiittinen volatilitiitti, (2) valtion pitkien joukkolainojen implisiittinen volatilitiitti, joka on johdettu 22 kaupankäyntipäivän kuluttua erääntyvistä Bund-futuurisopimuksiin perustuvista optioista, sekä (3) euron dollarikurssin implisiittinen volatilitiitti, joka on johdettu noin kuukauden kuluttua erääntyvistä valuuttaoptioista. Koska kaikki kyseiset optiot ovat samalta päivältä ja erääntyvät suunnilleen samaan aikaan, implisiittisen volatilitiitin aikasarjoista kuviossa A näkyy markkinaosapuolten epävarmuus kaikilla kolmella markkina-alueella samankaltaisilla lyhyillä aikaväleillä.

Aikaisemmin lyhyen aikavälin implisiittinen volatilitiitti näytti vaihtelevan eri tavoin eri markkina-alueilla lukuun ottamatta poikkeuksellisia markkinoiden välisiä kuohuntilanteita, jotka johtuivat luultavasti pikemminkin yleisistä kuin markkina-kohtaisista häiriöistä. Vuoden 2004 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä volatilitiitti kuitenkin väheni hyvin samaan tapaan kaikilla markkinoilla. Koska volatilitiitin väärinarvioinnista ei ole näyttöä, vaikuttaa siltä, että rahoitusmarkkinat suhtautuvat vähitellen yhä luottavammin markkinatilanteen rauhoittumiseen lyhyellä aikavälillä. Vuoden 2004 viimeisten kuukausien aikana euron dollarikurssiin liittyvän implisiittisen volatilitiitin nopea väheneminen kuitenkin pysähtyi, kun Yhdysvaltain dollari alkoi uudelleen heikentyä.

Pääomamarkkinat ovat nykyisin erittäin pitkälle integroituneet, ja voidaankin olettaa, että markkina-alueiden volatilitiittikehitys eri maissa on kytkeytynyt huomattavan tiukasti yhteen.

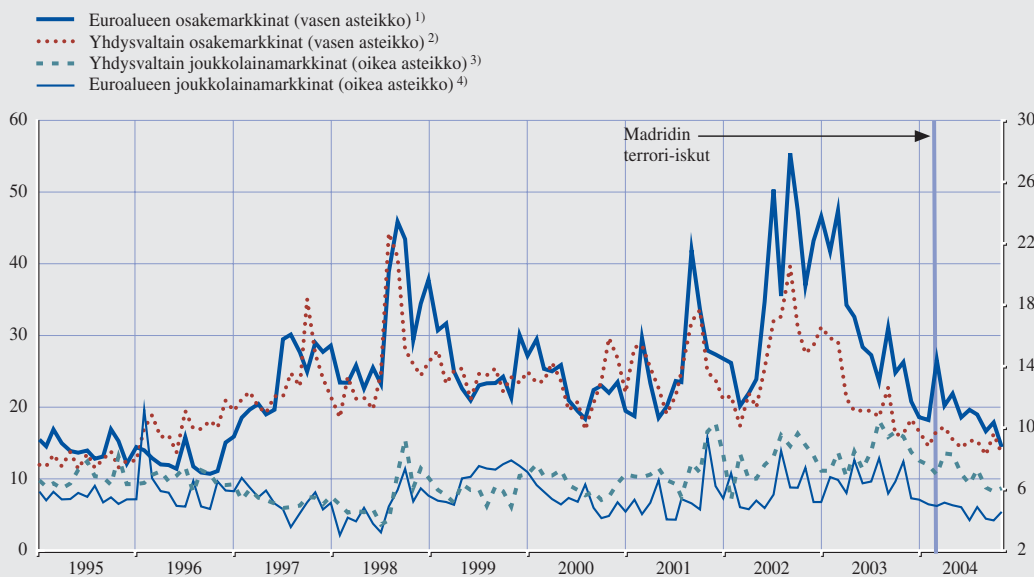
Kuviosta B näkyy osakemarkkinoiden implisiittinen volatilitiitti Yhdysvalloissa ja euroalueella VIX- ja VDAX-indekseillä mitattuna sekä vastaavien pitkien joukkolainojen markkinoiden implisiittinen volatilitiitti, joka on johdettu Yhdysvaltain valtionlainoihin ja Saksan Bund-futuurisopimuksiin perustuvista optioista.

Kuviosta käy selvästi ilmi, että implisiittisen volatilitiitin kehitys on hyvin samankaltaista molemmilla markkinoilla sekä Yhdysvalloissa että euroalueella. Kansainväliset kytkökset näyttävät olevan jonkin verran vahvemmat osakemarkkinoilla kuin valtion pitkien joukkolainojen markkinoilla. Maa- ja markkinakohtaisilla tekijöillä voi silti olla keskeinen merkitys. Esimerkiksi Madridiin 11.3.2004 tehtyjen terrori-iskujen vaikutus osakemarkkinoiden odotettuun volatilitiettiin oli euroalueella suurempi kuin Yhdysvalloissa, vaikkakin vaikutus oli vain väliaikainen. Kuviosta näkyy myös, että implisiittinen volatilitiitti on viime vuosina vähentynyt muuallakin kuin euroalueella.

Joidenkin rahoitusvaateiden kytkökset eri maiden ja alueiden välillä ovat kaiken kaikkiaan hyvin vahvat, erityisesti osakemarkkinoilla. Tavallisissa oloissa implisiittinen volatilitiitti ei muutu yhdenmukaisesti eri markkinaloikoilla, mutta yhteys näyttää olevan vahvempi markkinoiden ollessa levottomat. Kolmen edellä mainitun vaadeluokan implisiittisen volatilitiitin viimeaikainen yhdenmukainen kehitys on merkille pantavaa, sillä siihen ei liity rahoitusmarkkinoiden levottomuutta. Se vahvistaa markkinaosapuolten odotuksia siitä, että rahoitusmarkkinatilanne on lähitulevaisuudessa rauhallisempi kuin vuoden 2004 alussa.

### Kuvio B. Joukkolaina- ja osakemarkkinoiden implisiittinen volatilitiitti euroalueella ja Yhdysvalloissa

(vuotuisina prosentteina, kuukausihavaintoja)



Lähteet: Bloomberg ja EKP:n laskelmat.

1) Saksan DAX-indeksin volatilitiitti-indeksi, joka mittaa seuraavien 45 kalenteripäivän implisiittistä volatilitiittiä.

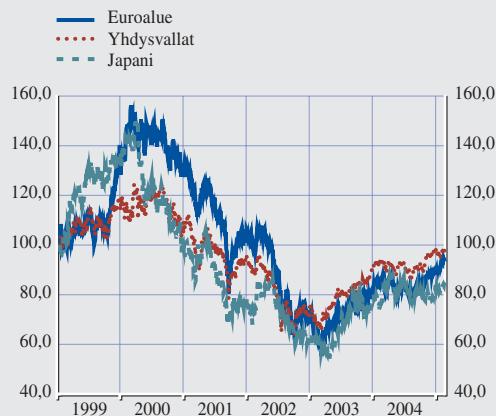
2) Standard & Poor's 500 -indeksin volatilitiitti-indeksi, joka mittaa seuraavien 30 kalenteripäivän implisiittistä volatilitiittiä.

3) 22 kauppapäivän kuluttua erääntyvien Yhdysvaltain valtion lainafutuurisopimuksiin perustuvien optioiden implisiittinen volatilitiitti.

4) 22 kauppapäivän kuluttua erääntyviin Bund-futuurisopimuksiin perustuvien optioiden implisiittinen volatilitiitti.

**Kuvio 13. Keskeiset osakeindeksit<sup>1)</sup>**

(1.1.1999 = 100, päivähavaintoja)

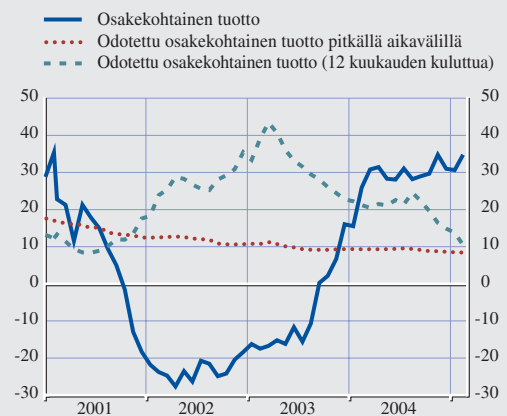


Lähteet: Reuters, Thomson Financial Datastream ja EKP:n laskelmat.

1) Dow Jones Euro Stoxx (laaja) euroalueen osalta. Standard & Poor's 500 Yhdysvaltojen ja Nikkei 225 Japanin osalta. Euroalueen tietoihin sisältyvät Kreikan tiedot 1.1.2001 alkaen.

**Kuvio 14. Yritysten tuottojen kasvu ja tuotto-odotukset**

(vuotuinen prosenttimuutos, kuukausihavaintoja)



Lähde: Thomson Financial Datastream (analytiikkojen tuotto-  
arvioiden lähde: Institutional Brokers Estimate System, IBES).

Vuoden 2005 alkupuolella pitkien joukkolainojen tuotot maailmanmarkkinoilla supistui aluksi, mutta kasvoivat voimakkaasti helmikuun puolessa välissä. Tämän seurauksena valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotto sekä euroalueella että Yhdysvalloissa oli 24.2. lähellä vuoden 2004 lopun tasoa.

### **OSAKEKURSSIT NOUSIVAT EUROALUEELLA EDELLEEN VOIMAKKAASTI VUONNA 2004**

Euroalueen osakkeiden hintojen vuoden 2003 alussa alkanut nousu jatkui vuonna 2004 (ks. kuvio 13). Dow Jones Euro Stoxx -indeksi oli vuoden lopussa noin 10 % korkeammalla kuin edellisen vuoden lopussa, eli se nousi hieman enemmän kuin Standard & Poor's 500 -indeksi tai Nikkei 225 -indeksi.

Euroalueen osakeindeksien yleinen nousu johtui ilmeisesti monesta eri tekijästä, mutta erityisesti siihen vaikuttivat pitkien korkojen lasku sekä toteutuneiden tuottojen ja maksettujen osinkojen vahva kasvu (ks. kuvio 14).

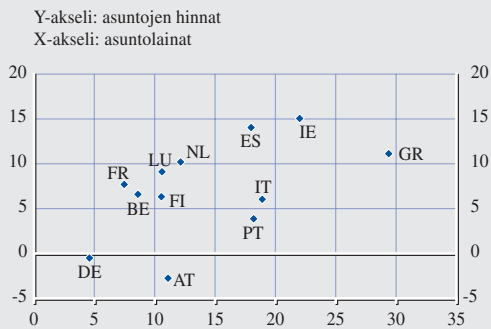
Osakkeiden hintojen nousua vuoden aikana näytti tukeneen myös osakemarkkinoiden volatiliiteetin huomattava väheneminen, joka viitta-

si siihen, että markkinaosapuolten epävarmuus osakemarkkinoiden näkymistä oli vähentynyt (ks. myös kehikko 3). Mahdollisesti kielteisesti vaikuttavat tekijät, kuten öljyn hinnan noususta ja – erityisesti vuoden 2004 lopussa – valuuttakurssikehityksestä johtuvat hiukan aiempaa pessimistisemmät odotukset maailmantalouden kasvusta näyttivät hidastaneen osakkeiden hintojen nousua vain osittain.

Sektorikohtainen erittely osoittaa, että euroalueen osakkeiden hintojen nousu vuonna 2004 oli laajaa. Vain yhdellä Dow Jones Euro Stoxx -indeksin kymmenestä talussektorista (teknologia) osakkeiden hinnat olivat vuoden 2004 lopussa pienemmät kuin vuotta aiemmin. Eniten nousivat terveydenhuolto- ja peruspalvelusektorien osakkeet, mutta myös televiestintä-ala elpyi vuonna 2004. Myös energia-alalla osakkeiden tuotto ylitti yleisindeksin. Tätä tuki se, että energia-alan tuotot korreloivat positiivisesti öljyn hinnan kehityksen kanssa. Öljyn hinta vaikutti osaltaan myös peruspalvelusektorin kehitykseen, sillä kysyntä siirtyi yleensä vaihtoehtoihin energianlähteisiin, kuten maakaasuun, kun öljyn hinta on korkea. Kuluttajasektorilla sitä vastoin niin syklisiä

### Kuvio 15. Asuntomarkkinoiden kehitys ja asuntolainat euroalueen maissa

(keskimääräinen vuotuinen kasvu- tai nousuvauhti ajanjaksona 1998–2003, prosentteina)



Lähde: EKP:n laskelmat, jotka perustuvat rahalaitosten lainatietoihin ja tuoreimpiin käytettävissä oleviin kansallisiin tietoihin asuntojen hinnoista.

kuin ei-syklisiäkin kulutustavaroita ja -palveluita tuottavien yritysten osakkeiden hinnat kehittyivät yleisindeksiä heikommin vuonna 2004. Tämä saattaa kuvastaa sijoittajien huolta euroalueen kotimaisen kysynnän ja erityisesti yksityisen kulutuksen vahvuudesta.

Nouseva hintakehitys maailman osakemarkkinoilla jatkui vuoden 2005 kahtena ensimmäisenä kuukautena. Dow Jones Euro Stoxx -indeksi nousi yli 3 % vuoden 2004 lopun ja helmikuun 24. päivän välisenä aikana, ja myös Standard & Poor's 500 -indeksi ja Nikkei 225 -indeksi nousivat samana aikana hieman. Hinnannousua näytti tukevan pääasiassa yritysten kannattavuuden jatkuva vahva paraneminen.

### KOTITALOUKSIEN RAHOITUKSEN KYSYNTÄ VOIMAKASTA

Kotitalouksien rahoituksen kysyntä oli voimakasta vuonna 2004. Tämä näkyi siinä, että rahalaitosten kotitalouksille myöntämien lainojen keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi 7,8 prosenttiin. Kotitalouksille myönnettyjen lainojen kasvu jatkoi vuoden 2002 ensimmäisellä neljänneksellä alkanutta noususuuntaustaan pääasiassa pitkien lainojen vahvan kasvun vuoksi. Vuoden 2004 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä kaikkien kotitalouksille myönnettyjen lainojen vuotuinen kasvuvauhti oli nopeampi kuin pelkästään rahalaitosten kotitalouksille

myöntämien lainojen. Tämä viittaa siihen, että muiden rahoituslaitosten myöntämien lainojen kasvuvauhti oli edelleen nopea, kun asuntolainoja arvopaperistettiin useissa maissa.

Rahalaitosten kotitalouksille myöntämät pitkäaikaiset lainat olivat pääasiassa asuntolainoja. Asuntolainojen kasvua tuki asuntojen hintojen voimakas nousu useissa euroalueen maissa, ja asuntojen hintojen vuotuinen kasvuvauhti euroalueella oli yli 7 % vuoden 2004 alkupuoliskolla. Käytettävissä olevat tiedot viittaavat siihen, että kotitalouksien asuntolainojen kasvuvauhti oli edelleen hidaskas useimmissa sellaisissa maissa, joissa asuntojen hintakehitys oli vaikeaa, ja ripeä maissa, joissa asuntojen hinnat nousivat nopeasti (ks. kuvio 15). Asuntojen hintojen ja asuntorahoituksen kehitys on saattanut myös osaltaan tukea kulutusta monissa euroalueen maissa. Asuntojen hintojen nousu on kasvattanut rahoitustarpeita, mutta se on myös saattanut helpottaa kotitalouksien luotonottoa, kun asuntojen vakuusarvo on kasvanut. Samalla asuntolainojen voimakas kasvu on jos sinänsä saattanut nostaa asuntojen hintoja.

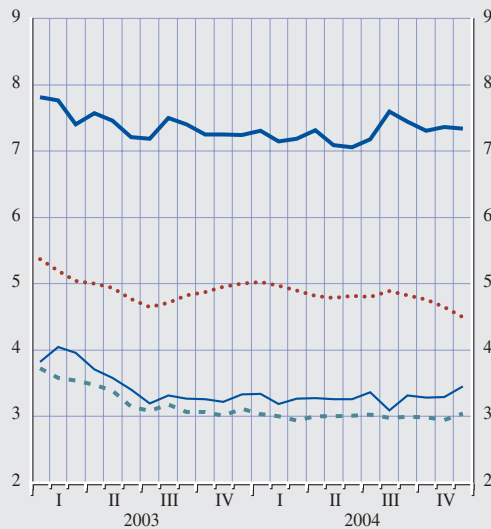
Asuntolainojen voimakkaaseen kasvuun vaikuttivat myös asuntolainojen alhaiset kustannukset, jotka vuonna 2004 jatkoivat edelleen supistumistaan, vaikka ne olivat alhaiset jo aiempina vuosina. Tämä lisäsi asuntojen hankinnan edullisuutta. Rahalaitosten myöntämien, koroltaan alun perin yli viideksi ja enintään 10 vuodeksi sidottujen uusien asuntolainasopimusten korko laski 52 peruspisteellä vuoden aikana ja oli vuoden 2004 joulukuussa 4,49 % (ks. kuvio 16). Koron lasku kuvasti vastaavien valtion keskipitkien joukkolainojen markkinakorkojen kehitystä. Kotitaloudet näyttivät myös yleisesti ottaen saaneen rahoitusta aiempaa helpommin vuonna 2004. Eurojärjestelmän pankkien luotonantokyselyn tulokset kertovatkin, että pankit ovat jonkin verran keventäneet asuntolainojen myöntämiseen soveltamaansa luottopolitiikkaa vuoden 2004 kolmella viimeisellä neljänneksellä.

Myös kulutusluottojen vuotuinen kasvuvauhti kiihtyi vuonna 2004, vaikkakin alemmalta lähtö-

**Kuvio 16. Rahalaitosten kotitalouksille ja yrityksille myöntämien lainojen korot**

(vuotuinen korko, uusien lainasopimusten korot, ilman sekkiuottoja, painotettuna<sup>1)</sup>)

- Vaihtuvakorkoiset ja korotaan alun perin enintään vuodeksi sidotut kulutusluotot kotitalouksille
- ..... Korotaan alun perin yli viideksi ja enintään 10 vuodeksi sidotut asuntolainat kotitalouksille
- - - - - Vaihtuvakorkoiset ja korotaan alun perin enintään vuodeksi sidotut yli miljoonan euron lainat yrityksille
- Korotaan alun perin yli vuodeksi ja enintään viideksi vuodeksi sidotut yli miljoonan euron lainat yrityksille



Lähde: EKP.  
1) Rahalaitosten painotetut korot on joulukuusta 2003 alkaen laskettu käyttämällä maakohtaisia painoja, jotka perustuvat uusien lainasopimusten määrään 12 kuukauden liukuvaan keskiarvoon. Tammikuusta marraskuuhun 2003 rahalaitosten painotetut korot on laskettu käyttämällä maakohtaisia painoja, jotka perustuvat uusien lainasopimusten määrään keskiarvoon vuonna 2003. Lisätietoja elokuun 2004 Kuukausikatsauksen kehikossa "Analysing MFI interest rates at the euro area level".

tasolta ja myöhemmin kuin asuntolainojen kasvuvauhti. Kulutusluottojen kasvussa saat-  
taa näkyä Euroopan komission julkaiseman kuluttajien luottamusindikaattorin asteittainen koheneminen, kun kotitalouksille myönnettyjen kulutusluottojen korot ovat olleet suhteellisen alhaiset vuonna 2004. Myös eurojärjestelmän pankkien luotonantokyselyn tulokset viittaavat siihen, että niin kulutusluottojen kuin muidenkin luottojen saatavuus parani luottopoliittikan kevennyttyä vuoden 2004 aikana.

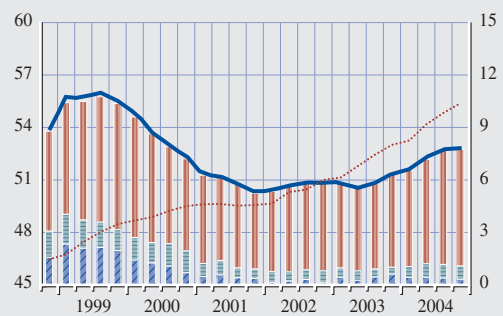
#### KOTITALOUKSIEN VELKAANTUNEISUUS KASVOI

Kotitalouksien lainanoton kasvu johti siihen, että kotitalouksien velkaantuneisuus suhteessa BKT:hen kasvoi (ks. kuvio 17). BKT:hen suh-

**Kuvio 17. BKT:hen suhteutettu kotitalouksien velka ja lainojen kasvu**

(BKT:hen suhteutettu velka ja lainojen vuotuinen kasvuvauhti prosentteina, vaikutus velan vuotuisen kasvuvauhtiin prosenttiyksikkönä)

- Lainojen vuotuinen kasvuvauhti (oikea asteikko)
- Asuntolainojen vaikutus velan kasvuun (oikea asteikko)
- Kulutusluottojen vaikutus velan kasvuun (oikea asteikko)
- Muiden lainojen vaikutus velan kasvuun (oikea asteikko)
- ..... BKT:hen suhteutettu velka (vasen asteikko)



Lähde: EKP.  
Huom. Neljännesvuotuisten rahoitustilinpidoon 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.

teutetun kotitalouksien velan kasvu johtuu osittain hintakehityksen vakaantumisesta ja korkojen laskusta useissa euroalueen maissa euron käyttöönoton jälkeen. Velanhoitokustannukset (eli korkojen ja velan pääoman suhde käytettävissä oleviin tuloihin) pysyivätkin verrattain pieninä, sillä korkotaso oli matala. Euroalueella kotitalouksien velkaantuneisuus suhteessa BKT:hen pysyi myös vähäisempänä kuin esimerkiksi Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Velkaantuneisuuden kasvuun liittyy kuitenkin riskejä, sillä sen vuoksi kotitaloudet ovat aiempaa alttiimpia korkojen, tulojen ja varallisuushintojen vaihteluille. Erityisen haavoittuvia ovat esimerkiksi sellaiset kotitaloudet, jotka ovat historiallisen matalan korkotason vallitessa ottaneet vaihtuvakorkoisia asuntolainoja, joiden korkomenot ovat alussa pienet. Kotitalouksien haavoittuvuuden arvioitiin liittyä huomattavaa epävarmuutta esimerkiksi siitä syystä, että korkomuutoksille alttiiden asuntolainojen osuus riippuu asuntolainasopimusten ominaisuuksista. Asuntolainasopimusten ominaisuudet puolestaan riippuvat kansallisten asuntolainamarkkinoiden

rakenteesta, kulttuurillisista ja historiallisista tekijöistä sekä sääntelystä ja verotuksesta, joissa kaikissa on huomattavia eroja euroalueen eri maiden välillä.<sup>4</sup>

### YRITYSTEN ULKOISEN RAHOITUKSEN KUSTANNUKSET PIENET

Euroalueen yritysten velkarahoitustilanne pysyi erittäin suotuisana vuonna 2004, ja se näkyi yritysten joukkolainojen koroissa ja pankkien koroissa. Yritysten velkarahoituksen kustannukset olivat pienet, ja yritykset saivat yleisesti ottaen helposti kaikentyyppistä rahoitusta.

Arvopapereihin liittyvän rahoituksen tarkastelu osoittaa, että yritysten liikkeeseen laskevien joukkolainojen nimelliset ja reaaliset tuotot olivat historiallisesti katsottuna erittäin pienet (ks. kuvio 18). Samaan aikaan reaaliset osinkotuotot (joiden voidaan katsoa indikoivan osakerahoituksen reaalikustannuksia) pieneni-  
vät vuoden 2003 huipustaan, mutta pysyivät kuitenkin edelleen jonkin verran 1990-luvun puolivälin jälkeistä keskiarvoaan suurempina.

Joukkolainarahoituksen pienet kustannukset johtuvat suurelta osin historiallisen matalasta korkotasosta kaikissa maturiteeteissa. Kustannusten pienuuteen vaikuttaa myös se, että sijoittajat pitävät euroalueen yritysten luottoriskinäkymiä hyvinä. Yritysten ja valtion joukkolainojen välinen tuottoero kapeni vuonna 2004 entisestään erityisesti AA- ja BBB-luokituksen saaneiden joukkolainojen osalta oltuaan jo sitä ennen pieni. Tuottoeron kapeneminen voidaan selittää perustekijöillä, kuten rahoitusmarkkinoiden volatilitietin huomattavalla vähenemisellä (ks. kehikko 3) sekä yritysten kannattavuuden parantumisella. Ei voida myöskään sulkea pois mahdollisuutta, että yritysainojen tuottojen supistumiseen vaikutti edelleen se, että sijoittajat etsivät tuottoa tilanteessa, jossa korot olivat matalat.

Rahalaitosten myöntämien lainojen (jotka ovat yleisin velkarahoituksen muoto yrityksissä) rahoituskustannusten tarkastelu osoittaa, että rahalaitosten korot pysyivät jokseenkin vakaina vuonna 2004 (ks. kuvio 16) ja olivat yle-

**Kuvio 18. Yritysten markkinaehtoisen rahoituksen kustannusten indikaattoreita**



Lähteet: EKP, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch ja Consensus Economics.

1) Yritysten joukkolainojen tuotot perustuvat sijoitusluokkaan kuuluvia yrityksiä koskevaan Merrill Lynchin indeksiin ja korkeatuottoisten lainojen indeksiin. Huhtikuuta 1998 edeltävältä ajalta on saatavissa ainoastaan kansalliset tiedot (Belgia, Ranska, Saksa, Italia, Alankomaat ja Espanja). Tuotot on laskettu yhteen käyttämällä BKT-painoja, jotka vastaavat vuoden 2001 ostovoimapariteettia. Nimellistuotot on deflaatoitu (Consensus Economicsin julkistamalla) keskimääräisillä inflaatio-odotuksilla ajanjaksolta, joka vastaa yritysten joukkolainojen keskimääräistä kestoa.

2) Osinkotuotot on määritelty markkinoiden odottamaksi vuotuisiksi osingoksi, joka on laskettu prosentteina osakkeen hinnasta. Nimellistuotot on deflaatoitu YKHllä.

sesti ottaen hyvin alhaiset. Vuosina 2002 ja 2003 korot olivat laskeneet.

Yritysten saattoi myös olla aiempaa helpompia saada pankkilainaa vuonna 2004. Eurojärjestelmän pankeille tekemän luotonantokyselyn tulosten mukaan lainojen myöntämiseen yrityksille sovellettavan luottopolitiikan nettomääräinen tiukentuminen hidastui asteittain vuoden 2004 alkupuoliskolla ja luottopolitiikka keventyi nettomääräisesti jonkin verran vuoden jälkipuoliskolla. Samaan aikaan suurten sekä pienten ja keskisuurten yritysten rahoituskustannukset erosivat jonkin verran toisistaan (ks. kehikko 4).

4 Lisätietoja marraskuun 2004 Kuukausikatsauksen kehikossa "Features of mortgage contracts in the euro area".



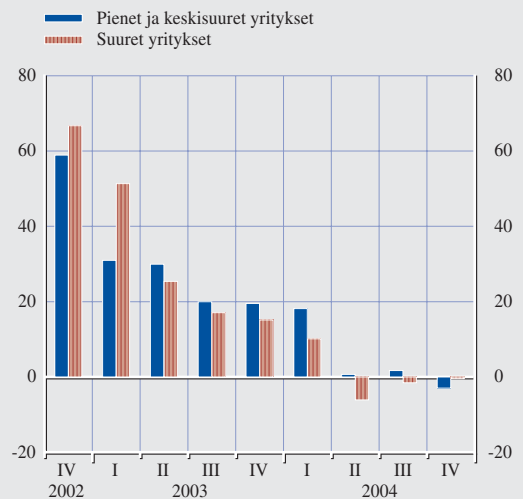
### OLIKO EUROALUEELLA SUURTEN YRITYSTEN RAHOITUSTILANNE VUONNA 2004 SUOTUISAMPI KUIN PIENEN JA KESKISUURTEN YRITYSTEN?

Pienillä ja keskisuurilla yrityksillä ulkoisen rahoituksen hankintaan ja rahoituskustannuksiin saattaa yleisesti ottaen liittyä enemmän rajoitteita kuin suurten yritysten. Toisin kuin suuryritykset, pienet ja keskisuuret yritykset eivät yleensä voi hankkia rahoitusta pääomamarkkinoilta, ja niiden on siksi tyydyttävä pääasiassa pankkilainoihin tai kalliimpaan ulkoiseen rahoitukseen (kuten kauppaluottoihin tai leasing- ja factoringrahoitukseen). Pienemmillä yrityksillä on keskimäärin enemmän ongelmia rahoituksen hankkimisessa myös siksi, että potentiaaliset lainantajat eivät saa näistä yrityksistä riittävästi tietoa, koska ne ovat usein nuorempia ja niiden tiedonantovelvollisuudet eivät ole yhtä tiukat kuin suuryritysten (esim. niiden kirjanpidon ei tarvitse olla yhtä yksityiskohtaista kuin suuryritysten jne.). Tiedonpuutteesta aiheutuvia ongelmia voitaisiin kompensoida vakuuksien käytöllä, mutta pienillä ja keskisuurilla yrityksillä ei yleensä ole tarjota yhtä paljon vakuuksia (kuten kiinteää omaisuutta) kuin vakiintuneemmilla suuryrityksillä. Näin ollen pankit soveltavat usein tiukempia luottokriteerejä pienille ja nuorille yrityksille myöntämiinsä luottoihin, koska niillä on yleensä vähemmän tietoa tällaisista yrityksistä.

Pienten ja keskisuurten yritysten (mm. pankkikorkoihin liittyvät) rahoituskustannukset ovat usein suuremmat kuin suuryritysten. Pienyrityksille myönnettävien lainojen suhteellisesti korkeammat korot johtuvat monista tekijöistä. Esimerkiksi kiinteät lainakustannukset voivat olla suhteettoman suuret lainan kokoon nähden. Pienyritykset voivat myös olla riskialttiimpia kuin suuret ja vakiintuneet yritykset (vaikka pankit voivatkin ehkä hajauttaa pienille ja keskisuurille yrityksille myönnettävien luottojen riskit paremmin). Lisäksi pienten ja keskisuurten yritysten luottotajien välillä saattaa olla liian vähän kilpailua, mikä tarkoittaa sitä, että niiden on helppo ”sitota itseensä” luottotamansa pienyritykset, jolloin yrityksille tulee kalliiksi vaihtaa lainantajapankkia. Koska pienten ja keskisuurten yritysten on vaikeampi saada ulkoista rahoitusta kuin suuryritysten ja koska niiden ulkoisen rahoituksen hankintakustannukset ovat suuremmat, ne turvautuvat enemmän sisäiseen rahoitukseen pitämällä taseessaan keskimäärin enemmän likvidejä varoja kuin suuryritykset. Likvidien varojen hallussapito on kallista, joten siitä voi aiheutua pienyrityksille lisärasitusta.<sup>1</sup>

**Kuvio A. Yritysten lainojen tai luottolimiittien myöntämiseen sovellettavan luottopolitiikan muutokset**

(prosentteina, netto)



Lähde: EKP.

Huom. nettomääräiset prosenttiosuudet tarkoittavat tulosten ”tiukennettu huomattavasti” ja ”tiukennettu jonkin verran” summan ja tulosten ”lievennetty jonkin verran” ja ”lievennetty huomattavasti” summan välistä eroa.

<sup>1</sup> Yksityiskohtaisempaa tietoa pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksen hankinnasta Euroopassa saa seuraavista lähteistä: ”Europe’s changing financial landscape: The financing of small and medium-sized enterprises”, Euroopan investointipankin julkaisu EIB Papers, Vol. 8, No 2, 2003, sekä Euroopan komission julkaisu ”SMEs and access to finance”, Observatory of European SMEs, 2003, No. 2.

Pienten ja keski suurten yritysten rahoitus- tilanteeseen euroalueella on viime aikoina kiinnitetty yhä enemmän huomiota. Eurojärjestelmän neljä kertaa vuodessa tekemästä pankkien luotonantoa koskevasta kyselytutkimuksesta saadaan kvalitatiivista tietoa sekä pienten ja keski suurten että suurten yritysten rahoitus tilanteesta. Luotonantokyselystä saadaan tietoa erityisesti luottopolitiikan muutoksista myönnettäessä lainoja pienille ja keski suurille sekä suurille yrityksille (ks. kuvio A). Vuoden 2002 neljännestä neljänneksestä lähtien pankkien pienille ja keski suurille sekä suurille yrityksille myöntämien lainojen luotokriteerit ovat kehittyneet hyvin samankaltaisesti ja yritys lainojen myöntämiseen sovellettavan luottopolitiikan nettomääräinen tiukentuminen on vähitellen hellittänyt. Luottopolitiikka myönnettäessä lainoja suuryrityksille on keskimäärin ollut hieman vähemmän tiukkaa, ja se jopa keventyi hieman (nettomääräisesti laskettuna) vuoden 2004 toisesta neljänneksestä alkaen. Vuoden 2004 viimeisellä neljänneksellä pienille ja keski suurille yrityksille myönnettävien lainojen luotokriteerien nettomääräinen tiukentuminen hidastui verrattain paljon ja näihin lainoihin sovellettava luottopolitiikka keventyi nettomääräisesti laskettuna ensimmäistä kertaa sitten pankkien luotonantokyselyjen aloittamisen.

Uudet rahalaitosten korkotilastot (joita on julkaistu tammikuusta 2003 alkaen) mahdollistavat erikokoisten (miljoonaa euroa pienempien ja suurempien) lainojen vertailemisen.<sup>2</sup> Kun oletetaan, että yli miljoonan euron lainat myönnetään yleensä suuryrityksille, erikokoisten lainojen korkoja vertailemalla voidaan saada tietoa pienten ja keski suurten yritysten rahoituskustannuksista suhteessa suuryritysten rahoituskustannuksiin. Jaottelu on tietenkin vain summittainen. Rahalaitosten tammikuun 2003 ja joulukuun 2004 välillä myöntämien pienten lainojen korot (mitattuna rahalaitosten yrityksille myöntämien enintään miljoonan euron lainojen koroilla) olivat 0,4–1,8 prosenttiyksikköä korkeammat kuin rahalaitosten tänä aikana myöntämien suurten lainojen korot (mitattuna rahalaitosten yrityksille myöntämien yli yhden miljoonan euron lainojen koroilla) (ks. kuvio B). Kaiken kaikkiaan pienten ja suurten lainojen väliset korkoerot muuttuivat vain hieman tammikuun 2003 jälkeisellä ajanjaksolla. Tarkasteltaessa viime aikaisista kehitystä yksityiskohtaisemmin käy ilmi, että pienten lainojen ja suurten, koroltaan alun perin yli yhdeksi vuodeksi ja enintään viideksi vuodeksi sidottujen lainojen sekä pienten lainojen ja suurten, koroltaan alun perin yli viideksi vuodeksi sidottujen lainojen väliset korkoerot pienenevät hieman (edellinen 10 ja jälkimmäinen 15 peruspistettä), mutta pienten lainojen

**Kuvio B. Rahalaitosten yrityksille myöntämien pienten ja suurten lainojen korkoerot<sup>1), 2)</sup>**

(prosenttiyksikköinä, uudet lainasopimukset)



Lähde: EKP.

1) Rahalaitosten painotetut korot on joulukuusta 2003 alkaen laskettu käyttämällä maakohtaisia painoja, jotka perustuvat uusien lainasopimusten määrän 12 kuukauden liukuvaan keskiarvoon. Tammikuusta marraskuuhun 2003 rahalaitosten painotetut korot on laskettu käyttämällä maakohtaisia painoja, jotka perustuvat uusien lainasopimusten määrän keskiarvoon vuonna 2003. Lisätietoja elokuun 2004 Kuukausikatsauksen kehikossa "Analysing MFI interest rates at the euro area level".

2) Pienet lainat ovat enintään 1 miljoonan euron lainoja, ja suuret lainat ovat yli 1 miljoonan euron lainoja.

<sup>2</sup> Ks. myös tämän vuosikertomuksen kehikko 13 "Euroalueen luottomarkkinoiden yhdyntyminen".

ja vaihtuvakorkoisten, koroltaan alun perin enintään yhdeksi vuodeksi sidottujen lainojen välinen korkoero pysyi jokseenkin ennallaan.

Käytettävissä olevan aineiston perusteella on vaikeaa tehdä varmoja johtopäätöksiä. Pienten ja keskisuurten yritysten rahoituskustannukset olivat edelleen suhteellisen korkeat verrattuna suurten yritysten rahoituskustannuksiin, mutta vuonna 2004 pienten ja suurten yritysten rahoituskustannukset kehittyivät suunnilleen samalla tavoin. On myös merkkejä siitä, että pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksen hankinta helpottui huomattavasti tänä ajanjaksona.

### ULKOISEN RAHOITUKSEN HANKINTA VÄHÄISTÄ VUONNA 2004

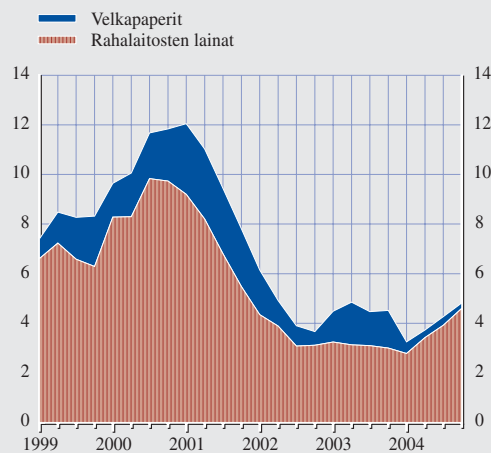
Suotuisista rahoitusoloista huolimatta yritykset hankkivat ulkoista rahoitusta vain vähän vuonna 2004. Velkarahoituksen vuotuinen kasvuvauhti oli vuoden 2004 lopussa 4,8 %, eli se nopeutui hieman vuoden 2003 lopun 4,5 prosentista. Vuoden 2004 jälkipuoliskolla velkarahoituksen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui jonkin verran pääasiassa lainarahoituksen kasvun vuoksi (ks. kuvio 19). Rahalaitosten yrityksille myöntämien lainojen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui vuoden 2003 lopun 3,5 prosentista 5,4 prosenttiin vuoden 2004 lopussa.

Samaan aikaan yritysten velkapapereiden netto-emissioiden kasvuvauhti hidastui merkittävästi eli vuoden 2003 lopun 10,5 prosentista 2,4 prosenttiin vuoden 2004 lopussa.

Velkarahoituksen yleisesti ottaen verrattain vähäiseen hankintaan ovat saattaneet vaikuttaa useat tekijät. Ensinnäkin yritysten – ainakin Dow Jones Euro Stoxx -indeksiin kuuluvien suurten yritysten (ks. kuvio 14) – kannattavuus parani omarahoituksen kasvun vuoksi, mikä saattoi lisätä yritysten halukkuutta pienentää kokonaisvelkaansa. Toisekseen velkarahoituksen verraten hitaassa kasvussa saattoi näkyä

**Kuvio 19. Velkaerien vaikutus yritysten velan vuotuisen kasvuvauhtiin**

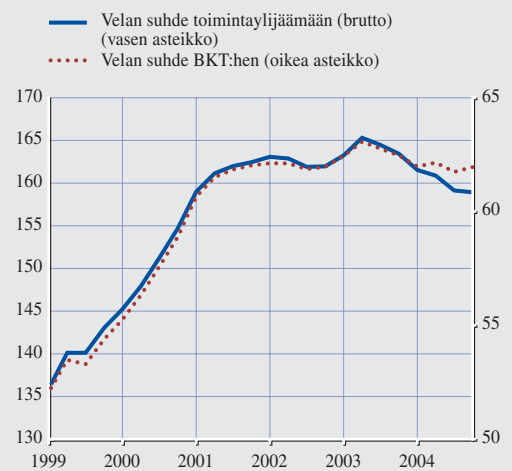
(prosenttiyksikköä)



Lähde: EKP.

**Kuvio 20. Yritysten taseindikaattoreita**

(%)



Lähteet: EKP ja Eurostat.

Huom. Vuoden 2004 viimeisen neljänneksen luvut on arvioitu raha- ja pankkitilastoihin sekä arvopapereiden liikkeeseenlaskuja koskeviin tilastoihin kirjattujen transaktioiden perusteella. Neljännesvuotuisten rahoitustilinpidon 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.

myös se, että talouskasvu on elpynyt vain vähitellen. Yritykset näyttivätkin omaksuneen varovaisen ”odota ja katso” -lähestymistavan suunnitellessaan uusien suurten pääomainvestointien rahoitusta.

Yritykset myös hankkivat vuonna 2004 aiempaa vähemmän epäsuoraa rahoitusta muilta rahoituslaitoksilta kuin rahalaitoksilta. Tämä sektori sisältää yritysten omat rahoitusyhtiöt, erillisyhtiöt (special-purpose vehicles) ja muut yhtiöt, joiden kautta voi hankkia muuta rahoitusta kuin pankkirahoitusta.

Muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten velkapapereiden nettoemissioiden vuotuinen kasvuvauhti hidastui vuoden 2003 lopun 22,3 prosentista 13,2 prosenttiin vuoden 2004 lopussa. Se pysyi kuitenkin nopeana muiden sektoreiden emissioiden kasvuvauhtiin verrattuna.

Euroalueen yritysten liikkeeseen laskemien noteerattujen osakkeiden vuotuinen kasvuvauhti oli 0,9 % vuoden 2004 lopussa, eli se ei juuri muuttunut edellisten kahden vuoden hyvin alhaisista lukemista. Osakerahoituksen vähäinen käyttö johtuu sekä ulkoisen rahoituksen kysynnän vähäisyydestä että muiden rahoituslähteiden erittäin alhaisista kustannuksista. Liikkeeseen laskettujen noteerattujen osakkeiden

nettomäärän vähäisyyteen ovat jossakin määrin vaikuttaneet myös rakenteelliset tekijät, kuten osakkeiden poistaminen listalta ja omien osakkeiden osto. Näitä toimia tekevät pääasiassa yritykset, jotka ovat hankkineet riittävästi rahaa sijoitettavaksi sekä liiketoimintaansa että omien osakkeidensa oston.

Suotuisa rahoitustilanne johti siihen, että yritysten taseet vahvistuivat jonkin verran (ks. kuvio 20). Historiallisesti katsottuna yritysten velkaantuneisuus pysyi edelleen suurena. Koska rahalaitosten korot ovat yleisesti laskeneet, yritysten velanhoitokustannukset eivät ole kuitenkaan olleet viime vuosina merkittävästi aiempaa korkeammat.

### 2.3 HINTAKEHITYS

Euroalueen keskimääräinen YKHI-inflaatiovauhti oli 2,1 % vuonna 2004 eli sama kuin edellisenäkin vuonna (ks. taulukko 1). Nousupaineita hintoihin aiheuttivat pääasiassa öljyn hinnan nousu sekä välillisten verojen ja hallinnollisesti säänneltyjen hintojen korotusten jatkuminen. Nousupaineita tasoittivat euron vahvistuminen edelleen, kysynnän vaimuus sekä jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen vuotuisen nousuvauhdin huomattava hidastu-

#### Taulukko 1. Hintakehitys

(vuotuinen prosentimuutos, ellei toisin mainita)

	2002	2003	2004	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2004 Joulu	2005 Tammi
<b>YKHI ja sen erät</b>										
Kokonaisindeksi	2,3	2,1	2,1	2,0	1,7	2,3	2,2	2,3	2,4	1,9
Energia	-0,6	3,0	4,5	1,6	-1,5	4,8	6,3	8,5	6,9	6,2
Jalostetut elintarvikkeet	3,1	3,3	3,4	3,8	3,5	3,9	3,6	2,8	3,2	2,8
Jalostamattomat elintarvikkeet	3,1	2,1	0,6	3,6	2,2	1,5	-0,3	-0,7	0,0	-0,6
Muut teollisuustuotteet kuin energia	1,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,8	0,5
Palvelut	3,1	2,5	2,6	2,4	2,6	2,6	2,6	2,7	2,7	2,4
<b>Muut hinta- ja kustannusindikaattorit</b>										
Teollisuuden tuottajahinnat <sup>1)</sup>	-0,1	1,4	2,3	1,0	0,2	2,0	3,1	3,8	3,5	.
Öljyn hinta (euroa/barreli) <sup>2)</sup>	26,5	25,1	30,5	24,5	25,0	29,3	33,3	34,5	30,0	33,6
Raaka-aineiden hinnat <sup>3)</sup>	-0,9	-4,5	10,8	-1,2	9,8	20,9	11,9	1,3	-0,2	-1,9

Lähteet: Eurostat, Thomson Financial Datastream ja HWWA.

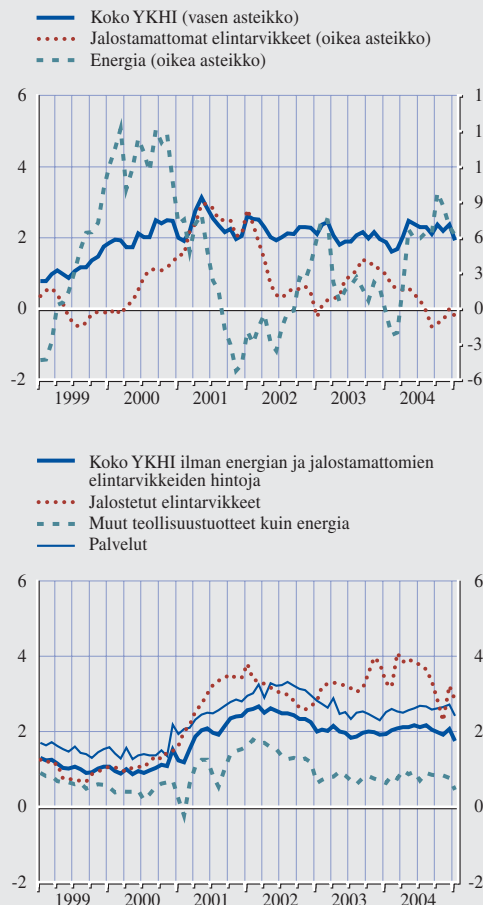
1) Ei sisällä rakentamista.

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

3) Ei sisällä energian hintaa; hinnat euroina.

## Kuvio 21. YKHI-inflaatio: tärkeimmät erät

(vuotuinen prosenttimuutos, kuukausihavaintoja)



Lähde: Eurostat.

minen. Vaikka öljyn hinta aiheutti huomattavia nousupaineita euroalueen kuluttajahintoihin, nähtävissä ei juuri ollut viitteitä siitä, että inflaatiopaineet olisivat kasvamassa euroalueella. Tuottajahintojen vuotuinen nousuvauhti oli 2,3 % vuonna 2004, kun se vuonna 2003 oli ollut 1,4 %. Tämä johtui lähinnä energian ja väli tuotteiden hintojen noususta. Hintojen nousu ei kuitenkaan näytä merkittävästi välittyneen tuotantoketjun loppuvaiheisiin. Myös palkkojen nousu pysyi maltillisena vuonna 2004, mihin vaikuttivat talouskasvun jatkuminen hitaana ja työmarkkinoiden kehitys.

Tammikuussa 2005 YKHI-inflaatiovauhti hidastui 1,9 prosenttiin oltuaan 0,5 prosenttiyksikköä nopeampi joulukuussa 2004. Nousuvauhti hidastui kaikissa YKHI:n hintaerissä, ja tämä johtui osaksi vertailuajankohdan vaikutuksista. Inflaation hidastuminen oli myös seurausta energian hinnan vuotuisen nousuvauhdin hidastumisen ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen laskun suotuisista vaikutuksista sekä joidenkin euroalueen maiden aiempaa suuremmista hinnanalennuksista kausialennusmyyntien yhteydessä.

### KOKONAISINDEKSIIN KEHITYKSEEN VAIKUTTI VAIHTELEVIEN ERIEN KEHITYS

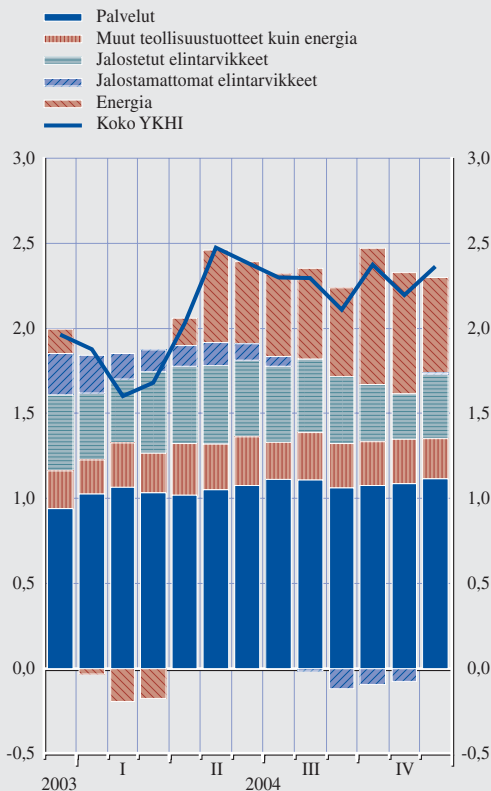
Kokonaisindeksin kehitys vuonna 2004 selittyy suureksi osaksi YKHI:n vaihtelevien erien – erityisesti energian ja jossain määrin jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen – kehityksellä (ks. kuvio 21).

Öljyn hinta oli odotettua korkeampi vuonna 2004. Joulukuussa raakaöljyn (Brent) keskimääräinen euromääräinen barrelihinta oli 25 % korkeampi kuin joulukuussa 2003. Tämä aiheutti voimakkaita nousupaineita energian kuluttajahintoihin euroalueella. Kuluttajahinnat nousivat vuonna 2004 keskimäärin 4,5 %, kun ne vuonna 2003 olivat nousseet 3,0 %. Vuonna 2004 niiden vaikutus keskimääräiseen vuotuisen inflaatiovauhtiin oli 0,4 prosenttiyksikköä eli suurin neljään vuoteen (ks. kuvio 22).

Vuotuinen kokonaisinflaatio hidastui noin 1,7 prosenttiin vuoden 2004 ensimmäisenä neljänneksenä, mikä johtui YKHI:n energiaerään liittyvästä vertailuajankohdan vaikutuksesta. Tämän jälkeen vuotuinen kokonaisinflaatio alkoi nopeutua odottamattoman energian hinnan nousun vuoksi ja oli nopeimmillaan eli 2,5 % toukokuussa. Nämä nousupaineet kumosivat suurelta osin jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen vaikutuksen vaimenemisen: jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen keskimääräinen vuotuinen nousuvauhti hidastui 0,6 prosenttiin vuonna 2004, kun se vuonna 2003 oli ollut 2,1 %. Jalostamattomien elintarvikkeiden hinnoilla, joiden nousuvauhtia vaimensi suotuisa sää, oli hillitsevä vaikutus YKHI:n ko-

## Kuvio 22. YKH:n erien vaikutukset koko indeksin nousuvauhtiin

(vuotuinen vaikutus prosenttiyksikköinä, kuukausihavaintoja)



Lähde: Eurostat.

Huom. Pyöristysten vuoksi erien yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää koko indeksin arvon kanssa.

konaindeksin kehitykseen kesällä ja syksyllä. YKHI-inflaatiovauhti pysytteli kuitenkin hieman yli 2 prosentissa vuoden loppuun asti.

Myös muut ulkoiset tekijät aiheuttivat euroalueen inflaatiopaineita vuonna 2004. Erityisesti muiden raaka-aineiden kuin öljyn hinnat nousivat huomattavasti vuoden alkupuoliskolla, minkä jälkeen niiden nousuvauhti hidastui. Euron huomattava vahvistuminen kuitenkin osittain tasoitti öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen vaikutusta inflaatiovauhtiin.

YKH:n muut, vähän vaihtelevat erät vaikuttivat kokonaisinflaation pysymiseen nopeana vuonna 2004. Tämä johtui erityisesti välillisten

verojen ja hallinnollisesti säänneltyjen hintojen kehityksestä. Tupakkaveroja korotettiin edelleen useissa euroalueen maissa, kuten vuonna 2003, ja tämä aiheutti huomattavia nousupaineita jalostettujen elintarvikkeiden hintoihin. Tämän seurauksena jalostettujen elintarvikkeiden hintojen keskimääräinen vuotuinen nousuvauhti oli 3,4 % vuonna 2004, kun se vuonna 2003 oli ollut 3,3 %. Muiden teollisuustuotteiden kuin energian hintojen vuotuinen muutosvauhti oli 0,8 % vuonna 2004 eli sama kuin vuonna 2003. Tämän erän muutosvauhdin hidastumisen estivät hallinnollisesti säänneltyjen hintojen korotukset – erityisesti terveydenhoitotuotteiden ja lääkkeiden hintojen nostettiin. Myös sairaanhoito-, hammashoito- ja sairaalapalvelujen hinnat nousivat huomattavasti, mikä johtui terveydenhuoltopalveluihin liittyvistä hallinnollisesti säänneltyihin hintoihin kohdistuneista toimista eri maissa. Nämä hintojen korotukset selittävät palvelujen hintojen nousuvauhdin nopeutumisen 2,6 prosenttiin vuonna 2004 edellisen vuoden 2,5 prosentista. Myös energian hinnannoususta johtuvat nousupaineet kuljetuskustannuksissa vaikuttivat palvelujen hintojen nousuvauhtiin, joskaan eivät yhtä paljon. Kehikossa 5 tarkastellaan öljyn hinnan kehityksen vaikutusta euroalueen talouteen yksityiskohtaisemmin.

### ASUNTOJEN HINNAT NOUSIVAT

Euroalueen asuntojen hinnat – ne eivät ole mukana YKHI:ssä – nousivat edelleen voimakkaasti vuonna 2004: vuoden alkupuoliskolla ne nousivat 6,9 % verrattuna vuoden 2003 alkupuoliskoon. Hintojen kehityksestä ei käy ilmi asuntojen hintojen kehityksen erot euroalueen maissa: hinnat nousivat yli 10 % Espanjassa, Irlannissa, Ranskassa ja Italiassa, mutta laskivat hieman Saksassa. Saatavissa olevat tiedot vuoden 2004 jälkipuoliskolta viittaavat siihen, että hintojen nousu on jatkunut vahvana. Näyttääkin siltä, että asuntojen hintojen vuotuinen nousuvauhti on jo neljättä vuotta 6–7 % (ks. kuvio 23). Tätä pitkään ja voimakkaana jatkunutta asuntojen hintojen nousua edelsi hintojen verrattain vähäinen nousu (alle 3 % vuodessa) 1990-luvun puolivälissä.

## Kehikko 5.

### ÖLJYN HINTA JA EUROALUEEN TALOUS

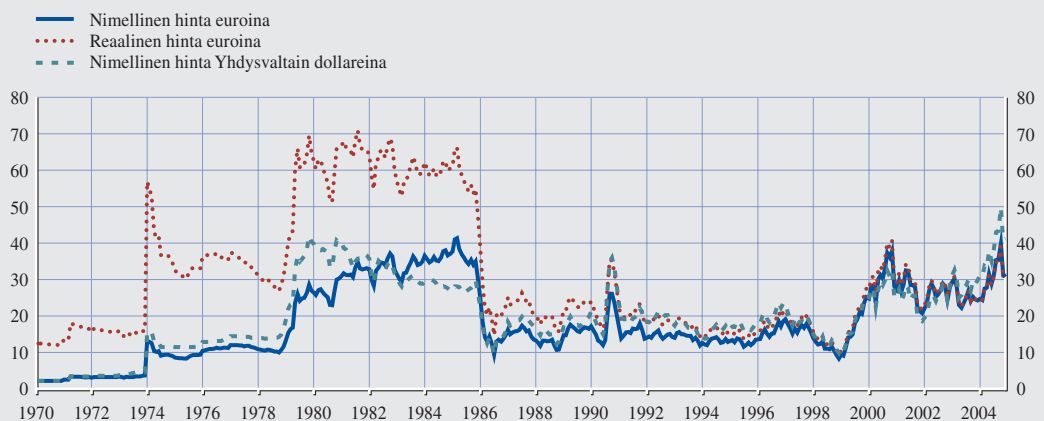
Tässä kehikossa tarkastellaan öljyn hinnan kehitystä vuonna 2004 ja sen vaikutusta euroalueen talouteen. Ensiksi öljyn hinnan nousua tarkastellaan historiallisesta näkökulmasta. Tämän jälkeen kuvataan kanavia, joiden kautta öljyn hinta vaikuttaa euroalueen inflaatioon ja tuotannon kasvuun. Lopuksi annetaan alustava arvio öljyn hinnan nousun vaikutuksista. On kuitenkin pidettävä mielessä, että kaikkia vaikutuksia ei saada selville mallien avulla.

#### Öljyn hinnan kehitys pitkän aikavälin näkökulmasta

Öljyn dollarimääräinen nimellinen hinta kohosi huippuunsa vuonna 2004. Tämän hinnan nousun ja öljyn aiempien hintasokkien välillä on kuitenkin olennaisia eroja. Ensiksikin vuoden 2004 hinnannousu oli huomattavasti pienempi kuin öljyn aiempien mittavien hintasokkien aikana (ks. taulukko). Raakaöljyn (Brent) hinta vuonna 2004 oli keskimäärin 33 % korkeampi kuin vuonna 2003. Vuonna 2004 öljyn euromääräinen hinta nousi kuitenkin 20 %, mikä johtui euron vahvistumisesta Yhdysvaltain dollariin nähden. Toiseksi kun otetaan huomioon inflaation vaikutus eli tarkastellaan reaalisia hintoja, huomataan, että vuonna 2004 öljyn hinta oli huomattavasti alhaisempi kuin aiempina ajanjaksoina, joina hinta on ollut korkea (ks. kuvio A). Kolmanneksi vuoden 2004 hinnannousuun vaikuttivat eri tekijät kuin öljyn aiempiin hintasokkeihin. Öljyn hinnan nousu vuosina 1973, 1979, 1990 ja 1999 johtui pääasiassa öljyn tarjonnan huomattavista katkoksisista. Sitä vastoin öljyn hintaan vuonna 2004 vaikuttivat useat tekijät. Näitä tekijöitä olivat erityisesti öljyn odotukset ylittänyt vilkas kysyntä, käyttämättömän kapasiteetin supistuminen sekä huoli useiden öljyntuottajamaiden toimitusten varmuudesta.

#### Kuvio A. Raakaöljyn hinta, Brent-laatu

(barrelia kohti)



Lähteet: IMF ja EKP:n laskelmat.

Huom. Öljyn reaalin hinta mahdollistaa vertailun öljyn hintakehityksen vaikutuksesta ostovoimaan ajan kuluessa. Se lasketaan defloimalla öljyn nimellinen hinta euroalueen YKH:llä, ja perusjaksona pidetään joulukuuta 2004. Vuotta 1990 edeltävän ajan hintatiedot ovat kansallisia kuluttajahintaindeksiin perustuvia tietoja.

## Öljyn hinnan muutosten välittyminen euroalueen inflaatioon

Tarkasteltaessa öljyn hinnan vaikutusta euroalueen hintoihin on hyvä erottaa toisistaan välittömät, välilliset ja kerrannaisvaikutukset.<sup>1</sup> Välittömät vaikutukset ovat YKHI:n kokonaisindeksissä näkyvät, öljyn hinnan muutosten välittömät vaikutukset energian kuluttajaintentioihin. Energiaerän paino YKHI:n kokonaisindeksissä on 8 % ja se korreloi vahvasti öljyn euromääräisen hinnan kanssa. Kuviosta käyvät ilmi energiaerän tärkeimpien öljyyn liittyvien erien vaikutus vuotuisen YKHI-inflaatiovauhtiin sekä öljyn hinnan kehitys. Kuviosta näkyy, että öljyn hinnan nousun suora vaikutus ilmenee YKHI-inflaatiovauhdissa vuoden kuluessa öljyn hinnan noususta.

Välilliset vaikutukset tarkoittavat sitä, että öljyn hintasokit saattavat välittömien vaikutusten lisäksi nostaa energian tuotantopanoshintoja ja siten vaikuttaa muiden tuotteiden ja palvelujen hintoihin. Tämä saattaa nostaa hintoja yleisesti. Hintojen nousuun vaikuttaa tosin myös se, miten voittomarginaalien pienentämisellä voidaan pehmentää kustannusten nousua. Kuviosta C käy ilmi öljyn hinnan välillinen vaikutus kuljetukseen liittyviin YKHI:n palvelueriin. Näiden erien vaikutus YKHI:n kokonaisindeksiin lisääntyy yleensä viipeellä öljyn hinnan nousun jälkeen. On kuitenkin pidettävä mielessä, että myös muut tekijät vaikuttavat näihin eriin ja että öljyn hinnan muutoksilla on välillinen vaikutus myös muihin YKHI:n eriin.

Kerrannaisvaikutukset viittaavat siihen, että edellä mainittujen välittömien ja välillisten vaikutusten lisäksi öljyn hintasokilla saattaa olla muitakin vaikutuksia inflaatioon, sillä se saattaa aiheuttaa palkkavaatimusten kasvamista, jolla halutaan kompensoida reaalityulojen laskua.

<sup>1</sup> Ks. myös marraskuun 2004 Kuukausikatsauksen artikkeli "Oil prices and the euro area economy" ja heinäkuun 2004 Kuukausikatsauksen kehikko "Recent oil price developments and their impact on euro area prices".

## Raakaöljyn hinnan nousu tiettyinä ajanjaksoina, Brent-laatu

(vuotuisen keskiarvon prosenttimuutos)

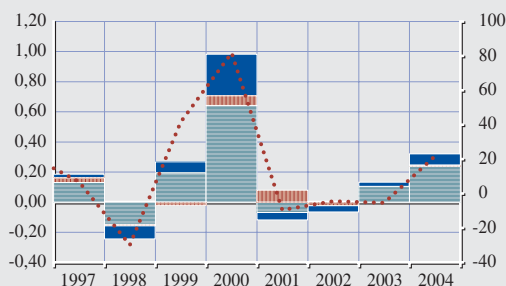
	1973–1974	1978–1979	1999–2000	2003–2004
Yhdysvaltain dollareina	204	125	60	33
Euroina	210	110	84	20

Lähteet: IMF ja EKP:n laskelmat.

## Kuvio B. Öljyn hinta ja energiaerän vaikutus YKHI-inflaatioon

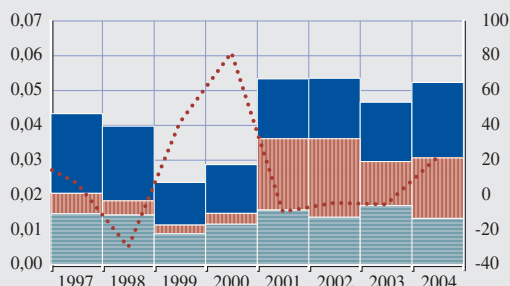
(vaikutus prosenttiyksikköinä, ellei toisin mainita)

- Nestemäiset polttoaineet (vasen asteikko)
- Lämmitysenergia (vasen asteikko)
- Voiteluaineet (vasen asteikko)
- Öljyn hinta euroina (vuotuinen muutosvauhti, oikea asteikko)



## Kuvio C. Öljyn hinta ja kuljetuksiin liittyvän erän vaikutus YKHI-inflaatioon

- Henkilökuljetukset yhteensä (vasen asteikko)
- Henkilökuljetus lentoteitse (vasen asteikko)
- Henkilökuljetus maateitse (vasen asteikko)
- Öljyn hinta euroina (vuotuinen muutosvauhti, oikea asteikko)



Lähteet: Eurostat, Thomson Financial Datastream ja EKP:n laskelmat.



Tällaiset kerrannaisvaikutukset ilmenevät yleensä viipeellä. Kerrannaisvaikutusten esiintyminen riippuu yleensä häiriön kestoja koskevista odotuksista mutta myös siitä, kannustaako taloudellinen tilanne – erityisesti työmarkkinatilanne – nykyistä suurempiin palkkavaatimuksiin. Öljyn hintasokkiin liittyvät kerrannaisvaikutukset pysyivät vuonna 2004 maltillisina, mikä johtui euroalueen talouden suhdannevaiheesta ja työmarkkinatilanteesta. Palkkojen indeksioinnin väheneminen 1970- ja 1980-lukujen tasolta on myös saattanut vähentää inflaation vaikutusta palkanmuodostukseen.

### **Öljyn hinnan muutosten välittyminen euroalueen tuotannon kasvuun**

Öljyn hintasokit vaikuttavat reaalitytönteeseen pääasiassa kahden kanavan kautta. Ensinnäkin hintasokit vaikuttavat tarjontapuolen kautta, sillä öljy on tärkeä tuotantoprosessin tuotantopanoks. Öljyn hinnan nousu kasvattaa tuotantokustannuksia erityisesti lyhyellä aikavälillä, sillä mahdollisuudet korvata öljy muilla energianlähteillä ovat rajalliset. Öljyn hinnan nousu saattaa myös laskea tuotantoa. Tämä puolestaan saattaa vähentää muiden tuotantotehtäjäiden, kuten työvoiman, kysyntää. Toiseksi kysyntäpuolella öljyn hinnan nousu huonontaa öljyn nettotuottojen, kuten euroalueen, ulkomaankaupan vaihtosuhtetta. Tästä seuraa reaalitytönteiden lasku, joka vähentää kotimaista kysyntää siltä osin, kuin reaalitytönteiden laskua ei kompensoida vähentämällä säästämistä tai lisäämällä luotonottoa. Useat muut kanavat, joita on vaikea mitata, välittävät öljyn hintasokin vaikutukset esimerkiksi luottamuksen tai osakemarkkinoiden kautta.

### **Öljyn hinnan nousun vaikutusten kvantifiointi malleilla**

Öljyn hinnan nousun vaikutusta euroalueen inflaatioon ja BKT:n määrän kasvuun viime vuosina voidaan arvioida erilaisilla malleilla. Tällaiset arviot osoittavat kaiken kaikkiaan, että öljyn hinnan 20 prosentin nousu kiihdyttää euroalueen inflaatiota ensimmäisenä vuonna 0,2 prosenttiyksikköä ja vielä 0,1 prosenttiyksikköä kahtena seuraavana vuonna. Öljyn hinnan nousun arvioidut vaikutukset BKT:n määrän kasvuun ovat ensimmäisenä vuonna noin -0,1:stä -0,3:een prosenttiyksikköä. Toisen ja kolmannen vuoden aikana vaikutukset ovat vain vähäiset.<sup>2</sup>

Simuloinnin tuloksia ei tulisi kuitenkaan ottaa kirjaimellisesti. Toisaalta tuloksia tulkittaessa on syytä pitää mielessä, että niihin liittyy useita epävarmuustekijöitä. Tällaisia tekijöitä ovat mahdolliset epälineaarisuudet ja epäsymmetrisyydet sekä se, että mallit eivät sisällä kaikkia mahdollisia välittymiskanavia. Toisaalta on myös syytä huomata, että rakenteellisesta näkökulmasta tarkasteltuna useat tekijät viittaavat siihen, että euroalueen talous on viime vuosina kestänyt öljyn hintasokkeja aiempaa paremmin. Tämä tarkoittaa sitä, että simuloinnit saattavat yliarvioida hintasokkien vaikutuksen. Ensinnäkin tuotannon riippuvuus öljystä ja öljyn osuus energian kulutuksesta ovat vähentyneet huomattavasti euroalueella sitten 1970-luvun. Lisäksi työ- ja hyödykemarkkinat näyttävät nykyään olevan hieman joustavampia, mikä helpottaa ja nopeuttaa voimavarojen uudelleen kohdistamista. Tämän vähentänee öljyn hintasokin vaikutuksia talouteen. Lisäksi rahapolitiikan uskottavuus ja reagointi vaikuttavat keskeisesti siihen, miten öljyn hinnan nousut vaikuttavat euroalueen talouteen. Se taas tekee vaikutuksen kvantifiointista epävarmaa.

Rakenteellisia uudistuksia on kuitenkin jatkettava, jotta euroalueen talous sopeutuisi tuleviin sokkeihin entistä paremmin ja nopeammin. Erityisesti tehokkaan kilpailun lisääminen euro-

<sup>2</sup> Ks. alaviitteessä 1 mainittu artikkeli.

alueen energia-alalla olisi erittäin hyödyllistä, sillä sen seurauksena öljyn hinnan nousun vaikutukset absorboituisivat talouteen aiheuttamatta merkittäviä vääristymiä. Tämän vuoksi öljyn hinnan nousun kompensointi finanssipoliittisin toimin, kuten veronalennuksin, ei ole suositeltavaa, sillä se vääristäisi voimavarojen kohdentamista entisestään ja siten estäisi talouden toimijoiden sopeutumista tällaiseen ulkoiseen sokkiin.

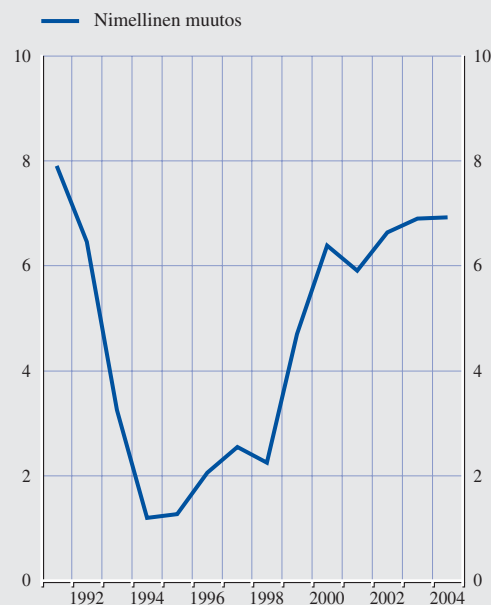
### TUOTTAJAHINNAT NOUSIVAT TUOTANTOKETJUN ALKUVAIHEISSA

Ilman rakentamista lasketun teollisuuden tuottajahintojen vuotuinen nousuvauhti nopeutui tasaisesti vuoden 2004 aikana (ks. kuvio 24). Nousuvauhti nopeutui toisella neljänneksellä, mikä johtui pääasiassa energian ja välituotteiden hinnoista. Kehitys oli öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen nousun mukainen. Öljyn ja muiden raaka-aineiden hintojen kohoaminen aiheutti nousupaineita tuotantopanosten hintoihin tuotantoketjun alkuvaiheissa. Välituotteiden hintojen vuotuinen nousuvauhti oli vuonna 2004 keskimäärin 3,5 %, kun se vuonna 2003 oli ollut 0,8 %.

Kuitenkin oli vain vähäisiä viitteitä siitä, että hintojen nousupaineet olisivat lisääntymässä tuotantoketjun loppuvaiheissa. Kulutustavaroiden tuottajahintojen keskimääräinen vuotuinen nousuvauhti oli 1,3 % eli edelleen hitaampi kuin pitkän aikavälin keskiarvo, mutta nopeampi kuin keskimääräinen nousuvauhti – 1,1 % – vuonna 2003. Kulutustavaroiden tuottajahintojen nousu vuosien 2003 ja 2004 välisenä aikana johtui pääasiassa tupakkaveron korotuksista. Tuotantopanosten hintojen aiheuttamien nousupaineiden välittyminen koko tuotantoketjuun kestää yleensä kauan. Tästä syystä raaka-aineiden korotusten viivästyneet vaikutukset kulutustavaroiden tuottajahintoihin – ne nä-

**Kuvio 23. Asuntojen hintojen kehitys euroalueella**

(vuotuinen prosenttimuutos, vuosihavaintoja)



Lähde: Yhdenmukaistamattomiin kansallisiin tietoihin perustuvat EKP:n laskelmat.  
Huom. Vuoden 2004 tiedot ovat ensimmäiseltä puoliskolta.

**Kuvio 24. Teollisuuden tuottajahinnat eriteltyinä**

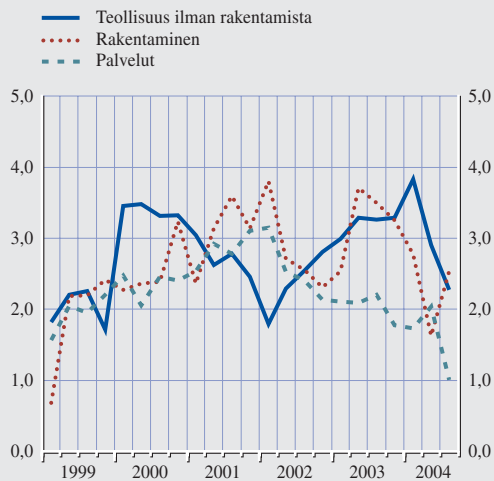
(vuotuinen prosenttimuutos, kuukausihavaintoja)



Lähde: Eurostat.

### Kuvio 25. Työntekijää kohden lasketut työvoimakustannukset sektoreittain

(vuotuinen prosenttimuutos, neljännesvuosihavaintoja)



Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

kyivät jo tuotantoketjun alkupäässä – ovat saataneet alkaa voimistua vasta vuoden 2005 alkupuoliskolla. Kysynnän vaimeus saattaa kuitenkin estää yrityksiä siirtämästä energian ja väli tuotteiden hintojen nousua tuotantoketjun loppupäähän.

### TYÖVOIMAKUSTANNUSTEN KASVU MALTILLISTA VUONNA 2004

Euroalueen työvoimakustannusindikaattoreiden keskimääräiset nousuvauhdit hidastuivat edelleen vuonna 2004 verrattuna viime vuoteen (ks. taulukko 2). Työntekijää kohden lasketujen työvoimakustannusten kasvuvauhti hidastui vuoden 2004 alkupuoliskolla. Vuonna 2004

keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti oli 2,2 %, kun se vuonna 2003 oli ollut 2,4 %. Kasvuvauhti hidastui kaikilla talouden tärkeimmillä toimialoilla (ks. kuvio 25), joskin hieman nopeammin markkinaehtoisten palvelujen alla. Käytettävissä olevat, vuoden 2004 jälkipuoliskoa koskevat tiedot työntekijää kohden lasketuista työvoimakustannuksista osoittavat, että palkkojen nousu on hidastunut entisestään. Tähän viittaavat myös muut työvoimakustannusindikaattorit. Sopimuspalkkojen vuotuinen nousuvauhti oli 2,2 % vuonna 2004, kun se vuonna 2003 oli ollut 2,4 %. Yksittäiset tiedot useissa euroalueen maissa vuoden 2004 loppuun mennessä allekirjoitetuista tulosopimuksista viittaavat siihen, että kohonnut öljyn hinta ei ole aiheuttanut kerrannaisvaikutuksia palkanasetantaan. Myös tuntia kohden laskettujen työvoimakustannusten vuotuinen kasvuvauhti hidastui vähitellen koko vuoden 2004 ajan ja oli huomattavasti hitaampi kuin vuonna 2003 keskimäärin. Palkkakehitys pysyi maltillisena vuonna 2004, mihin vaikuttivat BKT:n määrän kasvun jatkuminen hitaana ja euroalueen työmarkkinoiden vähäiset paineet.

Palkkojen maltillinen nousu sekä tuottavuuden kasvun voimistuminen keskimäärin 1,4 prosenttiin vuoden 2004 kolmena ensimmäisenä neljänneksenä johti siihen, että yksikkötyökustannusten kasvu hidastui huomattavasti. Yksikkötyökustannukset kasvoivat keskimäärin 0,5 % vuoden 2004 kolmena ensimmäisenä neljänneksenä, kun ne vuonna 2003 olivat kasvaneet 2,0 %.

### Taulukko 2. Työvoimakustannusindikaattoreita

(vuotuinen prosenttimuus, ellei toisin mainita)

	2002	2003	2004	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
Sopimuspalkat	2,7	2,4	2,2	2,2	2,3	2,3	2,0	2,2
Työvoimakustannukset/tunti	3,7	2,8	.	2,3	2,8	2,2	1,9	.
Bruttoansiot/kk	3,0	2,6	.	2,5	2,6	2,5	2,3	.
Työvoimakustannukset/työntekijä	2,5	2,3	.	2,2	2,2	2,1	1,4	.
Työn tuottavuus	0,3	0,3	.	0,6	1,2	1,7	1,3	.
Yksikkötyökustannukset	2,2	2,0	.	1,5	1,0	0,4	0,1	.

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

## 2.4 TUOTANTO, KYSYNTÄ JA TYÖMARKKINAT

### TUOTANNON KASVUN ELPYMINEN JATKUI VUONNA 2004

Vuoden 2003 jälkipuoliskolla alkanut euroalueen tuotannon kasvun elpyminen jatkui vuonna 2004. BKT:n määrä kasvoi 1,8 % vuonna 2004. Kasvu oli nopeinta sitten vuoden 2000 ja vastasi jokseenkin loppuvuoden 2003 odotuksia. Tuotannon kasvun elpymiseen vaikutti ennen kaikkea viennin voimakas kasvu. Viennin kasvuvauhti vuonna 2004 oli 5,6 % nopeampi kuin vuonna 2003. Myös kotimainen kysyntä ja siitä erityisesti investoinnit kasvoivat. Useat tekijät, joita ei ollut täysin ennakoitu, estivät elpymisen vahvistumisen vuoden 2004 aikana. Etenkin neljännesvuosikasvu oli nopeampaa vuoden alkupuoliskolla kuin loppupuoliskolla. Öljyn hinnan ja valuuttakursien kehityksellä oli epäsuotuisa vaikutus kas-

vuun, ja yksityisen kulutuksen heikkouteen vaikuttivat osaltaan työmarkkinatilanteen hidas koheneminen sekä kuluttajien heikko luottamus.

Vuoden 2003 puolivälistä vuoden 2004 puoliväliin tuotannon kasvun elpymiseen vaikutti lähinnä viennin kasvu. Sitä vastoin kotimaisen lopputuotekysynnän (eli ilman varastojen muutoksia lasketun kotimaisen kysynnän) kasvuvaikutus oli suhteellisen vähäinen (ks. kuvio 26). Neljännesvuosikasvun hidastuminen vuoden 2004 jälkipuoliskolla johtui pääasiassa ulkomaankaupasektorin kasvuvaikutuksen merkittävästä pienenemisestä. Tätä tasoitti vain osittain kotimaisen lopputuotekysynnän kasvun asteittainen nopeutuminen. Varastomuutosten kasvuvaikutus oli suhteellisen merkittävä – mutta myös vaihteleva – joinain neljänneksinä tuotannon kasvun elpyessä. Tämä kehitys, lukuun ottamatta varastomuutoksia, on jokseenkin samansuun-

**Taulukko 3. BKT:n määrän kasvu**

(prosenttimuutos, ellei toisin mainita; kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)

	Vuosimuutos <sup>1)</sup>									Neljännesvuosimuutos <sup>2)</sup>				
	2002	2003	2004	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	2003 IV	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV	
Bruttokansantuotteen määrä	0,9	0,5	1,8	0,8	1,6	2,2	1,9	1,6	0,4	0,7	0,5	0,2	0,2	
<i>josta:</i>														
Kotimainen kysyntä	0,4	1,2	1,9	1,5	1,2	1,7	2,6	1,9	1,0	0,3	0,3	0,9	0,3	
Yksityinen kulutus	0,7	1,0	1,1	0,6	1,2	1,2	0,9	1,3	0,0	0,8	0,0	0,1	0,5	
Julkisen kulutus	3,1	1,6	1,6	1,4	1,9	1,8	1,5	1,2	0,5	0,2	0,4	0,4	0,2	
Kiinteän pääoman bruttomuodostus	-2,5	-0,6	1,7	0,2	1,2	1,9	2,1	1,6	1,1	-0,1	0,5	0,6	0,6	
Varastojen muutos <sup>3), 4)</sup>	-0,1	0,4	0,5	0,8	-0,1	0,2	1,3	0,5	0,7	-0,1	0,1	0,7	-0,1	
Nettovienti <sup>3)</sup>	0,5	-0,6	0,0	-0,6	0,4	0,6	-0,6	-0,3	-0,6	0,4	0,2	-0,7	-0,2	
Vienti <sup>5)</sup>	1,9	0,2	5,6	0,2	3,6	7,2	5,6	6,0	0,1	1,4	2,7	1,3	0,5	
Tuonti <sup>5)</sup>	0,5	2,0	5,9	2,0	2,8	6,0	7,8	7,1	1,7	0,4	2,4	3,1	1,0	
Reaalinen arvonlisäys, brutto														
<i>josta:</i>														
Teollisuus ilman rakentamista	0,4	0,2	2,2	0,9	1,3	3,6	2,6	1,2	0,8	0,8	1,1	-0,1	-0,6	
Rakentaminen	-0,2	-1,5	0,8	-1,0	0,8	1,1	0,6	0,8	0,1	0,6	0,5	-0,7	0,3	
Puhtaasti markkinaehtoiset palvelut <sup>6)</sup>	1,0	0,9	1,9	0,9	1,5	2,4	1,8	2,0	0,1	0,8	0,8	0,2	0,3	

Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

1) Prosenttimuutos edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta.

2) Prosenttimuutos edellisestä neljänneksestä.

3) Vaikutus BKT:n määrän kasvuun, prosenttiyksikköä.

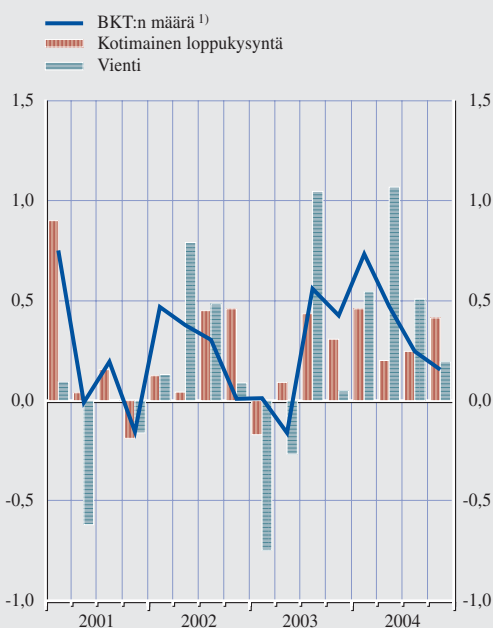
4) Sisältää arvoesineiden hankinnat miinus vähennykset.

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, majoituksen ja ravitsemistoiminnan, tietoliikenteen, rahoituksen, liike-elämän palvelut, kiinteistö- ja vuokrauspalvelut.

### Kuvio 26. BKT:n erien kasvuvaikutus neljännesvuositasolla

(neljännesvuosittaiset kasvuvaikutukset prosenttiyksikköinä, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



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

tainen kuin euroalueen taloudellisen toimeliaisuuden elpymässä viime vuosikymmeninä.

Yksityisen kulutuksen keskimääräinen neljännesvuosikasvu euroalueella oli verrattain heikkoa vuonna 2004, mikä johtui työmarkkinoiden vaihteesta kehityksestä, mutta myös tarpeellisten rakenneuudistusten toteuttamiseen liittyvästä jatkuvasta epävarmuudesta (rakenneuudistusten kehitystä tarkastellaan kehikossa 6). Tämä on todennäköisesti heikentänyt kuluttajien luottamusta. Kiinteän pääoman bruttomuodostus kasvoi huomattavasti vuonna 2004, huolimatta negatiivisista vaikutuksista, jotka aiheutuivat Saksan rakennusinvestointien kasvun merkittävästä hidastumisesta vuoden alkupuoliskolla ja julkisyhteisöjen investointien kasvun hidastumisesta vuoden jälkipuoliskolla.

Taloukasvun kehitykseen vuonna 2004 vaikuttivat myös tietyt ulkoiset tekijät, kuten öljyn hinnan ja valuuttakurssien kehitys. Euroalueen taloukasvuun vaikuttivat öljyn hinnan nousun välittömät vaikutukset, kuten tuotantokustannusten

### Kehikko 6.

#### EU:N TYÖ- JA HYÖDYKEMARKKINOIDEN RAKENNEUUDISTUSTEN KEHITYS

Hyödyke- ja työmarkkinoiden rakenneuudistukset ovat välttämättömiä, jotta Euroopan taloudellinen kasvupotentiaali parane, muutokseen mukautuminen helpottuu ja talouden kyky selviytyä häiriöistä kohenee. Toimet talouden potentiaalisen kasvuvauhdin kiihdyttämiseksi ovat erityisen tärkeitä, sillä väestön ikääntyminen vähentää todennäköisesti työvoiman tarjontaa. Maaliskuussa 2000 Lissabonissa pidetyssä Eurooppa-neuvoston kokouksessa esiteltiin kunnianhimoinen uudistusohjelma, jonka tavoitteena on tehdä EU:sta maailman kilpailukykyisin ja dynaamisin tietopohjainen talous vuoteen 2010 mennessä. Lissabonin-strategian vuoden 2005 väliaika-arvio perustuu Wim Kokin johtaman huipputason työryhmän marraskuussa 2004 julkaisemaan raporttiin<sup>1</sup>. Euroopan komission helmikuussa 2005 Eurooppa-neuvostolle antamassa kevätreportissa vaaditaan jäsenvaltioita sitoutumaan entistä lujemmin Lissabonin-strategian tavoitteiden saavuttamiseen, strategian tavoitteiden yksinkertaistamista ja uudistamista ja strategian painottumista entistä enemmän kasvuun ja työllisyyteen. Eurooppa-neuvosto sai strategian väliaika-arvion päätökseen maaliskuussa 2005. Tässä kehikossa tarkastellaan lyhyesti, miten EU:n uudistusohjelman suhteen on edistytty viime vuosina ja erityisesti vuonna 2004.

<sup>1</sup> Ks. luvun 4 osa 1.1.

EU:n keskeiset tavoitteet useissa talouspolitiikan osa-alueissa määritellään talouspolitiikan laajoissa suuntaviivoissa. Näiden tavoitteiden perusteella annetaan talouspolitiikkaa koskevat suositukset kullekin EU:n jäsenvaltiolle. *Työmarkkinoiden* kehittämiseksi talouspolitiikan laajoissa suuntaviivoissa vuosille 2003–2005 sekä vuonna 2004 talouspolitiikan laajoihin suuntaviivoihin tehdyissä lisäyksissä, joissa otetaan huomioon uudet jäsenvaltiot, painotetaan tarvetta 1) parantaa verotuksen ja tukijärjestelmien kannustavuutta työnteon kannattavuuden parantamiseksi, 2) taata tehokas aktiivinen työmarkkinapolitiikka, joka keskittyy heikoimassa asemassa oleviin väestö-ryhmiin, 3) edistää entistä joustavampaa työnteon organisoimista ja arvioida työsopimuslainsäädäntöä, 4) helpottaa alueellista ja ammatillista liikkuvuutta ja 5) varmistaa, että palkkaneuvotteluissa sovitussa palkkatasossa näkyvät työn tuottavuuden erot.

Useat maat ovat viime vuosina uudistaneet verotustaan ja tukijärjestelmiään vähentääkseen palkkojen sivukuluja ja kannustaakseen työvoiman tarjontaa. Tuloveroasteet ovat laskeneet matala- ja keskituloisten tuloluokassa ja työnantajien ja erityisesti matala-palkkaisten työntekijöiden sosiaaliturvamaksuja on alennettu. Passiivisen työvoiman työllisyysaste on myös noussut, ja jotkut jäsenmaat ovat vahvistaneet määräaikaista työtä välittävien toimistojen roolia ja höllentäneet määräaikaisten työsuhteiden työsuhdeturvaa. Työaikaa koskevia määräyksiä on myös muutettu, jotta pisimmän sallitun työajan laskeminen EU-maissa olisi nykyistä joustavampaa. Jotkut maat ovat myös laajentaneet oikeutta osa-aikatyöhön. On viitteitä siitä, että yritysten työvoiman käyttö on entistä joustavampaa aiemmin täytäntöön pantujen uudistusten ansiosta. Viimeaikaiset tiedot viittaavat esimerkiksi siihen, että talouskasvun hidastuessa euroalueella vuosina 2001–2003 työajan sopeuttamisella oli suurempi merkitys kuin aiempien suhdannesykliden aikana.<sup>2</sup>

Useimmat EU-maat ottivat käyttöön työmarkkinauudistuksia vuonna 2004. Tuloverojärjestelmiä uudistettiin edelleen, sosiaaliturva- ja etuusjärjestelmiä uudistettiin ja otettiin käyttöön toimenpiteitä keskimääräisen eläkeiän nostamiseksi. Näyttää kuitenkin siltä, ettei läheskään kaikkia hallitusten ilmoittamia uudistuksia ole toteutettu. 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 työn tuottavuutta ammatillisen koulutuksen ja elinikäisen oppimisen avulla. 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.

*Hyödykemarkkinoiden* rakenneuudistusohjelmaan kuuluu useita alueita. Laajoissa talouspoliittisissa 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 valtiontukia ja 5) kannustamalla jakeluverkkokeskeisillä toimialoilla toimivien yritysten markkinoille tuloa ja niiden tehokasta kilpailua.

<sup>2</sup> Ks. lokakuun 2004 Kuukausikatsauksen kehikko ”Developments in total hours worked in the euro area”.

Prosentuaalinen osuus EU:n sisämarkkinalainsäädännöstä, mikä oli vielä siirtämättä jäsenvaltioiden kansalliseen lainsäädäntöön (ns. täytäntöönpanovaje) kasvoi edelleen. Euroopan komissio on aloittanut useita hankkeita sisämarkkinoiden toimivuuden parantamiseksi – erityisesti palvelusektorilla, missä sisämarkkinoiden toiminnalle on vielä olemassa merkittäviä esteitä. Monet näistä esteistä näyttävät johtuvan kansallisesta sääntelystä, kuten niistä hallinnollisista rasitteista ja menettelyistä, jotka koskevat toisiin EU-maihin perustettavia tytäryrityksiä. Puheenjohtajamaat Irlanti, Alankomaat, Luxemburg ja Iso-Britannia tekivät vuoden 2004 alussa yhteisen aloitteen, joka koski sääntelyuudistusten ottamista ensisijaiseksi tavoitteeksi vuosina 2004–2005 ja ponnistelujen lisäämistä hallinnollisten rasitteiden vähentämiseksi. Useat euroalueen maat ovat toteuttaneet toimia julkisten hankintojen tehokkuuden ja avoimuuden lisäämiseksi. Jotkin maat lisäsivät myös kilpailu- ja sääntelyviranomaisten valtuuksia. Näyttää myös siltä, että valtion tukea on edelleen vähennetty ja sitä on kohdistettu horisontaalisiin tavoitteisiin viime vuosina, vaikka valtion tuella on edelleen tärkeä rooli joillain toimialoilla, kuten kuljetusalalla. Euroalueen maat jatkoivat sääntelyuudistuksia verkkotoimialoilla, vaikka sääntelyä koskeva uudistusohjelma on vielä keskeneräinen. Tosiasiallista kilpailua tulisi kuitenkin edelleen lisätä aiemmin suojatuilla toimialoilla, kuten sähkö- ja kaasualoilla.

Kaiken kaikkiaan erityisesti työmarkkinoiden rakenneuudistukset etenivät vuonna 2004, mutta uudistusten yleinen etenemisvauhti tuotti kuitenkin edelleen pettymyksen. Tämän seurauksena EU ei todennäköisesti saavuta Lissabonin prosessin tavoitteita, elleivät jäsenvaltiot tehosta toimiaan tarmokkaasti uudistusten toimenpanemiseksi. Rakenteellisten uudistusten vauhdittuminen uudelleen edistäisi talouden kokonaistehokkuutta ja vahvistaisi pitkän aikavälin kasvunäkymiä euroalueella, minkä lisäksi se myös voimistaisi talouden kestävästä elpymisestä.

kasvu ja kuluttajien tulojen ostovoiman heikkeneminen, mutta myös öljyn hinnan nousun välilliset vaikutukset kansainväliseen ympäristöön. Maailmantalouden vahvaa kasvua vuoden 2004 alussa seurasi kasvun vaimeneminen vuoden jälkipuoliskolla. Talouskasvun vaimenemiseen vaikutti esimerkiksi vuoden 2004 puolivälistä alkanut öljyn hinnan nousu, joka osaltaan hidasti euroalueen vientiin kohdistuneen ulkomaisen kysynnän kasvua vuoden jälkipuoliskolla. Myös euron huomattavalla vahvistumisella vuonna 2003 oli viiveellinen negatiivinen vaikutus euroalueen kilpailukykyyn – huolimatta siitä, että euron vahvistuminen alensi öljyn euromääräistä tuontihintaa.

Toimialoittainen tuotannon kasvu myötäili kokonaistuotannon kasvun kehitystä suhdanne-  
syklin aikana. Teollisuuden ja puhtaasti markkinaehtoisten palvelujen arvonlisäyksen kasvu oli tasaista vuoden 2004 alkupuoliskolla, mutta hidastui vuoden jälkipuoliskolla. Näin ollen ta-

louden kausivaihtelut viime vuonna ovat ilmeisesti johtuneet pääasiassa koko taloutta koskevista häiriöistä eikä niinkään toimialakohtaisista häiriöistä.

Useat eri indikaattorit osoittavat, että BKT:n määrän kasvun hajonta pieneni euroalueen maiden välillä vuonna 2004. BKT:n määrän keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti nopeutui vuonna 2004 edellisvuotisesta kaikissa euroalueen maissa paitsi Kreikassa, missä kasvuvauhti oli kuitenkin edelleen suhteellisen vahva. Kasvuvauhdin nopeutuminen johtui osaksi maailmantalouden kasvun elpymisestä.

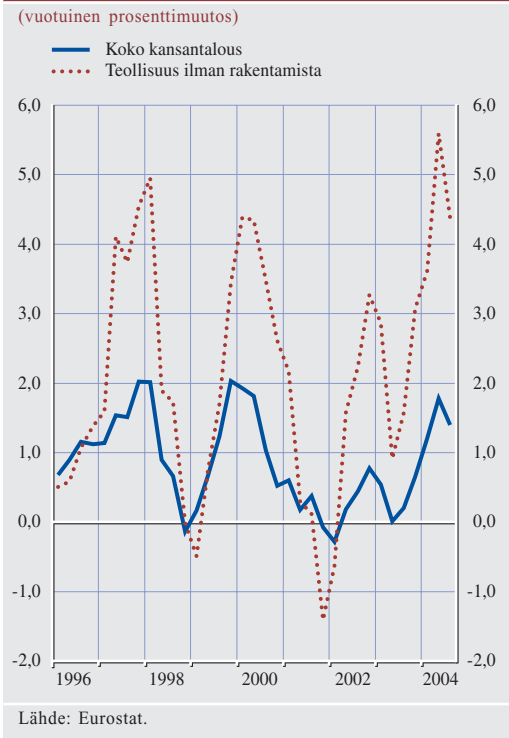
#### **TYÖMARKKINAT KOHENIVAT JA TUOTTAUVUUS KASVOI VUONNA 2004**

Euroalueen työmarkkinatilanne ei muuttunut merkittävästi vuonna 2004, joskin merkkejä tilanteen asteittaisesta paranemisesta on havaittavissa. Työllisyys pysyi jokseenkin ennallaan vuonna 2003, mutta koheni koko vuoden 2004

(ks. taulukko 4). Työllisyyden kasvu oli kuitenkin vaimeaa. Tämä vastasi osittain työmarkkinoiden viiveellistä reagointia taloudellisen toimeliaisuuden muutoksiin, mutta se oli myös seurausta epätavallisen vakaasta työllisyyskehityksestä (mitattuna työntekijöiden määrällä) talouskasvun hidastuessa vuosina 2001–2003, mikä on vähentänyt tarvetta palkata työvoimaa talouskasvun nyt nopeutuessa. Työllisten määrän kehitys on ollut verrattain vakaata viimeaikaisen suhdannevaiheiden aikana. Käytettävissä olevat tiedot viittaavat kuitenkin siihen, että suhdannekehitys vaikutti enemmän tehtyjen työtuntien määrään. Saattaa olla, että talouskasvun viimeaikaisen hidastumisen ja sitä seuranneen elpymisen aikana työnantajat ovat mukauttaneet tehtyjen työtuntien määrää eivätkä niinkään työntekijöiden määrää.

Työllisyys supistui edelleen teollisuudessa (ilman rakentamista) vuoden 2004 aikana, joskin supistuminen hidastui neljänneksestä toiseen. Sitä vastoin työllisyys kasvoi jatkuvasti palvelusektorilla. Työn tuottavuus koheni edelleen huomattavasti vuonna 2004 (erityisesti teollisuudessa) (ks. kuvio 27). Työn tuottavuuden kasvu on nopeutunut vuoden 2003 puolivälistä lähtien, mikä on johtunut taloudellisen toimeliaisuuden ja työllisyyden normaalista suhdannekehityksestä.

Kuvio 27. Työn tuottavuus



Euroalueen työttömyysaste pysyi jokseenkin vakaana eli 8,8 prosentissa vuonna 2004 (ks. kuvio 28). Eri ikä- ja sukupuoliryhmien työttömyysaste ei myöskään muuttunut merkittä-

#### Taulukko 4. Työmarkkinoiden kehitys

(prosenttimuutos edellisestä ajanjaksosta, prosentteina)

	2002	2003	2004	2002	2002	2003	2003	2003	2003	2004	2004	2004	2004
				III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Työvoima	1,0	0,7	.	0,1	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	.
Työllisyys	0,6	0,2	.	-0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	-0,0	0,1	0,2	0,2	.
Maatalous <sup>1)</sup>	-2,1	-2,5	.	-0,8	-0,7	-0,9	-0,6	-0,1	-0,1	-0,4	0,1	-0,1	.
Teollisuus <sup>2)</sup>	-1,2	-1,5	.	-0,4	-0,5	-0,3	-0,3	-0,5	-0,5	-0,5	0,3	-0,2	.
– Ilman rakentamista	-1,3	-2,0	.	-0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,7	-0,6	-0,0	-0,2	.
– Rakentaminen	-0,7	-0,2	.	-0,3	-0,1	0,1	0,4	-0,4	-0,0	-0,2	1,2	-0,1	.
Palvelut <sup>3)</sup>	1,4	1,0	.	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,1	0,4	0,2	0,3	.
<b>Työttömyysaste<sup>4)</sup></b>													
Yhteensä	8,2	8,7	8,8	8,3	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,9	8,8	8,8	8,8
Alle 25-vuotiaat	16,8	17,6	17,8	16,9	16,8	17,2	17,5	17,6	18,0	18,0	18,0	17,8	17,6
25-vuotiaat ja sitä vanhemmat	7,0	7,4	7,6	7,1	7,2	7,4	7,4	7,5	7,5	7,6	7,6	7,6	7,6

Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

1) Sisältää kalastuksen sekä riista- ja metsätalouden.

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

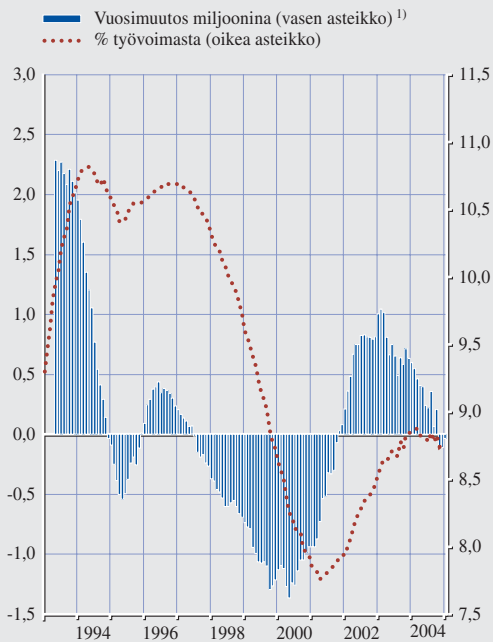
3) Ei sisällä kansainvälisiä järjestöjä eikä ulkomaisia edustustoja.

4) Prosentuaalinen osuus työvoimasta ILO:n suositusten mukaan.



## Kuvio 28. Työttömyys

(kuukausihavaintoja, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: Eurostat.

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

1) Vuosimuutoksia ei ole puhdistettu kausivaihtelusta.

västi. Työttömien määrä kuitenkin väheni noin 50 000 hengellä vuonna 2004, kun se vuonna 2003 oli kasvanut huomattavasti. Nämä merkit – joskin vähäiset – tilanteen kohenemisesta kävivät yksiin muiden työmarkkinoiden käännettä osoittavien merkkien kanssa. Näitä ovat esimerkiksi avoimien työpaikkojen lukumäärä, joka kasvoi vuoden 2004 jälkipuoliskolla vähennyttyään sitä ennen jatkuvasti vuodesta 2001 lähtien.

Keskimääräinen työttömyysaste pysyi muuttumattomana vuosina 2003–2004 useimmissa euroalueen maissa. Tilastolliset muutokset vaikuttivat kuitenkin jossain määrin joidenkin maiden työttömyyslukuihin. Työttömyysasteiden hajonta euroalueen maissa väheni kaiken kaikkiaan hieman vuonna 2004.

## Kehikko 7.

### EUROALUEEN DEMOGRAFISTEN MUUTOSTEN MAHDOLLISET VAIKUTUKSET

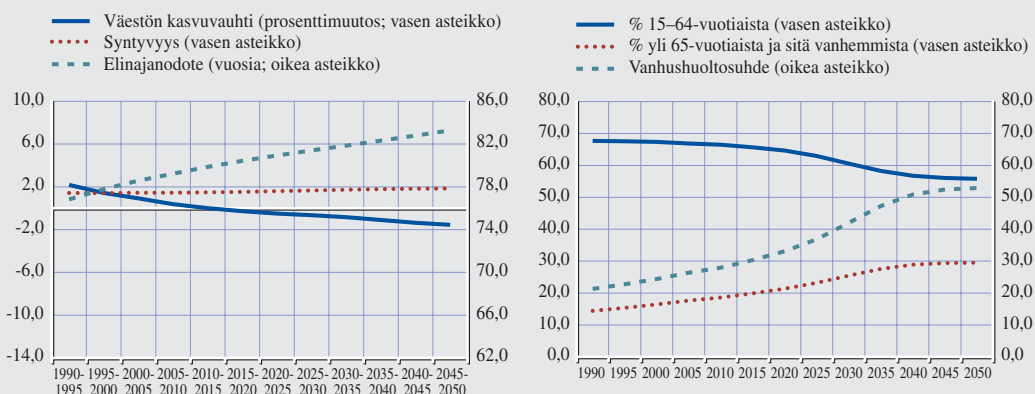
Euroalueen – kuten useiden muiden teollisuusmaiden – viimeaikaiselle ja ennakoidulle demografiselle kehitykselle on ominaista väestönkasvun hidastuminen ja väestön asteittainen ikääntyminen. Tällainen kehitys on seurausta useimpien euroalueen maiden alhaisesta syntyvyydestä ja elinajanodotteen pitenemisestä. Vaikka väestönkehitystä koskeviin ennusteisiin liittyy huomattavan paljon epävarmuutta, samanlainen kehitys näkyy useimmissa ennusteissa, myös Eurostatin ja YK:n. Tässä kehikossa tarkastellaan demografisten muutosten tärkeimpiä vaikutuksia.

#### Demografiset muutokset

Euroalueen maita koskevien viimeisimpien ennusteiden mukaan (YK:n väestöennuste vuodelta 2002<sup>1)</sup>) euroalueen syntyvyyden odotetaan pysyvän alle uusiutumistason eli noin kaksi lasta naista kohden vuoteen 2050 ulottuvana ajanjaksona. Samaan aikaan keskimääräisen elinajanodotteen odotetaan pitenevän viisi vuotta vuosina 2005–2050 (ks. oheisen kuvion vasen pa-

<sup>1</sup> Ennusteen oletukset syntyvyydestä perustuvat keskimääräiseen syntyvyyteen, jota voidaan pitää todennäköisimpänä. Ks. YK:n julkaisu ”World Population Prospects: The 2002 Revision”.

## Euroalueen keskeiset demografiset kehityspiirteet



Lähteet: Yhdistyneiden kansakuntien väestöennusteet vuodelta 2002 (keskimääräinen syntyvyys) ja EKP:n laskelmat.

neeli). Näiden kahden tekijän vaikutukset yhdessä viittaavat siihen, että euroalueen väestönkasvu hidastuu ja että vuodesta 2015 lähtien väestömäärä laskee. Lisäksi ikääntyvien (65 vuotta täyttäneiden ja sitä vanhempien) osuuden väestöstä ennustetaan kasvavan ja työikäisten osuuden (15–64-vuotiaiden) pienenevän (ks. oheisen kuvion oikea paneeli) ensin vähitellen ja nopeammin noin vuodesta 2015 alkaen. Tämä viittaisi siihen, että euroalueen vanhuushuoltosuhte (eli 65 vuotta täyttäneiden määrää suhteessa 15–64-vuotiaiden määrään) kasvaa noin 26 prosentista vuonna 2005 noin 30 prosenttiin vuonna 2015 ja yli 52 prosenttiin vuonna 2050 eli yli 26 prosenttiyksikköä vuosina 2005–2050.

### Taloudelliset vaikutukset

Tällaisella väestörakenteen muutoksella on tuntuvia vaikutuksia euroalueen talouksiin. Esimerkiksi työvoiman tarjonnan koostumus muuttuu, kun ikääntyvien osuus työvoimasta kasvaa. Työvoiman tarjonta saattaa jopa supistua, jos työntekijät jäävät edelleen aikaisiin eläkkeelle ja jos työmarkkinoille hakeutuu vähemmän ihmisiä kuin sieltä poistuu. Työikäisen väestön arvioitu pieneneminen hidastaa euroalueen potentiaalisen tuotannon kasvuvauhtia, ellei sitä voida kompensoida muiden kasvutekijöiden, kuten työmarkkinoille osallistumisen lisääntymisen, työn tuottavuuden kasvun tai muiden voimavarojen kuten pääoman aiempaa tuottavamman käytön kasvuaikutusten lisääntymisellä. Maahanmuuton mahdollisesta vaikutuksesta työvoiman tarjonnan lisääntymiseen on keskusteltu. Useimpien tutkimusten mukaan maahanmuutto tuo todennäköisesti vain vähän ja tilapäistä apua Euroopan demografisten haasteiden ratkaisemiseen, sillä maahanmuuttoa rajoittavat mahdollisten maahanmuuttajien vähäinen määrä suhteessa ongelman suuruuteen sekä käytännölliset ja poliittiset tekijät.

Sosiaaliturvajärjestelmien ja erityisesti rahastoimattomien julkisten eläkejärjestelmien rahoitukseen alkaa myös kohdistua paineita, kun eläkkeensaajien määrä suhteessa eläkkeiden ja terveydenhoitojärjestelmien maksajien määrään kasvaa. Terveysturvajärjestelmien julkiset menot suurenevät, kun lääketieteen kehitys etenee ja kun näiden palvelujen kysyntä lisääntyy vanhusten määrän kasvun myötä. Nämä mahdolliset vaikutukset saattavat olla huomattavia. Euroopan komission talouspoliittisen komitean väestön ikääntymistä käsittelevän työryhmän arvioiden mukaan useimmissa euroalueen maissa väestön ikääntymisestä johtuva

julkisten eläkemenojen kasvu vuoteen 2050 mennessä vastaa 3–6:ta prosenttia BKT:stä. Lisäksi kasvavien terveydenhuolto- ja pitkäaikaishoitomenojen voidaan katsoa vastaavan 2–4:ää prosenttia BKT:stä.

Väestön ikääntyminen saattaa aiheuttaa muutoksia myös rahoitusmarkkinoiden rakenteeseen ja rahoitusvarallisuuden hinnoitteluun. Kotitalouksien rahoitusvarallisuuden määrä ja sijoitussalkkujen riskiprofiilit vaihtelevat yleensä sukupolvesta toiseen. Asuntojen pitkän aikavälin kysyntään vaikuttaa esimerkiksi kotitalouksien määrä, minkä vuoksi demografiset muutokset saattavat vaikuttaa myös asuntojen hintoihin. Lisäksi eläkeuudistuksilla – erityisesti yksityisen rahoituksen lisääntymisellä – on todennäköisesti huomattava vaikutus rahoitusmarkkinoihin institutionaalisten sijoittajien, kuten eläkerahastojen ja vakuutusyhtiöiden aseman kasvaessa. Demografisten muutosten rahoitusmarkkinoihin mahdollisesti aiheuttamien vaikutusten mittaamista rajoittavat rahoitusvarallisuutta koskevien pitkien aikasarjojen rajallinen saatavuus, mittausongelmat sekä se, että vain pieni osa väestöstä omistaa osakkeita. Elinkaari-teoriaan perustuvien simulointien perusteella voidaan kuitenkin todeta, että väestön ikääntyminen laskee rahoitusvarallisuuden (sekä osakkeiden että joukkolainojen) hintoja ja nostaa osakkeiden riskipreemiot, kun työelämässä tällä hetkellä oleva väestö jää eläkkeelle.

### **Demografisten muutosten edellyttämät laajat rakenteelliset uudistukset**

Jotta näistä demografisten muutosten vaikutuksista voidaan selvittää, hallitusten on tehtävä laajoja uudistuksia. Uudistuksilla on pyrittävä ratkaisemaan eläke- ja terveydenhuoltojärjestelmien erityisongelmia, vähentämään julkista velkaa ja lujittamaan kokonaiskasvua edistäviä tekijöitä. EU-maiden hallitukset ovat yhdessä laatineet kolmiosaisen strategian. Tämä strategia mainittiin ensimmäisen kerran vuoden 2001 talouspolitiikan laajoissa suuntaviivoissa, ja sille on asetettu kolme yleistä tavoitetta: työllisyyttä on lisättävä, julkista velkaa on vähennettävä, ja eläkejärjestelmiä on uudistettava mm. rahastointia lisäämällä.

Euroalueen maiden on mahdollisimman pian lisättävä koko työikäisen väestön työmarkkinoille osallistumista ja työllisyyttä – erityisesti yli 55-vuotiaiden – sillä heidän työvoimaosuutensa on hyvin pieni. Ensimmäinen merkittävä askel on edelleen vähentää useilla euroalueen työmarkkinoilla yhä vallitsevia työnteon negatiivisia kannustimia. Nämä negatiiviset kannustimet ovat seurausta verojen ja etuuskien vuorovaikutuksesta sekä varhaiseläkkeistä. Tällaiset järjestelmät estävät erityisesti perheen toista ansaitsijaa, matalapalkkaisia, nuorinta ja vanhinta väestönosaa sekä naisia hakemasta työtä. Naisten työmarkkinoille osallistumista lisäävien toimien on helpotettava työn ja perheen yhteensovittamista lisäämällä työaikojen joustavuutta ja parantamalla lasten- ja vanhustenhoitopalveluja. Joissain maissa olisi myös ehkä tarpeellista kehittää iäkkäiden työssä pysymisen kannustimia esimerkiksi osa-aikaeläkejärjestelyin ja tarjoamalla ikääntyville työntekijöille nykyistä enemmän osa-aika- tai määräaikaistyötä. Työnantajilla on kuitenkin myös tarjottava riittävästi kannustimia ikääntyvien työntekijöiden palkkaamiseen ja työssä pitämiseen. Monien maiden on myös ryhdyttävä investoimaan henkiseen pääomaan sekä tutkimukseen ja tuotekehitykseen pitkällä aikavälillä kompensoidakseen väestön ikääntymisen mahdollisia vaikutuksia työvoimaan ja kokonaistuottavuuteen.

Julkisen velan vähentäminen parantaisi osaltaan julkisen talouden kestävyyttä ja siten vähentäisi julkisen talouden alttiutta demografisten muutosten vaikutuksille. Erityisesti julkisen velan vähentäminen toisi maiden hallituksille lisää liikkumavaraa väestön ikääntymiseen liittyvien, julkiseen talouteen kohdistuvien rasitteiden lisääntyessä. Julkisen velan korkomeno-

jen väheneminen myös vapauttaisi käyttöön julkisen talouden resursseja ja antaisi maiden hallituksille enemmän mahdollisuuksia selviytyä ennalta arvaamattomasta kehityksestä. Vakausta ja kasvusopimuksen vaatimukset, joiden mukaan julkisen talouden rahoitusaseman on keskipitkällä aikavälillä oltava lähes tasapainoinen tai ylijäämäinen asettavat oikeasuuntaiset kannustimet hallituksille valmistautua väestön ikääntymisestä aiheutuvaan julkisen talouden kuormittumiseen.

Eläkejärjestelmiin kohdistuvien paineiden laajuuden vuoksi eläkeuudistuksissa on syytä noudattaa kahdenlaisia strategioita. Ensiksi nykyisten rahastoimattomien järjestelmien etuuksien ja maksujen rakennetta on tarkistettava edelleen (parametriuudistukset). Näitä uudistuksia ovat esimerkiksi etuuksien laskentakaavojen sekä eläke-etuuksien indeksiertojen tarkistus. Tällaisten parametriuudistukset lisäksi useimpien maiden on myös muutettava eläkejärjestelmät rahastoiviksi järjestelmiksi ja monipuolistettava eläkkeiden rahoitusjärjestelmiä (systemiuudistukset). Näin eläkkeet voitaisiin rahoittaa eläkerahastojen kautta kertyneellä pääomalla sen sijaan, että käytettäisiin ainoastaan tämänhetkisiin työtuloihin perustuvia tulonsiirtoja. Onkin luotava ratkaisuja, jotka edesauttavat sellaisen infrastruktuurin kehittämistä, jota rahastot tarvitsevat voidakseen tehokkaasti kohdentaa eläkesäästöjä ja hallitakseen siihen liittyviä riskejä sekä suojellakseen eläkesäästöjä keinoteltulta.

Väestökehityksen ennusteet osoittavat, että euroalueen demografisten muutosten vaikutukset alkavat todella ilmetä noin vuonna 2015. Demografisten muutosten etenemismuutoksissa on tosin maitta eroja, ja monien euroalueen maiden asukasluku on jo alkanut vähetä. Vaikka useat maat ovat ryhtyneet kehittämään vero- ja etuusjärjestelmiään sellaisiksi, että työnteosta tulee kannattavaa, ja parantamaan julkisen talouden kestävyttä, laajamittaisia uudistuksia tarvitaan edelleenkin lähitulevaisuudessa. Laajojen ja kannustimien kanssa yhteensopivien uudistusten oikea-aikainen toteuttaminen on välttämätöntä valmistauduttaessa demografisiin muutoksiin.

## 2.5 JULKINEN TALOUS

### RAHOITUSASEMA JOKSEENKIN VAKAA VUONNA 2004

Julkisen talouden kehitys euroalueella oli epätydyttävää vuonna 2004. Eurostatin tuoreimpien tietojen mukaan BKT:hen suhteutettu euroalueen alijäämä pysyi jokseenkin vakaasti 2,7 prosentissa (ks. taulukko 5). Julkisen talouden rahoitusaseman kehitys vuonna 2004 johtui lähinnä lievistä finanssipolitiikan keventämisestä, kun taas taloudellisten suhdanteiden vaikutus oli vähäinen. Useimmat euroalueen maat eivät kyenneet saavuttamaan vuoden 2003 lopussa ja vuoden 2004 alussa laadituissa tarkistetuissa vakaushjelmissä asetettuja tavoitteita. Tavoitteista jäätii BKT:hen suhteutettuna keskimäärin 0,3 prosenttiyksikköä. Tämä johtui lähinnä siitä, että maat, joiden julkista taloutta vaivaa huomattava tasapainottomuus, eivät pystyneet

toteuttamaan kunnianhimoisia rakenteellisia tasapainottamissuunnitelmiaan.

Useissa maissa BKT:hen suhteutettu alijäämä saavutti tai ylitti 3 prosentin viitearvon, ja neljässä maassa (Saksa, Kreikka, Ranska ja Alankomaat) oli liian suuri alijäämä. Saksassa ja Ranskassa BKT:hen suhteutettu alijäämä oli jo kolmantena peräkkäisenä vuotena selvästi suurempi kuin 3 %. Tilastoihin tehtyjen huomattavien tarkistusten jälkeen ilmeni, että Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmän 1995 menetelmien perusteella Kreikan alijäämä on ylittänyt viitearvon vuodesta 1997 lähtien; sen BKT:hen suhteutettu alijäämä vuonna 2004 oli 6,1 %. Italiassa BKT:hen suhteutettu alijäämä oli 3,0 % ja Portugalissa niukasti alle 3 % huolimatta siitä, että näissä maissa toteutettiin edelleen, joskin yhä vähemmän, huomattavia tilapäisiä toimenpiteitä.

Edellä kuvattu koko euroalueen julkisen talouden rahoitusaseman kehitys johtui lievästi elvyttävästä finanssipolitiikan linjasta, mitattuna Euroopan komission arvioiden mukaisen suhdannekorjatun perusjäämän muutoksella. Koska korkomenot pysyivät käytännössä ennallaan, tämä kehitys johtui lähinnä perusjäämän heikkenemisestä. BKT:n kasvuvauhdin arvioidaan yleisesti ottaen vastanneen potentiaalista kasvua, minkä vuoksi taloustilanteella arvioidaan olleen keskimäärin hyvin vähän vaikutusta rahoitusaseman suhdannekomponentin muutokseen. Rakenteellisia tasapainotamistoimia toteutettiin vain muutamissa tapauksissa. Kaikki kolme erittäin velkaantunutta maata (Belgia, Kreikka ja Italia) hyötyivät edelleen korkomenojen supistumisesta, joka vaikuttaa suotuisasti julkisen talouden rahoitus-

tasemiin. Tämä osittain tasoitti perusjäämien heikentymisen vaikutusta näissä maissa.

Julkisen talouden kehitys euroalueella keskimäärin osoittaa, että perusmenojen supistukset eivät ole riittäneet rahoittamaan veronkevennyksiä ja tilapäisten korjaavien toimien vaikutuksen asteittaista häviämistä. Tuloja ovat supistaneet välittömien verojen ja sosiaaliturvamaksujen kevennykset sekä pääomatulojen supistuminen tilapäisten toimien päätyttyä asteittain. Näiden tekijöiden vaikutusta kompensoi osittain välillisten verojen nousu. Havaittavissa on joitakin merkkejä menojen karsinnasta (lähinnä julkisessa kulutuksessa ja sosiaali-etuuksissa) huolimatta tilapäisten toimien osittaisesta poistumisesta. Vaikka tämä osoittaa-kin viime vuosien löyhän menopolitiikan tiu-

**Taulukko 5. Julkinen talous euroalueen maissa**

(% BKT:stä)

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

	2001	2002	2003	2004
<b>Euroalue</b>	<b>-1,8</b>	<b>-2,5</b>	<b>-2,8</b>	<b>-2,7</b>
Belgia	0,4	0,1	0,4	0,1
Saksa	-2,8	-3,7	-3,8	-3,7
Kreikka	-4,1	-4,1	-5,2	-6,1
Espanja	-0,5	-0,3	0,3	-0,3
Ranska	-1,6	-3,2	-4,2	-3,7
Irlanti	0,9	-0,5	0,2	1,3
Italia	-3,0	-2,6	-2,9	-3,0
Luxemburg	6,2	2,3	0,5	-1,1
Alankomaat	-0,1	-1,9	-3,2	-2,5
Itävalta	0,3	-0,2	-1,1	-1,3
Portugali	-4,4	-2,7	-2,9	-2,9
Suomi	5,2	4,3	2,5	2,1

**Julkisen talouden bruttovelka**

	2001	2002	2003	2004
<b>Euroalue</b>	<b>69,6</b>	<b>69,5</b>	<b>70,8</b>	<b>71,3</b>
Belgia	108,0	105,4	100,0	95,6
Saksa	59,4	60,9	64,2	66,0
Kreikka	114,8	112,2	109,3	110,5
Espanja	57,8	55,0	51,4	48,9
Ranska	57,0	59,0	63,9	65,6
Irlanti	35,8	32,6	32,0	29,9
Italia	110,7	108,0	106,3	105,8
Luxemburg	7,2	7,5	7,1	7,5
Alankomaat	52,9	52,6	54,3	55,7
Itävalta	67,1	66,7	65,4	65,2
Portugali	55,9	58,5	60,1	61,9
Suomi	43,8	42,5	45,3	45,1

Lähteet: Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.

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

kentuneen, politiikan muutos ei ole ollut riittävä korvaamaan tulojen supistumista kokonaan.

BKT:hen suhteutettu euroalueen julkisen talouden velka kasvoi toisena peräkkäisenä vuotena ja oli 71,3 % vuonna 2004. Tilanteen heikentyminen johtuu lähinnä alhaisesta ja edelleen supistuvasta perusylijäämäsuhteesta, julkista velkaa koskevaan implisiittiseen keskikorkoon verrattuna hitaasta talouskasvusta ja joissakin tapauksissa huomattavista alijäämän ja julkisen velan kehityksen välisistä eroista eli alijäämä-/velkakoikaisuista. Velkasuhde ylitti 60 % BKT:stä seitsemässä maassa, joista ainoastaan Belgiassa velkasuhde supistui huo-

mattavasti eli alle 100 prosenttiin BKT:stä, mikä oli seurausta lähellä tasapainoa pysyneestä julkisen talouden rahoitusasemasta. Kreikan ja Italian velkasuhteet ylittivät edelleen 100 % BKT:stä eli eivät ole sanottavasti muuttuneet vuoden 2001 jälkeen. Saksan, Ranskan, Itävaltan ja Portugalin velkasuhteet ylittivät lievästi viitearvon eli 60 % BKT:stä, ja Itävaltaa lukuun ottamatta näiden maiden velkasuhteet kasvoivat verrattuna vuoteen 2003. Rahoitusasemien jatkuva heikkeneminen ja BKT:hen suhteutetun julkisen velan kasvu näkyvät myös liikkeeseen laskettujen julkisyhteisöjen velkapapereiden määrässä (ks. kehikko 8).

#### Kehikko 8.

### JULKISYHTEISÖJEN VELKAPAPEREIDEN KEHITYS EUROALUEELLA

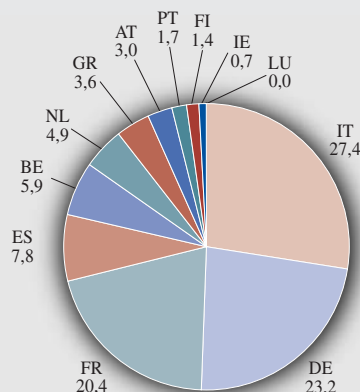
Koska julkisen talouden alijäämät euroalueen maissa ovat kasvaneet, myös julkisyhteisöjen velkapapereiden kanta on kasvanut viime vuosina. Osoituksena tästä kehityksestä on paitsi BKT:hen suhteutetun julkisen velan kasvu myös euroalueen julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemien velkapapereiden määrän vuotuisen kasvuvauhdin jatkuva kiihtyminen: vuoden 2002 lopussa se oli 5,0 %, vuoden 2003 lopussa 5,5 % ja vuoden 2004 lopussa 5,4 % (vrt. 3,3 % vuoden 2001 lopussa).<sup>1</sup>

Kun tarkastellaan julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemien velkapapereiden yhteenlaskettua kantaa vuoden 2004 lopussa, voidaan todeta, että euroalueella tämän pääomamarkkinoiden segmentin keskeisiä toimijoita ovat Italia, Saksa ja Ranska, joilla kullakin on noin 20–30 prosentin osuus kokonaismarkkinoista (ks. kuvio A).

Julkisyhteisöjen velkapapereiden kannan rakenteen kehityksessä euroalueella on havaittavissa kolme keskeistä piirrettä. Ensinnäkin julkisyhteisöjen velkapapereita laskevat liikkeeseen pääasiallisesti valtiot, joiden osuus velkapapereiden kannasta vuonna 2004 oli 94,3 %. Loput 5,7 % velkapapereiden kannas-

**Kuvio A. Valtion velkapapereiden kanta euroalueella liikkeeseenlaskijamaittain vuonna 2004**

(prosentteina, ajanjakson lopussa)



Lähde: EKP.

<sup>1</sup> Vuotuiset kasvuvauhdit lasketaan rahoitustransaktioiden perusteella ja ne on puhdistettu uudelleenluokittelun, arvostusmuutosten, valuuttakurssimuutosten tai itse transaktioista johtumattomien muiden vastaavien muutosten aiheuttamista eroista. Laskentatavasta kerrotaan yksityiskohtaisesti EKP:n Kuukausikatsauksen tilasto-osan kohtia 4.3 ja 4.4 koskevassa teknisessä huomautuksessa.

## Euroalueen valtioiden liikkeeseen laskemien velkapapereiden kannan rakenne

(prosentteina julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemien velkapapereiden yhteismäärästä, ajanjakson loppu)

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Valtionhallinto	96,9	96,9	96,7	96,3	95,4	94,7	94,3
<i>Pitkäaikaiset velkapaperit</i>	87,5	89,3	89,9	89,0	87,2	85,8	36,0
<i>Lyhytaikaiset velkapaperit</i>	9,4	7,6	6,9	7,2	8,2	8,9	8,3
Muut julkisyhteisöt	3,1	3,1	3,3	3,7	4,6	5,3	5,7
<i>Pitkäaikaiset velkapaperit</i>	3,0	3,0	3,2	3,6	4,5	5,2	5,6
<i>Lyhytaikaiset velkapaperit</i>	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kaikki julkisyhteisöt							
<i>Pitkäaikaiset velkapaperit</i>	90,5	92,3	93,0	92,6	91,7	91,1	91,6
Kiinteäkorkoiset	75,4	79,3	81,2	82,5	82,1	82,2	82,9
Vaihtuvakorkoiset	12,3	10,5	10,0	8,7	8,0	7,5	7,6
<i>Lyhytaikaiset velkapaperit</i>	9,5	7,7	7,0	7,4	8,3	8,9	8,4
Kaikki julkisyhteisöt, mrd. euroa	3 304,9	3 450,5	3 546,4	3 764,6	3 939,3	4 141,2	4 362,5

Lähde: EKP.

ta oli muiden julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemia (ks. oheinen taulukko). Muut julkisyhteisöt ovat kuitenkin lisänneet aktiivisuuttaan, sillä valtioiden liikkeeseen laskemien velkapapereiden osuus on supistunut vuodesta 1998 lähtien, kun taas muiden julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemien velkapapereiden osuus miltei kaksinkertaistui vuosina 1998–2004.

Kun toiseksi tarkastellaan julkisyhteisöjen velkapapereiden jakaumaa maturiteetti- ja luokittain, huomataan, että vuoden 2004 lopussa pitkäaikaisten velkapapereiden osuus kokonaismäärästä oli noin 91,6 %. Oheisesta taulukosta käy ilmi, että lyhytaikaisten velkapapereiden osuus supistui vuosina 1998–2000, minkä jälkeen se kuitenkin kasvoi jälleen.

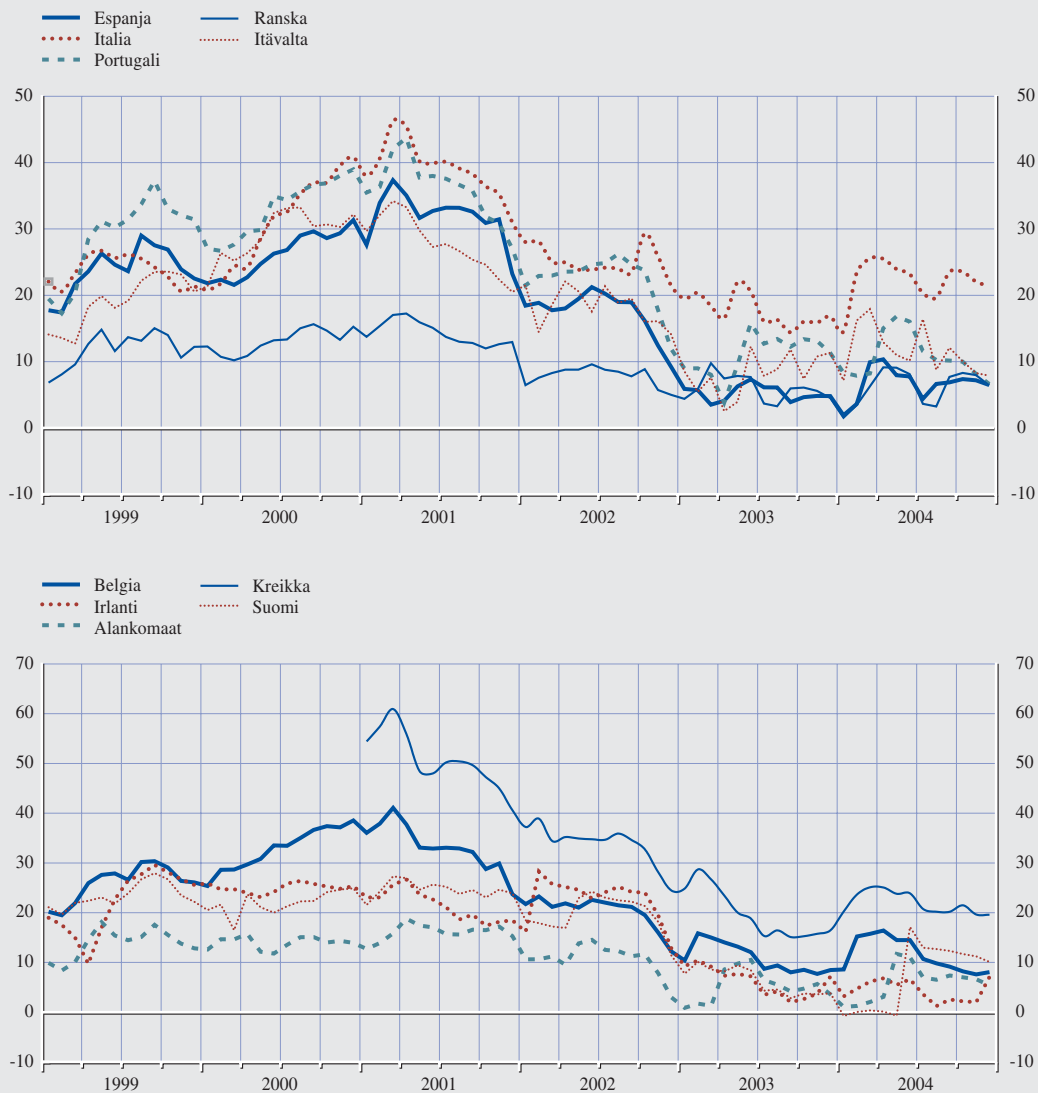
Kolmanneksi taulukko osoittaa myös, että valtaosa julkisyhteisöjen pitkäaikaisista velkapapereista on kiinteäkorkoisia. Vaihtuvakorkoisten velkapapereiden suhteellinen merkitys on pienentynyt tuntuvasti: vuonna 1998 niiden osuus kokonaismäärästä oli 12,3 %, mutta vuonna 2004 enää 7,6 %. Tämän kehityksen taustalla oli joidenkin valtioiden kiinteäkorkoisista pitkäaikaisista velkapapereista maksaman aikapreemion asteittainen pieneneminen 1990-luvun lopulla hintavakauden vallitessa. Italia, jossa vaihtuvakorkoisten velkapapereiden osuus on 20,7 %, on ainoa maa, jossa osuus on huomattavasti euroalueen keskiarvoa suurempi.

Riskipreemioiden pieneneminen on johtanut velkarahoituksen kustannusten alenemiseen viime vuosina. Esimerkiksi valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotto euroalueella oli vuosina 1994–1998 keskimäärin 7 % mutta supistui keskimäärin 4,7 prosenttiin vuosina 1999–2004. Kuviosta B käy kuitenkin ilmi, että valtion joukkolainojen tuotoissa on euroalueen maiden välisiä eroja, jotka saattavat johtua likviditeetti- ja luottoriskien eroista.

Saksan pitkien joukkolainojen tuotot ovat olleet euroalueen pienimpiä, mikä johtuu lähinnä Saksan valtion joukkolainojen suhteellisen hyvästä likvidiydestä. Euroalueen muihin valtioihin verrattuna Saksan valtio oli vuoden 2001 alkuun asti voinut hankkia rahoitusta yli 10 prosenttia halvemmalla hinnalla. Tämän jälkeen valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottojen erot Saksan ja muiden euroalueen maiden välillä ovat supistuneet jatkuvasti ja olivat pienimmillään vuoden 2003 lopussa. Tuottoerot ovat supistuneet tuntuvimmin Belgiassa, Kreikassa, Ita-

## Kuvio B. Valtion pitkien lainojen tuottoerot Saksaan nähden<sup>1)</sup>

(peruspisteinä, kuukausihavaintoja)



Lähteet: BIS ja EKP:n laskelmat.

1) Valtion pitkät lainat tarkoittavat kymmenen vuoden joukkovelkakirjalainoja tai maturiteetiltaan lähimpiä vastaavia lainoja.

liassa, Portugalissa ja Espanjassa. Yksi tämän lähentymiskehityksen taustalla olevista tekijöistä on saattanut olla julkisen talouden kehitys Saksassa, jossa BKT:hen suhteutettu velkaantuneisuus paheni vuosina 2001–2004 suhteessa kaikkien muiden euroalueen maiden velkaantuneisuuteen lukuun ottamatta Ranskaa.

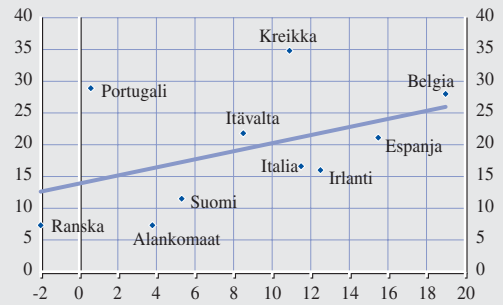


Saatavissa olevien tietojen perusteella maissa, joiden BKT:hen suhteutettu velkaantuneisuus on vähentynyt suhteessa Saksaan vuosina 2001–2004, myös pitkäaikaisten joukkolainojen tuottojen erot ovat pienentyneet suhteessa Saksan valtion joukkolainojen tuottoihin, kuten kuviossa C esitetty ilmeinen suhde osoittaa. Vaikka muutkin lähinnä joukkolainojen likviditeetin liittyvät tekijät voivat olla merkittäviä, tätä voidaan pitää ensimmäisenä merkkinä siitä, että sijoittajat ottavat jossain määrin huomioon euroalueen maiden julkisen talouden rahoitusasemat hinnoitellessaan joukkolainoja.

Kaiken kaikkiaan julkisyhteisöjen rahoituksen rakenteen viimeaikainen kehitys kuvastaa sitä huomattavaa makrotaloudellista etua, joka on syntynyt siirryttäessä entistä selvemmin vakauteen tähtäävään politiikkaan viimeisen vuosikymmenen aikana. Kansalaisten kannalta näkyvin hyöty on korkomenojen aiempaa huomattavasti pienempi osuus valtion budjetista.

**Kuvio C. BKT:hen suhteutetun suhteellisen velan muutokset Saksaan nähden<sup>1)</sup> ja tuottoerojen muutokset<sup>2)</sup> vuosina 2001–2004**

(x-akseli: prosenttiyksikköinä; y-akseli: peruspisteinä)



Lähteet: Eurostat ja EKP.

1) X-akseli: Suhteellisen velkasuhteen pieneneminen Saksaan nähden eli Saksan velkasuhteen ja muiden euroalueen maiden velkasuhteen välisen eron muutos vuosina 2001–2004.

2) Y-akseli: tuottoerojen pieneneminen Saksan valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoihin nähden tammikuusta 2001 joulukuuhun 2004.

Huom. Kuviossa esimerkiksi Belgian BKT:hen suhteutettu velka oli 108,0 % vuonna 2001 ja 95,6 % vuonna 2004, kun taas Saksassa velkasuhde oli 59,4 % vuonna 2001 ja 66,0 % vuonna 2004. Näin ollen Saksan ja Belgian velkasuhteen ero eli Belgian suhteellinen velkasuhde Saksaan nähden oli 48,6 % vuonna 2001 ja 29,6 % vuonna 2004. Tämä ero pieneni 19,0 prosenttiyksikköä vuodesta 2001 vuoteen 2004, mikä merkitsee suhteellisen velkasuhteen paranemista Saksaan nähden, kuten x-akselista voidaan havaita. Samaan aikaan valtion joukkolainojen tuottoero Belgian ja Saksan välillä supistui 28 peruspistettä, kuten y-akseli osoittaa. Suora viiva on regressiosovite.

## BUDJETTISUUNNITELMAT VUODELLE 2005

Uusimpien tarkistettujen vakausohjelmien perusteella voidaan todeta, että tietystä edistymisestä huolimatta julkisen talouden alijäämien supistamiseksi ei ole olemassa riittäviä suunnitelmia ja että kattavat rakenneuudistusohjelmat ovat edelleen laatimatta. Koko euroalueen keskimääräisen BKT:hen suhteutetun alijäämän odotetaan supistuvan noin puoli prosenttiyksikköä vuonna 2005. Sekä korkomenojen hienoisesta vähenemisestä että perusjäämän lievästä paranemisesta odotetaan edistävän osaltaan tätä kehitystä. Talouskasvun odotetaan pysyvän lähellä potentiaalista kasvua. Tästä huolimatta noin puolessa euroalueen maista – toisin sanoen Saksassa, Kreikassa, Ranskassa, Italiassa, Alankomaissa ja Portugalissa – BKT:hen suhteutettujen alijäämien ennustetaan olevan edelleen lähellä 3 prosentin viitearvoa tai viitearvon suuruisia. Julkisen talouden rahoitusaseman odotetaan olevan lähellä tasapainoa

tai ylijäämäinen vain muutamassa maassa. BKT:hen suhteutetun velan odotetaan supistuvan noin puolen prosenttiyksikön verran.

## RAHOITUSASEMIEN TASAPAINOTTAMISESSA SYYTÄ NOUDATTAA AIEMPIÄ SITOUKUKSIA

Euroalueen julkisen talouden on vastattava kolmeen suureen haasteeseen. Ensinnäkin julkisen talouden rahoitusasemia on tasapainotettava huomattavasti: makrotalouden vakauden merkittävänä kannattimena on julkisen talouden kestävyys eli julkisyhteisöjen kyky täyttää maksuvelvoitteensa (ks. kehikko 9). EU:n finanssipolitiikan päätöksentekojärjestelmän noudattaminen ja sääntöjen täsmällinen soveltaminen ovat ratkaisevan tärkeitä seikkoja, koska ne edistävät julkisen talouden kestävyyttä EMU:ssa. Alijäämille asetettuun 3 prosentin viitearvoon – jos viitearvoa noudatetaan uskottavasti – voidaan sitoa julkisen talouden kurinalaisuutta ja julkisen velan tulevaa kehitystä

koskevat odotukset. Näin ollen se on rahoitusmarkkinoille ja kansalaisille tärkeä merkki terveellä pohjalla olevasta julkisesta taloudesta.

Koska euroalueen keskimääräinen alijäämä on lähellä 3 prosentin viitearvoa ja koska useissa maissa alijäämä on lähellä viitearvoa tai ylittää sen, julkisen talouden rahoitusasemia on todellakin syytä vahvistaa pikaisesti. Kohentunut taloustilanne tarjoaa hyvät edellytykset nopeuttaa julkisen talouden rahoitusaseman tasapainottamista. Kasvusta odotettua suurempina verotuloina saatava hyöty olisi kohdennettava julkisen talouden epätasapainon korjaamiseen.

Maiden, joissa on liiallinen alijäämä, olisi korjattava tilanne mahdollisimman pian ja noudatettava sitoumuksiaan. Lisäksi on vältettävä liiallisten alijäämien uusiutumista. Niissä euroalueen jäsenmaissa, joissa julkisen talouden rahoitusasema ei ole lähellä tasapainoa tai yli-jäämäinen mutta joissa ei myöskään ole liiallista alijäämää, rahoitusaseman tasapainottamisessa on syytä noudattaa euroryhmän loka-kuussa 2002 tekemää sopimusta. Sen mukaan suhdanteista riippumattomia alijäämäsuhteita on supistettava vuosittain vähintään 0,5 prosenttiyksikön verran BKT:stä.

## Kehikko 9.

### FINANSSIPOLITIikka JA MAKROALOUden VAKAUS

Tässä kehitössä tarkastellaan finanssipolitiikan keskeisiä vaikutuksia makrotalouden vakautteen ja hintakehitykseen sekä sitä, miten nämä vaikutukset näkyvät EU:n finanssipolitiikan päätöksentekojärjestelmässä.

Finanssipolitiikka voi vaikuttaa lyhyen aikavälin makrotaloudelliseen toimintaympäristöön päätöksiin perustuvien toimenpiteiden ja suhdanneautomaatiikan kautta. Päätöksiin perustuvat toimenpiteet eli julkisen talouden tuloihin tai menoihin tehdyt aktiiviset muutokset voivat vaikuttaa talouskasvuun ja hintoihin sitä kautta, että nämä toimenpiteet vaikuttavat kokonaisyksyntään ja -tarjontaan. Viime vuosikymmeninä saadut kokemukset ovat kuitenkin osoittaneet, että talouden vakauttamiseen tähtäävä päätöksiin perustuva julkisen talouden hienosäätö usein vain vahvistaa suhdanteita. Lisäksi hienosäätötoimien epäsymmetrinen käyttö (enimmäkseen laskusuhdanteiden aikana ja huomattavasti vähemmän noususuhdanteiden aikana) on ajan mittaan johtanut julkisen talouden alijäämien kasvuun. Toisaalta suhdanneautomaatiikan vapaa toiminta voi osaltaan vaimentaa talouden suhdannevaihteluja verojen ja työttömyyskorvausten tasapainottaessa kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja. Juuri siksi, että suhdanneautomaatiikka on automaattista, se toimii oikea-aikaisella ja paremmin ennakoitavalla tavalla, ja sen symmetrinen toiminta ei vaikuta julkisen velan määrään suhdannesyklin aikana.

Kun tarkastellaan julkiseen talouteen keskipitkällä aikavälillä kohdistuvia vaikutuksia, havaitaan, että finanssipolitiikan viritys on erityisen merkittävä tekijä julkisen talouden kestävyys- ja potentiaalisen talouskasvun kannalta. Julkisen talouden kestävyyttä voidaan kuvata julkisyhteisöjen kykyä hoitaa maksuvelvoitteensa. BKT:hen suhteutettu julkinen velka on osoitus tästä kyvystä, joskin on otettava huomioon muitakin tekijöitä kuten valtion vastuusitoumukset ja implisiittiset vastuut. Julkisen talouden kestävyys vaikuttaa myönteisesti makrotaloudelliseen toimintaympäristöön, kun kuluttajat ja kotitaloudet eivät odota huomattavia veronkorotuksia tai sitä, että julkisyhteisöillä olisi vaikeuksia sitoumuksiensa hoidossa. Näin luottamus talouteen kohenee, pitkän aikavälin päätöksenteko (esim. yksityisiä sijoituksia koskevat päätökset) helpottuu ja rahoitustilanteesta tulee aiempaa suotuisampi. Potentiaalisesta

talouskasvusta voidaan todeta, että finanssipoliittiset toimenpiteet, jotka parantavat julkisen talouden laatua, voivat edistää talouskasvua yhdessä hintavakauden kanssa. Esimerkiksi kun julkisyhteisöt investoivat fyysiseen ja henkiseen pääomaan, tämä voi parantaa tuotannontekijöiden laatua. Lisäksi veroasteet vaikuttavat työnteon, säästämisen, sijoittamisen ja luovan toiminnan kannustimiin. Nopeampi kasvuvauhti puolestaan tukee kestävyyttä, koska velanhoitokustannusten rahoitus pohja on laajempi.

Finanssipoliittikan määrittely sääntöjen mukaisesti on yleensä suotavampaa kuin ad hoc -lähestymistapa. Säännöillä voidaan ehkäistä sitä, että lyhytaikaiset hyödyt painottuvat liikaa ja pitkäaikaiset kustannukset jäävät huomiotta. Lisäksi sääntöjen avulla voidaan sitoa odotukset ja siten viestiä talouden toimijoille siitä, miten finanssipoliittikka reagoisi talouden sokkeihin. Tämä helpottaa pitkän aikavälin suunnittelua yksityisellä sektorilla. On tietenkin noudatettava sääntöjä, jotta nämä hyödyt toteutuvat. Sääntöjen noudattamisesta on jopa tavallista enemmän hyötyä EMUn kaltaisessa rahaliitossa, jossa finanssipoliittikka ohjaavien kannustimien vääristymät voivat pahentua. Esimerkiksi jäsenvaltioille voi syntyä aiempaa suurempi kannuste kasvattaa alijäämiä, koska – yhteisen rahan ja entistä yhtenäisempien rahoitusmarkkinoiden myötä – yksittäisen jäsenvaltion julkisen velan kasvu vaikuttaa korkoihin vähemmän kuin ennen. Rahaliitossa finanssipoliittisia sääntöjä on voitava soveltaa suoraviivaisesti, koska niitä on tarkoitus soveltaa kaikkiin jäsenmaihiin yhdenmukaisella tavalla tasapuolisen kohtelun varmistamiseksi. Avoin finanssipoliittikan päätöksentekojärjestelmä myös lisää rahoitusmarkkinoiden ja suuren yleisön tietoisuutta ja voi auttaa varmistamaan sen, että sääntöjä noudatetaan.

EMUssa hyväksytyssä, sääntöihin perustuvassa keskipitkän aikavälin päätöksentekojärjestelmässä otetaan huomioon sekä lyhyen aikavälin suhdannevaihtelujen tasoittamiseen että pitkän aikavälin kestävyteen liittyvät näkökohdat. Julkisen talouden alijäämää ja julkista velkaa koskevien viitearvojen avulla edistetään vastuullista finanssipoliittikkaa. Keskipitkällä aikavälillä lähellä tasapainoa oleva tai ylijäämäinen julkisen talouden rahoitusasema edistää osaltaan talouden suhdannevaihtelujen tasoittamista lyhyellä aikavälillä suhdanneautomaatiikan vapaan toiminnan avulla. Samanaikaisesti se ehkäisee liiallisia alijäämiä tulevaisuudessa ja varmistaa julkisen talouden kestävyuden paranemisen edistämällä julkisen talouden suhteellisen velkaantuneisuuden vähenemistä.

Ensisijaisesti hintavakauden ylläpitämiseen tähtäävän keskuspankin näkökulmasta finanssipoliittisen analyysin painopiste on finanssipoliittikan vaikutuksissa inflaatioon ja makrotalouden vakauteen, koska finanssipoliittikka muodostaa osan rahapolitiikan toimintaympäristöä. Terve finanssipoliittikka helpottaa rahapolitiikan harjoittamista luomalla vakaan taloudellisen toimintaympäristön sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä.

## **RAKENTEELLISET UUDISTUKSET OVAT YHÄ ELINTÄRKEITÄ**

Julkisen talouden toisena haasteena on rahoitusasemaa tasapainottavien suunnitelmien saaminen osaksi rakenneuudistusohjelmaa, joka suosii kasvua, kilpailukykyä ja työllisyyttä. Näin voitaisiin myös saada julkisen talouden kehitys nykyistä kestävämmälle pohjalle, varsinkin kun otetaan huomioon se, että väestön

ikäntyminen rasittaa julkista taloutta yhä enemmän. Menouudistukset ovat tässä suhteessa ratkaisevia, joskin tulopuolella voi myös olla mahdollisuuksia tehokkuuden parantamiseen. Menouudistusten avulla voidaan tasapainottaa julkista taloutta, luoda edellytyksiä uusille veronkevennyksille ja tehdä verotus- ja etuusjärjestelmistä paremmin talouden kasvua tukevia. Menoarvioissa on asetettava

tuottavat investoinnit infrastruktuuriin ja henkiseen pääomaan muiden menojen edelle.

### **LUOTETTAVA TILASTOINTI LISÄÄ FINANSSIPOLIITTIKAN PÄÄTÖKSENTEKOJÄRJESTELMÄN USKOTTAVUUTTA**

Kolmantena haasteena on julkisen talouden tilastojen luotettavuus, joka on edellytys EU:n finanssipolitiikan päätöksentekojärjestelmän uskottavuudelle. Aiempien alijäämlukujen tuntuvat tarkistukset, kuten esimerkiksi Kreikan tapauksessa vuonna 2004, heikentävät selvästi kansalaisten luottamusta ja koko järjestelmän uskottavuutta. Ne vievät pohjan tasapainottomuuksien ja korjaustarpeiden täsmälliseltä ja oikea-aikaiselta tunnistamiselta, mikä johtaa vakaviin viivästyksiin politiikka-toimenpiteiden toteuttamisessa. Lisäämällä julkisen talouden seurannan epävarmuutta ne vähentävät monenkeskisten valvontamenettelyjen arvoa ja siten heikentävät vertaispainostuksen tehokkuutta. Tämän vuoksi on välttämätöntä toimia sen varmistamiseksi, että julkisen talouden tilastot kootaan luotettavasti ja julkaistaan oikea-aikaisesti. Kaikkien jäsenvaltioiden on noudatettava eurooppalaisia kirjanpitosääntöjä kirjatessaan tulojaan ja menojaan. Kuten Ecofin-neuvosto totesi 2.6.2004, poliittiset paineet ja vaalikaudet eivät saa vaikuttaa julkisen talouden tilastoihin.

## **2.6 VALUUTTAKURSSIT JA MAKSUTASE**

### **EURO VAHVISTUI EDELLEEN YHDYSVALTAIN DOLLARIN HEIKETESSÄ LAAJA-ALAISESTI**

Valuuttakurssimarkkinoilla euron tärkeimpien kahdenvälisen valuuttakurssien kehitys oli suhteellisen maltillista tammi-syyskuussa 2004, varsinkin kun tätä kehitystä verrataan siihen, että kahtena edellisellä vuonna euron kurssi oli vahvistunut tuntuvasti. Tämän jälkeen euro vahvistui voimakkaasti etenkin Yhdysvaltain dollariin nähden. Vuoden 2004 lopussa euron efektiivinen valuuttakurssi oli jonkin verran vahvempi kuin vuoden alussa. Tämä johtui euron huomattavasta vahvistumisesta Yhdysvaltain dollariin, siihen kiinnitettyihin Aasian valuuttoihin ja Japanin jeniin nähden,



joskin euron jenikurssin vahvistumisen vaikutus oli vähäinen. Euron efektiivisen valuuttakurssin vahvistuminen tasoittui osittain siksi, että euro heikkeni suhteessa joidenkin euroalueen pienten kauppakumppanimaiden valuuttoihin (Sveitsin frangi, Norjan kruunu ja Etelä-Korean won) ja useisiin EU:n uusien jäsenvaltioiden valuuttoihin.

Euron vahvistumisen tasaannuttua tammi-helmikuussa 2004 euro menetti osan aiemmasta arvonnousustaan, kun maailmantalouden näkymät paranivat ja markkinoiden käsitykset valuuttakurssien vaikuttavista perustekijöistä muuttuivat. Tuolloin oli näkyvissä yhä selvempiä merkkejä siitä, että talous oli elpymässä Yhdysvalloissa ja Japanissa, kun taas euroalueen talousnäkymät olivat edelleen vaimeat. Tämän vuoksi markkinoiden kiinnostus siirtyi Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän suuruudesta ja kestävyyydestä suuriin tuotto-odotuksiin Yhdysvalloissa, mikä tuki Yhdysvaltain dollaria. Toukokuusta lokakuun 2004 puoliväliin saakka euro vahvistui hieman euroalueen talousnäkymien parantuessa asteittain. Tämä johtui siitä, että alustavien merkkien mukaan vientisektorin vahva kehitys oli leviämässä kotimaiseen kysyntään. Samaan aikaan maailmantalouden kasvunäkymiin liittyneet, lähinnä geopoliittisesta epävarmuudesta ja öljyn hin-

nan jyrkästä noususta aiheutuneet markkinoiden huolet näyttivät johtavan siihen, että Yhdysvaltain dollariin ja Japanin jeniin kohdistui jälleen jonkin verran laskupaineita. Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitean päätökset nostaa korkoja oli jo otettu huomioon rahoitusmarkkinoiden hinnoissa, eivätkä ne vaikuttaneet valuuttakurssikehitykseen. Lokaan puolivälistä lähtien euro kuitenkin vahvistui huomattavasti suhteessa Yhdysvaltain dollariin ja useisiin Aasian valuuttoihin, jotka on kiinnitetty virallisesti tai epävirallisesti Yhdysvaltain dollariin. Yhdysvaltain dollari heikkeni muutenkin laaja-alaisesti vuoden 2004 viimeisellä neljänneksellä. Tänä aikana Yhdysvaltain dollarin kurssi oli euroon, Englannin puntaan ja Japanin jeniin nähden alhaisimmillaan moneen vuoteen.

Vuoden 2004 lopussa euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi – kun sitä verrataan euroalueen 23 tärkeimmän kauppakumppanimaan valuuttoihin – oli 2,3 % vahvempi kuin vuoden alussa. Tästä yleisestä vahvistumisesta ei kuitenkaan käy ilmi, että euron kurssi vaihteli vastakkaisesti suhteessa useisiin efektiiviseen valuuttakurssi-indeksiin sisältyvien maiden valuuttoihin. Euro esimerkiksi vahvistui tuntuvasti Yhdysvaltain dollariin nähden, kuten myös siihen kiinnitettyihin Kiinan renminbiin ja Hongkongin dollariin nähden. Euron dollarikurssi 31.12.2004 oli 1,36 eli noin 8,2 % vahvempi kuin vuoden alussa. Samana aikana euro vahvistui myös suhteessa Japanin jeniin (3,7 %) ja vuoden lopussa sen jenikurssi oli 139,7. Tämä viittasi siihen, että Japanin jeni oli vahvistunut Yhdysvaltain dollariin nähden yli 4 %. Euron puntakurssi oli 0,71 vuoden 2004 lopussa eli sama kuin 2.1.2004.

Samaan aikaan euro heikkeni hieman suhteessa Sveitsin frangiin ja Norjan kruunuun, ja näitä enemmän suhteessa Etelä-Korean woniin (6,3 %). Se heikkeni myös suhteessa useisiin EU:n uusien jäsenvaltioiden valuuttoihin, kuten Tšekin korunaan, Unkarin forinttiin, Puolan zlotyyin ja Slovakian korunaan (ks. myös osa 3). Kyproksen punta vahvistui hieman suhteessa euroon. Sen sijaan Yhdysval-

tain dollariin osittain kiinnitetty Latvian lati heikkeni euroon nähden. Latvian lati kiinnitettiin kuitenkin tammikuun 2005 alussa euroon kurssilla 0,702804, ja se on vaihdellut tämän kiinnityskurssin molemmin puolin siitä lähtien. Maltaan liira pysyi suurin piirtein vakaana suhteessa euroon vuonna 2004, mikä johtuu euron suuresta painoarvosta valuuttakorissa, johon Maltaan liira on kiinnitetty.

ERM II -valuuttakurssimekanismiin osallistuvista valuutoista Tanskan kruunu oli lähellä eurokeskuskurssiaan. ERM II -järjestelmään 28.6.2004 liittyneiden maiden valuatat (Viron kruunu, Liettuan liti ja Slovenian tolar) joko vaihtelivat hyvin kapealla vaihteluvälillä tai eivät muuttuneet eurokeskuskurssiinsa nähden.

Tammi-helmikuussa 2005 euro heikkeni useimpiin tärkeimpiin valuuttoihin ja etenkin Yhdysvaltain dollariin nähden. Tänä aikana euron valuuttakurssikehitykseen vaikuttivat merkit Yhdysvaltain taloudellisen toimeliaisuuden vahvuudesta, samaan aikaan kun markkinoiden huoli Yhdysvaltain julkisen talouden alijäämästä näytti vähentyneen jonkin verran. Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi oli 24.2.2005 noin 1,4 % heikompi kuin vuoden alussa. Tämä johtui sen heikentymisestä Yhdysvaltain dollariin, Kiinan renminbiin ja vähäisemmässä määrin Englannin puntaan nähden. Näillä kaikilla valuutoilla on varsin suuri painoarvo euron ulkomaankauppapainoisessa valuuttakurssi-indeksissä.

Kustannus- ja hintaindekseihin perustuva euron reaali efektiivinen valuuttakurssi vahvistui niin ikään edelleen vuonna 2004 euron nimellisen efektiivisen valuuttakurssin mukaisesti (ks. kuvio 29). Vuoden 2004 viimeisellä neljänneksellä euron reaaliset efektiiviset valuuttakurssi-indeksit olivat selvästi korkeammalla kuin vuoden 1999 ensimmäisellä neljänneksellä. Kuluttaja- ja tuottajahintojen kehitykseen perustuvat indeksit olivat myös varsin lähellä 10 viime vuoden huippulukemia.

**Kuvio 29. Euron nimellinen ja reaalinen efektiivinen valuuttakurssi-indeksi<sup>1)</sup>**

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

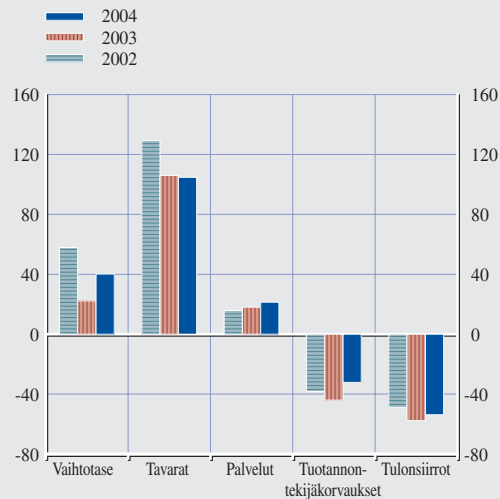


Lähde: EKP.

1) Efektiivisen valuuttakurssi-indeksin nouseva käyrä merkitsee euron vahvistumista. Viimeiset kuukausihavainnot ovat joulukuulta 2004. Tuoreimmat tiedot tehdasteollisuuden yksikkötyökustannuksiin perustuvasta indeksistä ovat vuoden 2004 kolmannelta neljännekseltä ja perustuvat osittain arvioihin.

**Kuvio 30. Vaihtotase ja sen erät**

(mrd. euroa, kausivaihtelusta puhdistettuja tietoja)



Lähde: EKP.

### VAIHTOTASEEN YLIJÄÄMÄ KASVOI HIEMAN VUONNA 2004

Euroalueen vaihtotaseen ylijäämä kasvoi 40,2 miljardiin euroon vuonna 2004 (noin 0,5 % BKT:stä), kun se oli ollut 22,2 miljardia euroa vuonna 2003 (0,3 % BKT:stä). Kasvu johtui pääasiassa tuotannontekijäkorvausten ja tulonsiirtojen alijäämän supistumisesta ja palvelujen ylijäämän hienoisesta kasvusta (ks. kuvio 30). Tavarakaupan ylijäämä pysyi suurin piirtein muuttumattomana, kun tavaravienti ja -tuonti kasvoivat arvolla mitattuna saman verran.

Kausivaihtelusta puhdistettu 12 kuukauden kumulatiivinen tavarakaupan ylijäämä muuttui vuonna 2004 kuitenkin kahteen otteeseen merkittävästi. Vuoden alkupuoliskolla ylijäämä kasvoi (106 miljardista eurosta joulukuussa 2003 yli 125 miljardiin euroon kesäkuussa 2004) ajanjakson erityisen vahvan viennin ansiosta. Tämän jälkeen se kuitenkin supistui lähelle vuoden 2003 lopun lukemia, koska tuonti oli vuoden 2004 toisella ja kolmannella neljän-

neksellä voimakasta ja vienti hidastui vuoden jälkipuoliskolla. Tuotannontekijäkorvausten alijäämän supistuminen johtui puolestaan lähinnä siitä, että näihin korvauksiin kirjatut tulot kasvoivat huomattavasti ja paljon nopeammin kuin niihin kirjatut menot. Tuotannontekijäkorvaustulojen kasvu näyttää johtuneen enimmäkseen siitä, että investointien tuottokehitys oli maailmantalouden vahvan kasvun ansiosta suotuisaa ja kumosi selvästi euron kurssin vahvistumisen negatiiviset vaikutukset (euron vahvistuminen heikentää valuuttamääräisten tuotannontekijäkorvaustulojen arvoa, kun arvo ilmoitetaan euroina).

Erittelemällä tavaraviennin ja -tuonnin arvosta hinnat ja määrät Eurostatin ulkomaankauppatilastojen perusteella (tilastoja on saatavilla lokakuuhun 2004 asti) saadaan parempi käsitys tavaraviennin ja -tuonnin kehityksestä. Jaottelu osoittaa, että viennin arvon huomattava kasvu vuoden alkupuoliskolla johtui suurelta osin viennin määrän voimakkaasta lisääntymisestä, kun taas vientihinnat nousivat vain vä-

hän. Tästä syystä näyttää siltä, että ulkomaisen kysynnän voimakas kasvu vuoden 2004 alkupuoliskolla kumosi selvästi euron vahvistumisen negatiiviset vaikutukset euroalueen viennin määrään. Maantieteellisesti tarkastellen Aasiaan ja EU:n uusiin jäsenvaltioihin suuntautuneen viennin määrä kasvoi erityisen nopeasti tänä aikana. Vientihintoihin kohdistui jonkin verran nousupaineita, koska kustannukset kasvoivat öljyn hinnan kallistuttua. Nämä nousupaineet ovat kuitenkin saattaneet kumoutua osaksi sitä kautta, että voittomarginaalit supistuivat jonkin verran, kun viejät pyrkivät osittain korvaamaan euron vahvistumisesta aiheutuneen hintakilpailukyvyn heikkenemisen. Euroalueen viennin hidastuminen vuoden jälkipuoliskolla näyttää johtuneen lähinnä Aasiaan ja EU:n uusiin jäsenvaltioihin suuntautuneen viennin heikkenemisestä, joskin myös vienti Yhdysvaltoihin hidastui merkittävästi. Tavarantuonnin arvon kasvu vuoden 2004 toisella ja kolmannella neljänneksellä johtui sekä tuontihintojen noususta että tuonnin määrän lisääntymisestä. Tuontihintojen nousu oli suureksi osaksi seurausta öljyn hinnan kallistumisesta. Tuonnin määrän kasvuun oli osin syynä euroalueen kotimaisen kysynnän elpyminen

etenkin vahvasti tuontipainotteisissa menoluokissa.

### **SUORIEN SJOITUSTEN JA ARVOPAPERISJOITUSTEN YHTEENLASKETUT VIRRAT EUROALUEELLE VUONNA 2004**

Rahoitustaseen mukaan pääomaa tuotiin euroalueelle yhteenlaskettuina suorina sijoituksina ja arvopaperisijoituksina nettomääräisesti 18,3 miljardia euroa vuonna 2004, kun sitä vuonna 2003 tuotiin nettomääräisesti 38,3 miljardia euroa. Tämä pääoman nettotuonnin väheneminen johtui lähinnä suoriin sijoituksiin liittyvän nettoviennin kasvusta (ks. kuvio 31).

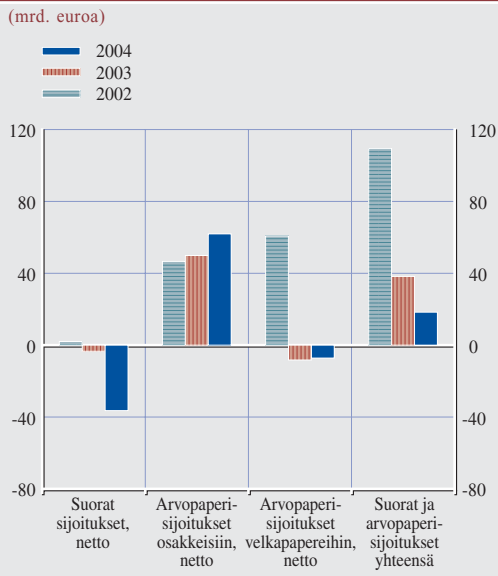
Suorien sijoitusten kehitys selittyy pohjimmiltaan euroalueelle suuntautuneiden ulkomaisten suorien sijoitusten asteittaisen supistumisen kautta. Perimmäisimpänä syynä tähän oli se, että euroalueen ulkopuolisten tekemät oman pääoman ehtoiset suorat sijoitukset euroalueelle olivat ainoastaan kolmanneksen edellisvuotisesta. Nämä sijoitukset siis supistuivat enemmän kuin vastaavat sijoitukset euroalueelta ulkomaille, mikä saattaa osittain johtua siitä, että maailmantalouden kasvunäkymät olivat vuonna 2004 vahvemmat kuin euroalueen näkymät.



Arvopaperisijoituksiin liittyvän pääoman nettotuonnin kasvu johtui lähinnä siitä, että euroalueen ulkopuolisten sijoittajien tekemät nettomääräiset osakehankinnat euroalueella kasvoivat. Markkinatutkimusten mukaan ulkomaisten sijoittajien kiinnostus euroalueen osakkeisiin oli virinnyt uudelleen. Tähän kehitykseen vaikutti se, että euroalueen osakkeiden hinnoittelua pidettiin suhteellisesti katsoen houkuttelevana. Myös odotukset euron vahvistumisesta vuoden 2004 aikana vaikuttivat siihen.

Euroalueen ja ulkomaiden väliset velkapaperisijoitusten virrat olivat vuonna 2004 sekä saamis- että velkapuolella samansuuruiset kuin vuonna 2003 eli noin 200 miljardia euroa. Velkapuolella euroalueen alhaiset lyhyet korot eivät kannustaneet ulkomaisia sijoittajia ostamaan euroalueen rahamarkkinapapereita. Euroalueen ulkopuoliset sijoittajat tekivätkin

Kuvio 31. Rahoitustase ja sen erät



1. Lähde: EKP.

Maakohtaisen erittelyn perusteella euroalueen ulkomaiset arvopaperisijoitukset suuntautuvat vuoden 2004 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä lähinnä Isoon-Britanniaan ja Yhdysvaltoihin. Näihin maihinhan euroalueen arvopaperisijoitukset perinteisestikin suuntautuvat. Euroalueen sijoittajat ostivat nettomääräisesti paljon myös japanilaisia osakkeita. Japanin talousnäkyminen kohentuminen etenkin vuoden 2004 alussa näyttää vaikuttaneen euroalueen sijoittajien arvopaperisijoitus päätöksiin.

sijoituksia lähes yksinomaan euroalueen joukkolainoihin vuonna 2004. Saamispuolella euroalueen sijoittajat suuntasivat velkapapereihin tekemistään kansainvälisistä sijoituksista noin 75 % joukkolainoihin ja 25 % rahamarkkinapapereihin. Tässä jakautumassa euroalueen sijoittajat painottivat kansainvälisiä joukkolainoja vuonna 2004 vähemmän kuin vuonna 2003. Tämä on saattanut liittyä odotuksiin, että ennakoitu Yhdysvaltain pitkien korkojen nousu voisi synnyttää pääomatappioita. Velkapapereihin liittyvät pääomavirrat euroalueelta Yhdysvaltoihin supistuvivatkin 75 miljardista eurosta 29 miljardiin euroon vuoden 2004 kolmena ensimmäisenä neljänneksenä.

Vuoden 2004 kolmen ensimmäisen neljänneksen kumulatiivisten tietojen perusteella euroalueelta vietiin pääomaa nettomääräisesti suorina sijoituksina useimpiin tärkeimpiin kaupakumppanimaihin lukuun ottamatta Yhdysvaltoja ja Sveitsiä. Euroalueelta tehtiin suoria sijoituksia eniten Isoon-Britanniaan ja Yhdysvaltoihin. Nämä myös olivat tärkeimmät euroalueelle investoineet maat.



### 3 EUROALUEEN ULKOPUOLISTEN EU:N JÄSEN- VALTIOIDEN REAALI- JA RAHATALOUDEN KEHITYS

#### TALOUDELLINEN TOIMELIAISUUS

Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden BKT:n määrän kasvu oli verrattain voimakasta vuonna 2004 ja yleisesti nopeampaa kuin euroalueella keskimäärin (ks. taulukko 6). Tuotannon kasvu oli nopeinta Baltian maissa ja Puolassa eli niissä maissa, joiden asukasta kohden laskettu BKT on EU-maiden alhaisin. Toisaalta tuotannon kasvu oli hitainta Tanskassa ja Maltalla, vaikka maiden BKT:n määrän kasvuvauhti alkoi elpyä oltuaan vaimea vuonna 2003.

Vuonna 2004 monien euroalueen ulkopuolisten EU-maiden BKT:n määrän kasvua vauhditti erityisesti kotimainen kysyntä. Tuotannon kasvua siivitti erityisesti kiinteän pääoman bruttomuodostus. Teollisuuden luottamuksen kasvu, pääoman tehokas käyttö sekä kysyntänäkymien koheneminen vaikuttivat osaltaan investointien elpymiseen useissa uusissa EU-maissa sekä Tanskassa ja Ruotsissa. Kotimaisen kysynnän vahvuuteen vaikutti useissa uusissa EU-maissa – erityisesti Baltian maissa – myös yksityisen kulutuksen huomattava kasvu. Yksityisen kulutuksen kasvua tuki käytettävissä olevien reaalityulojen kasvu, joka oli seurausta palkkojen

rajasta noususta ja työmarkkinoiden kohene- misesta. Isossa-Britanniassa yksityisen kulu- tuksen kasvua ylläpiti työmarkkinoiden vahva kehitys ja asuntovarallisuuden kasvu. Useissa euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa, erityi- sesti Baltian maissa ja Unkarissa, kotitalouk- sien kulutusta tuki myös yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen nopea kasvuvauhti, joka joissakin maissa nopeutui entisestään. Hintojen korotuksia koskevat odotukset, jotka johtuivat EU:hun liittymistä edeltäneistä verotuksen ja hallinnollisesti määräytyvien hintojen muutoksista, lisäsivät kulutuskysyntää useimmissa uusissa EU-maissa vuoden 2004 alkupuoliskolla. Finanssipolitiikan linja oli joissain maissa verrattain löysä.

Tarkasteltaessa ulkoista kysyntää nähdään, että nettoviennin vaikutus BKT:n kasvuun vaihteli huomattavasti euroalueen ulkopuolisten EU-maiden välillä. Ulkomainen kysyntä tuki tuotannon kasvua huomattavasti Puolassa ja Ruotsissa, mutta jarrutti kasvua useimmissa uusissa EU-maissa ja Isossa-Britanniassa. On kuitenkin tärkeätä huomata, että tästä huoli- matta viennin ja tuonnin kasvu jatkui verrattain

**Taulukko 6. BKT:n määrän kasvu euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa ja euroalueella**

(vuotuinen prosenttimuutos)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
Tšekki	3,9	2,6	1,5	3,7	4,0	3,8	3,9	4,2	4,2
Tanska	2,8	1,6	1,0	0,4	2,0	1,7	2,5	1,8	2,2
Viro	7,8	6,4	7,2	5,1	.	6,8	5,9	6,1	.
Kypros	5,0	4,1	2,1	2,0	3,7	3,7	4,1	4,0	3,1
Latvia	6,9	8,0	6,4	7,5	8,5	8,7	7,7	9,1	8,6
Liettua	3,9	6,4	6,8	9,7	6,7	7,1	7,3	5,8	6,7
Unkari	5,2	3,8	3,5	3,0	4,0	4,3	4,2	3,7	3,8
Malta	6,4	-1,7	2,2	-1,8	1,5	2,3	-0,5	1,9	2,3
Puola	4,0	1,0	1,4	3,8	5,3	6,9	6,1	4,8	3,9
Slovenia	3,9	2,7	3,3	2,5	4,6	4,1	4,9	5,0	4,3
Slovakia	2,0	3,8	4,6	4,5	5,5	5,4	5,5	5,3	5,8
Ruotsi	4,3	1,0	2,0	1,5	3,5	3,4	4,0	3,7	2,8
Iso-Britannia	3,9	2,3	1,8	2,2	3,1	2,8	3,5	3,1	2,9
EU10 <sup>1)</sup>	4,2	2,7	2,6	3,9	4,8	5,4	5,1	4,6	4,3
EU13 <sup>2)</sup>	3,9	2,2	1,9	2,3	3,3	3,2	3,7	3,3	3,0
Euroalue	3,5	1,6	0,9	0,5	2,0	2,0	2,5	1,7	1,8

Lähde: Eurostat.

Huom. Tšekin neljännesvuosiluvut on puhdistettu kausivaihtelusta. Ison-Britannian vastaavat luvut on puhdistettu kausivaihtelusta ja korjattu työpäivien lukumäärällä.

1) EU10-aggregaatti käsittää 10 uutta jäsenvaltiota.

2) EU13-aggregaatti käsittää 13 euroalueen ulkopuolista EU-maata.

vahvana vuonna 2004, erityisesti uusissa EU-maissa. Maiden liittyttyä Euroopan unioniin erityisesti tavarakauppaa ja palveluiden kauppaa vauhdittivat kaupan esteiden purku, kysynnän kasvu kauppakumppanimaissa ja tuottavuuden koheneminen.

Työmarkkinat kohentuivat vähitellen useimmissa euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa – erityisesti Baltian maissa – koko vuonna 2004. Tähän vaikuttivat taloudellisen toimeliaisuuden elpyminen, ulkomaisiin suoriin sijoituksiin liittyvä huomattava pääomantuonti parina viime vuonna sekä meneillään olevat rakenteelliset uudistukset. Useimmissa uusissa EU-maissa työllisyyden kasvu oli kuitenkin yleensä melko vaimeaa, mikä johtuu palkkakustannusten aiemmasta noususta joissain maissa sekä siitä, että työmarkkinoiden kysyntä ja tarjonta eivät kohtaa työmarkkinoiden rakenteellisten, ammattitaitoisen työvoiman saatavuuteen liittyvien ongelmien vuoksi. Useissa maissa, erityisesti Puolassa ja Slovakiassa, työttömyysaste pysytteli erittäin korkeana. Iossa-Britanniassa työmarkkinat kiristyivät.

## HINTAKEHITYS

Hintojen kehitys euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa oli erittäin vastakkaista vuonna 2004. Tanskan, Liettuan, Ruotsin ja Ison-Britannian vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti oli hitain eli noin 1 %, mikä on huomattavasti hitaampi kuin euroalueella keskimäärin. Useimpien uusien EU-maiden inflaatiovauhti oli sen sijaan nopeampi kuin euroalueella keskimäärin. Latvian, Unkarin ja Slovakian vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti oli lähes kolme kertaa nopeampi kuin euroalueella keskimäärin.

Useimpien uusien EU-maiden YKHI-inflaatiovauhti oli vuonna 2004 nopeampi kuin vuonna 2003 (ks. taulukko 7). Inflaatiovauhdin nopeutuminen oli voimakkainta Tšekissä, Latviassa, Liettuassa, Unkarissa ja Puolassa. Joissain euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa keskimääräinen inflaatiovauhti kuitenkin hidastui vuonna 2004. Inflaatiovauhdin hidastuminen oli voimakkainta Kyproksessa ja Sloveniassa. Inflaatiovauhdin kehitys vuonna 2004 vaihteli myös maittain. Useissa maissa inflaatio kiihtyi huomattavasti vuoden 2004 alkupuoliskolla ja tämän jälkeen joko vakaantui nopeaksi tai hidastui vähitellen vuoden loppupuoliskolla.

**Taulukko 7. YKHI-inflaatio euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa ja euroalueella**

(vuotuinen prosenttimuutos)

	2000	2001	2002	2003	2004	2004 I	2004 II	2004 III	2004 IV
Tšekki	3,9	4,5	1,4	-0,1	2,6	2,0	2,5	3,0	2,7
Tanska	2,7	2,3	2,4	2,0	0,9	0,7	0,8	1,0	1,2
Viro	3,9	5,6	3,6	1,4	3,0	0,6	3,2	3,9	4,4
Kypros	4,9	2,0	2,8	4,0	1,9	1,0	1,2	2,5	2,8
Latvia	2,6	2,5	2,0	2,9	6,2	4,3	5,8	7,4	7,2
Liettua	0,9	1,3	0,4	-1,1	1,1	-1,1	0,5	2,3	3,0
Unkari	10,0	9,1	5,2	4,7	6,8	6,8	7,4	7,0	5,9
Malta	3,0	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	3,3	3,0	2,2
Puola	10,1	5,3	1,9	0,7	3,6	1,8	3,4	4,7	4,5
Slovenia	8,9	8,6	7,5	5,7	3,6	3,7	3,8	3,6	3,5
Slovakia	12,2	7,2	3,5	8,5	7,4	8,2	8,0	7,2	6,0
Ruotsi	1,3	2,7	2,0	2,3	1,0	0,6	1,2	1,2	1,1
Iso-Britannia	0,8	1,2	1,3	1,4	1,3	1,3	1,4	1,2	1,4
EU10 <sup>1)</sup>	8,4	5,7	2,6	1,9	4,0	2,9	4,0	4,8	4,4
EU13 <sup>2)</sup>	3,2	2,7	1,8	1,6	2,1	1,7	2,2	2,3	2,3
Euroalue	2,1	2,4	2,3	2,1	2,1	1,7	2,3	2,3	2,3

Lähde: Eurostat.

1) EU10-aggregaatti käsittää 10 uutta jäsenvaltiota.

2) EU13-aggregaatti käsittää 13 euroalueen ulkopuolista EU-maata.

Muutamissa muissa EU-maissa YKHI-inflaatiiovauhti oli kuitenkin jokseenkin vakaa koko vuoden.

Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden inflaatiokehitykseen vaikuttivat osittain eräät yhteiset tekijät, erityisesti öljyn hinnan huomattava nousu vuonna 2004. Sen täsmällinen vaikutus inflaatioon vaihteli kuitenkin maittain, mikä johtuu suureksi osaksi kulutuskäyttötymisen, markkinoiden rakenteiden ja tuotannon energiariippuvuuden eroista. Kohonnut öljyn hinta ei ehkä vielä vuonna 2004 täysin välittynyt joidenkin maiden inflaatiiovauhtiin. Useimmissa maissa hienoisia inflaatiopaineita aiheutti myös BKT:n määrän voimakas kasvu. Tämän seurauksena myös palkankorotuspaineet ovat alkaneet lisääntyä useissa maissa.

Myös EU:hun liittyminen aiheutti hienoisia inflaatiopaineita useimmissa uusissa jäsenvaltioissa. Elintarvikkeiden hintojen vuotuinen nousuvauhti nopeutui useimmissa uusissa EU-maissa vuoden alkupuoliskolla, sillä maat ottivat käyttöön yhteisen maatalouspolitiikan ja toimialojen väliset viimeiset kaupan esteet pu-

rettiin. Elintarvikkeiden hintojen osuus maiden kulutuskoreista on verrattain suuri, minkä vuoksi näillä tekijöillä on ollut huomattava vaikutus useimpien uusien EU-maiden YKHI-inflaatioon. Lisäksi välillisiä veroja ja valmis-teveroja korotettiin monissa uusissa EU-maissa, jotta ne vastaisivat paremmin EU:n verotuskäytäntöä. Mahdollisuus, että verojen kiristyminen nostaa hintoja EU:hun liittymisen jälkeen, lisäsi kysyntää vuoden 2004 alussa ja siten myös kiihdytti inflaatiota. Vuoden 2004 jälkipuoliskolla kysynnän vaikutukset alkoivat kuitenkin vähitellen hälvetä monessa maassa. Hallinnollisesti säänneltyjä hintoja on myös korotettu merkittävästi joissain uusissa EU-maissa, jotta eräiden valtionyhtiöiden sopeuttaminen kustannustehokkaaseen tuotantoon saadaan päätökseen.

Myös nimellisen efektiivisen valuuttakurssin kehitys ja sen välittyminen viipeellä tuontihintoihin vaikutti inflaatiokehitykseen vuonna 2004. Monissa maissa, erityisesti Tšekissä, Unkarissa ja Slovakiassa efektiivisen valuuttakurssin kehitys hidasti inflaatiota. Sitä vastoin esimerkiksi Latviassa efektiivisen valuutta-

**Taulukko 8. Julkinen talous euroalueen ulkopuolisissa EU-maissa ja euroalueella**

(% BKT:stä)

	Julkinen talouden ylijäämä (+) / alijäämä (-)				Julkinen talouden bruttovelka			
	2001	2002	2003	2004	2001	2002	2003	2004
Tšekki	-6,2	-6,8	-11,7	-3,0	27,2	30,7	38,3	37,4
Tanska	2,9	1,7	2,9	2,8	47,8	47,2	44,7	42,7
Viro	0,3	1,4	3,1	1,8	4,4	5,3	5,3	4,9
Kypros	-2,3	-4,5	-6,3	-4,5	61,9	65,2	69,8	71,9
Latvia	-2,1	-2,9	-1,5	-0,8	14,9	14,1	14,4	14,4
Liettua	-2,0	-1,5	-1,9	-2,5	22,9	22,4	21,4	19,7
Unkari	-3,7	-8,5	-6,2	-4,7	52,2	55,5	56,9	57,6
Malta	-6,4	-5,9	-10,5	-5,2	62,4	62,7	71,8	75,0
Puola	-3,9	-3,6	-4,5	-4,8	36,7	41,2	45,4	43,6
Slovenia	-3,3	-2,4	-2,0	-1,9	28,1	29,5	29,4	29,4
Slovakia	-6,0	-6,0	-3,7	-3,3	48,7	43,3	42,6	43,6
Ruotsi	2,5	-0,3	0,2	1,4	54,3	52,4	52,0	51,2
Iso-Britannia <sup>1)</sup>	0,7	-1,7	-3,4	-3,2	38,8	38,3	39,7	41,6
EU-10 <sup>2)</sup>	-4,2	-4,9	-5,7	-3,9	37,3	40,1	43,5	42,7
EU-13 <sup>3)</sup>	0,2	-1,9	-3,1	-2,4	40,9	40,9	42,1	42,9
Euroalue	-1,8	-2,5	-2,8	-2,7	69,6	69,5	70,8	71,3

Lähteet: Euroopan komissio ja EKP:n laskelmat.

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

1) Kalenterivuoden arvioita.

2) EU10-aggregaatti käsittää 10 uutta jäsenvaltiota.

3) EU13-aggregaatti käsittää 13 euroalueen ulkopuolista EU-maata.

kurssin kehitys lisäsi osaltaan inflaatiopaineita. Puolassa valuuttakurssikehityksen viivästyneet vaikutukset kiihdyttivät YKHI-inflaatiovauhtia vuoden 2004 alkupuoliskolla. Sitä vastoin vuoden jälkipuoliskolla nämä vaikutukset hidastivat inflaatiota.

### FINANSSIPOLITIikka

Kolmen euroalueen ulkopuolisen EU-maan (Viro, Tanska ja Ruotsi) julkinen talous oli ylijäämäinen ja kymmenen alijäämäinen vuonna 2004. Ecofin-neuvosto teki 5.11.2004 päätöksen, jonka mukaan kuuden maan (Tšekki, Kypros, Unkari, Malta, Puola ja Slovakia) alijäämä on liiallinen. Neuvosto sallii kaikkien muiden maiden paitsi Kyproksen korjata liialliset alijäämät keskipitkällä aikavälillä maissa vallitsevien erikoisolosuhteiden vuoksi eli sen vuoksi, että 1) maiden julkisen talouden alijäämä oli EU:hun liittymisen hetkellä huomattavasti viitearvoa suurempi ja että 2) Tšekissä, Unkarissa, Puolassa ja Slovakiassa reaalisene lähentymiseen liittyvä rakenteellinen mukauttaminen nykyaikaiseen palvelupainotteiseen markkinatalouteen jatkuu vielä. Ison-Britannian alijäämäsuhte oli vuosina 2003 ja 2004 yli 3 prosentin viitearvon. Useiden maiden liiallinen alijäämä osoittaa, että maiden on vahvistettava poliittista sitoutumistaan rakenteellisten uudistusten toteuttamiseen ja julkisen talouden vakauttamiseen.

Euroalueen ulkopuolisista EU-maista kymmenessä julkisen talouden rahoitusasema parani vuonna 2004 ja kolmessa heikkeni (ks. taulukko 8). Rahoitusaseman koheneminen johtui lähinnä tilapäisistä tekijöistä ja suhdannetilanteen positiivisista vaikutuksista. Tšekissä ja Maltassa, eli maissa, joissa rahoitusasema koheni eniten, tilapäiset tekijät vaikuttivat huomattavasti alijäämän kasvuun vuonna 2003.

Vuonna 2004 useimpien euroalueen ulkopuolisten EU-maiden BKT:hen suhteutettu velka oli huomattavasti pienempi kuin euroalueella keskimäärin. Kolmestatoista euroalueen ulkopuolisesta EU-maasta kuudessa velkasuhde pieneni maiden julkisen talouden rahoitusaseman kohentuessa. Muiden maiden velkasuh-



teen suureneminen johtui lähinnä pienestä perusyliäämästä sekä velkaa kasvattaneista alijäämä-/velkakoikaisuista eli julkisen velan vaihteluista, joita ei voida selittää ali- tai ylijäämällä. Ainoastaan Kyproksen ja Maltan velkasuhde ylitti edelleen viitearvon eli 60 % BKT:stä.

Useimpien maiden julkisen talouden rahoitusasema vuonna 2004 oli joko jokseenkin toukokuussa 2004 toimitettujen lähentymisohjelmien tavoitteiden mukainen tai niitä parempi. Monissa maissa julkisen talouden tulot ovat kehittyneet odotettua suotuisammin. Julkisen talouden menojen kehitys on yleisesti ottaen vastannut ennalta määriteltyä. Unkari jäi huomattavan kauas toukokuussa 2004 annetun lähentymisohjelman tavoitteista. Lisäksi eräät maat (esimerkiksi Viro ja Liettua) käyttivät vuonna 2004 osan julkisen talouden ylimääräisistä tuloista lisämenojen rahoittamiseen eivätkä rahoitusasemansa kohentamiseen.

### MAKSUTASEEN KEHITYS

Ulkoisesta tasapainosta voidaan todeta, että Ruotsilla ja Tanskalla oli edelleen tuntuvasti ylijäämäinen vaihtotase vuonna 2004. Sitä vastoin Ison-Britannian ja useimpien muiden uusien EU-maiden vaihtotase oli alijäämäinen – joidenkin maiden huomattavasti alijäämäinen (ks. taulukko 9). Ainoa poikkeus oli Slovenia,

**Taulukko 9. Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden ja euroalueen maksutase**

	Vaihtotase + pääomatase				Ulkomaiset suorat sijoitukset, netto			
	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>	2001	2002	2003	2004 <sup>1)</sup>
Tšekki	-5,4	-5,7	-6,2	-6,1	9,0	11,2	2,6	2,4
Tanska	3,1	2,1	3,3	2,8	-1,9	1,0	0,1	-0,6
Viro	-5,6	-9,9	-12,7	-13,3	5,7	2,2	8,3	4,5
Kypros	-3,3	-4,5	-3,3	-4,8	7,3	5,7	3,7	4,6
Latvia	-7,2	-6,5	-7,6	-11,0	1,4	2,7	2,4	3,5
Liettua	-4,7	-4,8	-6,5	-8,7	3,6	5,0	0,8	3,2
Unkari	-5,6	-6,9	-9,0	-8,8	6,9	4,2	0,8	3,3
Malta	-4,2	0,5	-5,6	-6,6	6,2	-10,3	5,7	7,3
Puola	-2,8	-2,6	-2,2	-1,6	3,1	2,0	1,9	1,4
Slovenia	0,2	0,7	-1,0	-0,9	1,1	6,8	-0,5	-0,4
Slovakia	-8,0	-7,6	-0,5	-2,6	7,4	16,5	2,2	3,3
Ruotsi	4,3	5,3	6,4	7,8	2,5	0,4	-4,7	-1,7
Iso-Britannia	-2,2	-1,7	-1,6	-2,0	-0,3	-0,5	-2,5	0,4
Euroalue	-0,1	1,0	0,5	0,8	-1,7	0,0	0,0	-0,5

Lähde: EKP.

1) Vuoden 2004 luvut perustuvat vuoden 2003 viimeisestä neljänneksestä vuoden 2004 kolmanteen neljännekseen ulottuvaan neljän neljänneksen liukuvaan keskiarvoon, paitsi Kyproksen tiedot, jotka perustuvat vuoden 2003 kolmannelle neljännekselle vuoden 2004 toiseen neljänneksen ulottuvaan neljän neljänneksen liukuvaan keskiarvoon.

jonka vaihtotase on aina ollut jokseenkin tasapainoinen. Baltian maiden, Kyproksen ja Maltan vaihtotaseen alijäämä oli erittäin suuri – lähes tai yli 10 % BKT:stä. Sitä vastoin Slovekiassa ja Puolan vaihtotaseen alijäämä, joka oli tätä pienempi, on supistunut viimeisten kahden vuoden aikana.

Monien uusien EU-maiden vaihtotaseen alijäämän suureneminen vuonna 2004 johtui vahvan kotimaisen kysynnän ja korkean öljyn hinnan aiheuttamasta tuonnin huomattavasta kasvusta. Myös muut rakenteelliset ja tilapäiset tekijät ovat vaikuttaneet vaihtotasetilanteeseen. Kun katsotaan rakenteellisia tekijöitä, vaihtotaseen alijäämää on usein sellaisissa maissa, jotka käyvät läpi lähentymisprosessia – kuten uudet EU-maat. Alijäämä saattaa olla merkki siitä, että ulkoisen varallisuuden kestävyys on uhattuna. Monien uusien EU-maiden vaihtotaseen alijäämä oli osittain seurausta tuotannontekijäkorvausten alijäämän kasvusta, joka johtui aiempiin ulkomaisiin suoriin sijoituksiin liittyvän pääomatuonnin tuotoista. Tilapäisistä tekijöistä myös EU:hun liittyminen on saattanut vaikuttaa vaihtotaseeseen. Yritykset kasvattivat nimittäin varastojaan, sillä ne ennakoivat maksujen nousevan.

Kun tarkastellaan maksutaseen rahoitusta, suoriin sijoituksiin liittyvä pääoman nettotuonti elpyi useimmissa uusissa EU-maissa vuonna 2004, kun se edellisellä vuonna oli vähentynyt (ks. taulukko 9). Näistä maista ainoastaan Slovenialla oli jonkin verran pääoman nettovientiä suorina sijoituksina vuonna 2004. Muista euroalueen ulkopuolisista EU-maista Tanskalla ja Ruotsilla oli samana ajanjaksona pääoman nettovientiä suorina sijoituksina. Sitä vastoin ulkomaisiin suoriin sijoituksiin liittyvä nettomääräinen pääomantuonti Isoon-Britanniaan muuttui positiiviseksi: aiempina vuosina Isolla-Britanniassa oli ollut jonkin verran pääoman nettovientiä suorina sijoituksina. Kaiken kaikkiaan ulkomaisiin suoriin sijoituksiin liittyvä nettomääräinen pääomantuonti on viime vuosina ollut tärkeä rahoituksen lähde monille euroalueen ulkopuolisille EU-maille, vaikka useimmissa maissa se ei kattanut vaihtotaseen alijäämää. Alijäämää on näissä maissa rahoitettu myös arvopaperisijoituksiin ja muihin investointeihin liittyvällä nettomääräisellä pääomantuonnilla. Tämän seurauksena myös joidenkin maiden ulkomainen velkaantuminen lisääntyi.

## ERM II JA VALUUTTAKURSSIT

Kesäkuun 28. päivänä 2004 Viro, Liettua ja Slovenia liittyivät Tanskan seuraan ERM II -järjestelmään. Maat liittyivät ERM II:een siten, että niiden valuutan vaihteluväli eurokes-

kuskurssiin nähden on  $\pm 15\%$ . Sitä vastoin Viro ja Liettua osallistuvat ERM II:een siten, että niiden valuuttakatejärjestelmä toimii yksipuolisenä sitoumuksena. Jotta maiden osallistuminen ERM II:een olisi kitkatonta, maat antoivat

### Kehikko 10.

#### VALUUTTAKURSSIMEKANISMI ERM II:N PÄÄPIIRTEET

Talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alettua 1.1.1999 valuuttakurssimekanismi ERM II korvasi Euroopan valuuttajärjestelmän (EMS) (ja sen valuuttakurssimekanismin), jotka olivat olleet toiminnassa vuodesta 1979. ERM II on monenvälinen järjestely, jossa kiinteille mutta sopeutettavissa oleville valuuttakursseille on määritelty keskuskurssi suhteessa euroon sekä normaali  $\pm 15$  prosentin vaihteluväli eurokeskuskurssiin nähden.

Osallistuminen ERM II:een ilman, että valuuttakurssilla on ollut merkittäviä paineita ainakaan kahtena viimeisenä taloudellisen lähentymisen arviointia edeltäneenä vuotena, on valuuttakurssieja koskevan lähentymiskriteerin täyttämisehto. Tämä kriteeri on yksi Maastrichtin sopimuksessa mainituista lähentymiskriteereistä, jotka maan on täytettävä voidakseen ottaa euron käyttöön. Taloudellinen perustelu vaatimukselle osallistua ERM II:een on se, että osallistuminen auttaa euroalueen ulkopuolisia EU-maita suuntaamaan politiikkansa kohti vakautta ja parantaa mahdollisuuksia saavuttaa talouden perustekijöiden pysyvä lähentyminen.

Tämä kuvastaa käsitystä, että ERM II:een osallistuvien maiden reaalityalouden tilanteen ja talouspolitiikan on oltava johdonmukaisia säilytettäessä määrätty keskuskurssit. Tämän prosessin tavoitteena on edistää uusien EU-maiden makrotaloudellista vakautta ja edistää siten kestävä kasvua ja reaalista lähentymistä parhaalla mahdollisella tavalla. Terve makrotalouspolitiikka ja vakaat valuuttakurssit edesauttavat myös sisämarkkinoiden sujuvaa toimintaa.

EKP:n neuvoston mukaan mekanismin sekä osallistumisen edellytyksenä olevan vaatimuksen, jonka mukaan maiden on suunnattava politiikkansa kohti vakautta, tarkoituksena on auttaa euroalueen ulkopuolisia EU-maita pyrkimyksissään ottaa euro käyttöön ja samalla käsitellä talouden perustekijöiden ja valuuttakurssien vakauden välistä monimutkaista riippuvuussuhdetta.<sup>1</sup>

Mekanismissä sisältyy määräykset erilaisista talouspolitiikan välineistä, joita voidaan yhdistellä vastattaessa markkinoiden paineisiin: koronnostot tai -laskut, valuuttakurssin joustavuus vaihteluvälin sisällä, interventiot sekä mahdolliset keskuskurssin muutokset.

Keskuskurssieja ja vaihteluväliä koskevat päätökset tehdään euroalueeseen kuuluvien EU-maiden ministereiden, EKP:n sekä ERM II:ssa mukana olevien euroalueen ulkopuolisten EU-maiden ministereiden ja keskuspankkien pääjohtajien yhteisellä päätöksellä. EKP:n neuvoston tehtävänä on seurata ERM II:n toimintaa. Se toimii myös raha- ja valuuttakurssipoliittisen yhteistyön foorumina. EKP:n neuvosto seuraa tarkasti ja jatkuvasti ERM:iin osallistuvien valuttojen ja euron kahdenvälisten kurssien kestävyyttä.

<sup>1</sup> Ks. myös "EKP:n neuvoston kanta EU:hun liittyvien maiden valuuttakurssipolitiikkaan liittyvissä asioissa", 18.12.2003.

## Taulukko 10. Valuuttakurssikehitys ERM II:ssa

(prosenttiyksikköinä)

	Tanskan kruunu	Viron kruunu	Liettuan litit	Slovakian koruna
<b>Suurin poikkeama ERM II -keskuskurssista<sup>1)</sup></b> (pankkipäivien päivähavaintojen kymmenen päivän liukuva keskiarvo)				
Ylöspäin	+0,5	0,0	0,0	0,0
Alaspäin	0,0	0,0	0,0	-0,2
<b>Lyhyiden korkojen ero</b> (kuukausihavaintoja, keskiarvo)				
Vuoden 2004 viimeinen neljännes	0,0	0,3	0,5	1,9

1) Viron, Liettuan ja Slovakian viiteajanjakso on 28.6.2004–24.2.2005. Tanskan viiteajanjakso on 1.11.2002–24.2.2005.

lujan sitoumuksensa siitä, että ne ryhtyisivät tarvittaviin toimiin makrotalouden ja valuuttakurssien vakauden säilyttämiseksi. Kehikossa 10 esitetään yleiskatsaus ERM II -järjestelmästä.

ERM II:een osallistumiseen ei ole liittynyt valuuttamarkkinoiden kireyttä yhdessäkään maassa. ERM II:een osallistuvat neljä valuuttaa ovat jatkuvasti pysytelleet lähellä eurokeskuskurssiaan, ja useimpien maiden lyhyiden korkojen erot suhteessa euroalueeseen ovat olleet pienet (ks. taulukko 10). Slovenian liittyessä ERM II:een Slovenian keskuspankki teki lopun Slovenian tolarin kurssin heikkenemisestä euron suhteen.

Useimpien euroalueen ulkopuolisten EU-maiden valuutat vahvistuivat euroon nähden vuonna 2004. Valuutat vahvistuivat huomattavasti myös ulkomaankauppapainojen perusteella laskettuna. Euro heikkeni erityisesti suhteessa useiden uusien, suurien EU-maiden valuuttoihin, mihin vaikuttivat maiden talouksien verrattain suotuisat kasvunäkymät (ks. kuvio 32). Valuutoista Puolan zloty vahvistui vuonna 2004 eniten euroon nähden. Seuraavaksi eniten vahvistuivat Tšekin koruna, Slovakian koruna ja Unkarin forintti. Sitä vastoin Latvian lati, joka valuuttakurssijärjestelmänsä vuoksi sidottiin osittain Yhdysvaltojen dollariin vuonna 2004, heikkeni euroon nähden. Vuoden 2005 alussa Latvia purki latin kiinnityksen erityisnosto-oikeuteen (SDR) ja kiinnitti latin euroon kurssilla 0,702804. Uudesta kiinnityksestä lähtien lati on vaihdellut kapean vaihteluvälän sisällä suhteessa eurokurssiinsa. Ruotsin kruunu,

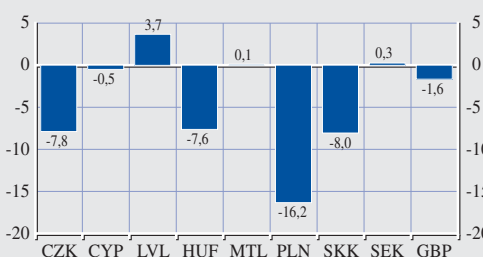
Maltan liira ja Kyproksen punta olivat suhteellisen vakaat euroon nähden. Englannin punta vahvistui hieman suhteessa euroon vuoden 2004 alussa tilanteessa, jossa Ison-Britannian talousnäkymät olivat suotuisat ja korot nousivat. Vuoden loppupuoliskolla Englannin punta kuitenkin heikkeni euroon nähden.

### RAHAPOLITIikka

Kaikkien euroalueen ulkopuolisten EU-maiden rahapolitiikan ensisijainen tavoite on hintavaikaus. Maat noudattavat erilaisia rahapolitiikan strategioita, jotka kuvastavat niiden nimellistä, reaalista ja rakenteellista erilaisuutta (ks. taulukko 11). Vuonna 2004 euroalueen ulkopuolisten EU-maiden rahapolitiikan suuntaus sekä valuuttakurssijärjestelmät pysyivät jokseenkin ennallaan. Usean maan rahapolitiikkaan on kuitenkin tehty muutoksia, joiden tarkoituksena on ollut saattaa rahapolitiikka tulevan raha-

**Kuvio 32. Euron valuuttakurssimuutokset suhteessa ERM II:n ulkopuolisiin EU-valuuttoihin**

(prosentteina)



Lähde: EKP.

Huom. Positiivinen (negatiivinen) arvo merkitsee euron vahvistumista (heikkenemistä). Muutokset ovat ajanjaksolta 2.1.2004–24.2.2005.

**Taulukko II. Euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden viralliset rahapolitiikan strategiat**

	Rahapolitiikan strategia	Valuutta	Piirteet
Tšekki	Inflaatiotavoite	Tšekin korona	Inflaatiotavoite 2–4 % vuoden 2005 loppuun mennessä, sen jälkeen 3 % ± 1 prosenttiyksikköä. Valuuttakurssi-strategia: (ohjattu) kellunta.
Tanska	Valuuttakurssitavoite	Tanskan kruunu	Osallistuu ERM II:een. Vaihteluväli: ± 2,25 %. Eurokeskuskurssi: 7,46038.
Viro	Valuuttakurssitavoite	Viron kruunu	Osallistuu ERM II:een. Vaihteluväli: ± 15 %. Eurokeskuskurssi: 15,6466. Viro jatkaa valuuttakate-järjestelmäänsä yksipuolisen sitoumuksen perusteella.
Kypros	Valuuttakurssitavoite	Kyproksen punta	Kiinnitys euroon. Kurssi: 0,5853 Kyproksen puntaa / euro. Vaihteluväli: ± 15 %. Kyproksen punta on tosiasiaa vaihdellut vain vähän.
Latvia	Valuuttakurssitavoite	Latvian lati	Helmikuusta 1994 alkaen kiinnitys SDR:ään (euron paino 36,4 %). Vaihteluväli: ± 1 %. Tammikuun 1. päivästä 2005 alkaen kiinnitys euroon. Kurssi: 0,702804 Latvian latia / euro. Vaihteluväli: ± 1 %.
Liettua	Valuuttakurssitavoite	Liettuan liti	Osallistuu ERM II:een. Vaihteluväli: ± 15 %. Eurokeskuskurssi: 3,4528. Liettua jatkaa valuuttakate-järjestelmäänsä yksipuolisen sitoumuksen perusteella.
Unkari	Inflaatiotavoite valuuttakurssirajoituksin	Unkarin forintti	Valuuttakurssitavoite: kiinnitys euroon kurssilla 282,36 Unkarin forinttia / euro. Vaihteluväli ± 15 %. Inflaatiotavoite: 3,5 % (± 1 prosenttiyksikköä) vuoden 2004 loppuun mennessä, 4 % (± 1 prosenttiyksikköä) vuoden 2005 loppuun mennessä ja 3,5 % (± 1 prosenttiyksikköä) vuoden 2006 loppuun mennessä.
Malta	Valuuttakurssitavoite	Maltan liira	Kiinnitys valuuttakoriin (euro [70 %], Englannin punta [20 %] ja Yhdysvaltain dollari [10 %]). Ei vaihteluväliä, mutta valuuttaoperaatioissa ± 0,25 prosentin kaupankäyntimarginaali).
Puola	Inflaatiotavoite	Puolan zloty	Inflaatiotavoite: 2,5 % ± 1 prosenttiyksikköä (kuluttajahintainflaation muutos vuodentakaisesta) vuodesta 2004 alkaen. Vapaa kellunta.
Slovenia	Kahden pilarin strategia, jossa seurataan raha- ja reaalityöntä sekä ulkoista ympäristöä ja rahoitusmarkkinoita kuvaavia indikaattoreita	Slovenian tolar	Osallistuu ERM II:een. Vaihteluväli: ± 15 %. Eurokeskuskurssi: 239,640.
Slovakia	Inflaatiotavoitteen ja ohjatun kellunnan yhdistelmä <sup>1)</sup>	Slovakian korona	Inflaatiotavoite: lyhyen aikavälin inflaatiotavoite 3,5 % (± 0,5 prosenttiyksikköä) vuoden 2005 lopussa. Inflaatiotavoite vuosiksi 2006–2008: alle 2,5 % vuoden 2006 lopussa ja alle 2 % vuoden 2007 lopussa ja sen jälkeen. Valuuttakurssistrategia: ohjattu kellunta.
Ruotsi	Inflaatiotavoite	Ruotsin kruunu	Inflaatiotavoite: kuluttajahintaindeksin 2 prosentin nousu, ± 1 prosenttiyksikön sallittu poikkeama. Vapaa kellunta.
Iso-Britannia	Inflaatiotavoite	Englannin punta	Inflaatiotavoite: 2 % kuluttajahintainflaation <sup>2)</sup> 12 kuukauden nousulla mitattuna. Jos poikkeama on suurempi kuin 1 prosenttiyksikköä, Englannin pankin pääjohtajan odotetaan informoivan valtiovarainministeriä asiasta avoimella kirjeellä. Vapaa kellunta.

Lähde: EKPJ.

1) Slovakian keskuspankin virallinen määritelmä: "inflaatiotavoite ERM II:n edellyttämällä tasolla".

2) Kuluttajahintaindeksi vastaa YKHLä.



poliittisen yhdentymisen mukaiseksi. Esimerkkejä muutoksista ovat Viron, Liettuan ja Slovenian liittyminen ERM II:een 28.6.2004 sekä Latvian latin kiinnitysvaluutan vaihtuminen erityisnosto-oikeudesta euroon 1.1.2005.

Vuoden 2004 rahapoliittisista päätöksistä maissa, joiden rahapolitiikan strategia on valuuttakurssitavoite, todettakoon, että Kyproksen keskuspankki nosti rahapolitiikan ohjauskorkoaan 100 peruspistettä eli 5,5 prosenttiin ja osoitti siten tukevansa Kyproksen punttaa tilanteessa, jossa huhuttiin punnan devalvoinnista. Kypros otti myös käyttöön 2 prosentin vähimmäisvarantovelvoitteen ulkomaan valuutan määräisille määräaikaistalletuksille. Latvian keskuspankki nosti ohjauskorkoaan 100 peruspistettä eli 4 prosenttiin. Hillitäkseen nopean talouskasvun, luotonannon voimakkaan kasvun ja vaihtotaseen alijäämän suurenmisen aiheuttamia riskejä Latvian keskuspankki päätti myös nostaa vähimmäisvarantovelvoitteen 3 prosentista 4 prosenttiin ja laajentaa vähimmäisvarantojen perustaa kattamaan määräaikaistalletuksiin tai irtisanomisajaltaan enintään 2 vuoden talletuksiin perustuvat pankkien velat ulkomaisille pankeille ja ulkomaisille keskuspankeille. Maltan virallinen korko pysyi ennallaan eli 3 prosentissa koko vuoden 2004.

Euroalueen ulkopuolisista EU-maista, joiden rahapolitiikan strategia on inflaatiotavoite, Tšekki ja Puola nostivat korkoja vuonna 2004 hillitäkseen inflaatiopaineita ja vähentääkseen inflaatiovauhdin nopeutumisen mahdollisesti aiheuttamia kerrannaisvaikutuksia. Tšekin keskuspankki nosti ohjauskorkoaan 50 peruspistettä eli 2,5 prosenttiin – ohjauskorko tosin laskettiin 2,25 prosenttiin tammikuussa 2005 – ja Puolan keskuspankki nosti ohjauskorkoaan 125 peruspistettä eli 6,5 prosenttiin. Isossa-Britanniassa repokorkoa nostettiin 100 peruspistettä eli 4,75 prosenttiin, mikä johtui lähinnä siitä, että kuluttajahintainflaation ennustettiin nopeutuvan. Sitä vastoin Unkarin rahapolitiikan strategia perustuu inflaatiotavoitteeseen, johon liittyvä valuuttakurssia koskeva rajoite. Unkarin keskuspankki laski ohjaus-

korkoa yhteensä 300 peruspistettä eli 9,5 prosenttiin vuonna 2004 ja vielä 8,25 prosenttiin helmikuussa 2005. Koko vuoden 2004 jatkuneet asteittaiset koronlaskut kattoivat marraskuussa 2003 tapahtuneen ohjauskoron kerätalonteisen noston 300 peruspisteellä. Nosto oli ollut seurausta sijoittajien luottamuksen äkinäisestä heikkenemisestä. Ohjauskoron laskun mahdollistivat lyhytaikaisen luottoriskin vähentyminen, inflaationäkymien kohentuminen ja yksityisen sektorin palkkojen verrattain maltillinen nousu. Slovakiassa tärkeintä rahapolitiikan ohjauskorkoa laskettiin 200 peruspistettä eli 4,0 prosenttiin, mikä johtui pääasiassa korunan kurssin vahvistumispaineista. Ruotsissa ohjauskorkoa laskettiin 75 peruspistettä eli 2 prosenttiin vähäisten inflaatiopaineiden ansiosta.

#### **RAHOITUSMARKKINOIDEN KEHITYS**

Vuonna 2004 euroalueen ulkopuolisten EU-maiden pitkien joukkolainojen tuottojen kehitys oli epäyhtenäistä. Pitkät korot nousivat Kyproksessa, Tšekissä ja Puolassa mitattuna valtion 10 vuoden joukkolainojen tuottoina, mutta alkoivat jälleen laskea vuoden 2004 loppua kohti. Tämän seurauksena joukkolainojen tuottoerot euroalueeseen nähden kasvoivat näissä maissa. Unkarissa pitkien joukkolainojen tuotot vaihtelivat suhteellisen paljon ja pienivät vuoden 2004 loppupuoliskolla. Sitä vastoin Latviassa, Liettuassa, Sloveniassa ja Slovakiassa pitkät korot laskivat edelleen vuoden 2004 aikana, mikä pienensi erityisesti ERM II:een osallistuvien maiden korkoeroa euroalueeseen nähden. Maltan pitkät korot olivat vakaat, kun taas Tanskan, Ruotsin ja Ison-Britannian pitkät korot myötäilivät euroalueen korkoja, mistä on osoituksena joukkolainojen tuottoerojen pysyminen vakaana.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Viron kotimaan valuutan määräisten pitkien joukkolainojen markkinat eivät ole kehittyneet. Viron pitkien korkojen korvikemuuttujan kehitystä kuvaava indikaattori on laskenut vuoden 2004 aikana. Indikaattorin ovat kehittäneet Euroopan komissio, EKP ja Viron keskuspankki yhteistyössä ja se perustuu uusien kotimaan valuutan määräisten maturiteetiltaan yli 5 vuoden lainasopimusten painotettuun keskiarvoon.

Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden osakemarkkinat kehittivät edelleen suotuisasti vuonna 2004. Joissain maissa – erityisesti useimmissa uusissa EU-maissa – osakeindeksit olivat ennätysellisen korkeat ja niiden vuotuisen nousu oli 20–80 %. Kaikkien uusien EU-maiden – paitsi Kyproksen – osakemarkkinoiden kasvu oli huomattavasti tuntuvampi kuin osakkeiden hintojen nousu euroalueella Dow Jones Euro Stoxx -indeksillä mitattuna. Tanskan, Ruotsin ja Ison-Britannian osakemarkkinoiden kehitys myötäili yleisesti Dow Jones Euro Stoxx -indeksin kehitystä. Osakkeiden hinnat nousivat Tanskassa ja Ruotsissa hieman tuntuvammin ja Isossa-Britanniassa hieman vähemmän kuin euroalueella.

**Isa Dahl**

"eben still", 2004

Öljyväri, ø 190 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**LUKU 2**

**KESKUSPANKKIN  
OPERAATIOT JA MUU  
TOIMINTA**

# I RAHAPOLIITTISET OPERAATIOT, VALUUTTAOPERAATIOT JA SIOITUSTOIMINTA

## I.1 RAHAPOLIITTISET OPERAATIOT

Eurojärjestelmän keskeinen tehtävä on euroalueen rahapolitiikan toteuttaminen. Tätä tehtävää varten eurojärjestelmä on luonut ohjausjärjestelmän, johon kuuluu kolmenlaisia välineitä: avomarkkinaoperaatiot, maksuvalmiusjärjestelmä ja vähimmäisvarantojärjestelmä. Eurojärjestelmän kaikkien luotto-operaatioiden edellytetään perustuvan siihen, että vastapuolet ovat asettaneet riittävät vakuudet.<sup>1</sup> Vuonna 2004 eurojärjestelmä edistyi huomattavasti yhden yhteisen vakuuslistan eli yhteislistan (single list of collateral) luomisessa.

### ENSIMMÄISET KOKEMUKSET UUSITUSTA RAHAPOLITIIKAN OHJAUSJÄRJESTELMÄSTÄ

Vuonna 2004 ohjausjärjestelmä toimi edelleen hyvin. Se piti lyhyen aikavälin rahamarkkinakorot vakaina ja antoi selviä merkkejä siitä, miten rahapolitiikkaa on mitoitettava. Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän kehittämiseksi edelleen järjestelmään tehtiin 9.3.2004 kaksi tärkeää muutosta.

- Vähimmäisvarantojen pitoajanjakson ajoitusta muutettiin seuraavasti: uusi pitoajanjakso alkaa aina sellaisen perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä, joka seuraa sitä EKP:n neuvoston kokousta, jossa on tarkoitus tehdä kuukausittainen päätös rahapolitiikan mitoituksesta. Aiemmin pitoajanjakso alkoi kunkin kuukauden 24. päivänä ja päättyi seuraavan kuukauden 23. päivänä riippumatta EKP:n neuvoston kokousaikataulusta. Myös maksuvalmiusjärjestelmän korkojen muutosten voimaantulo ajoitettiin uudistuksen yhteydessä pääsääntöisesti jokaisen uuden pitoajanjakson ensimmäiseen päivään. Aiemmin nämä muutokset tulivat voimaan EKP:n neuvoston kokouksen jälkeisenä päivänä.
- Perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti lyhennettiin kahdesta viikosta yhteen viikkoon. Yhdessä edellä mainittujen muutosten kanssa tämä tarkoittaa, että tietyinä pitoajanjaksona maksetut perusrahoitusoperaatiot eivät enää ulotu seuraavaan pitoajanjaksoon.

Näiden muutosten tarkoituksena oli sovittaa ajallisesti yhteen vähimmäisvarantojen pitoajanjaksot ja säännöllisesti toistuva korkopäättösprosessi, jotta EKP:n ohjauskorkojen muutokset tulisivat säännönmukaisesti voimaan vasta seuraavan pitoajanjakson alussa. Tällä tavoin EKP pyrkii poistamaan markkinaosapuolten odotukset EKP:n ohjauskorkojen muutoksista meneillään olevana pitoajanjaksona ja siten vakauttamaan markkinaosapuolten tarjouskäyttäytymisen perusrahoitusoperaatioissa. Aiemmin nämä odotukset ovat toisinaan saattaneet vastapuolten tarjoukset epätasapainoon perusrahoitusoperaatioissa. Varsinkin silloin, kun korkojen on odotettu laskevan meneillään olevana pitoajanjaksona, vastapuolten tekemät tarjoukset eivät aina kattaneet kaikkea likviditeettiä, jonka EKP aikoi jakaa. Tämänkaltaisen tarjousten vähyys johtui vastapuolten pyrkimyksistä täyttää varantovelvoitteensa mahdollisimman edullisin kustannuksin eli vasta kun korkoja olisi mahdollisesti laskettu.

Myös vastapuolille suunnattua tiedottamista parannettiin. Päivinä, jolloin perusrahoitusoperaatioista ilmoitetaan, EKP julkistaa edelleenkin ennusteen likviditeettiin vaikuttavista riippumattomista tekijöistä. Näitä tekijöitä EKP ei voi likviditeetin hallinnalla suoraan säädellä. Tällaisia tekijöitä ovat muun muassa liikkeessä olevien setelien määrä, valtion talletukset keskuspankissa ja ulkomaiset netto-saamiset. Lisäksi EKP julkaisee päivitetyn ennusteen likviditeetin jakopäivänä. Nykyään EKP myös julkistaa normiallokaation mukaisen määrän sekä päivänä, jolloin perusrahoitusoperaatiosta ilmoitetaan, että päivänä, jolloin likviditeetti jaetaan. Normiallokaation mukainen määrä vastaa sitä jaetun likviditeetin määrää, jonka vallitessa euroalueen pankkijärjestelmä voi kokonaisuutena täyttää varantovelvoitteensa ongelmitta ottaen huomioon eurojärjestelmän likviditeettiennusteen kokonaisuudessaan eli myös riippumattomat tekijät ja ylimääräiset reservit. Parannetun tiedottami-

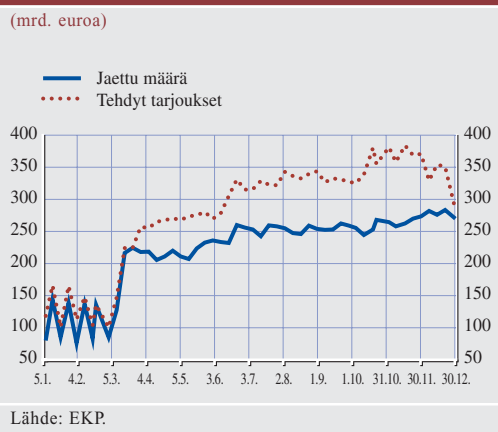
<sup>1</sup> Ohjausjärjestelmää kuvaillaan yksityiskohtaisesti EKP:n julkaisussa "Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä", helmikuu 2004.

sen avulla markkinoille ilmaistaan hyvin selvästi, pyritäänkö EKP:n perusrahoitusoperaatioissa tekemillä likviditeetin jakoa koskevilla päätöksillä tasapainottamaan likviditeettitilanne vai ei.

Ohjausjärjestelmään tehtyjen muutosten täytäntöönpano sujui ongelmitta. Kun perusrahoitusoperaatioiden maturiteettia lyhennettiin kahdesta viikosta yhteen ja operaatioiden välinen päällekkäisyys poistui, tästä seurasi heti, että kunkin perusrahoitusoperaation koko kaksinkertaistui. Vastapuolet mukauttivat nopeasti tarjouksensa siihen, että jaettavan likviditeetin keskimäärä kasvoi voimakkaasti. Kolmannessa perusrahoitusoperaatiossa, jonka maturiteetti oli yksi viikko, tarjousten kokonaismäärä oli tosin 5 miljardia euroa pienempi kuin normiallokaation mukainen määrä. Perusrahoitusoperaatioiden tarjousten kokonaismäärä on sittemmin kasvanut nopeasti ja pysynyt koko ajan jaettavan likviditeetin määrää suurempana. Marraskuussa 2004 tarjousten kokonaismäärä kasvoi ennätystasolle eli noin 384 miljardiin euroon (ks. kuvio 33). Kaiken kaikkiaan tarjousten kattamissuhde eli jätettyjen tarjousten määrään suhde hyväksytyjen tarjousten määrään, on ollut vakaa ja pysynyt maaliskuusta 2004 lähtien lähes jatkuvasti 1,20:n ja 1,50:n välillä. Se, että markkinaosapuolet ovat sujuvasti mukauttaneet tekemiensä tarjousten määrää, osoittaa myös, että luottolaitokset selviytyivät hyvin vakuuksien vaihtuvuuden lisääntymisestä. Vaihtuvuus lisääntyi, koska perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti lyheni.

Sen jälkeen kun ohjausjärjestelmää koskevat muutokset tulivat voimaan, jaettavan likviditeetin määrän vaihtelut lyhyellä aikavälillä ovat vähentyneet. Kesäkuun 2000 ja maaliskuun 2004 välisenä aikana jaettava määrä vaihteli viikoittain keskimäärin 33 miljardia euroa, mutta muutosten voimaantulon ja joulukuun 2004 välisenä ajanjaksona enää keskimäärin 7 miljardia euroa. Vaihtelujen väheneminen näyttää johtuvan siitä, että perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti on nyt aina EKP:n likviditeetin jaossa asettaman tavoitelikviditeetin ajanjakson mukainen. Likviditeetin määrän

**Kuvio 33. Tehdyt tarjoukset ja jaettu määrä viikoittaisissa perusrahoitusoperaatioissa vuonna 2004**



lyhyen aikavälin vaihteluiden vähentyminen on myös tuonut vakautta luottolaitosten tarjouksiin perusrahoitusoperaatioissa.

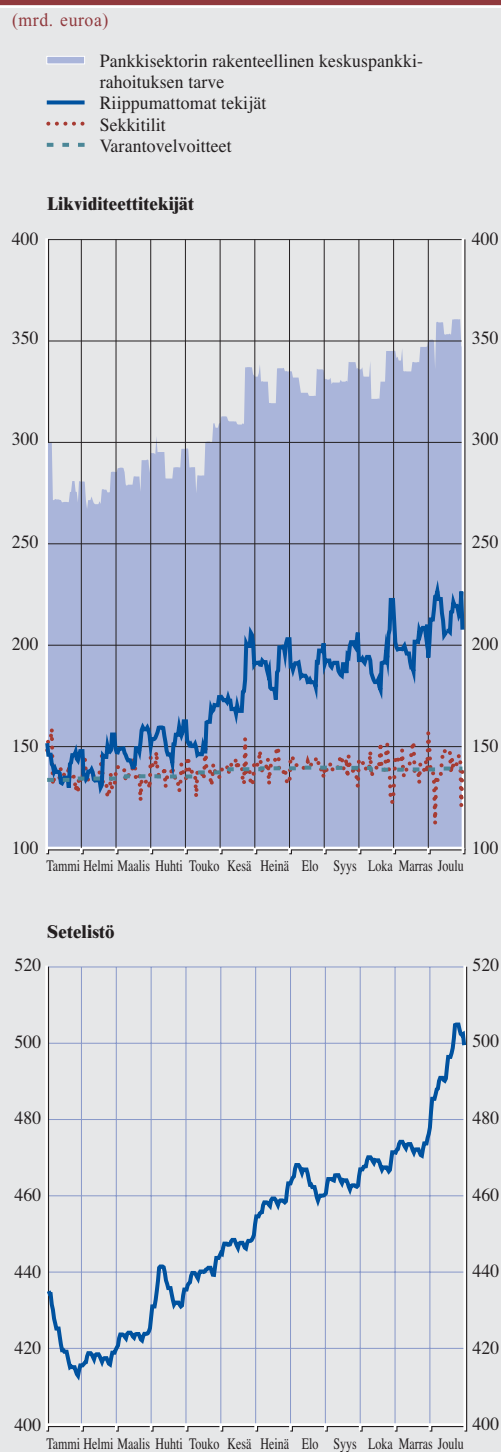
Euroalueella noin 2 100 luottolaitosta on oikeutettu osallistumaan perusrahoitusoperaatioihin. Vuonna 2004 perusrahoitusoperaatioihin osallistui keskimäärin 339 tarjoajaa, kun tarjoajien määrä vuonna 2003 oli ollut 266. Vuonna 1999 alkanut laskusuunta siis kääntyi nousuksi. Vuoden 2004 maaliskuun ja joulukuun välisenä aikana, toisin sanoen sen jälkeen kun ohjausjärjestelmän muutokset olivat tulleet voimaan, tarjoajien keskimäärä lisääntyi 351:een. Määrän kasvu johtuu luultavasti ennen muuta siitä, että perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti lyheni kahdesta viikosta yhteen. Tämä merkitsee sitä, että tyydyttäkseen likviditeettitarpeensa pankkien on nyt tehtävä tarjous joka viikko eikä joka toinen viikko kuten aiemmin. On kuitenkin myös mahdollista, että aiempaa avoimempi ja yksinkertaisempi uusi ohjausjärjestelmä on tehnyt tarjousten valmistelusta helpompaa vastapuolille ja siten myös lisännyt niiden osallistumista huutokauppoihin.

Eoniakoron (EONIA, euro overnight index average) vaihtelu pieneni vuonna 2004. Eoniakoron ja perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskoron välisen eron keskihajonta vuonna 2004 oli 9 peruspistettä, kun se oli ollut 16 pe-

ruspistettä vuonna 2003 ja 13 peruspistettä vuonna 2002. Eron on kuitenkin havaittu vaihdelleen huomattavasti joinakin vähimmäisvarantojen pitoajanjaksoina sen jälkeen, kun viimeisen perusrahoitusoperaation maksut on suoritettu. Tähän on syynä se, että viimeisen perusrahoitusoperaation likviditeetti jaetaan nyt yleensä kahdeksan päivää ennen pitoajanjakson päättymistä, kun aiemmin viimeinen likviditeetin jakoajankohta vaihteli kuukausittain kahdeksasta kahteen päivään ennen pitoajanjakson päättymistä. Mitä lähempänä pitoajankohdan päättymistä ennuste likviditeettiin vaikuttavista riippumattomista tekijöistä laaditaan, sitä paremmin se osuu kohdalleen. Siksi ohjausjärjestelmän muutokset kasvattavat todennäköisyyttä, että kun pitoajanjakson viimeisen perusrahoitusoperaation likviditeetti on jaettu, kertyy huomattava likviditeetin epätasapaino. Tämän vuoksi yön yli -korkeaa minimitarjouskorosta varhemmin ja tunvammmin kuin ennen.

EKP:n tehostettu viestintä auttaa pienentämään tätä likviditeetin epätasapainon riskiä jossakin määrin, koska sen ansiosta markkinaosapuolten on jonkin verran helpompi havaita mahdollinen likviditeetin epätasapaino kunkin vähimmäisvarantojen pitoajanjakson viimeisen perusrahoitusoperaation likviditeetin jakamisen jälkeen. Varsinkin syksyllä 2004 ilmeni kuitenkin joitakin viitteitä siitä, että yön yli -koron liiallinen vaihtelu pitoajanjakson lopussa voi jossakin määrin haitata rahamarkkinoiden kitkatonta toimintaa. Koska EKP pyrki luomaan yön yli -markkinoille neutraalin likviditeettitilanteen, se reagoi tällaiseen kehitykseen toteuttamalla hienosäätöoperaatioita viiden pitoajanjakson viimeisenä päivänä. Hienosäätöoperaatioiden tarkoituksena oli tasoittaa odotettu epäsuotava likviditeetin epätasapaino, joka johtui lähinnä riippumattomia tekijöitä koskevan eurojärjestelmän ennusteen muutoksista. Operaatioista kaksi oli likviditeettiä vähentäviä (11.5.2004 ja 7.12.2004) ja kolme likviditeettiä lisääviä (8.11.2004, 18.1.2005 ja 7.2.2005). Näillä operaatioilla onnistuttiin palauttamaan likviditeettitilanne tasapainoon kyseisten pitoajanjaksojen lopussa.

**Kuvio 34. Likviditeettitekijät ja setelisen kehitys euroalueella vuonna 2004**



Lähde: EKP.

Ohjauksjärjestelmään tehdyt muutokset vaikuttivat myös pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden suorittamiseen. Jotta pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden aikataulu häiriintyisi mahdollisimman vähän, pitoajanjaksojen ja pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden välinen tekninen kytkös on poistettu. Likviditeetti on pitempiäaikaissa rahoitusoperaatioissa 26.2.2004 lähtien jaettu tavallisesti kuukauden viimeisenä keskiviikkona (pitoajanjakson ensimmäisen keskiviikon asemesta). Pitempiäaikaissa rahoitusoperaatioilla, joita toteutetaan kuukausittain ja joiden maturiteetti on tavallisesti kolme kuukautta, ei perusrahoitusoperaatioiden tavoin pyritä viestimään EKP:n neuvoston rahapolitiikan mitoituksesta. Pitempiäaikaisten rahoitusoperaatiot toteutetaan pelkästään vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa jaettavan likviditeetin määrä ilmoitetaan etukäteen. Pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden osuus avomarkkinaoperaatioissa vuonna 2004 jaetusta nettolikviditeetin kokonaismäärästä oli keskimäärin noin 23 %. Koska euroalueen pankkijärjestelmän likviditeettitarpeiden arvioidaan kasvavan, pitempiäaikaissa rahoitusoperaatioissa jaettavan likviditeetin määrää lisättiin 20 miljardista eurosta 25 miljardiin euroon tammikuussa 2004 ja 25 miljardista eurosta 30 miljardiin euroon tammikuussa 2005.

### LIKVIDITEETTITARPEIDEN KEHITYS

Valmistellakseen viikoittaisia huutokauppojaan EKP seuraa päivittäin euroalueen pankkijärjestelmän likviditeettitarpeita. Ne määritellään pankkien vähimmäisvarantovelvoitteen, luottolaitosten tekemien varantovelvoitteen ylittävien talletusten sekä riippumattomien tekijöiden nettovaikutuksen kokonaismääränä. Vuonna 2004 euroalueen pankkijärjestelmän päivittäinen likviditeettitarve oli keskimäärin 311,8 miljardia euroa eli 30 % enemmän kuin vuonna 2003, jolloin tarve oli 241,5 miljardia euroa (ks. kuvion 34 yläosa).

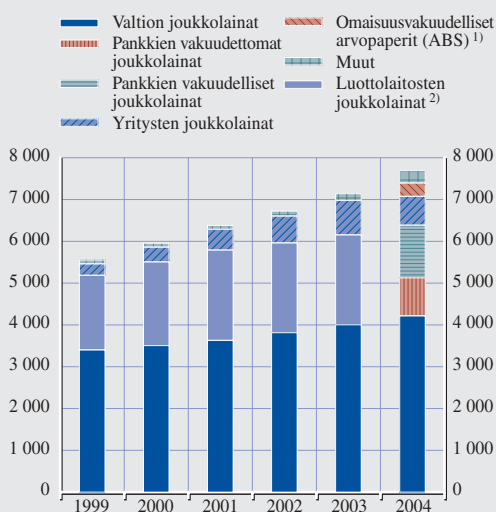
Vuonna 2004 riippumattomien tekijöiden nettovaikutus jatkoi ripeää kasvuaan ja oli keskimäärin 174,2 miljardia euroa, kun vastaava luku vuonna 2003 oli ollut 109,3 miljardia eu-

roa. Tuntuva kasvu johtui lähes yksinomaan siitä, että setelien määrä lisääntyi voimakkaasti. Vuoden 2004 aikana setelien määrä lisääntyi lähes 15 % ja kasvoi 24.12.2004 ennätystasolle eli 505 miljardiin euroon (ks. kuvion 34 alaosa).

Euroalueen luottolaitosten on pidettävä eurojärjestelmässä vähimmäisvarantoja, joiden määrä lasketaan soveltamalla luottolaitosten varantopohjaan velvoiteprosenttia 2. Vuonna 2004 varantovelvoitteen osuus euroalueen pankkijärjestelmän likviditeetin kokonaistarpeesta oli 44 %. Kun euroalueen luottolaitosten varantopohja laajeni, niiden varantovelvoitteiden yhteenlaskettu määrä kasvoi vuonna 2004 keskimäärin 136,5 miljardiin euroon. Vuonna 2003 se oli ollut 130,9 miljardia euroa. Luottolaitosten varantovelvoitteen ylittäviä sekkitilitalletuksia oli vuonna 2004 keskimäärin 0,6 miljardia euroa, kun niitä oli ollut keskimäärin 0,7 miljardia euroa vuonna 2003.

**Kuvio 35. Vakuudeksi hyväksyttävät jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit**

(kannan nimellisarvo, mrd. euroa)



Lähde: EKP.

1) Omaisuusvakuudellisia arvopapereita koskevat tiedot ovat saatavissa erikseen ainoastaan vuodelta 2004. Ne sisältyivät aiemmin yritysten joukkolainoihin.

2) Tähän luokkaan sisältyvät luottolaitosten liikkeeseen laskemat vakuudelliset ja vakuudettomat joukkolainat.



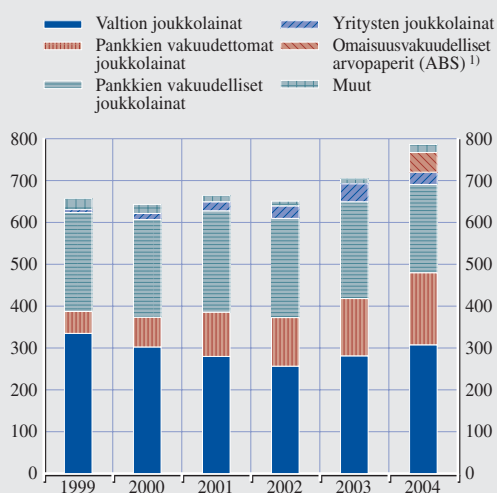
## EUROJÄRJESTELMÄN RAHAPOLIITTISIIN OPERAATIOIHIN HYVÄKSYTTÄVÄT ARVOPAPERIT

Eurojärjestelmän suojaamiseksi tappioilta kailta eurojärjestelmän luotto-operaatioilta edellytetään, että ne perustuvat riittäviin vakuuksiin. Vakuuksiksi hyväksytyjen arvopapereiden valikoima on laaja. Valtaosa niistä on jälkimarkkinakelpoisia velkainstrumentteja, jotka täyttävät koko euroalueen kattavat kelpoisuusvaatimukset ja joita kutsutaan ykköslistan arvopapereiksi. Kakkoslista puolestaan koostuu muista markkinakelpoisista tai ei-jälkimarkkinakelpoisista arvopapereista, joilla on ollut erityistä merkitystä kansallisten rahoitusmarkkinoiden ja pankkijärjestelmien kannalta.

Eurojärjestelmän luotto-operaatioihin hyväksyttävien jälkimarkkinakelpoisten vakuuksien yhteenlaskettu arvo oli vuonna 2004 keskimäärin 7 700 miljardia euroa, kun se vuonna 2003 oli ollut keskimäärin 7 100 miljardia euroa (ks. kuvio 35). Suurin osa jälkimarkkinakelpoisista vakuuksista oli edelleen julkisyhteisöjen arvopapereita (54 %) tai luottolaitosten liikkeeseen laskemia vakuudellisia (ts. Pfandbrief-tyyppiä) arvopapereita ja vakuudettomia joukkolainoja (28 %). Lisäksi on havaittu, että omaisuusvakuudellisten arvopapereiden osuus kasvoi voimakkaasti ja oli 5 % jälkimarkkinakelpoisten vakuuksien kokonaismäärästä vuoden 2004 lopussa. Eurojärjestelmän luotto-operaatioissa vakuuksina käytettyjen jälkimarkkinakelpoisten arvopapereiden yhteenlaskettu arvo oli vuonna 2004 keskimäärin 787 miljardia euroa, kun se vuonna 2003 oli ollut keskimäärin 704 miljardia euroa (ks. kuvio 36). Suhteessa vakuuskelpoisten arvopapereiden kokonaismäärään julkisyhteisöjen ja yritysten liikkeeseen laskemia arvopapereita käytettiin eurojärjestelmän luotto-operaatioissa vakuuksina vähän verrattuna muihin arvopapereihin. Sitä vastoin luottolaitosten liikkeeseen laskemia arvopapereita ja omaisuusvakuudellisia arvopapereita käytettiin paljon verrattuna muuntyyppisiin arvopapereihin. Vakuuskelpoisten arvopapereiden käytöstä yli kansallisten rajojen kerrotaan enemmän tämän luvun osassa 2.

**Kuvio 36. Jälkimarkkinakelpoisten vakuuksien käyttö**

(kannan nimellisarvo, mrd. euroa)



Lähde: EKP.

<sup>1)</sup> Omaisuusvakuudellisia arvopapereita koskevat tiedot ovat saatavissa erikseen ainoastaan vuodelta 2004. Ne sisältyivät aiemmin yritysten joukkolainoihin.

## KOHTI YHDEN VAKUUSLISTAN JÄRJESTELMÄÄ

Nykyinen kahden vakuuslistan järjestelmä on eurojärjestelmän ensimmäisten toimintavuosien aikana osaltaan edistänyt sitä, että eurojärjestelmän ohjausjärjestelmä on toiminut kitkattomasti. Kun otetaan huomioon rahoitusmarkkinoiden tiivistyvä yhdentyminen euroalueella, alueen eri maiden kansallisten keskuspankkien kakkoslistan arvopapereiden suuret erot saattavat kuitenkin heikentää vastapuolten yhtäläisiä toimintamahdollisuuksia ja vähentää vakuuskäytännön avoimuutta. Lisäksi vakuuksien kysyntä kasvaa varsinkin siksi, että pankkijärjestelmän likviditeettivaje suureni vuoden 2004 aikana. Siirtyminen entistä enemmän vakuudelliseen luotonantoon pankkien välisillä markkinoilla on myös lisännyt vastapuolten vakuustarvetta.

Eurojärjestelmä päätti reagoida näihin muutoksiin luomalla vähitellen yhden listan kaikkiin eurojärjestelmän luotto-operaatioihin hyväksyttävistä vakuuksista. Tässä ratkaisussaan eu-



rojärjestelmä otti huomioon julkisen kannanottopyynnön tulokset. Yhteislista otetaan käyttöön vaiheittain, ja se korvaa lopulta nykyisen kahden listan järjestelmän. Yhteislistan käyttöönoton ensimmäinen vaihe tulee voimaan 30.5.2005. Siihen kuuluu kolme sääntöä:

- Ykköslistalle sisällytetään uusia instrumentteja, jotka nykyään eivät vielä ole vakuuskelpoisia. Uudet instrumentit ovat ETA-maiden ulkopuolisissa G10-maissa (Yhdysvallat, Kanada, Japani ja Sveitsi) sijaitsevien yhteisöjen liikkeeseen laskemia euromääräisiä velkapapereita.
- Yksinomaan ei-säännellyillä markkinoilla listatuista tai noteeratuista velkapapereista tulee vakuuskelpoisia tai ne säilyvät vastedeskin vakuuskelpoisina, jos eurojärjestelmä on arvioinut, että nämä ei-säännellyt markkinat täyttävät kolme kriteeriä. Markkinoiden tulee olla tarpeeksi turvalliset ja avoimet ja niille pääsyn tulee olla tarpeeksi helppoa. Nämä kriteerit on otettu käyttöön, jotta hyväksytyjen markkinoiden lukumäärä lisääntyisi. Samalla halutaan myös varmistaa, että eurojärjestelmän vakuuksia arvioidaan luotettavasti ja tehokkaasti.
- Erittäin pieni määrä jälkimarkkinakelpoisia velkapapereita menettää vakuuskelpoisuutensa. Näiden velkapapereiden käytöstä vakuuksina luovutaan vähitellen. Lisäksi osakkeet on poistettu kakkoslistan vakuuksien joukosta.

Toisena vaiheena hyväksyttävien vakuuksien yhteislistan käyttöönotossa on, että EKP:n neuvosto on periaatteessa hyväksynyt tälle listalle kaikkien euroalueen maiden pankkilainat sekä ei-jälkimarkkinakelpoiset kiinteistövakuudelliset velkapaperit. Ei-jälkimarkkinakelpoisiin kiinteistövakuudellisiin velkapapereihin kuuluvat nykyään ainoastaan Irlannin kiinteistövakuudelliset velkasitoumukset. Pääsyy pankkilainojen hyväksymiseen listalle on se, että pääomamarkkinoiden kasvavasta merkityksestä huolimatta euroalueen rahoitusjärjestelmä perustuu edelleen suureksi osaksi pankkien harjoittamaan rahoituksenvälitykseen. Tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että pankkilainat ovat yhä tärkein varallisuuserä pankkien taseissa. Hyväksymällä pankkilainat vakuuksiksi eurojärjestelmä haluaa varmistaa, että vastapuolilla on hyvät mahdollisuudet osallistua rahapoliittisiin operaatioihin samoin kuin päivänsisäisiin luottoihin liittyviin operaatioihin.

#### **RISKIENHALLINTA**

Eurojärjestelmän politiikkaoperaatioiden (ts. rahapoliittisten operaatioiden tai päivänsisäisen luotonannon) riskienhallinta keskittyy luottoriskiin, jolle eurojärjestelmä altistuu myöntäessään keskuspankkirahoitusta vastapuolelle. Riskienhallinnassa otetaan kuitenkin huomioon myös muuntyyppiset riskit.

Vuonna 2004 tehtiin laaja analyysi pankkilainojen liittämistä hyväksyttävien vakuuksien yhteislistaan. Koska lainoja ottavilla yrityksillä ei useinkaan ole luottoluokitusta, on tarpeen käyttää muita keinoja pankkilainojen luotto-

kelpoisuuden arvioimiseksi. Ne kansalliset keskuspankit, jotka jo nyt hyväksyvät pankkilainat kakkoslistan vakuuksiksi, ovatkin luo- neet omia järjestelmiään luottokelpoisuuden arviointia varten. Silti on tarve luoda uusia kei- noja pankkilainojen luottokelpoisuuden arvioi- miseksi sitten kun pankkilainat ovat mukana koko eurojärjestelmän käsittävällä yhteislistal- la. Jälkimarkkinakelpoisten ja varsinkin ei-jäl- kimarkkinakelpoisten vakuuksien luottokel- poisuuden arviointia varten on kehitettävä joh- donmukainen ja tehokas järjestelmä. Tällaisen järjestelmän kehittäminen ja ottaminen käyt- töön on todennäköisesti yksi eurojärjestelmän tulevien vuosien suurista haasteista.

## 1.2 VALUUTTAOPERAATIOT

Vuonna 2004 EKP ei tehnyt yhtään interventio- ta valuuttamarkkinoilla rahapoliittisista syistä. Sen valuuttakaupat liittyivät yksinomaan sijoit-ustoimintaan. EKP ei myöskään tehnyt yhtään valuuttaoperaatiota niiden euroalueen ulko- puolisten EU-maiden valuutoilla, jotka osallis- tuvat ERM II:een.

EKP:n ja Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) välistä pysyvää sopimusta hyödynnet- tiin vuonna 2004 neljä kertaa. Sopimus helpot- taa sitä, että IMF voi käydä EKP:n puolesta kauppaa erityisnosto-oikeuksilla muiden eri- tyisnosto-oikeuksien haltijoiden kanssa.

## 1.3 SIOITUSTOIMINTA

### VALUUTTAVARANNON HOITO

EKP:n valuuttavaranto koostuu euroalueen kansallisten keskuspankkien valuuttavaranto- osuuksista. Valuuttavarannon on tarkoitus rahoittaa EKP:n operaatiot valuuttamarkkinoilla. Erityisesti mainittakoon, että EKP:n hallin- nassa on se eurojärjestelmän varannon osa, jota voidaan suoraan ja ilman viivästyksiä käyttää valuuttainterventioiden rahoittamiseen. EKP voi kuitenkin myös vaatia kansallisilta keskus- pankeilta lisää valuuttavarantoja, mikäli sen on tarpeen täydentää ehtyneitä varantojaan.

EKP:n valuuttavaranto koostuu lähinnä Yhdys- valtain dollareista, mutta se sisältää myös Ja- panin jenejä, kultaa ja IMF:n erityisnosto- oikeuksia. Keskuspankkien 26.9.1999 solmi- man ja 8.3.2004 uusitun ns. kultasopimuksen (Central Bank Gold Agreement) mukaisesti EKP ei sijoittanut kultavarantojaan aktiivises- ti. Vuoden 2004 aikana EKP:n valuuttavaran- non nettomääräinen arvo laski 38,3 miljardista eurosta 36,3 miljardiin euroon, mikä johtui lä- hinnä siitä, että Yhdysvaltain dollari heikkeni euroon nähden.

Nykyään jokainen euroalueen kansallinen kes- kuspankki hoitaa osaa EKP:n dollari- ja jeniva- rannoista. Vuonna 2004 eurojärjestelmä arvioi tätä järjestelyä säilyttääkseen sen tehokkuuden varsinkin, koska euroalue laajenee tulevaisuu- dessa. Parhaillaan viimeistellään uutta järjes- telmää, joka pannaan täytäntöön vuonna 2006 ja jossa eurojärjestelmän jäsenet erikoistuvat eri valuuttojen määräisten varojen hoitoon. Uudessa järjestelmässä otetaan asianmukaises- ti huomioon hajauttamisen periaate.

Vuonna 2004 aloitettiin toimet sijoitusympä- ristön laajentamiseksi kattamaan koronvaihto- sopimukset, valuuttakurssien muutoksilta suo- jatut arvopaperit ja Yhdysvaltojen ns. STRIP- joukkovelkakirjat<sup>2</sup>. Lisäksi markkinakehityk- sen analysoinnin tarkkuutta parannettiin edel- leen valtion joukkolainojen tuottoennusteita koskevien kvantitatiivisten mallien avulla. Vuonna 2005 on myös tarkoitus aloittaa kokei- luhanke, jossa automaattista arvopapereiden lainausohjelmaa sovelletaan dollarivarantoon.

### OMIEN VAROJEN HOITO

EKP:n omat varat koostuvat sen merkityn pää- oman maksetusta osuudesta ja yleisrahastosta. Näiden varojen tarkoituksena on toimia varara- hastona, jonka avulla voidaan kattaa mahdolli- sia tappioita. Lisäksi omien varojen hoidossa tavoitellaan pitkällä aikavälillä tuottoa, joka on suurempi kuin EKP:n perusrahoitusoperaa-

2 STRIP on lyhenne sanoista Separate Trading of Registered Interest and Principal. Tämä arvopaperi on luotu erottamalla toisis- taan Yhdysvaltojen valtion joukkolainan pääoma ja koronmak- sut.

tioiden keskikorko. Vuonna 2004 oman pääoman investointivaihtoehtojen valikoimaa laajennettiin joidenkin uusien jäsenvaltioiden liikkeeseen laskemilla euromääräisillä kiinteätuottoisilla arvopapereilla, joidenkin euroalueen paikallisviranomaisten liikkeeseen laskemilla joukkolainoilla ja uusilla vakuudellisilla joukkolainoilla.

Vuoden 2004 aikana EKP:n omien varojen arvo kasvoi 0,3 miljardia euroa 6,2 miljardiin euroon. EU:n laajentumisen ja EKP:n pääoman jakoperusteen muutosten seurauksena maksettu osuus pääomasta kasvoi 63,5 miljoonaa euroa.

#### **RISKIENHALLINTA**

Hoitaessaan sijoitusvarallisuuttaan (valuuttavarantojaan ja omia varojaan) EKP on alttiina taloudellisille riskeille. Pitääkseen nämä riskit hallinnassa EKP määrittelee, mitä periaatteita se suosii arvioidessaan sijoituksiaan uhkaavia luotto-, likviditeetti- ja markkinariskejä. Näitä periaatteita toteutetaan käytännössä muun muassa yksityiskohtaisen limiittijärjestelmän avulla. Järjestelmässä varmistetaan päivittäisen valvonnan avulla, että limiittejä noudatetaan. Koska euroalue laajenee tulevaisuudessa, vuonna 2004 tehtiin työtä luotto- ja markkinariskijärjestelmän yksinkertaistamiseksi.

## 2 MAKSUJÄRJESTELMÄT JA ARVOPAPERIKAUPAN SELVITYSJÄRJESTELMÄT

Eurojärjestelmällä on lakisääteinen tehtävä edistää maksujärjestelmien sujuvaa toimintaa. Eurojärjestelmän keskeisin keino tämän tehtävän hoitamiseksi – yleisvalvonnan ohella – on maksujärjestelmien ja arvopaperikaupan toimituspalvelujen tarjoaminen. Tätä varten eurojärjestelmä on kehittänyt suurten euromääräisten maksujen reaaliaikaisen bruttomaksujärjestelmän, joka tunnetaan nimellä TARGET. Sitä on kehitetty viime vuosien kuluessa ja parikaa suunnitellaan toisen sukupolven TARGET 2-järjestelmää. Arvopaperikaupan selvitystä ja toimitusta varten eurojärjestelmä ja markkinat tarjoavat useita kanavia, jotka helpottavat vakuuksien käyttöä kansallisvaltioiden rajat ylittävissä liiketoimissa.

### 2.1 TARGET-JÄRJESTELMÄ

Nykyinen TARGET-järjestelmä on järjestelmä, joka yhdistää TARGETin perustamisen aikaisten EU:n 15 jäsenvaltion kansalliset maksujärjestelmät toisiinsa ja EKP:n maksujärjestelmään EPM:ään. Vuonna 2004 TARGET tuki edelleen euromääräisten rahamarkkinoiden yhdentymistä. Koska eurojärjestelmän luottooperaatiot käsitellään tässä järjestelmässä, sillä on tulevaisuudessa tärkeä asema yhteisen rahapolitiikan sujuvassa toteuttamisessa. Koska TARGET-järjestelmä tarjoaa reaaliaikaisen keskuspankkirahaa käyttävän katteensiirtomahdollisuuden ja kattaa markkinat laajalti, se on houkutteleva vaihtoehto myös muille maksuille.

TARGET toimi moitteettomasti ja menestyksekkäästi vuonna 2004, ja sen välittämien suurten maksujen määrä jatkoi kasvuaan. Tämä tukee eurojärjestelmän tavoitetta edistää turvallisia, keskuspankkirahalla tehtäviä katteensiirtoja. Vuonna 2004 TARGETissa suoritettiin arvolla mitattuna 88 % kaikista euromääräisistä suurista maksuista. TARGETia voidaan käyttää kaikkiin pankkien välisiin euromääräisiin tilisiirtoihin kaikissa niissä EU:n 15 jäsenvaltiossa, joiden keskuspankit on kytketty TARGETiin. Tällaisia tilisiirtoja voidaan tehdä sekä samassa jäsenvaltiossa sijaitsevien

pankkien välillä (jäsenvaltioiden sisäinen maksuliikenne) että yhdessä jäsenvaltiossa sijaitsevasta pankista toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevaan pankkiin (jäsenvaltioiden välinen maksuliikenne). Viimeisimmän kyselyn mukaan vuonna 2004 TARGET-järjestelmää käytti 10 483 osapuolta. Määrä on noin kolminkertainen vuoden 2002 määrään verrattuna, mutta muutos johtuu pääasiassa uudesta tavasta, jolla TARGET-osapuolet määritellään. Kaikkiaan TARGETin välityksellä voidaan nykyään tavoittaa BIC-pankkitunnuksen avulla noin 48 500 yhteisöä ja niiden sivukonttoria.

#### TARGET-OPERAATIOT

Vuonna 2004 TARGETissa käsiteltiin päivittäin keskimäärin 267 234 maksua, arvoltaan keskimäärin 1 714 miljardia euroa päivässä. Vuodesta 2003 maksujen lukumäärä kasvoi 2 % ja arvo 4 %.

Vuonna 2004 jäsenvaltioiden välisten maksujen osuus TARGET-maksujen kokonaisarvosta oli 33 % ja lukumäärästä 24 %. Vuoden 2003 vastaavat luvut olivat 33 % ja 23 %. Jäsenvaltioiden välisten TARGET-maksujen arvosta 95 % ja niiden lukumäärästä 49 % oli pankkien välisiä maksuja ja loput asiakasmaksuja. Jäsenvaltiosta toiseen suoritettujen pankkien välisen maksun arvo oli keskimäärin 17 miljoonaa euroa ja jäsenvaltioiden välisen asiakasmaksun arvo puolestaan keskimäärin 0,8 miljoonaa euroa. Lisätietoja maksuliikenteestä on taulukossa 12.

Vuonna 2004 TARGETin käytettävyys eli osapuolten mahdollisuus käyttää TARGETia häiriöttä sen aukioloaikana oli 99,81 %. Jäsenvaltioiden välisistä maksuista keskimäärin 95,87 % suoritettiin viidessä minuutissa tai tätä lyhyemmässä ajassa. Lisätietoja on taulukossa 13.

Vuonna 2004 siirryttiin SWIFTNet FIN -sano-maliikenteeseen. Kaikki TARGETin osat siirtyivät onnistuneesti.

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

Maksujen lukumäärä	2003	2004	Muutos, %
<b>Kaikki maksut</b>			
Yhteensä	66 608 000	69 213 486	4
Päivittäinen keskiarvo	261 208	267 234	2
<b>Jäsenvaltion sisäiset maksut</b>			
Yhteensä	51 354 924	52 368 115	2
Päivittäinen keskiarvo	201 392	202 193	0
<b>Jäsenvaltioiden väliset maksut</b>			
Yhteensä	15 253 076	16 845 371	10
Päivittäinen keskiarvo	59 816	65 040	9
<b>Maksujen arvo, mrd. euroina</b>			
	2003	2004	Muutos, %
<b>Kaikki maksut</b>			
Yhteensä	420 749	443 992	6
Päivittäinen keskiarvo	1 650	1 714	4
<b>Jäsenvaltion sisäiset maksut</b>			
Yhteensä	283 871	297 856	5
Päivittäinen keskiarvo	1 113	1 150	3
<b>Jäsenvaltioiden väliset maksut</b>			
Yhteensä	136 878	146 137	7
Päivittäinen keskiarvo	537	564	5

Lähde: EKP.

1) TARGET oli toiminnassa 255 päivänä vuonna 2003 ja 259 päivänä vuonna 2004.

**Taulukko 13. TARGETin käytettävyyssaste**

RTGS-järjestelmä		2004
EKP:n maksumekanismi (EKP)		
		99,48
ELLIPS (BE)		99,88
KRONOS (DK)		99,85
RTGSplus (DE)		99,37
HERMES euro (GR)		99,80
SLBE (ES)		99,89
TBF (FR)		99,94
IRIS (IE)		99,59
BI-REL (IT)		99,91
LIPS-Gross (LU)		99,97
TOP (NL)		99,98
ARTIS (AT)		99,87
SPGT (PT)		99,86
BOF-RTGS (FI)		99,85
E-RIX (SE)		99,74
CHAPS Euro (UK)		99,95
<b>Koko järjestelmän käytettävyyssaste</b>		<b>99,81</b>

Lähde: EKP.

### RAHOITUSJÄRJESTELMÄN TOIMIVUUDEN KANNALTA TÄRKEÄT MAKSUT TARGETISSA

TARGET-järjestelmän keskeisen aseman ja laajan kattavuuden vuoksi on välttämätöntä turvata sen luotettava ja moitteeton toiminta erilaisilta uhilta. On äärimmäisen tärkeää, että rahoitusjärjestelmän toimivuuden kannalta tärkeät maksut suoritetaan viivymättä jopa poikkeustilanteissa. Tällaisilla maksuilla tarkoitetaan niitä, jotka voivat aiheuttaa systeemiriskin, jos ne viivästyvät. Eurojärjestelmällä on vakiintuneet jatkuvuusjärjestelyt, joilla varmistetaan tällaisten maksujen asianmukainen käsittely myös TARGETin häiriötilanteissa. Vuonna 2004 keskuspankit suorittivat useita testejä (joista monissa oli mukana liikepankkeja), jotka osoittivat TARGET-varajärjestelyjen tehokkuuden. Ne vahvistivat, että eurojärjestelmä kykenee hyvin takaamaan maksujärjestelmien ja rahoitusmarkkinoiden sujuvan toiminnan myös kriisitilanteessa.

### EU:N UUSIEN JÄSENVALTIOIDEN LIITTYMINEN TARGETIIN

Lokakuussa 2002 EKP:n neuvosto päätti, että EU:n laajentumisen jälkeen eurojärjestelmä kytkisi uusien jäsenvaltioiden keskuspankkien reaaliaikaiset bruttomaksujärjestelmät (RTGS) TARGETiin niiden pyynnöstä. Säästösyistä ja siksi, että nykyisen TARGET-järjestelmän jäljellä oleva käyttöaika on lyhyt, eurojärjestelmässä on kehitetty täydelliselle integraatiolle vaihtoehtoja, jotka tarjoavat uusien jäsenvaltioiden RTGS-järjestelmille mahdollisuuden liittyä nykyiseen TARGET-järjestelmään. Esimerkiksi Puolan keskuspankin euroääräinen RTGS-järjestelmä SORBNET-EURO on suunniteltu kytkettäväksi järjestelmään nykyisen euroalueen kansallisen keskuspankin kautta. Vuonna 2005 yhteys muodostetaan Italian keskuspankin kautta.

## **YHTEYDET TARGET-KÄYTTÄJIIN JA TOISILLA VALUUTTA-ALUEILLA TOIMIVIIN RTGS-JÄRJESTELMIEN HOITAJIIN**

EKPJ toimii yhteistyössä TARGETin käyttäjien kanssa ja ottaa huomioon niiden tarpeet. Kuten aiempinakin vuosina vuonna 2004 järjestettiin säännöllisesti TARGETiin kytkettyjen 15 jäsenvaltion keskuspankkien ja TARGETin kansallisten käyttäjäryhmien välisiä kokouksia. Lisäksi EKPJ:n TARGET Management Working Group ja Euroopan pankkisektorin TARGET Working Group keskustelivat TARGETin toimintaa koskevista operatiivisista aiheista. Strategisia kysymyksiä käsiteltiin COGEPSissa (Contact Group on Euro Payments Strategy), joka on pankkisektorin ja keskuspankkien johtotason yhteistyöfoorumi.

Yhden maailman suurimman RTGS-järjestelmän 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 TARGET 2**

Joulukuussa 2004 EKP:n neuvosto hyväksyi Italian keskuspankin, Saksan keskuspankin ja Ranskan keskuspankin yhteisen tarjouksen TARGET 2:n yhteisen jaettavan laitealustan (Single Shared Platform, SSP) rakentamiseksi, kehittämiseksi ja operoimiseksi eurojärjestelmän puolesta. Neuvoston päätöksen seurauksena TARGETin rakennetta uudistetaan perusteellisesti. Nykyinen TARGET-järjestelmä koostuu toisiinsa kytketyistä kansallisten keskuspankkien ja EKP:n ylläpitämistä RTGS-järjestelmistä. TARGET 2 tarjoaa käyttäjille korkeatasoista palvelua ja mahdollistaa skaalaedut.

Vuonna 2004 tehdyt TARGET 2:n valmistelutyöt olivat ennen kaikkea toiminnallisten määrittelyjen kehittämistä. Valmistelutöitä tehtiin tiiviissä yhteistyössä TARGET-järjestelmän

käyttäjien kanssa. EKP:n neuvoston heinäkuussa 2004 hyväksymissä TARGET 2:n yleisissä toiminnallisissa määrittelyissä (General Functional Specifications, GFS) kuvataan yleisesti järjestelmän ominaisuudet ja toiminnot sekä tietotekniikkajärjestelmä. TARGET 2 tarjoaa kattavat likviditeetin hallintatoiminnot, joiden avulla luottolaitokset voivat tehostaa euromääräisen likviditeettinsä hallintaa. TARGET 2 -järjestelmässä osapuoli, joka käyttää useita maksu- ja selvitysjärjestelmiä, joissa katteensiirto tapahtuu keskuspankkirahassa, voi kattaa kaikki velkapositiot yhdeltä RTGS-tililtä. Lisäksi TARGET 2 -järjestelmä tarjoaa mahdollisuuden päivänsisäisen likviditeetin sammiointiin euroalueen luottolaitosten euroalueella sijaitsevilla RTGS-tilillä. Likviditeetin sammiointi mahdollistaa sen, että TARGET 2:n euroalueella sijaitsevat osapuolet voivat ryhmittää yksittäiset RTGS-tilinsä euroalueella ja yhdistää käytettävissä olevan päivänsisäisen likviditeetin niin, että se on ryhmän kaikkien tilinhaltijoiden käytettävissä. Eurojärjestelmä on luomassa vankkaa säädösperustaa, joka on tämän toiminnon tarjoamisen edellytys. TARGET 2 perustuu huippuunsa kehitettyyn toiminnan jatkuvuuskonseptiin, jonka avulla voidaan selvittää laajoista alueellisista katastrofitilanteista.

Yleisten toiminnallisten määrittelyjen perusteella eurojärjestelmä on laatimassa yksityiskohtaiset toiminnalliset käyttäjävaatimukset (User Detailed Functional Specifications, UDFS), joissa kuvataan TARGET 2:n ominaisuudet ja toiminnot tarvittavan yksityiskohtaisesti, jotta järjestelmän tekninen kehitys ja toteuttaminen voidaan aloittaa. Yksityiskohtaisista toiminnallisista käyttäjävaatimuksista – kuten yleisistä toiminnallisista määrittelyistäkin – on keskusteltu tiiviisti TARGET-käyttäjien kanssa. Yksityiskohtaisten toiminnallisten käyttäjävaatimusten odotetaan valmistuvan huhtikuussa 2005.

Eurojärjestelmä on myös kehittämässä TARGET 2 -järjestelmän ydinpalvelujen hinnoittelujärjestelmää, joka poistaa kotimaisten ja maasta toiseen suoritettavien tapahtumien

hintaerot. Uusi hinnoittelujärjestelmä sisältää option – mikäli EKP:n neuvosto niin päättää – jonka mukaan osallistujat voisivat valita, peritäänkö niiltä ainoastaan tapahtumamaksu vai maksavatko ne pienemmän tapahtumamaksun ja sen lisäksi perusmaksun tietyltä ajanjaksolta. TARGET 2:n hinnoittelujärjestelmän muut yksityiskohdat määritellään vuonna 2005.

Muita keskeisiä TARGET 2:ta koskevia toimia vuonna 2004 oli järjestelmän hallintorakenteen kehittäminen, jonka pohjalta luotiin tehokas projektiorganisaatio seuraavia vaihteita varten (kehitys, testaus sekä RTGS-järjestelmien ja käyttäjien liittyminen). EKP:n neuvosto hyväksyi TARGET-järjestelmän yhteistä hallintoa koskevat sisäiset säännöt, joissa määritellään EKP:n neuvoston, euroalueen kaikkien keskuspankkien sekä järjestelmää rakentavien ja operoivien kolmen keskuspankin tehtävät ja vastuut TARGET 2 -projektissa. Valittu hallintorakenne ja projektiorganisaatio varmistavat, että projektivaiheen kehitystyö on organisoitu tehokkaasti ja että kaikki euroalueen keskuspankit voivat asianmukaisesti osallistua hankkeeseen ja valvoa sitä TARGET 2:n käyttöönoton jälkeen.

TARGET 2:n ohjelmistojen kehittäminen ja tietotekniikkajärjestelmän luominen ovat vuorossa vuonna 2005. Ensimmäiset testaukset keskuspankkien kanssa suunnitellaan aloitettavan vuoden 2006 alkupuolella. TARGETin käyttäjät liittyvät TARGET 2:n käyttäjiksi vaiheittain ennalta sovittuina aikoina. Kussakin vaiheessa uuden järjestelmän käyttäjiksi liittyy joukko kansallisia pankkisektoreita. Liittymisprosessi jakautuu usean kuukauden ajalle, ja tuona aikana TARGET 1:n osajärjestelmät ja uusi järjestelmä toimivat rinnakkain. Vaiheittainen liittyminen organisoidaan siten, että hanke on mahdollisimman riskitön. Samalla on tärkeää minimoida keskuspankeille ja TARGETin käyttäjille mahdollisesti aiheutuvat siirtymiseen liittyvät ongelmat ja kustannukset. Ensimmäisten maiden on suunniteltu liittyvän TARGET 2 -järjestelmään 2.1.2007. Eurojärjestelmä jatkaa tiivistä yhteistyötä



TARGET-käyttäjien kanssa kaikissa hankkeen vaiheissa ja raportoi säännöllisesti TARGET 2:n edistymisestä.

### 2.3 RAJAT YLITTÄVÄ VAKUUKSIEN KÄYTTÖ

Toisessa jäsenvaltiossa olevia vakuuskelpoisia arvopapereita voidaan käyttää kaikenikäisten eurojärjestelmän luottojen vakuutena joko kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin (CCBM) kautta tai EU-maiden arvopaperien selvitysjärjestelmien välisten hyväksytyjen linkkien välityksellä. Kirjeenvaihtajakeskuspankkimalli on eurojärjestelmän tarjoama väline, kun taas selvitysjärjestelmien linkit ovat markkinoiden luoma ratkaisu.

Toisessa jäsenvaltiossa olevien vakuuksien määrä kasvoi eurojärjestelmässä joulukuussa 2003 todetusta 305 miljardista eurosta 370 miljardiin euroon joulukuuhun 2004 mennessä. Kaiken kaikkiaan toisessa jäsenvaltiossa olevien vakuuksien osuus kaikista eurojärjestelmälle toimitetuista vakuuksista oli vuoden 2004 lopussa 43,89 %. Nämä luvut vahvistavat aiempien vuosien suuntausta euroalueen rahoitusmarkkinoiden kasvavasta integraatiosta ja kertovat vastapuolten kasvavasta halukkuudesta pitää salkussaan toisessa euroalueen maassa liikkeeseen laskettuja omaisuuseriä.



### KIRJEENVAIHTAJAKESKUSPANKKIMALLI

Kirjeenvaihtajakeskuspankkimalli on edelleen pääasiallinen kanava käyttää toisessa jäsenvaltiossa olevia arvopapereita vakuutena. Vuonna 2004 kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin avulla käsiteltiin 35,37 % eurojärjestelmälle toimitetuista vakuuksista. Kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin kautta säilytyksessä olevien vakuuksien määrä kasvoi vuoden 2003 lopun 259 miljardista eurosta 298 miljardiin euroon vuoden 2004 loppuun mennessä.

Vuonna 2003 toteutettujen parannusten ansioita kansalliset keskuspankit pystyivät vuoden 2004 alkuun mennessä hoitamaan sisäiset kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin mukaiset menettelyt tunnissa edellyttäen, että vastapuolet (ja niiden säilyttäjäyhteisöt) hoitavat toimeksiantonsa oikein. Eurojärjestelmässä selvitetään edelleen parannusmahdollisuuksia ja vaihtoehtoja rajat ylittävien vakuuksien tehokkaaseen ja turvalliseen käyttöön.

Säilyttäjäpankeilla on usein tärkeä asema kirjeenvaihtajakeskuspankkimallin käsittelyketjussa, kun ne toimittavat vakuuksia vastapuolten puolesta. Tammikuussa 2004 otettiin käyttöön Euroopan keskeisten pankkisektorin järjestöjen laatimat parhaat menettelytavat kirjeenvaihtajakeskuspankkimalliin osallistuville säilyttäjäpankeille. Niiden tavoite on tehdä kirjeenvaihtajakeskuspankkimallista mahdollisimman tehokas. Markkinaosapuolten pyrkimykset ottaa nämä parhaat toimintatavat käyttöön tukivat kansallisia keskuspankkeja toteuttamaan omat prosessinsa tunnissa. Tunnin tavoiteajasta voidaan kuitenkin joutua poikkeamaan esimerkiksi maksuliikenteen kiireisimpinä aikoina.

### ARVOPAPERIEN SELVITYSJÄRJESTELMIEN VÄLISET HYVÄKSYTYT LINKIT

Arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmät voidaan linkittää niiden välisiin sopimuksiin perustuvien toiminnallisten järjestelyjen avulla siten, että vakuuskelpoisia arvopapereita voidaan siirtää järjestelmien välillä maasta toiseen. Kun arvopaperit on siirretty tällaisten linkkien välityksellä arvopaperikaupan selvi-

tysjärjestelmästä toiseen, niitä voidaan käyttää paikallisten menettelytapojen mukaan samaan tapaan kuin kotimaisia vakuuksia. Vastapuolten käytettävissä on tällä hetkellä 59 linkkiä, joista kuitenkin vain suhteellisen harvoja käytetään aktiivisesti eurojärjestelmän luotto-opeeraatioissa. Lisäksi nämä linkit kattavat vain osan euroalueesta. Eurojärjestelmän luotto-opeeraatioissa käytettäväksi voidaan hyväksyä sellaiset linkit, jotka täyttävät eurojärjestelmän yhdeksän käyttäjästandardia.<sup>3</sup> Nämä käyttäjästandardit esittävät keskuspankkien vaatimukset selvitysjärjestelmille. Eurojärjestelmä arvioi uusia linkkejä tai linkkien muutoksia näiden standardien mukaisesti. Vuonna 2004 hyväksyttiin kolmen nykyisen linkin muutokset.

Linkkien kautta toimitettujen vakuuksien arvo kasvoi joulukuussa 2003 todetusta 46 miljardista eurosta 72 miljardiin euroon joulukuuhun 2004 mennessä, mikä oli vain 8,5 % yhteenlasketuista eurojärjestelmälle toimitetuista vakuuksista (sekä maasta toiseen siirretyt että kotimaiset).

<sup>3</sup> "Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations", tammikuu 1998.

## 3 SETELIT JA KOLIKOT

### 3.1 LIIKKEESSÄ OLEVAT SETELIT JA KOLIKOT

#### EUROSETELIEN JA -KOLIKOIDEN KYSYNTÄ

Kun liikkeessä olevien eurosetelien arvo oli vuonna 2003 kasvanut 22 %, vuonna 2004 se lisääntyi 15,0 % eli 436,1 miljardista eurosta 501,3 miljardiin euroon. Liikkeessä olevien eurosetelien kappalemäärä kasvoi vuonna 6,8 % (verrattuna edellisvuoden 10,1 prosentin kasvuun) eli 9,0 miljardista 9,7 miljardiin. Kuviossa 37 esitetään liikkeessä olevien kansallisten setelien ja eurosetelien arvon kehitys vuodesta 2000 vuoteen 2004. Kuviossa 38 puolestaan on kuvattu liikkeessä olevien eurosetelien kappalemäärän kehitys vuosina 2002–2004.

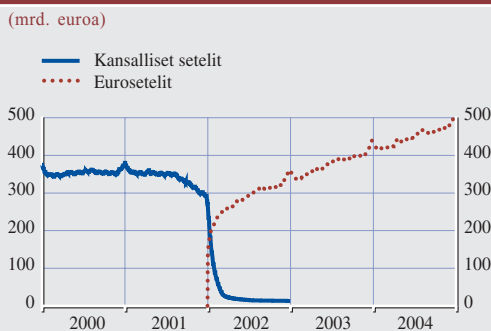
Liikkeessä olevien setelien arvo on kasvanut niiden lukumäärää nopeammin aina käteisrahan vaihtojaksosta lähtien, mikä johtuu liikkeeseen laskettujen nimellisarvoltaan suurten setelien määrän nopeammasta kasvusta. Kuviossa 39 esitetään eri nimellisarvoisten eurosetelien kappalemäärän kehitys vuosina 2002–2004. Vuonna 2004 voimakkaimmin kasvoi 500 euron setelin kysyntä: 28,4 %. Myös 50 ja 100 euron setelien kysyntä oli vilkasta. Edellisten määrä kasvoi 12,4 % ja jälkimmäisten 13,5 %.

Nimellisarvoltaan 5, 10, 20 ja 200 euron liikkeessä olevien setelien määrän kasvu on ollut hyvin maltillista alkaen niiden käyttöönnotosta

vuonna 2002, joskin kehityksessä on ollut maa-kohtaisia eroja. Nimellisarvoltaan 5, 10 ja 20 euron setelien kysyntä on kasvanut nopeasti vain kausiluonteisten huippujen aikana, sillä näitä seteleitä käytetään pääasiassa päivittäisissä käteisostoissa. Nimellisarvoltaan 50 euron setelin kysynnässä on ollut sekä varsin nopeaa kasvua että kausivaihtelua. Sitä vastoin 5 ja 100 euron setelien liikkeessä oleva määrä on vaihdellut kuukausittain vain hieman eikä 200 ja 500 euron setelien määrässä ole havaittavissa minkäänlaista kausivaihtelua. On selvää, ettei euroalueen käteiskaupoista johtuva kysyntä yksin selitä näiden nimellisarvojen kysynnän jatkuvaa kasvua vaan taustalla täytyy olla muitakin tekijöitä. Yksi tällainen tekijä näyttää olevan eurosetelien kasvava kansainvälinen kysyntä. Viimeaikaiset analyysit viittaavat siihen, että noin 10–15 % liikkeessä olevista seteleistä on euroalueen ulkopuolella. Toinen selittävä tekijä on suuren yleisön setelisäästäminen, joka johtuu osittain matalasta korkotasosta.

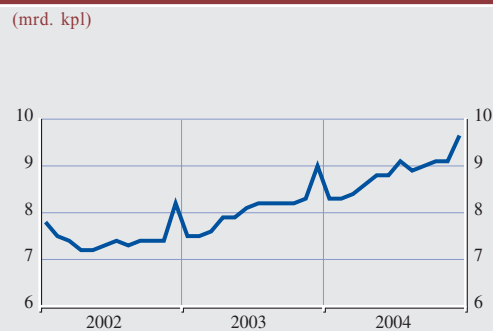
Vuonna 2004 liikkeessä olevien eurokolikoiden arvo kasvoi 9,1 % eli 14,1 miljardista eurosta 15,3 miljardiin euroon (liikkeeseen laskettu kanta, josta on vähennetty keskuspankkien hallussa olevat varastot). Niiden määrä puolestaan kasvoi 14,8 % eli 56,2 miljardiin kolikkoon. Liikkeessä olevien eurokolikoiden määrä on kasvanut tasaisesti vuoden 2003 alusta lähtien, jolloin se oli palannut 40,4 miljardista

Kuvio 37. Vuosina 2000–2004 liikkeessä olleiden setelien arvo yhteensä



Lähde: EKP.

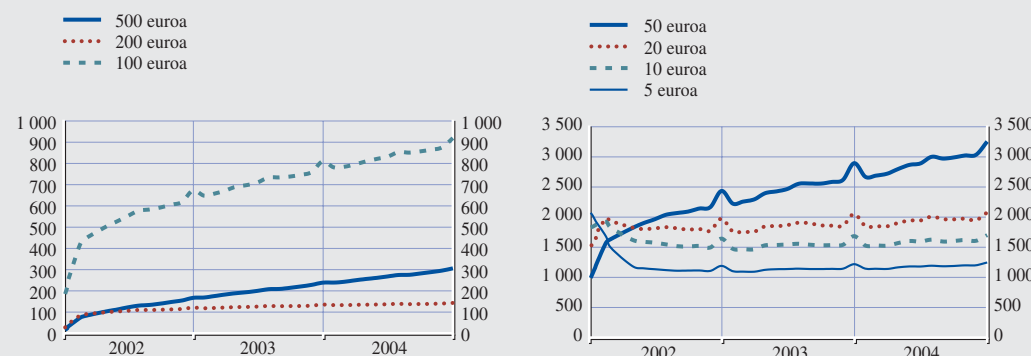
Kuvio 38. Vuosina 2002–2004 liikkeessä olleiden eurosetelien lukumäärä yhteensä



Lähde: EKP.

**Kuvio 39. Vuosina 2002–2004 liikkeessä olleiden eurosetelien lukumäärä**

(milj. kpl)



Lähde: EKP.

diin kolikkoon eli käyttöönoton yhteydessä alun perin liikkeeseen laskettuun määrään.

### SETELIEN KÄSITTELY EUROJÄRJESTELMÄSSÄ

Eurosetelien palautukset ja toimitukset ovat pysyneet kaikissa kansallisissa keskuspankeissa verrattain vakaina vuoden 2002 toisen neljänneksen jälkeen. Vaihtelut kuukausittaisissa palautuksissa ja toimituksissa heijastavat lähinnä setelikysynnän tavanomaisia kausivaihteluja.

Vuonna 2004 euroalueen kansallisten keskuspankkien läpi kulki yhteensä 29,4 miljardia euroseteliä, mikä on vastaava määrä kuin vuonna 2003. Tammikuusta joulukuuhun 2004 liikkeeseen laskettiin yhteensä 30,4 miljardia seteliä ja 29,7 miljardia seteliä palautui kansallisiin keskuspankeihin. Setelien kiertonopeus, jota mitataan kansallisiin keskuspankeihin palautettujen setelien ja liikkeessä olevien setelien määrän suhteella, on pysynyt verrattain vakaina vuodesta 2002. Vuonna 2004 noin 3,4 kertaa vuodessa. Vuonna 2004 hävitettiin 3,8 miljardia huonokuntoista seteliä.

### 3.2 SETELIEN VÄÄRENTÄMINEN JA VÄÄRENTÄMISEN TORJUNTA

#### EUROSETELIVÄÄRENNÖKSET

Vuosina 2002 ja 2003 eurosetelien vääräntäminen kasvoi tasaisesti, mutta viime aikoina vääräntäminen määrä on vakautunut. Vuoden 2003

viimeiseltä neljännekseltä vuoden 2004 loppuun joka kuukausi liikkeestä poistettiin keskimäärin 50 000 vääräntästä. Liikkeestä poistettujen vääräntösten määrrien kausivaihtelut noudattivat aitojen setelien määrrien vaihteluita esimerkiksi lomakausien aikana. Kansallisiin vääräntöstudokimukseen<sup>4</sup> toimitettiin vuonna 2004 yhteensä 594 000 eurovääräntästä. Määrä kasvoi 7,8 % vuodesta 2003, eli kasvu hidastui olennaisesti edellisvuotisesta. Kuviossa 40 on esitetty liikkeestä poistettujen vääräntösten määrrien kehitys puolivuositaisina jaksoina eurosetelien liikkeeseenlaskusta lähtien.

Taulukko 14 osoittaa, että 50 euron seteli on edelleen vääräntäjien suurimmassa suosiossa, joskin vuoden aikana saatiin jonkin verran näyttöä siitä, että järjestäytyneet rikollisuus on keskittymässä entistä enemmän 100, 200 ja 500 euron seteleihin. Näistä nimellisarvoista on

**Taulukko 14. Vääräntösten jakautuminen nimellisarvoittain**

	5 euroa	10 euroa	20 euroa	50 euroa
%	1	5	24	48
	100 euroa	200 euroa	500 euroa	Yhteensä
%	17	4	1	100

Lähde: Eurojärjestelmä.

<sup>4</sup> Jokaiseen EU:n jäsenmaahan on perustettu laboratorio, jossa vääräntetyt eurosetelit tutkitaan aluksi kansallisesti.

tehty pieni määrä keskimääräistä parempia väärennöksiä.

Yleisesti ottaen on selvää, että väärennösten määrä (594 000 vuonna 2004) on vain pieni murto-osa keskimäärin kulloinkin liikkeessä olevien aitojen setelien määrästä (8,9 miljardia vuonna 2004). Yleisö voi edelleenkin luottaa euron turvallisuuteen. Monipuolisten aitoustekijöiden sekä tehokkaiden eurooppalaisten ja kansallisten lainvalvontaviranomaisten ansiosta eurokäteinen on korkeatasoisesti suojattu. Yleisön on kuitenkin jatkossakin hyvä olla valppaana. Kolmivaiheinen setelien tarkistusmenetelmä (katso – tunnustele – kallistele) riittää edelleen likimain kaikkien väärennösten tunnistamiseen.

### VÄÄRENTÄMISEN TORJUNTA

Sen lisäksi, että EKP toimii yhteistyössä kansallisten keskuspankkien, Europolin ja Euroopan komission (erityisesti petostentorjuntavirasto OLAFin) kanssa, se teki vuonna 2004 sopimuksen Europolin kanssa euron suojelemisesta ja väärentämisen torjunnasta. Lisäksi yhteistyösopimuksia tehtiin kahden EU:n naapurimaan (Ukrainan ja Bulgarian) keskuspankkien kanssa, ja vastaavia sopimuksia tehtäneen vastakin. Eurojärjestelmä koulutti aktiivisesti käteisrahaa käsitteleviä ammattilaisia sekä EU:ssa että sen ulkopuolella tunnistamaan ja käsittelemään väärennettyjä seteleitä. EKP:ssä sijaitseva rahanväärennösten tutkimuskeskus (Counterfeit Analysis Centre) ja kansalliset

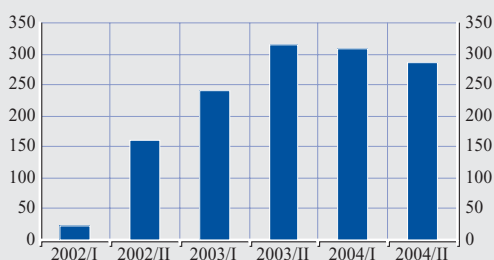


tutkimuskeskukset tekivät poliisin kanssa yhteistyötä väärentämisen torjumiseksi. Kansallisten tutkimuskeskusten asiantuntijat antavat oikeusviranomaisille pyydettyä asiantuntija-apua ja tekevät teknisiä selvityksiä.

EKP:n perustama kansainvälinen väärennösten torjuntakeskus (International Counterfeit Deterrence Centre) jatkoi uusien jäljentämismenetelmien ja väärentämistorjuntajärjestelmien arviointia. Lisäksi se on tukenut keskuspankkien yhteistä väärennösten estämiseen tähtävää ryhmää (Central Bank Counterfeit Deterrence Group), joka on 27 keskuspankkia ympäröivä maailmaa yhdistävä toimielin.

Kuvio 40. Vuosina 2002–2004 löydettyjen euroseteliväärennösten lukumäärä

(tuhansina)



Lähde: EKP.

### 3.3 SETELIEN LIIKKEESEENLASKU JA TUOTANTO

#### EUROJÄRJESTELMÄN ROOLI RAHAHUOLLOSSA

Joulukuussa 2004 EKP:n neuvosto sopi yhteisistä periaatteista ja tavoitteista, jotka koskevat eurojärjestelmän roolia ja vastuita raha- huollossa. Sen roolin ja vastuiden määrittely edistää Euroopan yhteisen maksualueen (Single Euro Payments Area, SEPA) luomista (ks. kappaleen 3 osa 3). Lisäksi se tarjoaa luotetta-

van toimintamallin rahahuollossa eurojärjestelmän kumppaneina toimiville osapuolille (pankkiala ja arvokuljetusyritykset). Hajauttamisperiaatetta noudattaen EKP:n neuvosto ei sopinut täysin yhdenmukaistetusta euroalueen käteispalvelujen järjestelmästä. Vaikka EKP:n ohjaamaa yhdenmukaistamista ja standardointia tarvitaan jonkin verran, kansalliset keskuspankit ovat vastuussa käteispalvelujen kansallisesta toteuttamisesta kuitenkin niin, että ne ottavat huomioon kansallisen talousympäristönsä ja pankkialansa rakenteet, kansallisten keskuspankkien sivukonttorien verkoston sekä käteismaksujen tarpeen ja pitkäaikaisten sitoumustensa merkityksen.

#### EKP:N JÄRJESTELMÄ VÄÄRENNÖSTEN JA HUONOKUNTOISTEN SETELIEN HAVAITSEMISEKSI

Pankki- ja arvokuljetusalaa kuultuaan EKP otti joulukuussa 2004 käyttöön järjestelmän, jota luottolaitokset ja muut ammattimaiset käteisen käsittelijät soveltavat väärennösten havaitsemiseksi ja huonokuntoisten setelien lajittelemiseksi (eli niiden laadun arvioimiseksi). Tämän järjestelmän päätavoitteita on panna täytäntöön yhteiset setelien käsittelyn ja prosessoinnin menettelytavat luottolaitoksille ja ammattimaisille käteisrahan käsittelijöille sekä tukea niitä täyttämään neuvoston asetuksen (EY) N:o 1228/2001 artiklan 6 mukaiset euroseteliväärännösten havaitsemista ja liikkeestä poistamista koskevat velvoitteensa. Kansalliset keskuspankit panevat tämän järjestelmän täytäntöön toimivalta-alueillaan viimeistään vuoden 2006 loppuun mennessä. Luottolaitosten ja muiden ammattimaisten käteisrahan käsittelijöiden noudattamien menettelytapojen ja niiden käyttämien koneiden mukauttamista varten on kahden vuoden siirtymäaika, joka päättyy viimeistään vuoden 2007 lopussa.

#### TUOTANTOJÄRJESTELYT

Vuonna 2004 tuotettiin 1,6 miljardia seteliä, kun vuonna 2003 niitä tuotettiin 3,1 miljardia kappaletta. Tuotantovaatimuksen huomattava supistuminen vuonna 2004 johtui pääasiassa siitä, että toteutunut korvaustarve oli vähäisempi kuin vuonna 2003 odotettiin.

**Taulukko 15. Eurosetelien tuotannon jakautuminen vuonna 2004**

Nimellisarvo	Lukumäärä (milj. kpl)	Tuotannosta vastaava kansallinen keskuspankki
5 euroa	-	-
10 euroa	378	DE, FR, GR, IE, AT
20 euroa	290	FR, PT
50 euroa	683	BE, DE, ES, IT, NL
100 euroa	124	IT, FI
200 euroa	-	-
500 euroa	124	DE, LU
Yhteensä	1 599	

Lähde: EKP.

Vuodesta 2002 lähtien eurosetelien tuotannossa on käytetty kansallisten keskuspankkien kesken hajautettua tuotantomallia ja toimitusjärjestelmää. Tämän järjestelyn mukaisesti kukin kansallinen keskuspankki vastaa siitä, että se hankkii sille määrätyn osuuden tietyn nimellisarvon kokonaistuotantovaatimuksesta. Taulukossa 15 on tiivistetty eurosetelien tuotannon jakautuminen vuonna 2004.

Setelien hankintaa koskevista tulevista järjestelyistä on säädetty EKP:n neuvoston syyskuussa 2004 antamissa suuntaviivoissa EKP/2004/18. Suuntaviivoissa säädetään eurojärjestelmän yhteisestä tarjouskilpailumenettelystä eurosetelien tuottamiseksi. Menettely otetaan käyttöön 1.1.2012 mennessä. Käyttöönottoa edeltää siirtymävaihe, joten kansallisilla keskuspankeilla ja setelipainoilla on runsaasti aikaa valmistautua uuteen menettelyyn. Siirtymävaihe alkaa aikaisintaan 1.1.2008, mutta sen tarkka aloituspäivämäärä – josta päättää EKP:n neuvosto – riippuu kahdesta seikasta: ensinnäkin siitä, milloin on riittävästi kansallisia keskuspankkeja, jotka ovat ilmoittaneet osallistuvansa eurojärjestelmän yhteiseen tarjouskilpailumenettelyyn, ja toiseksi siitä, milloin on riittävän suuri tarve seteleille, joiden tuotanto on kilpailuttamisen kohteena.

Setelihankinnan suuntaviivat on laadittu avoimen markkinatalouden ja vapaan kilpailun periaatteiden mukaisesti, voimavarojen tehokasta kohdentamista silmällä pitäen ja EU:n kilpailulainsäädäntöä noudattaen. Menettelyn ta-

voitteena on erityisesti varmistaa kaikkien eurojärjestelmän yhteiseen tarjouskilpailuun osallistuvien setelipainojen yhdenvertainen kohtelu sekä taata avoimuus ja eurosetelien tuotannon turvallisuuden ylläpito. Suuntaviivoissa säädettyjä tarjouskilpailun sääntöjä sovelletaan eurojärjestelmän koko setelitarpeeseen. Sellaiset kansalliset keskuspankit, joilla on oma setelipaino tai jotka käyttävät julkisen sektorin kirjapainoja, voivat päättää olla osallistumatta eurojärjestelmän yhteiseen tarjouskilpailuun. Tässä tapauksessa ne tuottavat edelleen näiden painojen avulla niille osoitetun määrän euroseteleistä.

#### **NIMELLISARVOLTAAN HYVIN PIENET SETELIT**

Useilta eri tahoilta tulleiden ehdotusten vuoksi eurojärjestelmässä arvioitiin nimellisarvoltaan hyvin pienten eli yhden tai kahden euron setelien tai molempien käyttöönoton hyötyjä ja haittoja. Tarkan harkinnan jälkeen EKP:n neuvosto päätti marraskuussa 2004 olla muuttamatta vuonna 1998 tekemänsä päätöstä eurosetelien nimellisarvoista ja näin ollen olla laskematta liikkeeseen yhden tai kahden euron seteleitä. Arvioituaan kaikkia keskustelussa esitettyjä perusteluja EKP:n neuvosto tuli siihen tulokseen, että kaiken kaikkiaan nimellisarvoltaan hyvin pienten setelien käyttöönoton haitat ovat merkittävämpiä kuin hyödyt. Tähän päätökseen vaikuttivat erityisesti hyvin pienten eurosetelien riittämätön kysyntä useimpien euroalueen kansalaisten keskuudessa, liikkeeseenlaskusta johtuva tehottomuuden lisääntyminen kolmansien osapuolten, kuten vähittäiskaupan ja myyntiautomaattien pitäjien kannalta, sekä setelien painamisen ja käsittelyn suuret kustannukset.

## 4 TILASTOT

EKP kerää kansallisten keskuspankkien avustuksella laajan joukon eri tilastoja, joiden avulla EKPJ toteuttaa tehtäviään. Se kerää tarpeelliset tilastotiedot joko toimivaltaisilta kansallisilta viranomaisilta tai suoraan talouden toimijoilta. Tilastojen tuotanto sujui edellisten vuosien tavoin hyvin vuonna 2004; tilastoja myös kehitettiin edelleen ja uusia tilastoja otettiin käyttöön EKP:n keskipitkän aikavälin tilastostrategian mukaisesti. EKP järjesti myös toisen tilastokonferenssinsa. Siinä keskityttiin erityisesti tilastojen käyttöön raha- ja talouspoliittisissa päätöksenteossa.

Joitakin, lähinnä tietojen luotettavuuteen liittyviä kysymyksiä on edelleen avoinna julkisen talouden tilastojen alueella, joka on olennaisen tärkeä vakaus- ja kasvusopimuksen täytäntönpäön sekä rahoitusasemien valvonnan uskottavuuden kannalta. Näiden tilastojen laatimisesta vastaa Eurostat, jota avustavat soveltuvin osin kansalliset tilastolaitokset ja kansalliset keskuspankit. EKP käyttää tiiviisti yleisiä taloustilastoja, joista useimpia kerää ja laatii Euroopan komissio (Eurostat). Näiden tilastojen tuotanto euroalueelta on edistynyt edelleen joitakin osin. Esimerkiksi neljännesvuositaitaisten BKT-tietojen ajantasaisuus, YHKI-pika-arvion laatu ja lyhyen aikavälin indikaattoreiden saatavuus ovat parantuneet. EKP julkisti joulukuussa 2004 arvionsa siitä, miten yleiset taloudelliset tilastot vastaavat sen vaatimuksia.

### 4.1 PARANNUKSET EUROALUETTA KOSKEVASSA TILASTOINNISSA

Vaikka tilastoinnissa on tähän mennessä saavutettu huomattavaa edistystä ja euroalueen tilastot ovat ylipäätään korkealaatuisia, tilastojärjestelmää kokonaisuutena on edelleen tarpeen parantaa. Meneillään oleva taloudellinen muutos on otettava huomioon ennakoivalla tavalla ja EKP:ssä ja sen ulkopuolella toimivien käyttäjien havaitsemia tilastointipuutteita on mahdollisuuksien mukaan paikattava. Vuonna 2004 EKP alkoi kehittää edelleen tilastojärjestelmää kokonaisuutena. Tilastohankkeiden pit-

kien läpimenoaikojen takia tuloksia saataneen keskipitkällä aikavälillä.

Yksi euroalueen tilastointijärjestelmän keskeinen osa on neljännesvuosittaisen kansantalouden tilinpidon institutionaalisten sektoritilien järjestelmän suunnittelu ja tilastojen laatiminen. Eurojärjestelmä valmistelelee sitä yhdessä Eurostatin, kansallisten keskuspankkien ja kansallisten tilastolaitosten kanssa. Tähän tilinpitäjärjestelmään kuuluvat sektorit ovat kotitaloudet, yritykset, rahoituslaitokset, julkisyhteisöt ja ulkomaat. Nämä tilastot paljastavat riippuvuussuhteita talouden eri sektoreiden sekä rahoitus- ja reaalityötoimien välillä. Jos käytettävissä on riittävän pitkät nopeasti julkaistut sektoritilien aikasarjat, rahoitussektorilta lähtevien rahapoliittisten impulssien vaikutus euroalueen reaalityötoimien sektoreihin voidaan jäljittää ja lisäksi analysoida paremmin euroaluetta kohtaavien taloudellisten sokkien vaikutuksia. Lisäksi tällaisten aikasarjojen avulla on mahdollista tehdä myös muunlaista analyysia. Lisäksi neljännesvuositaitaiseen institutionaalisten sektoreiden mukaan jaoteltu kansantalouden tilinpito sisältää monia muita indikaattoreita, jotka ovat suhdanneanalyysissä ja ennusteiden laatimisessa keskeisiä.

Rahoitusinstrumentteja koskeva IAS-standardi 39 on liitetty mukaan EU:n lainsäädäntöön, ja kaikkien julkisesti noteerattujen yhtiöiden on noudatettava sitä 1.1.2005 alkaen. Näin ollen EKP:n asetusta rahalaitossektorin konsolidoidusta taseesta (EKP/2001/13) oli muutettava rahataloudellisten tilastojen käsitteellisen pohjan säilyttämiseksi. Tätä asetusta muuttaneella 1.1.2005 voimaan tulleella asetuksella (EKP/2004/21) varmistettiin, että rahalaitokset jatkavat raportointia laina- ja talletuskannastaan nimellisarvon mukaan riippumatta mahdollisista muutoksista, joita EU:n kirjanpitolainsäädäntöön tämän jälkeen tehdään. Tämä asetus pätee rahalaitosten raportointiin riippumatta siitä, missä muodossa IAS 39 -standardi lopulta saatetaan voimaan.

## 4.2 UUDET TAI PARANNETUT TILASTOT

Vuonna 2004 EKP alkoi julkaista muutamia uusia tilastoja, joilla on merkitystä rahapolitiikan ja muiden EKP:n tehtävien hoitamisessa sekä yleisen talouspolitiikan, markkinaosa-  
puolten ja suuren yleisön kannalta.

Keväällä 2004 EKP julkaisi yhdessä Euroopan komission kanssa ensimmäistä kertaa EU:n kymmenen uuden jäsenvaltion pitkien korkojen kuukausitilastot, joiden avulla arvioidaan, ovatko maat saavuttaneet EMUn jäsenyyden edellyttämät vaativat lähentymiskriteerit. Kesäkuusta 2004 lähtien EKP on myös julkaissut kuukausittain euroalueen maksutaseen rahataloudellisen esityksen. Lisäksi EKP ja Eurostat julkaisivat ulkomaisia suoria sijoituksia koskevan raportin, jossa ehdotettiin parannettuja menetelmiä niitä koskevien tilastojen laadintaan. Euroalueen maksutaseen neljännesvuosittaiset vaihtotasetiedot ovat nyt saatavilla vuodesta 1980 lähtien. Euron efektiivisten valuuttakurssi-indeksien laskennassa käytetyt valuuttapainot on päivitetty, niiden maantieteellistä kattavuutta on laajennettu ja syyskuusta 2004 alkaen niistä on julkaistu uusia aikasarjoja. Euroalueella noteerattujen osakkeiden virta- ja kantatiedot julkaistaan nyt kuukausittain. Uusiin tilastoihin kuuluvat kaikkien euroalueella olevien noteerattujen osakkeiden bruttomääräiset liikkeeseenlaskut, kuoletukset ja liikkeessä olevat määrät.

Osana EMUn tilastollisia vaatimuksia koskevan Ecofin-neuvoston toimintasuunnitelman toteutusta EKP julkaisi vuonna 2004 laajasti neljännesvuosittaisia tilinpitotietoja julkishallinnon rahoitustileistä ja muista tileistä. Työnäiden tilastojen yhdistämiseksi neljännesvuosittaisiin institutionaalisten sektoreiden mukaan jaoteltuun kansantalouden tilinpitoon on jo alkanut.

Vuonna 2004 EKP kehitti myös lainsäädäntöä, jonka nojalla uusia tilastoja voidaan tulevaisuudessa julkaista. EKP:n suuntaviivoja ja suositusta maksutasetta ja ulkomaista nettovarasuutta koskevista tilastointivaatimuksista



sekä valuuttavarannon raportointimallia muutettiin. Tammikuussa 2005 EKP alkoi julkaista maksutaseesta parannettuja tilastoja, joissa on muun muassa maantieteellinen jaottelu. Lisäksi EKP julkaisi rahalaitoksien tasetilastoja koskevan ohjeistuksen EU:n laajentumisen yhteydessä. Ohjeistuksella pyritään edistämään selvää ja johdonmukaista ymmärrystä asetuksen EKP/2003/10 vaatimuksista ja standardeista.

Vuonna 2004 pyrittiin parantamaan tilastojen jakelua ja saatavuutta. Uudistettu EKP:n Kuukausikatsaus, joka julkaistiin ensimmäisen kerran tammikuussa 2004, ja EKP:n uudistettu verkkosivusto, joka avattiin kesäkuussa 2004, sisältävät parannetut tilasto-osiot.

## 4.3 JULKISEN HALLINNON RAHOITUSTILASTOT

Perustamissopimuksen sekä vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisessa julkisen talouden rahoitusasemien valvonnassa käytettyjen tilastojen luotettavuus herätti vakavia huolia vuonna 2004. EKP tuki varauksetta Alankomaiden Scheveningenissä 11.9.2004 pidetyn Ecofin-neuvoston epävirallisen kokouksen jälkeen annettua lausuntoa hyvistä tilastostandardeista. Näiden standardien voi odottaa vahvistavan kansallisten tilastolaitosten itsenäisyyttä, luotettavuutta ja vastuullisuutta. EKP työskentelee tiiviisti Euroopan komission kanssa erityisesti raha-, rahoitus- ja maksutasetilastokomi-



teassa, joka koostuu Eurostatin, kansallisten tilastolaitosten ja keskuspankkien sekä EKP:n tilastoasiantuntijoista. EKP:n neuvoston helmikuussa 2005 antamat suuntaviivat julkisen hallinnon rahoitustilastoista parantavat edelleen julkisen hallinnon rahoitusagregaattien laatua euroalueella ja ovat askel kohti laadukasta ja standardoitua julkisen hallinnon rahoitusasemien valvonnan mahdollistavaa kattavampaa tietokokonaisuutta.

## 5 TALOUDELLINEN TUTKIMUS

EKP:n taloudellisen tutkimuksen tavoitteena on luoda vahva käsitteellinen ja empiirinen pohja päätöksenteolle. Näin ollen eurojärjestelmän taloudellisessa tutkimuksessa keskitytään lisäämään tietoa euroalueen talouden toiminnasta ja tarjoamaan analyyseja, malleja ja muita työkaluja EKP:n rahapolitiikan harjoittamiseen ja eurojärjestelmän muiden tehtävien hoitamiseen.

Viisi vuotta perustamisensa jälkeen EKP pyysi kolmea riippumatonta ulkopuolista asiantuntijaa arvioimaan EKP:n tutkimustoimintaa korkealuokkaisten akateemisten vaatimusten mukaisesti ja tutkimaan, missä määrin EKP:ssä vuodesta 1998 lähtien tehty tutkimus on edistänyt EKP:n tavoitteiden saavuttamista. Asiantuntijoiden raportti<sup>5</sup> on saatavissa EKP:n verkkosivuilla, ja siinä annetaan myönteinen kokonaisarvio EKP:ssä toteutetusta tutkimuksesta. Myönteisiä asioita ovat EKP:n tutkimuksen tieteellinen laatu ja tieteellinen lisäarvo, merkityksellisyys rahapolitiikan toteuttamisen ja EKP:n muiden tehtävien ja toimien hoitamisen kannalta sekä vaikutus tiedeyhteisöön ja muihin päätöksiä tekeviin instituutioihin. Toimeksiannossa esitetyn pyynnön mukaisesti arvioi-

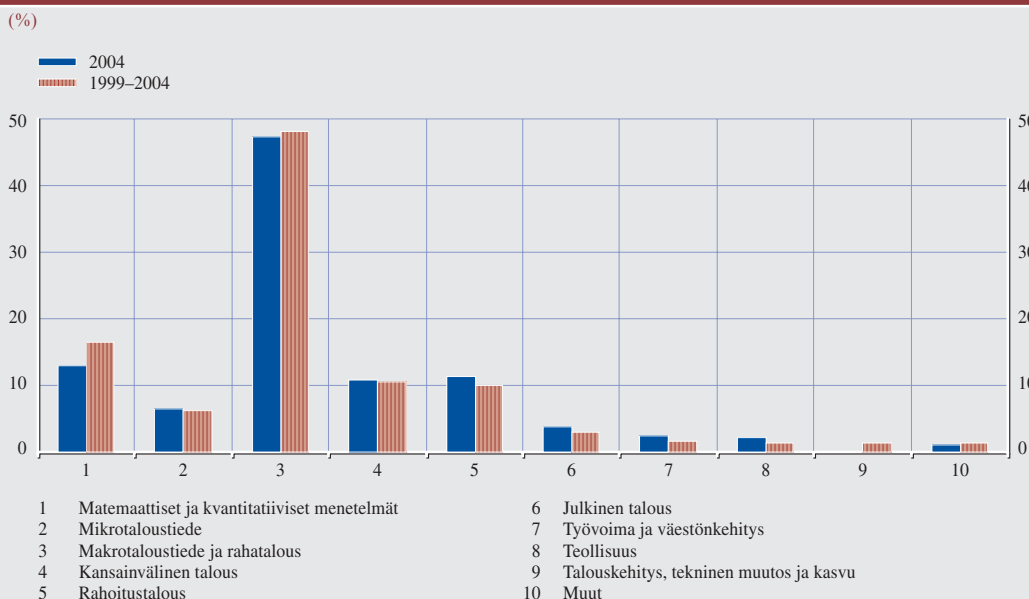
jat tekivät myös monia suosituksia tutkimustoiminnan parantamiseksi edelleen. Suosituksia esitettiin viidelle alueelle: henkilöstön kannustaminen laadukkaan tutkimuksen tekemiseen, inhimillisen pääoman pitkän aikavälin hallinta, tutkimuksen kattavuus ja koordinointi EKP:n eri toiminta-aloilla, tutkimusta tukevat toimet sekä tutkimuksesta tiedottaminen. Useat parannusehdotukset kävivät yksiin EKP:n oman arvion kanssa, ja toimiin näiden parannusten toteuttamiseksi on ryhdytty.

### 5.1 TUTKIMUSOHJELMA

Vuoden 2004 tutkimusohjelma voidaan jakaa kuuteen pääalueeseen: makrotaloustiede ja rahatalous, kansainvälinen makrotalous ja rahoitus, rahoitusjärjestelmän vakaus, rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen, euroalueen makrotalouden mallintaminen ja yleiset talous- ja rakennekysymykset. Myös euroalueen laajenemisen ja EU:n uusien jäsenvaltioiden talouksien tutkimiseen panostettiin runsaasti. Tässä

<sup>5</sup> Goodfriend, M., König, R. ja Repullo, R., "External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank", 2004.

**Kuvio 41. EKP:n Working Paper -sarja: JEL-luokitus (Journal of Economic Literaturen luokitus)**



Lähde: EKP.

yhteydessä tehtiin euroalueen seuraavaan laajenemiseen ja etenkin makrotaloudellisessa ennustamisessa käytettäviin analyttisiin välineisiin liittyvää valmistelutyötä.

Suurin osa EKP:ssä toteutettujen tai EKP:n kanssa yhteistyössä syntyneiden tutkimusten tuloksista esitettiin EKP:n Working Paper -tutkimussarjassa ja vähäisemmässä määrin EKP:n Occasional Paper -sarjassa. Tutkimuksia esiteltiin myös eri konferensseissa ja workshop-tyyppisissä seminaareissa. Vuonna 2004 EKP:n Working Paper -sarjassa julkaistiin 126 tutkimusta (97 tutkimusta vuonna 2003). Working Paper -sarjaa alettiin toimittaa vuonna 1999, ja siitä lähtien useita sarjan tutkimuksia on julkaistu tai julkaistaan piakkoin akateemisissa lehdissä (130 tutkimusta) tai kirjoissa (30 tutkimusta). Koska tutkimukset julkaistaan tiukan arviointiprosessin vuoksi pitkällä viipeellä, näiden jo merkittävien osuuksien arvioidaan kasvavan vuonna 2005. Kuvio 41 ilmentää EKP:ssä tehtävän tutkimuksen politiikkakeskeisyyttä. Kuviossa jaotellaan EKP:n Working Paper -sarjan tutkimukset aiheittain Journal of Economic Literature -aikakauskirjan käyttämän luokittelun mukaisesti. Yleisin tutkimusaihe tutkimussarjassa on makrotaloustiede ja rahatalous. Seuraavaksi suosituimmat aiheet ovat matemaattiset ja kvantitatiiviset menetelmät, rahoitustalous ja kansainvälinen talous.

EKP järjesti vuonna 2004 useita konferensseja ja workshop-tyyppisiä seminaareja, kuten EKP:n kolmannen keskuspankkikonferenssin, jonka teemana oli ”EU:n uudet jäsenvaltiot: lähentyminen ja vakaus”. Konferenssin kolmena pääaiheena olivat EU:n uusien jäsenvaltioiden taloudellinen ja rakenteellinen muutos, EU:n uusien jäsenvaltioiden kansainväliset yhteydet ja makrotaloudellinen kehitys sekä näiden maiden makrotaloudellinen sopeutuminen. EKP on kehittänyt yhdessä Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) ja G10-maiden keskuspankkien kanssa uuden julkaisun nimeltä International Journal of Central Banking (ks. luku 6).

## 5.2 TUTKIMUSVERKOSTOT

EKP:n tutkimusta tehdään usein järjestäytyneissä 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 auttaa verkostojen koordinoinnissa ja organisoinnissa joko yksin tai yhdessä muiden instituutioiden kanssa.

Inflaation jatkuvuutta selvittävään tutkimusverkostoon Eurosystem Inflation Persistence Network osallistuu kaikkien eurojärjestelmän keskuspankkien tutkijoita. Verkosto perustettiin vuonna 2003, ja sen tarkoituksena on analysoida euroalueen ja sen jäsenvaltioiden inflaatiokehitystä. Ilmiön tarkasteluun käytetään laajaa aineistoa, esimerkiksi yksittäisiä ja toimialakohtaisia tietoja kuluttaja- ja tuottajahinnoista, makrotalouksien inflaatiovauhteja ja kyselytutkimusten tuloksia. Analyysin lopullisten tulosten odotetaan valmistuvan vuonna 2005. Vuonna 2004 tehtiin suuri osa empiirisestä analyysistä, julkaistiin joitakin tutkimustuloksia EKP:n Working Paper -sarjassa ja kerättiin palautetta akateemiselta yhteisöltä. Osa tuloksista esitettiin myös useissa kansainvälisissä seminaareissa ja konferensseissa, esim. tutkimusverkoston joulukuussa 2004 järjestämässä ja EKP:n isännöimässä konferenssissa. Näiden tilaisuuksien tuloksia käytetään hankkeen analyysin loppuvaiheessa. Tähän mennessä tutkimusverkosto on selvittänyt, että yksittäisten kulutustavaroiden ja palvelujen hinnat muuttuvat euroalueella suhteellisen harvoin, keskimäärin kerran vuodessa. Kun hintoja tarkistetaan, tarkistukset ovat yleensä suuria ja muutokset jakautuvat lähes tasapuolisesti hinnannousujen ja -laskujen kesken. Hintojen jähkyys on yleisempää palvelualoilla kuin tavarantuotannossa ja yleensä keskimäärin suurempaa euroalueella kuin Yhdysvalloissa. Lisäksi verkoston tulokset osoittavat, että inflaation voimakkuus voi riippua vallalla olevista inflaatio- ja rahapoliittisista järjestelmistä ja että – mikäli muut tekijät pysyvät ennallaan –

se on yleensä vähäisempää, kun odotukset hintavakaudesta ovat juurtuneet talouteen hyvin.

Euroalueen suhdannekehitystä tarkasteleva Euro Area Business-Cycle Network on EKP:n ja talouspoliittisen tutkimuskeskuksen Centre for Economic Policy Researchin (CEPR) yhdessä perustama tutkimusverkosto. Verkostoon osallistuu tutkimuslaitosten, keskuspankkien ja muiden poliittisten instituutioiden tutkijoita. Vuonna 2004 verkosto piti järjestyksessä toisen harjoituskurssin, jonka aiheena oli faktorimallien ja -menetelmien käyttö suhdannevaihteluiden analysoinnissa. Harjoituskurssia isännöivät Belgian keskuspankki ja Bocconin yliopisto Italiassa. Tutkimusverkosto järjesti myös kaksi workshop-tyyppistä seminaaria. Näistä toinen käsitteli uusien jäsenvaltioiden ja hakijamaiden suhdannevaihteluita, ja sitä isännöi Itävallan keskuspankki. Toista isännöi Belgian keskuspankki, ja se käsitteli viimeaikaista edistymistä ennusteiden yhdistämisessä. Vuoden 2004 alusta lähtien huomattava osa verkoston tuloksista on esitetty EKP:n ja CEPRin yhteisessä uudessa tutkimusjulkaisusarjassa.

Pääomamarkkinoita ja rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä Euroopassa selvittävä tutkimusverkosto Research Network on Capital Markets and Financial Integration in Europe on EKP:n ja tutkimuslaitos Center for Financial Studiesin (CFS) vuonna 2002 käynnistämä tutkimusverkosto. Sen tavoitteena on tuottaa päätöksenteon kannalta merkittäviä tutkimuksia Euroopan rahoitusjärjestelmien yhdentymisestä ja niiden kansainvälisistä yhteyksistä. Tutkimusverkosto päätti kahden ensimmäisen vuoden työnsä Frankfurt am Mainissa toukokuussa 2004 pidettyyn symposiumiin (ks. kehikko 12). EKP ja CFS ovat päättäneet jatkaa hanketta vuoteen 2007 ja ottaa mukaan kolme uutta tutkimuksen pääaluetta: 1) rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen ja rahoitusjärjestelmän vakauden välinen yhteys, 2) EU:n laajeneminen sekä rahoitusmarkkinoiden kehitys ja yhdentymisen ja 3) rahoitusjärjestelmän uudistaminen ja talouskasvu Euroopassa. Nämä alueet ulotettiin myös koskemaan tutkimusverkoston yhteydes-



sä perustettua Lamfalussy Fellowship -tutkimusohjelmaa.

### 5.3 EUROALUEEN MAKROTALOUDEEN MALLINTAMINEN

Makrotalouden mallintamisessa edistyttiin merkittävästi vuonna 2004, jolloin ryhdyttiin kehittämään EKP:n makromallin (Area-Wide Model, AWM) uuden sukupolven versiota. Mallia tarkistetaan makrotalousteorian ja estimointimallien uusimman kehityksen mukaisesti. Makrotalouden uuden sukupolven malleja kutsutaan dynaamisiksi stokastisiksi yleisen tasapainon malleiksi, ja ne perustuvat aikaisempia malleja kattavammin mikrotalouden periaatteisiin. EKP:n tutkimustyön ansiosta ne ovat nyt riittävän pitkälle kehitettyjä käytettäväksi päätöksenteon apuna.<sup>6</sup> Niistä on nopeasti tulossa päätöksenteon analyysin ja enenevässä määrin keskuspankkien ja muiden poliittisten järjestöjen ennusteiden perusvälineitä. Edistääkseen uuden AWM-mallin luomista EKP on perustanut yhteistyöfoorumin samantapaisia malleja rakentavien ja käyttävien Yhdysvaltain keskuspankin johtokunnan ja IMF:n kanssa.

<sup>6</sup> Eurojärjestelmän henkilöstö on osallistunut mallien kehittämiseen merkittävästi. Ks. Smets, F. ja Wouters, R., "An estimated stochastic dynamic general equilibrium model of the euro area", EKP:n Working Paper 171 (Journal of the European Economic Association, vol. 1, issue 5, 2003, s. 1123–1175). Tutkijat saivat European Economic Associationin arvostetun Hicks-Tinbergenin mitalin tunnustuksena merkittävästä tutkimuksesta.

EKP ja Yhdysvaltain keskuspankki tekevät yhteistyötä kansainvälisen rahapolitiikan tutkijafoorumin International Research Forum on Monetary Policyn kautta. Tutkijafoorumi edistää rahapoliittisia aiheita käsittelevää tutkimusta, jolla on merkitystä maailmanlaajuisesta näkökulmasta. AWM-mallin teknisen työn arvioidaan jatkuvan koko vuoden 2005, ja lopulliset tulokset julkistettaneen avoimessa konferenssissa.

## 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 valvoa, että EU:n 25 kansallista keskuspankkia ja EKP täyttävät perustamissopimuksen artiklojen 101 ja 102 sekä neuvoston asetusten (EY) N:o 3603/93 ja 3604/93 mukaiset velvoitteensa. Artiklassa 101 kielletään EKP:tä ja kansallisia keskuspankkeja myöntämästä tilinlylysoikeuksia 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. EKP:n ohella myös Euroopan komissio valvoo, että jäsenvaltiot noudattavat näitä määräyksiä.

EKP 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 velkainstrumenttien ostoja ei saa käyttää julkisen sektorin epäsuorana keskuspankkirahoituksena.

### 6.2 NEUVOA-ANTAVA TOIMINTA

Perustamissopimuksen artiklan 105 kohta 4 ja EKPJ:n perussäännön artikla 4 velvoittavat yhteisön toimielimet sekä jäsenvaltioiden vastuulliset viranomaiset<sup>7</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 tehdyssä neuvoston päätöksessä 98/415/EY. Kaikki EKP:n lausunnot julkaistaan EKP:n verkkosivuilla. Tammikuusta 2005 lähtien säädösluonnoksia koskevat lausunnot julkaistaan pääsääntöisesti heti kun lausunto on annettu ja toimitettu lausuntoa pyytäneelle viranomaiselle. Tätä käytäntöä sovellettiin jo EU:n säädösluonnoksia koskeviin lausuntoihin.

Vuonna 2004 käynnistettiin yhteensä 41 kuulemistä. Niistä 32 oli kansallisten viranomaisten ja yhdeksän EU:n neuvoston käynnistämiä. Vuonna 2004 annetut lausunnot on lueteltu tämän vuosikertomuksen liitteessä. Seuraavassa käsitellään kansallisten viranomaisten käynnistämien kuulemisten perusteella annettuja EKP:n neuvoston lausuntoja, jotka on syytä mainita erikseen.

EKP sai usealta jäsenvaltiolta – etenkin Italialta ja Unkarilta – pyynnön antaa lausuntoja sellaisista lainsäädäntöehdotuksista, joita oli EKP:n mukaan muutettava sen varmistamiseksi, että kansallisten keskuspankkien perussäännöt noudattavat tiettyjä perustamissopimuksen ja EKPJ:n perussäännön määräyksiä. Nämä määräykset koskevat keskuspankin itsenäisyyttä ja kansallisten keskuspankkien päätöksentekovelinten jäsenten henkilökohtaista itsenäisyyttä.<sup>8</sup>

Alankomaat, Italia ja Slovakia kuulivat EKP:tä rahoitussektorin valvontaa koskevista merkittävistä lainsäädäntöuudistuksista. Alankomaiden ja Italian lakiehdotukset perustuivat rahoitussektorin kaksiosaiseen valvontamalliin. Tässä ns. twin peaks -mallissa kansalliset keskuspankit vastaisivat koko rahoitussektorin toiminnan vakauden valvonnasta ja kansalliset rahoitusmarkkinaviranomaiset markkinakäytännön valvonnasta.<sup>9</sup> EKP suhtautui myön-

<sup>7</sup> Perustamissopimuksen liitteenä olevan, eräitä Ison-Britannian ja Pohjois-Irlannin yhdistyneeseen kuningaskuntaan liittyviä määräyksiä koskevan pöytäkirjan mukaan perustamissopimuksen artiklan 105 kohtaa 4 ja EKPJ:n perussäännön artiklaa 4 ei sovelleta Iso-Britanniaan. Näin ollen Ison-Britannian kansallisilla viranomaisilla ei ole velvollisuutta kuulla EKP:tä.

<sup>8</sup> CON/2004/16; CON/2004/35.

<sup>9</sup> CON/2004/16; CON/2004/21.

teisesti kummankin maan instituutiorakennehdotukseen. Alankomaiden lainsäädäntöehdotuksesta antamassaan lausunnossa EKP totesi, että lähestymistapa ottaa huomioon kahden päämäärän, rahoitusjärjestelmän vakauden ja sijoittajien suojan, erityisominaisuudet tilanteessa, jossa systeimiriski on laajenemassa luottolaitosten, vakuutusyhtiöiden, rahoitusyri-tysten ja eläkerahastojen yhteyksien tiivistyessä. Slovakian lainsäädäntöehdotuksessa kansallisen keskuspankin valvontavaltuuksia laajennettaisiin siten, että se olisi suoraan ja kokonaan vastuussa Slovakian koko rahoitusmarkkinoiden valvonnasta. EKP katsoi, että Slovakian lakiehdotuksen valvontajärjestelmä olisi täysin sopusoinnussa kansallisen keskuspankin EKPJ:hin liittyvien tehtävien kanssa, joskin järjestelmä olisi tällä hetkellä ainutlaatuinen EU:ssa.<sup>10</sup>

Belgia kuuli EKP:tä ns. Tobinin veroa koskevasta lakiehdotuksesta, joka mahdollistaisi kaikkien Belgiassa tehtyjen valuuttakauppojen verottamisen, mikäli vastaava laki otetaan käyttöön muissa jäsenvaltioissa tai yhteisössä.<sup>11</sup> Vaikka EKP antoi tunnustusta ehdotuksen perustana oleville hyvälle tarkoituksille, se totesi, että veron taloudellinen ja rahataloudellinen hyödyllisyys on hyvin kyseenalainen. Belgian lakiehdotuksessa esitetyssä muodossaan vero olisi myös ristiriidassa perustamissopimuksen artiklan 56 kanssa, joka koskee pääomien ja maksujen vapaata liikkuvuutta sekä jäsenvaltioiden välillä että jäsenvaltioiden ja kolmansien maiden välillä.

EKP antoi lausunnon Ranskan lakiehdotuksesta, jolla luottolaitoksille annettaisiin lupa myöntää inflaatioon sidottuja indeksilainoja.<sup>12</sup> EKP totesi ymmärtävänsä lakiehdotuksella tavoiteltavan sopimusoikeuden laajentamista ja mahdollisuuden antamista talouden toimijoille suojautua inflaatoriskiltä. Se korosti kuitenkin, että indeksiehtojen laaja käyttö voisi olla hyvin huolestuttavaa, koska niiden yleinen soveltaminen palkan- ja hinnanasetannassa saattaisi aiheuttaa liiallista jäykkyyttä suhteellisten hintojen mekanismeissa ja kiihdyttää inflaatiokierrettä.

EKP antoi niin ikään lausunnon perustamissopimuksen artiklan 112 kohdan 2b ja EKPJ:n perussäännön artiklan 11.2 perusteella. Lausunto koski EU:n neuvoston suositusta uuden jäsenen nimittämisestä EKP:n johtokuntaan.

### **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 ollut tällaisia hallinnollisia tehtäviä vuonna 2004. Avoinna olevia operaatioita ei ollut vuoden 2003 lopussa eikä uusia operaatioita aloitettu vuoden 2004 aikana.

10 CON/2004/31.

11 CON/2004/34.

12 CON/2004/20.

## EUROJÄRJESTELMÄN VARANHOITOPALVELUT

Vuonna 2004 eurojärjestelmä saattoi päätökseen vuonna 2003 aloitetun työn, joka koski uusien kattavien euromääräisten varannonhoitopalvelujen tarjoamista keskuspankeille, rahaviranomaisille, euroalueen ulkopuolella sijaitseville valtion elimille ja kansainvälisille järjestöille. Tämän uuden varannonhoitopalvelujen järjestelmän kehittämisen pontimina on ollut euron nopeasti yleistyvä käyttö kansainvälisenä varantovaluuttana. Järjestelmä perustuu eurojärjestelmän yksittäisten keskuspankkien jo olemassa oleviin, vakiintuneisiin varannonhoitopalveluihin sekä näiden pankkien aiempiin kokemuksiin varannonhoidosta. Palvelut ulottuvat varantojen säilytystilien ja niihin liittyvien säilytys- sekä maksu- ja toimituspalvelujen tarjoamisesta käteis- ja sijoituspalvelujen tarjontaan. Keskeisiä uuden järjestelmän palveluja ovat esimerkiksi 1) automaattinen yön yli -sijoitusmahdollisuus, jonka avulla asiakkaat voivat sijoittaa varoja edullisilla koroilla suoraan palvelun tarjoajan kautta tai markkinoille tai näillä molemmilla tavoilla, 2) automaattisten arvopapereiden lainausohjelmien käytön helpottaminen ja 3) kauppojen ja säännöllisten toimeksiantojen toteuttaminen asiakkaiden omien sijoitusmieltymysten mukaisesti.

Uuden järjestelmän keskeisiä lähtökohtia on, että asiakkaat voivat saada laadukkaita palveluja euromääräisten varantojen hoitamiseen keskitetysti yhden kanavan kautta euroalueella. Käytäntö on verrattavissa tapaan, jolla tärkeimmät keskuspankit ympäri maailmaa tarjoavat varannonhoitopalveluja. Yksittäisinä palvelupisteinä toimivia eurojärjestelmän yksittäisiä keskuspankkeja kutsutaan ”eurojärjestelmän palvelujen tarjoajiksi” (Eurosystem service providers), ja ne tarjoavat kaikkia uuteen järjestelmään kuuluvia varannonhoitopalveluja. Yhden palvelupisteen periaatteen soveltamisesta seuraa, että asiakkaat voivat nyt säilyttää, maksaa ja toimittaa laajan joukon kiinteäkorkoisia euromääräisiä missä tahansa euroalueella liikkeeseen laskettuja arvopapereita käyttämällä ainoastaan yhtä varantojen säilytystiliä. Järjestelmä on hyvin yhdenmukainen, joten kukin eurojärjestelmän palvelujen tarjoajista tarjoaa samat varannonhoitopalvelut yhtenäisin ehdoin ja yleisten markkinastandardien mukaisesti.

Tällä hetkellä on olemassa kuusi eurojärjestelmän palvelujen tarjoajaa: Espanjan keskuspankki, Hollannin keskuspankki, Italian keskuspankki, Luxemburgin keskuspankki, Ranskan keskuspankki ja Saksan keskuspankki. Muut eurojärjestelmän keskuspankit voivat tarjota joitakin järjestelmän palveluja. Lisäksi eurojärjestelmän palvelujen tarjoajat ja muut eurojärjestelmän keskuspankit voivat tarjota muita euromääräisiä varannonhoitopalveluja yksittäisten sopimusten perusteella. EKP toimii yleisenä koordinoijana ja takaa järjestelmän häiriöttömän toiminnan.

Uusi järjestelmä perustuu samoihin virallisten varantojen hallinnoinnin peruseriaatteisiin, joiden mukaan varannonhoitopalveluja on tarjottu jo vuosia: taloudelliseen turvaan, oikeus- turvaan ja ennen kaikkea luottamuksellisuuteen. Uuden järjestelmän varannonhoitopalveluja tarjotaan perinteisille keskuspankkiasiakkaille. Näin palvelut vastaavat niiden instituutioiden erityistarpeisiin, jotka toimivat samalla keskuspankkitoiminnan alalla kuin eurojärjestelmä itse.

Uusi järjestelmä otettiin käyttöön 1.1.2005. Järjestelmä on joustava, ja sitä muokataan jatkuvasti. Rahoitussektorin kehitystä seurataan tarkoin, ja asiakkaiden tarpeeseen saada kattavia ja ajantasaisia euromääräisiä varannonhoitopalveluja vastataan viipymättä.

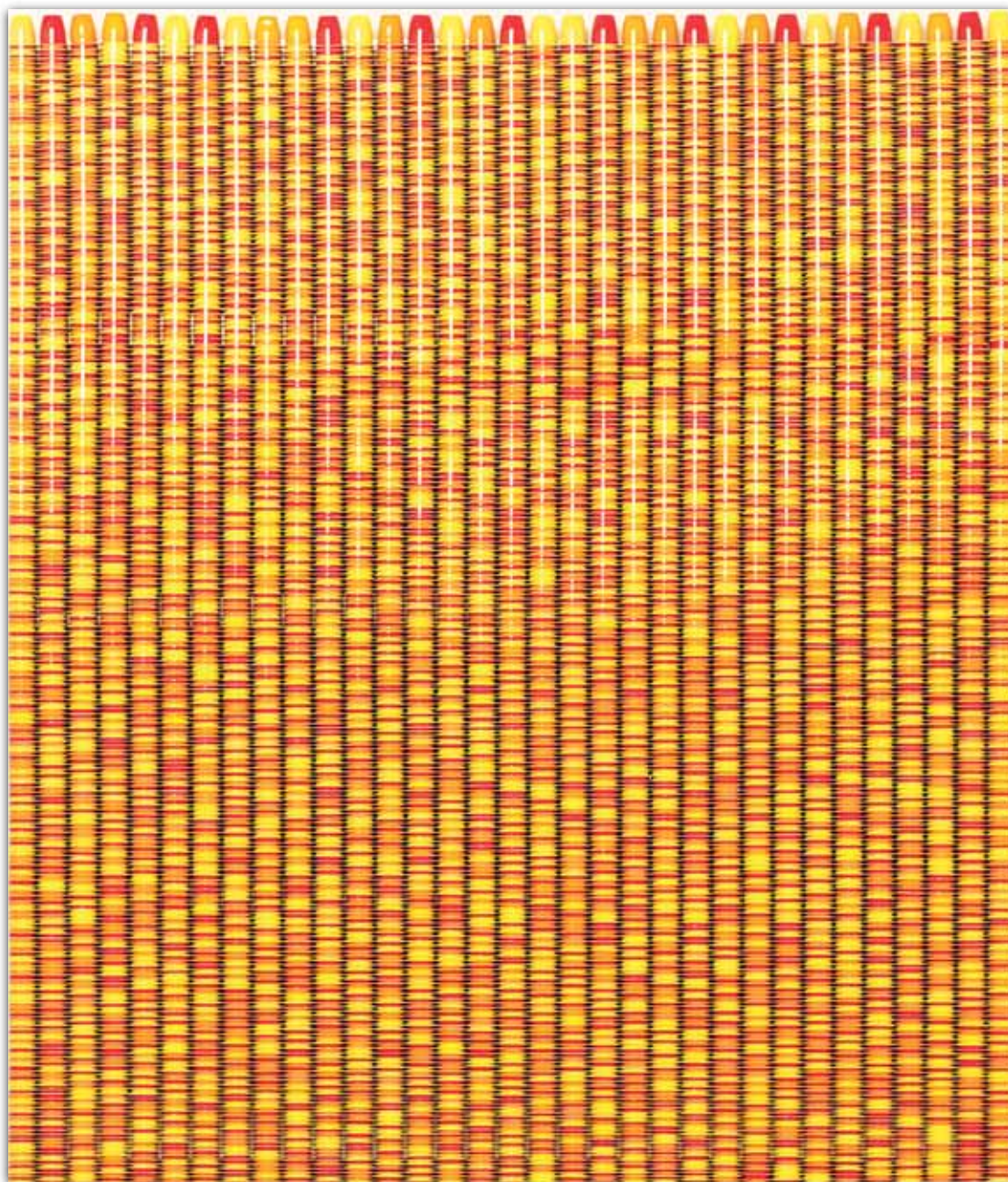


**Jacob Dahlgren**

Krakow, 2002

Jukurttipurkkeja alumiinialustalla, 184 × 148 × 10 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



# RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUS JA YHDENTYMINEN

# I RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUS

Eurojärjestelmä osallistuu sen varmistamiseen, että luottolaitosten toiminnan vakauden valvontaan ja rahoitusjärjestelmän vakautteen liittyvää toimivaltaisten viranomaisten poliittikkaa harjoitetaan moitteettomasti. Se myös neuvoo näitä viranomaisia ja Euroopan komissiota yhteisön lainsäädännön soveltamisalasta ja täytäntöönpanosta näillä aloilla.

## I.1 RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VAKAUDEN SEURANTA

EKP seuraa yhdessä EKPJ:n pankkivalvontakomitean kanssa rahoitusjärjestelmän vakautteen kohdistuvia riskejä kartoittaakseen rahoitusjärjestelmän kykyä kestää häiriöitä.<sup>1</sup> Seurannan painopiste on pankeissa, koska ne ovat edelleen tärkeimpiä toimijoita, jotka välittävät varoja tallettajilta lainanottajille euroalueella. Tämän vuoksi ne ovat merkittävä kanava, jonka välityksellä riskit voivat levitä rahoitusjärjestelmän muihin osiin. Koska myös muiden rahoituslaitosten ja markkinoiden merkitys kasvaa ja niiden ja pankkien väliset kytkökset lisääntyvät, niiden häiriöt saattavat levitä pankeihin. Tästä syystä EKP:n ja EKPJ:n pankkivalvontakomitean seuranta kattaa myös näiden rahoitusjärjestelmän osien kehityksen.

### SUHDANNEKEHITYS

Vuonna 2004 euroalueen rahoitusjärjestelmän kyky kestää häiriöitä parani. Rahoituslaitokset hyötyivät maailmantalouden odotettua voimakkaammasta vilkkaudesta, suurten yritysten taseiden vahvistumisesta ja sijoittajien riskinottohalukkuuden jatkumisesta. Tämän seurauksena pankkien ja vakuutusyritysten kannattavuus koheni. Aiemmat viitteet kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden haavoittuvuudesta eivät kuitenkaan hälvenneet. Nämä viitteet perustuivat havaittuun riskiin pitkäaikaisten korkojen noususta, kun ne aikaisemmin olivat olleet hyvin matalalla.

Euroalueen pankkisektorin kehityksestä voidaan todeta, että vuonna 2003 alkanut suurten pankkien kannattavuuden kohentumissuuntaus vahvistui, ja suurten pankkien kannattavuus

näytti parantuvan edelleen. Kannattavuuden kohentuminen perustui pääasiallisesti kustannusten karsimisen jatkamiseen ja luottotappiovarausten pienentämiseen. Kannattavuus kohentui laajasti, ja myös heikoimman tuloksen tehneiden pankkien oman pääoman tuotto parani.

Kannattavuutensa tukemiseksi pankit keskittyivät kustannustensa valvontaan. Kustannuksia karsittiin pääasiassa harventamalla konttoriverkoston ja vähentämällä henkilöstön määrää. Luottotappiovaraukset pienenevät vuonna 2004 kuten edellisenäkin vuonna. Keskeisimpänä syynä tähän näyttää olleen se, että pankit tekivät talouden elpymisen vuoksi aiempaa myönteisemmän arvion luottoriskistä. Arvio johtui luultavimmin odotuksista, että yrityssektorin kannattavuus paranee ja euroalueen suurten yritysten taseet vahvistuvat edelleen. Pienten ja keskisuurten yritysten näkymät olivat joidenkin merkkien mukaan kuitenkin edelleen heikommät kuin suurten yritysten.

Kannattavuuden parantumisesta huolimatta korkokate – pankkisektorin kannattavuuden ydintekijä – pieneni edelleen vuonna 2004. Se supistui siitäkin huolimatta, että alustavien viitteiden mukaan yritysten lainanotto oli elpymässä ja kotitalouksien asuntolainojen kasvu jatkui vahvana. Korkokatteiden pieneminen johtui lähinnä korkojen alhaisuudesta ja markkinakorkojen tuottokäyrien loivenemisestä. Vaikka nämä tekijät vauhdittivatkin lainojen kysyntää, ne vaikuttivat epäsuotuisasti euroalueen pankkien luotonannon ja talletusten marginaaleihin. Pankkien muut tuotot eivät kehittyneet kuten vuonna 2003, jolloin useat pankit keräsivät poikkeuksellisia tuottoja osake-markkinoiden vilkkauden ja tuottoerojen kasvun vuoksi. Joidenkin suurten euroalueen pankkien markkinariski näytti kasvavan

<sup>1</sup> Vuonna 2004 EKP julkaisi ensimmäisen kerran euroalueen rahoitusjärjestelmän vakautta koskevan raportin ”Financial Stability Review”. Se julkaisi myös kolmannen kerran EU:n pankkijärjestelmän vakautta käsittelevän raportin ”EU banking sector stability”, jossa esitetään pääpiirteittäin EKPJ:n pankkivalvontakomitean säännöllisin väliajoin toteuttaman seurannan keskeiset havainnot pankkisektorin vakaudesta. Raportit ovat saatavissa EKP:n verkkosivuilta.

vuonna 2004. Pankkien palkkiotuotot kasvoivat lähinnä rahoitusmarkkinoihin liittyvän taloudellisen toimeliaisuuden lisääntymisen vuoksi ja tulivat sekä omaan lukuun tehdyistä arvopaperikaupoista että omaisuudenhoitopalveluista.

Euroalueen suurten pankkien vakavaraisuusasteet kohenivat edelleen vuonna 2004. Huomionarvoista on, että vakavaraisuusasteeltaan heikoimmat pankit onnistuivat vahvistamaan vakavaraisuuttaan. Näiden pankkien häiriönsietokyvyn kasvaminen vaikutti myönteisesti rahoitusjärjestelmän vakauteen euroalueella.

Myös vakuutusyhtiöiden tuloskehitys parani edelleen vuonna 2004. Vahinkovakuutusyhtiöiden tulosten kohentuminen johtui pääasiassa vahvasta nettomaksutulosta, mikä puolestaan oli seurausta riskit aiempaa tarkemmin huomioon ottavasta hinnoittelusta ja vakuutusten myöntämisehtojen tiukentumisesta. Tämän ydinliiketoiminnan paranemisen vuoksi vahinkovakuutusyhtiöiden jo ennestään hyvä vakavaraisuustilanne vahvistui edelleen. Henkivakuutusyhtiöiden vakuutusmaksutulot kasvoivat useimmissa maissa osakemarkkinoiden kehitykseen sidottujen tuotteiden kysynnän lisääntymisen tukemana. Yhdessä sijoitustoiminnan nettotuoton kasvun kanssa tämä johti henkivakuutusyhtiöiden vakavaraisuusaseman parantumiseen. Taloudelliselta tilaltaan heikkojen henkivakuutusyhtiöiden vakavaraisuus- asema on kuitenkin edelleen koetuksella.

Kansainväliset riskirahastomarkkinat kasvoivat edelleen vuonna 2004. Vuoden 2004 suhteellisen vähäisistä tuotoista huolimatta ei ollut selviä merkkejä siitä, että sijoittajat olisivat vetäneet rahojaan pois riskirahastoista. Näiden markkinoiden kasvu vaikuttaa rahoitusjärjestelmän vakauteen lähinnä riskirahastomarkkinoiden pankkisektorirytköksien kautta. Riskirahaston vastapuolten (prime brokers) välinen voimakas kilpailu edist` riskirahastojen luotonsaantimahdollisuuksia. Nämä vastapuolet ovat yleensä pankkeja ja arvopaperinvälittäjiä, jotka tarjoavat rahoitus-, välitys- ja muita palveluja riskirahastoille. Euroalueella on joita-

kin merkittäviä prime brokereita. Prime brokereiden harjoittama vastapuolten riskienhallinta on kehittynyt sen jälkeen, kun Long-Term Capital Management -rahasto ajautui lähelle konkurssia vuonna 1998. Riskienhallinta hyötyi kattavista Value-at-Risk-mittauksista ja stressitesteistä.

### **RAKENTEELLINEN KEHITYS**

Pankkitoimialan rakenteelliset muutokset voivat vaikuttaa merkittävästi rahoitusjärjestelmän vakauteen pitkällä aikavälillä. Pankkien strategiset valinnat vaikuttavat riskien ja kannattavuuden väliseen suhteeseen, mikä näkyy lopulta rahoitusjärjestelmän kyvyssä sietää häiriöitä. Sääntelyä ja valvontaa koskevien muutosten lisäksi (ks. tämän luvun osa 2) pankkitoimialan keskeisimmät rakenteelliset muutokset liittyivät vuonna 2004 edelleen keskittymiseen, kansainvälistymiseen, rahoituksen välitykseen ja ulkoistamiseen.<sup>2</sup>

Euroalueen pankkisektorille on viime vuosina ollut tunnusomaista jatkuva keskittyminen. Luottolaitosten määrä on vähentynyt lähes 2 300:lla vuosina 1997–2004. Keskittyminen on johtunut osittain fuusioista ja yritysostoista, mutta myös pankkiryhmien sisäisistä uudelleenjärjestelyistä. Uudelleenjärjestelyt voivat auttaa pankkeja ylläpitämään tai parantamaan kannattavuuttaan, minkä loppujen lopuksi pitäisi vahvistaa pankkijärjestelmän kestävyyttä entisestään. Uudelleenjärjestelyjen lopulliset vaikutukset voivat kuitenkin olla epäselviä, jos ne johtavat rahoitusjärjestelmän kannalta merkittävien, suurten ja monimutkaisten rahoitusinstituutioiden luomiseen. Tämä korostaa tarvetta parantaa pankkien sisäisen riskienhallinnan ja tehokkaan valvonnan mekanismeja.

Fuusioissa ja yritysostoissa on keskitytty etupäässä maiden sisäisiin kauppoihin. Viimeisten 10 vuoden aikana maiden rajat ylittävät pankkikaupat Euroopassa olivat ainoastaan 15 % pankkisektorin kaikista fuusioista, kun teollisuussektorilla vastaava osuus oli keski-

<sup>2</sup> Rakenteellista kehitystä on käsitelty tarkemmin EKP:n pankkivalvontakomitean raportissa "Review of structural developments in the EU banking sector", marraskuu 2004.



määrin noin 40 %. Suuntautuneisuus kotimaan voi selittyä muun muassa kotimaan kauppajen paremmilla kustannussynergiamahdollisuuksilla sekä verotuskäytäntöjen, kuluttajansuojastandardien ja yrityskulttuurien eroilla.

Kansainvälistymiskehitys etenee maiden rajat ylittävien fuusioiden ja yritysostojen suhteellisesta vähäisyydestä huolimatta. Euroalueen pankkien muissa euroalueen maissa sijaitsevisa sivukonttoreissa ja tytäryhtiöissä pitämät varat ovat nyt yli 10 % euroalueen pankkien konsolidoimattomista varoista. Lisäksi pankit tarjoavat aiempaa enemmän maiden rajat ylittäviä rahoituspalveluja ilman, että niillä olisi paikallinen toimipiste asiakkaan sijaintimaassa. Kehitys on näkynyt selvimmin pankkien välisessä ja tukkukauppatoiminnassa, kun taas maiden rajat ylittävä vähittäispankkitoiminta on edelleen hyvin vähäistä.

Vähittäispankkitoiminnan merkitys on lisääntynyt viime vuosina varsinkin asuntolainojen nopeasti kasvavan kysynnän vuoksi. Tästä syystä euroalueen pankkien olisi erityisen tärkeää keskittyä ydintoimintoihin ja parantaa tietämystään asiakaskunnastaan.

Vuonna 2004 toimintojen ulkoistamisen merkitys kasvoi edelleen. Ulkoistaminen tapahtuu kahdella eri tapaa: toinen liittyy ulkoisten palveluntarjoajien käyttöön ja toinen ulkoistamiseen pankkiryhmän sisällä. Tuki- ja toimistopalvelut ulkoistetaan tavallisesti käyttämällä ulkopuolisia palveluntarjoajia, kun taas ydintoiminnot pankit hoitavat edelleen itse. Suurissa pankkiryhmittymissä jotkin ydintoiminnot keskitetään erikoistuneisiin tytäryhtiöihin, ja ryhmittymän muut yhtiöt hoitavat ryhmittymän tuotteiden jakelun. Ulkoistaminen johtuu pääasiassa halusta karsia kustannuksia, mutta mui-

ta syitä siihen ovat usein myös ammattimaisen hallinnoinnin ja asiantuntemuksen hankinta sekä resurssien vapauttaminen ydintoimintoja varten. Ulkoistamiskehityksen vaikutuksia rahoitusjärjestelmän vakauteen on seurattava, ja tärkeää seuranta on varsinkin silloin, kun monet rahalaitokset ulkoistavat tehtäviään yhdelle palveluntarjoajalle.

## 1.2 YHTEISTYÖ KRIISITILANTEISSA

Kriisinhallintaan liittyvää keskuspankkien ja pankkivalvontaviranomaisten yhteistyötä tiivistettiin edelleen. Kesäkuussa 2004 EU:n uusien jäsenmaiden keskuspankit ja pankkivalvontaviranomaiset hyväksyivät valvontapöytäkirjan yhteistyöstä kriisitilanteissa (Memorandum of Understanding on cooperation in crisis management situations). Muut EU:n keskuspankit ja pankkivalvontaviranomaiset allekirjoittivat pöytäkirjan maaliskuussa 2003, ja siinä sovittiin näiden osapuolten rajat ylittävän yhteistyön periaatteista ja menetelmistä kriisitilanteissa.

EKPJ:n pankkivalvontakomitea ja Euroopan pankkivalvontaviranomaisten komitea (Committee of European Banking Supervisors, CEBS) perustivat yhteisen kriisinhallintatyöryhmän, johon osallistuu kaikkien EU:n pankkivalvontaviranomaisten ja keskuspankkien edustajia. Työryhmän tehtävänä on laatia ehdotuksia yhteistyön parantamiseksi. Tärkeitä ovat etenkin ehdotukset parhaista menettelytavoista rajat ylittävien rahoituskriisien hallinnassa. Työryhmä auttaa myös talous- ja rahoituskomiteaa kriisinhallintaan liittyvissä asioissa.

## 2 RAHOITUSMARKKINOIDEN SÄÄNTELY JA VALVONTA

### 2.1 PANKKITOIMINTA

Pankkivalvonnassa vakavaraisuussäätelyn uudistus oli edelleen merkittävässä asemassa vuonna 2004. Kesäkuussa G10-maiden keskuspankkien pääjohtajat ja pankkivalvontaviranomaisten johtajat hyväksyivät uuden vakavaraisuussäätelyn, ns. uuden Baselin sopimuksen, joka tunnetaan myös nimellä Basel II. Tämä on merkittävä saavutus, koska sen myötä Baselin pankkivalvontakomitean ja sen jäsenviranomaisten viisi vuotta kestänyt työ vakavaraisuussäätelyn uudistamiseksi on lähes saatu päätökseen. Basel II -säännöstö otetaan käyttöön vuoden 2006 lopulla. Pankkien pääomavaatimusten kehittyneimmät laskentamenetelmät saa kumminkin ottaa käyttöön vasta vuosi tämän jälkeen.

Uuden Baselin sopimuksen hyväksymisen jälkeen kansainvälisen ja eurooppalaisen toiminnan painopiste vakavaraisuussäätelyn uudistamisessa on siirtynyt sopimuksen täytäntöönpanoon ja Baselin pankkivalvontakomitean perustaman täytäntöönpanoryhmän (Accord Implementation Group) työskentelyyn. Useiden G10-maiden ja muiden maiden odotetaan toteuttavan neljännen määrällisen vaikutustutkimuksen (fourth quantitative impact study, ”QIS4”). Sen tulokset valmistunevat vuoden 2005 lopussa ja saattavat johtaa vakavaraisuussäätelyn määrällisiin tarkistuksiin vuonna 2006. Baselin pankkivalvontakomitea on myös määritellyt lisäpanostusta vaativat tekniset alueet. EKP tukee prosessia edelleen ja edistää sitä osallistumalla tarkkailijajäsenenä komiteaan ja sen tärkeimpiin työryhmiin, kuten täytäntöönpanoryhmään.

Euroopan tasolla Basel II -säännöstöön perustuva EU:n uusi vakavaraisuussäätely sisällytetään EU:n lainsäädäntöön muuttamalla direktiiviä luottolaitosten liiketoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta sekä direktiiviä sijoituspalveluyritysten ja luottolaitosten omien varojen riittävydestä. Toisin kuin Basel II -säännöstö, joka koskee ainoastaan kansainvälisesti toimivia pankkeja, EU:n vakavaraisuussäännöstö koskee kaikkia luottolaitoksia – sekä

konsolidointiryhmiä että yksittäisiä luottolaitoksia – ja sijoitusyrityksiä. EU:n vakavaraisuussäännöstöllä edistetään pankkivalvontaviranomaisten yhteistyötä ja koordinoitua vahvistamalla ns. konsolidoivan valvojan (consolidating supervisor) asemaa. Tällä tarkoitetaan pääsääntöisesti kansallista valvontaviranomaista siinä jäsenvaltiossa, jossa EU:n alueella yli rajojen toimivan pankkiryhmän emoyhtiö on saanut pankkitoimiluvan ja joka vastaa kyseisessä maassa tällaisten pankkiryhmien ylimmän tason valvonnasta. Tämän valvontaviranomaisen asemaa parannettaisiin antamalla sille vastuu koordinoida menettely- ja hyväksymistoimet, jotka liittyvät EU:n alueella yli rajojen toimivan pankkiryhmän anomukseen käyttää kehittyneitä laskentamenetelmiä pääomavaatimusten arvioinnissa. Ylimmän valvontaviranomaisen aseman vahvistaminen voisi näin vähentää tällaisen pankkiryhmän valvonnan kokonaisrasitusta.

EU:n neuvosto konsultoi EKP:tä ja sen jälkeen EKP antoi EU:n uudesta vakavaraisuussäännöstöstä lausunnon, jossa se kannatti yleisesti uuden säännöstön luomista. EKP painotti EU:n uuden vakavaraisuussäännöstön ja tarkistetun Basel II -säännöstön samanaikaista käyttöönottoa, mikä on ensiarvoisen tärkeää, kun halutaan taata eurooppalaisten pankkien ja niiden Euroopan ulkopuolelta tulevien kilpailijoiden yhtäläiset toimintaedellytykset. EKP tähdensi myös tarvetta parantaa valvontaviranomaisten yhteistyötä sen varmistamiseksi, että jäsenvaltioissa pätevät yhtenäiset lait ja käytännöt, kun EU:n lainsäädäntö sisällytetään jäsenvaltioiden lainsäädäntöön ja otetaan jäsenvaltioissa käyttöön. Tässä asiassa Euroopan pankkivalvontaviranomaisten komitean odotetaan olevan keskeisessä osassa.

### 2.2 ARVOPAPERIT

Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman (FSAP) yksi tärkeimmistä toimista toteutettiin toukuussa 2004, kun EU:n neuvosto hyväksyi rahoitusvälineiden markkinoita koskevan direktiivin, joka korvaa vuonna 1993 voimaan tul-

leen sijoituspalveludirektiivin. Uudessa direktiivissä luodaan kattava sääntelyjärjestelmä, joka koskee kaikkia kaupantekopaikkoja eli säänneltyjä markkinoita ja monenkeskisiä kaupankäyntijärjestelmiä sekä välittäjiä, jotka toteuttavat asiakkaan toimeksiannot säänneltyjen markkinoiden tai monenkeskisten kaupankäyntijärjestelmien ulkopuolella. Direktiivillä vahvistetaan rahoitusmarkkinavalvojen yhteistyötä tehokkaan valvontajärjestelmän luomiseksi EU:hun.

Euroopan pääomamarkkinoilla listattujen yritysten julkistamisvelvoitteita ollaan parhailaan yhdenmukaistamassa edelleen. EU:n neuvosto pääsi poliittiseen yhteisymmärrykseen uudesta avoimuusdirektiivistä toukokuussa 2004. Yhdenmukaistettujen ja paranneltujen tiedonantosaäntöjen käyttöönotolla on myönteisiä vaikutuksia Euroopan talouteen.

Nämä kaksi lainsäädäntöhanketta ovat merkittävimmiksi Euroopan rahoitusmarkkinoiden yhdyntymiselle ja rahoitusjärjestelmän vakauden vahvistamiselle. Siksi eurojärjestelmä tukee niitä täysin ja on seurannut niiden etenemistä tarkoin. EKP on myös edistänyt näiden hankkeiden etenemistä osallistumalla Euroopan arvopaperimarkkinakomitean (European Securities Committee) työskentelyyn.

### 2.3 KIRJANPITO

EU:n yhdenmukaisten kirjanpitokäytäntöjen kehittäminen on eurojärjestelmälle tärkeää, sillä yhdenmukaisilla käytännöillä on potentiaalisia vaikutuksia pankkeihin ja lopulta rahoitusjärjestelmän vakauteen. Eurojärjestelmä myös tukee uusien standardien kehittämistä, koska ne edistävät rahoitusmarkkinoiden yhdyntymistä ja Euroopan rahoitusmarkkinoiden tehokkuutta. Vuonna 2004 kansainvälinen tilinpäätösstandardilautakunta (International Accounting Standards Board, IASB) jatkoi uusien kirjanpitostandardien kehittämistä ja keskittyi etenkin rahoitusinstrumenttien arvostamista koskevaan IAS 39 -standardiin. Rahoitus-

instrumentit muodostavat suuren osan pankkien taseista.

Koska lähinnä EKP:n neuvosto ja rahoitusjärjestelmän vakauden valvonnasta vastaavat viranomaiset olivat ilmaisseet huolensa IAS 39 -standardin mahdollisista vaikutuksista rahoitusjärjestelmän vakauteen, IASB antoi standardista tarkistetun luonnoksen. Luonnoksessa esitettiin tiettyjä rajoituksia rahoitusinstrumenttien käypään arvoon arvostamisen option. EKP:n neuvoston arvio standardiluonnoksesta perustui osittain kvantitatiivisiin arvioihin. Neuvosto kannatti standardimuutosta, kunhan pankit käyttävät käypään arvoon arvostamisen optiota varovaisuusperiaatetta noudattaen. Tämä arvio välitettiin EKP:n pääjohtajan IASB:lle syyskuussa 2004 lähettämässä kirjeessä, jossa myös edellytettiin käypään arvoon arvostamisen option rajoittamista keinoitekoisen volatiliiteetin vähentämiseksi.<sup>3</sup> EKP:n ja IASB:n välinen vuoropuhelu jatkuu vuonna 2005.

<sup>3</sup> Kirje ja kvantitatiivisten arvioiden keskeiset havainnot sisältävä liite on saatavissa EKP:n verkkosivuilla.

### 3 RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTYMINEN

EKPJ on sitoutunut edistämään Euroopan rahoitusmarkkinoiden ja markkinainfrastruktuurien yhdentymistä, koska ne vaikuttavat keskeisesti rahapolitiikan välittymiseen ja rahoitusjärjestelmän vakauteen. Lisäksi rahoitusmarkkinoiden integroituminen auttaa osaltaan luomaan tasavertaiset toimintaedellytykset kaikille talouden toimijoille siitä riippumatta, missä EU-maassa ne sijaitsevat. Perustamis-sopimuksen artiklassa 105 todetaan myös, että hintatason vakauden tavoitetta vaarantamatta EKPJ tukee yhteisön yleistä talouspolitiikkaa, jossa rahoitusmarkkinoiden integraatiolla on huomattava asema. Tämä tuki on suoraa toimintaa ja aloitteellisuutta markkinaosapuolten yhteistoiminnan käynnistämiseksi.

#### OSALLISTUMINEN EU:N RAHOITUSPALVELU-POLITIikkaan

Euroopan komission toukokuussa 1999 käynnistämän rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman (Financial Services Action Plan, FSAP) tarkoituksena oli täydentää lainsäädäntöä, joka on välttämätöntä, jotta EU:n laajuisten rahoituspalvelujen markkinoiden vapaus voisi toteutua tehokkaasti. Euroopan parlamentti hyväksyi vuoden 2004 puolivälissä päättyneen toimikautensa loppuun mennessä 39 rahoituspalvelujen toimintasuunnitelmassa luetelluista 42:sta yhteisön toimenpiteistä. Se merkitsi EU:n rahoitussektorin sääntelyn huomattavaa tehostumista ja oli tärkeä edistysaskel Euroopan rahoitusmarkkinoiden ja markkinainfrastruktuurien integraatioprosessissa. Kesäkuussa 2004 EKP oli mukana Euroopan komission järjestämässä Euroopan rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä koskevassa huipputason konferenssissa, jossa tehtiin ensimmäinen tilannekatsaus rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman edistymisestä. Muut osanottajat kannattivat yleisesti EKP:n näkemystä, että rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman vaikutukset yhteisten rahoitusmarkkinoiden tehokkaaseen toteutumiseen ja vaikutusten laajuus riippuvat toimenpiteiden yhdenmukaisuudesta ja täytäntöönpanosta jäsenvaltioissa. Rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman vaikutukset rahoituslaitoksiin ja -markkinoihin näkyvät kokonaisuudessaan vasta jonkin ajan kuluttua, sillä

merkittävä osa keskeisistä toimenpiteistä on aivan hiljattain hyväksytty ja useimmat edellyttävät vielä kansallista toimeenpanoa.

EKP katsoo, että rahoituslaitosten sääntelyn virtaviivaistamisen tulee vastaisuudessa olla lainsäädäntötyön ensisijainen tavoite. Tällainen sääntelyjärjestelmä olisi sekä nykyistä käytäntöä yhdenmukaisempi kaikissa jäsenvaltioissa että kyllin joustava sopeutuakseen muuttuvaan toimintaympäristöön. Sääntelyn kehittämisen lisäksi tulisi panostaa merkittävästi valvontakäytäntöjen yhdenmukaistamiseen, johon päästään lisäämällä kansallisten viranomaisten välistä yhteistyötä muun muassa kolmannen tason komiteoissa. Lisäksi tulisi tarkastella perusteellisesti rahoitusmarkkinoiden integraation ja rahoitusjärjestelmän vakauden välistä yhteyttä. Erityisesti tulisi analysoida maasta toiseen ulottuvan pankkitoiminnan lisääntymisen vaikutusta EU:n sääntelyssä keskeisen kotimaan valvonnan periaatteen toimintakykyisyyteen. Myös kilpailupolitiikan tulisi olla osa rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman jälkeistä työtä, koska se on ratkaisevan tärkeää yleiseurooppalaisten markkinoiden kehittymiselle. Itsesääntelyn ansiosta yksityisellä sektorilla olisi aiempaa suurempi rooli, ja myös se voisi tehokkaasti edistää integraatiota. EKP edistää osaltaan rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman jälkeisten aloitteiden määrittelyä. Tässä työssään EKP hyödyntää rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä koskevaa tutkimustoimintaansa (ks. kehikko 12).

#### ALOITE LYHYTAIKAISTEN ARVOPAPERIEN MARKKINOIDEN PARANTAMISEKSI EUROOPASSA

Yksityinen sektori voi osaltaan edistää rahoitusmarkkinoiden integraatiota toimimalla markkinakäytäntöjen yhdenmukaistamiseen tähtäävästi. EKP voi olla alkuunpanija tässä prosessissa, josta esimerkkinä on lyhytaikaisten arvopaperien markkinoiden parantamista koskeva aloite (Short-Term European Paper [STEP] initiative). ACI-rahoitusmarkkinayhdistys käynnisti tämän aloitteen edistääkseen lyhytaikaisten arvopapereiden standardien ja käytäntöjen yhtenäistämistä pirstoutuneilla eurooppalaisilla markkinoilla. Yhtenäistämi-



## EUROOPAN PÄÄOMAMARKKINOITA JA RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTYMISTÄ ANALYSOIVA TUTKIMUSVERKOSTO

Vuonna 2002 EKP ja Center for Financial Studies (CFS) perustivat tutkimusverkoston edistääkseen tutkimusta, joka koskee pääomamarkkinoita ja rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä Euroopassa. Verkosto perustettiin alun perin kaksivuotiskaudeksi. Sen työ päättyi toukokuussa 2004 symposiumiin, johon oli koottu tietoa viidestä tärkeimmästä tutkimusalueesta.

Tutkimus Euroopan joukkolainamarkkinoista oli erityisen oivaltavaa. Yhteisen yleiseuroopalaisen elektronisen kaupankäyntijärjestelmän (Euro MTS) käyttöönotto vähensi tuntuvasti transaktiokustannuksia. Se ei yksinomaan tehostanut tämän markkinasegmentin integroitumista, vaan myös paransi etenkin säännöllisesti liikkeeseen laskettavien valtion velkasi-  
toumusten likvidiyyttä ja pienensi niiden tuottoja. Erityisesti pitkien joukkolainojen tuotoissa on kuitenkin edelleen joitakin maidenvälisiä eroja, jotka suureksi osaksi selittyvät kansainvälisellä riskitekijällä. Likviditeettieroilla on merkitystä ainoastaan tämän riskitekijän yhteydessä. Voimakkaasti kehittyvät yritysten joukkolainamarkkinat ovat suhteellisen hyvin integroituneet, ja maakohtaiset tekijät selittävät vain erittäin pienen osan yritysten joukkolainojen tuottoeroista.

Tutkimusverkoston työ sen kahtena ensimmäisenä toimintavuotena on osaltaan auttanut tunnistamaan seuraavat kolme keskeistä politiikka-aluetta: 1) selvitys- ja toimitusjärjestelmien integraation edistymistä haittaavien rakenteellisten ominaisuuksien selvittämisen, 2) kilpailupolitiikan aktiivisen käytön sellaisten menettelytapojen estämiseksi, jotka syrjivät ulkomaisia rahoituspalvelujen tarjoajia, ja 3) sellaisten kansallisen rahoitusmarkkinasääntelyn erojen poistamisen, jotka tekevät rahoituspalvelujen tarjoamisen Euroopan laajuisesti tarpeettoman kalliiksi.

Koska verkoston toiminnan ensimmäinen vaihe onnistui hyvin, EKP ja CFS ovat päättäneet jatkaa verkoston toimintaa vuoteen 2007 saakka. Tässä toisessa vaiheessa verkoston toiminta laajenee EU:n uusiin jäsenvaltioihin. Toisessa vaiheessa mahdollisesti tarkasteltavia tutkimusalueita ovat rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman alustavat vaikutukset Euroopan rahoitusjärjestelmän toimintaan ja monet alueet, joita ei käsitelty ensimmäisessä vaiheessa. Verkoston keskeisiä prioriteetteja on laajennettu siten, että niihin sisältyy kolme aihetta, joita ei tarkasteltu ensimmäisessä vaiheessa. Nämä ovat 1) rahoitusmarkkinoiden integraation ja rahoitusjärjestelmän vakauden välinen suhde, 2) EU:hun liittyminen, rahoitusmarkkinoiden kehitys ja yhdentyminen sekä 3) rahoitusjärjestelmän uudistaminen ja talouskasvu Euroopassa.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Kattavat yhteenvedot verkoston ensimmäisen vaiheen työn tuloksista julkistettiin raportissa "Research Network on capital markets and financial integration in Europe: Results and experiences after two years" (EKP ja CFS, 2004) ja Oxford Review of Economic Policy:n erikoisnumerossa, vol. 20(4), 2004, "European financial integration", joka tuotettiin yhteistyössä verkoston kanssa.

nen on mahdollista, jos markkinaosapuolet noudattavat vapaaehtoisesti markkinakäytännön mukaisia standardeja, jotka koskevat tietojen antamista, asiakirja-aineistoa, selvitystä ja tietojen toimittamista EKPJ:lle tilastointia var-

ten. ACI myöntää STEP-luokittelun nämä standardit täyttävälle emissio-ohjelmille. Luokitte-  
lu ei kuitenkaan liity liikkeeseenlaskijan vaka-  
varaisuuteen eikä arvopaperin likvidiyyteen  
taikka tarjousesitteessä annettujen tietojen

tarkkuuteen. Lisäksi velkainstrumentteihin sovelletaan edelleenkin kansallisia sääntöjä. Aloitteen tukijat ovat kirjanneet suosituksensa maaliskuussa 2004 julkistettuun raporttiin, johon sisältyi myös joitakin EKPJ:lle osoitettuja suosituksia.

EKP:n neuvosto arvioi ACI:n suosituksia ja suhtautui niihin yleisesti ottaen myönteisesti. EKPJ:lle osoitetuista suosituksista päätettiin, että tietyissä oloissa EKPJ tukisi teknisesti STEP-luokittelun käyttöönottoon liittyviä toimia käyttöönoton jälkeisinä kahtena ensimmäisenä vuotena. Vastuu STEP-luokittelusta olisi edelleenkin STEP Market Committeella. Luokitteluprosessiin liittyvä tekninen tuki ei aiheuttaisi EKPJ:n toimenpiteitä, kuten esimerkiksi emission kieltämistä tai keskeyttämistä siinä tapauksessa, että liikkeeseenlaskija ei noudata markkinakäytännön mukaisia vaatimuksia. Tällaisessa tapauksessa ainoa seuraamus olisi, että ACI peruuttaisi emissio-ohjelman STEP-luokittelun. EKP:n neuvosto päätti myös noudattaa suositusta laatia ja julkaista tuotto- ja määrätilastoja edellyttäen, että tietojenkeruun tehokkuus tarkistetaan. ACI toteuttaa parhaillaan STEP-projektia EKP:n neuvoston päätökset huomioon ottaen.

### **YHTENÄINEN EUROMAKSUALUE**

EKP tukee myös Euroopan pankkitoimialan vuonna 2002 käynnistämää projektia yhtenäisen euromaksualueen (Single Euro Payments Area, SEPA) luomiseksi. Tavoitteena on, että yhdeltä ainoalta pankkitililtä voidaan suorittaa maksuja maasta toiseen koko euroalueella yhtä helposti ja turvallisesti kuin kotimaisia maksuja. Kaikki maksut tulisi voida suorittaa vähintään yhtä turvallisesti ja tehokkaasti kuin parhaiten toimivissa kansallisissa maksujärjestelmissä. Euroopan pankkitoimiala on perustanut tämän projektin ohjausta varten yhteistyöjärjestön European Payments Council (EPC), jonka toimintaan EKP osallistuu tarkkailijana. Koko vuoden 2004 eurojärjestelmä toimi edelleen kiinteässä yhteistyössä markkinaosapuolten kanssa yhteistyöryhmässä Contact Group for Euro Payments Strategy. Eurojärjestelmä teki tiivistä yhteistyötä myös Euroopan komis-

sion kanssa, sillä komissiolla ja eurojärjestelmällä on toisiaan täydentävät roolit yhtenäisen euromaksualueen toteutumisen edistäjinä.

Yhtenäistä euromaksualueutta koskevassa kolmannessa seurantaraportissa EKP:n neuvosto arvioi virallisesti pankkisektorin edistymistä tällä alueella.<sup>4</sup> Se suhtautui myönteisesti pankkisektorin tavoitteeseen saada aikaan täysin kehittynyt SEPA-infrastruktuuri vuoden 2010 loppuun mennessä ja suositteli, että yhtenäinen euromaksualue kansalaisia varten tulisi toteuttaa jo vuoteen 2008 mennessä tarjoamalla kansalaisille ja kaupallisille yrityksille mahdollisuus käyttää yleiseurooppalaisia maksuvälineitä ja standardeja myös kansallisiin maksuihin. EPC:llä on vastuu SEPA-tavoitteiden ja yleisstrategian määrittelemisestä, mutta toteutuksessa voi olla paikallisista oloista johtuvia eroja. Kansallista toteutusta jouduttaakseen eurojärjestelmä on pyytänyt euroalueen pankkiyhteisöjä esittämään EPC:lle vuoden 2005 aikana kansalliset suunnitelmat asteittaiseen siirtymisestä yhtenäiseen euromaksualueeseen vuoden 2010 loppuun mennessä.

### **ELEKTRONISET MAKSUT**

Elektroniset maksut ovat elektronisesti luotavia ja käsiteltäviä maksuja. Elektronisiin maksuihin liittyvässä toiminnassaan eurojärjestelmä muun muassa tukee näitä maksuja koskevan yhteistyön ja yhteisymmärryksen toteutumista, seuraa elektronisten maksujen kehitystä, edistää niiden turvallisuutta ja parantaa tähän liittyvää tilastollista tietoa. Vuonna 2004 EKP edelleen ylläpiti elektronisia maksujärjestelmiä koskevan avoimen tiedonjakoinfrastruktuurin (e-Payment Systems Observatory, ePSO) www-sivustoa.<sup>5</sup> Se järjesti marraskuussa 2004 konferenssin ”E-payments without frontiers”, jota ennen aihetta käsittelevä asiakirja oli julkistettu kommentointia varten. Vaikka elektronisten maksujen kehityksessä onkin yleisesti ottaen edistytty, tarvitaan vielä huomattavasti työtä, jotta turvalliset, käyttäjä-

4 ”Towards a Single Euro Payments Area – Third progress report”, EKP, joulukuu 2004.

5 ePSO on elektronisia maksuja koskeva tiedonjakojärjestelmä. Sen www-sivusto on osoitteessa [www.e-pso.info](http://www.e-pso.info).

ystävälliset ja tehokkaat maasta toiseen toimivat elektroniset maksujärjestelmät toteutuivat. Tämä koskee erityisesti pieniä elektronisia maksuja, joiden operationaalisissa piirteissä, toimitusmaksuissa ja säännöissä on yhä huomattavia eroja.

### **KORTTIMAKSUJÄRJESTELMÄT**

Koska maksukortit ovat tärkeimpiä käteiseen perustumattomia maksuvälineitä, eurojärjestelmä kiinnittää niihin paljon huomiota, ja erityisesti maasta toiseen maksuissa. EKP toteutti kyselyn saadakseen enemmän tietoa korttimaksuista Euroopassa ja niistä eri tavoista, joilla korttimaksuja käsitellään ja selvitetään. Kysely kattoi hallinnointiin, liikkeeseenlaskuun ja hankintaan liittyviä näkökohtia, yleisen teknisen infrastruktuurin sekä riskienhallinnan ja lainsäädännön. EKP järjesti myös korttimaksuja koskevan pyöreän pöydän konferenssin (Payment Card Roundtable), johon osallistuivat alan keskeiset sidosryhmät ja toimijat. Tässä tapahtumassa eurojärjestelmä ilmaisi kasvavan kiinnostuksensa alaa kohtaan: se on osa sen toimintaa yhtenäisen euromaksualueen aikaansaamiseksi. Samalla todettiin useiden aihealueiden, kuten interchange-palkkioiden, korttien hyväksymisen, sääntelyn ja petosten torjunnan, edellyttävän seurantaa.

### **ARVOPAPERIEN SELVITYS- JA TOIMITUSJÄRJESTELMÄT**

Huhtikuussa 2004 Euroopan komissio julkisti selvitystä ja toimitusta koskevan tiedonannon kannanottoja varten ja hahmotteli siinä toimia, joihin se aikoi ryhtyä tukeakseen Euroopan arvopaperimarkkinoiden yhdentymistä ja tehokkuutta tällä alueella. Eurojärjestelmä suhtautui myönteisesti tähän kannanottopyyntöön.<sup>6</sup>

EKP tukee arvopaperien selvityksen ja toimituksen yhdentymistä ja uudistamista osallistamalla komission vuonna 2004 perustaman Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group -asiantuntijaryhmän toimintaan. Tällä tavoin se osaltaan edistää yksityisen ja julkisen sektorin aloitteiden koordinaatiota ja toimii yhteistyössä markkinoiden kanssa vaikuttaakseen niiden teknisten estei-

den poistamiseen, joihin komission neuvonantajana toimiva, rahoitussektorin asiantuntijoista koostuva Giovannini Group on kiinnittänyt huomiota. Lisäksi EKP piti EU:n selvitys- ja toimitusjärjestelmien yhdentymistä koskevan kokouksen, johon osallistuivat Euroopan arvopaperikeskusten liitto (European Central Securities Depositories Association) ja Keski- ja Itä-Euroopan arvopaperikeskusten liitto (Central and Eastern European Central Securities Depositories Association). EKP suhtautuisi myönteisesti lisätoimiin yhden eurooppalaisen arvopaperikeskusten liiton luomiseksi.

Euroopan arvopaperimarkkinoiden infrastruktuurin keskittymisprosessi jatkui vuonna 2004, kun Suomen ja Ruotsin arvopaperikeskukset sulautuivat. Uuden ryhmän pitkän aikavälin suunnitelmissa on käyttää yhteistä järjestelmäalustaa.

### **RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTYMISEN SEURANTA**

EKP on kehittänyt erilaisia tunnuslukuja mitataksaan rahoitusmarkkinoiden integraation laajuutta euroalueella. Osa näistä indikaattoreista sisältyi EKP:n Occasional Paper -sarjan julkaisuun vuonna 2004.<sup>7</sup> Tunnuslukujen perusteella arvioidaan integraation edistymistä eri rahoitusmarkkinoilla. Kehikossa 13 on lisätietoja euroalueen luottomarkkinoiden yhdentymisestä. EKP aikoo jatkaa rahoitusmarkkinoiden integraation edistymisen seurantaa myös tulevaisuudessa.

6 "Communication on clearing and settlement – the Eurosystem's response", EKP, heinäkuu 2004.

7 Ks. L. Baele et al., "Measuring financial integration in the euro area", EKP:n Occasional Paper -sarjan julkaisu nro 14, toukokuu 2004.

### EUROALUEEN LUOTTOMARKKINOIDEN YHDENTYMINEN

Eri maiden korkojen vertailu antaa tärkeää tietoa vähittäispankkimarkkinoiden yhdentymisestä. Integraation edetessä pankkien samanlaisten tuotteiden hintojen erojen voidaan odottaa supistuvan maiden välillä. Tuotteiden ja instituutioiden erilaisuus kuitenkin käytännössä vaikeuttaa sen todentamista, vähenevätkö erot todella. Tämä koskee erityisesti vähittäispankki-toimintaa, koska euroalueen markkinat ovat edelleen pääasiassa paikallisia. Maantieteellisten esteiden lisäksi maiden välisiin eroihin on monia muita syitä, kuten taloudelliset, rakenteelliset ja institutionaaliset tekijät. Nämä tekijät liittyvät esimerkiksi sääntelyn, kilpailun, pankki-asiakassuhteen ja rahoitusjärjestelmän yleisen kehityksen eroihin.

EKP:n yhdenmukaistettuja korkotilastoja voidaan käyttää euroalueen luottomarkkinoiden integraation mittaamiseen. Tietoja tulkittaessa tulisi kuitenkin pitää mielessä, että kussakin korkoluokassa on mahdollisesti yhä huomattavia eroja kansallisten sarjojen välillä. Tämä johtuu esimerkiksi nykyisin määriteltyihin maturiteettiluokkiin sisältyvien erilaisten instrumenttien aggregoinnista ja samaan luokkaan kuuluvien vakuudellisten ja vakuudettomien lainojen aggregoinnista. Tietojen puutteellisuus huomioon ottaen voidaan todeta, että useat euroalueen maiden korkojen hajontaan perustuvat integraation mittarit osoittavat integraatioasteen vaihtelevan merkittävästi eri markkinasegmenttien välillä. Integraatioaste näyttää olevan suurempi esimerkiksi asuntolainoissa ja yrityksille myönnettävissä lyhytaikaisissa lainoissa ja pienempi yritysten sekkilainoissa ja kotitalouksien kulutuslainoissa.

## 4 MARKKINAINFRASTRUKTUURIEN YLEISVALVONTA

Yksi eurojärjestelmän lakisääteisistä tehtävistä on huolehtia maksu- ja selvitysjärjestelmien yleisvalvonnasta. Yleisvalvonnan tarkoituksena on varmistaa, että maksujen lähettäminen on kansantaloudellisesti tehokasta ja turvallista. 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.

### 4.1 SUURIA EUROMÄÄRÄISIÄ MAKSUJA VÄLITTÄVIEN MAKSUJÄRJESTELMIEN JA INFRASTRUKTUURIEN YLEISVALVONTA

Eurojärjestelmän yleisvalvonta ulottuu kaikkiin euromääräisiin maksujärjestelmiin, myös eurojärjestelmän itsensä hallinnoimiin järjestelmiin. Eurojärjestelmä soveltaa samoja yleisvalvontastandardeja sekä omiin että yksityisesti hoidettuihin järjestelmiin. Nämä standardit ovat systeemiriskin kannalta olennaisten maksujärjestelmien yleisvalvonnan peruseriaatteet (Core Principles for Systemically Important Payment Systems), jotka EKP:n neuvosto hyväksyi vuonna 2001 näiden järjestelmien yleisvalvontapolitiikan perustaksi.

#### TARGET JA MUUT SUURIA EUROMÄÄRÄISIÄ MAKSUJA VÄLITTÄVÄT MAKSUJÄRJESTELMÄT

TARGETin yleisvalvontaa on kehitetty edelleen määrittelemällä menetelmiä koskevat vähimmäisvaatimukset, joita kaikkien TARGET-järjestelmän yleisvalvontaa harjoittavien kansallisten keskuspankkien ja EKP:n tulee noudattaa. TARGETin yleisvalvojat ovat alkanet tarkastella yleisvalvonnan näkökulmasta myös TARGET 2 -järjestelmää.

Suuria euromääräisiä maksuja välittäviä maksujärjestelmiä arvioitiin vuonna 2004 suhteessa peruseriaatteisiin edellisvuoden puolivälin tilanteen perusteella. Tämän arvioinnin tulokset julkistettiin toukokuussa 2004. Kaikkien TARGETin osajärjestelmien todettiin noudattavan hyvin peruseriaatteita. Jonkin verran

parannettavaa havaittiin olevan taloudellisessa tehokkuudessa ja toiminnan jatkuvuusjärjestelyissä. TARGET-yleisvalvojat ja -operaattorit seuraavat tilanteen kehittymistä tällä alueella. TARGETin yleisvalvonnasta vastaavat tunnustivat TARGET-operaattorien tärkeän aseman TARGETin turvallisen toiminnan varmistamisessa riskienhallinnan keinoin. Yleisvalvojien arvio TARGET-operaattorien laatumista TARGETin riskitilannetta koskevasta raportista oli yleisesti ottaen positiivinen. Muiden yksityisesti hoidettujen suuria euromääräisiä maksuja välittävien maksujärjestelmien arviointi ei tuonut esiin merkittäviä puutteita.

#### EURO I

EURO 1:n yleisvalvonta keskittyi EURO 1:n operaattorin, EBA Clearingin (EBA), suunnitelmiin kehittää edelleen ns. Flexible Settlement Mechanism -toimintoa, jonka avulla pankit voivat selvittää STEP 2 -positionsa EURO 1:ssä ilman, että ne ovat suoraan EURO 1:n jäseniä tai osakkaita. STEP 2 on pieniä maksuja välittävä EBAn maksujärjestelmä. EBA aikoo laajentaa tätä nykyisin vain EURO 1:n ns. pre-fund-jäsenille (pre-fund participants) tarjottavaa toimintoa siten, että kaikki EURO 1 -järjestelmän jäsenet voivat siirtää siihen niiden käytettävissä olevaa keskuspankkirahaa TARGET-järjestelmän kautta lisätäkseen käsittelykapasiteettiaan EURO 1:ssä. Suunnitelman toteuttamisen edellytyksenä on se, että EKP järjestelmän yleisvalvojana hyväksyy suunnitelman.

#### JATKUVA LINKITETTY KATTEENSIIRTOJÄRJESTELMÄ

Jatkuva linkitetty katteensiirtojärjestelmä (Continuous Linked Settlement, CLS) on valuuttakauppojen toimitusta ja selvitystä varten suunniteltu järjestelmä, jossa siirrot toteutetaan maksu maksua vastaan -periaatteella, jolloin valuuttakauppoihin liittyvä toimitusriski suureksi osaksi eliminoituu. Järjestelmässä käsitellään nykyisin 15 kansainvälisen kaupankäynnin kohteena olevan valuutan ja joulukuusta 2004 lähtien myös Hongkongin dollarin, Uuden-Seelannin dollarin, Etelä-Korean wonin ja Etelä-Afrikan randin määräisiä tapahtumia.

Joulukuussa 2004 CLS-järjestelmässä käsiteltiin päivittäin keskimäärin 69 000 tapahtumaa arvoltaan keskimäärin 960 miljardia Yhdysvaltain dollaria.<sup>8</sup> BIS:n huhtikuussa 2004 toteuttaman tutkimuksen mukaan CLS-järjestelmän osuus koko valuuttamarkkinoista oli tutkimuksen ajankohtana noin neljännes. Yhdysvaltain dollarin jälkeen euro on järjestelmän toiseksi tärkein valuutta. Joulukuussa 2004 CLS-järjestelmän euromääräiset siirrot olivat keskimäärin 309 miljardia euroa päivässä ja niiden osuus oli arvolla mitattuna 22 % kaikista siirroista (Yhdysvaltain dollarin määräisten siirtojen osuus oli 46 %). Euron osuus supistui hieman vuodesta 2003 CLS-järjestelmässä käytettyjen valuuttojen määrän kasvun ja arvostusvaikutusten vuoksi.

EKP:llä on CLS-järjestelmässä kaksoisrooli. Se osallistuu järjestelmän yleisvalvontaan ja tuottaa toimituspalveluja. EKP osallistuu yhteistyöhön perustuvaan CLS-järjestelmän yleisvalvontaan, josta vastaavat niiden G10-maiden ja G10-maiden ulkopuolisten maiden kansalliset keskuspankit, joiden valuuttoja järjestelmä käsittelee, ja josta päävastuu on Federal Reserve Systemillä. EKP kohdisti vuonna 2004 yleisvalvontansa suurimmaksi osaksi CLS-järjestelmän häiriöiden kestokyvyn vahvistamiseen entisestään ja sen varmistamiseen, että CLS kehittää objektiiviset ehdot ja menettelytavat uusien valuuttojen ottamiseksi järjestelmään.

EKP pitää CLS-järjestelmää erittäin vakuuttavana ratkaisuna euromääräisten transaktioiden toimitusriskin vähentämiseksi. Kuitenkin vain vähemmistö tukkumarkkinoiden valuuttakauppojen euromääräisistä siirroista toimitetaan CLS-järjestelmässä. Tämän vuoksi pankkeja on pyydetty arvioimaan valuuttakauppoihin liittyviä toimituskäytäntöjään ja selvittämään, ovatko niiden menetelmät näistä aiheutuvan toimitusriskin vähentämiseksi tarkoituksenmukaiset.

#### **SWIFT**

Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication (SWIFT) on sanomanvälitys-

palvelujen tuottaja, jonka tarkoituksena on helpottaa rahataloudellisten sanomien turvallista vaihtoa rahoituslaitosten välillä. Vaikka SWIFT ei itse ole pankki eikä rahoituslaitos, sitä valvovat keskuspankit, koska se on tärkeä tekijä maailmanlaajuisen rahoitusjärjestelmän häiriöttömän toiminnan kannalta. SWIFTin yleisvalvontaa harjoitetaan G10-maiden keskuspankkien välisenä yhteistyönä, jossa Belgian keskuspankki toimii päävastuullisena yleisvalvojana. Myös EKP on mukana tässä yhteistyössä. Vuonna 2004 yleisvalvontajärjestelyjä vahvistettiin, jotta varmistettaisiin kaikkien G10-maiden yleisvalvojien riittävä mukanaolo ja mahdollistettaisiin aiempaa tehokkaampi raportointi ja yhteydenpito SWIFTin ja sen yleisvalvojien välillä. Yleisvalvonnassa huomiota kiinnitettiin SWIFTin kriisinsietokykyyn, sisäisiin riskienhallinnan prosesseihin ja SWIFTin vanhan sanomanvälitysverkoston korvaamiseen SWIFTNetillä, joka perustuu Internet-tekniikkaan.

#### **KIRJEENVAIHTAJAPANKKITOIMINTA**

Lähinnä maasta toiseen tapahtuvassa maksuliikenteessä pankeilla on usein käytössään järjestelyjä, joiden avulla ne suorittavat maksuja ja niihin liittyviä palveluja toinen toisilleen. Tällaisia järjestelyjä nimitetään kirjeenvaihtajapankkitoiminnaksi. Eurojärjestelmä toteutti vuonna 2004 neljännen kirjeenvaihtajapankkitoimintaa koskevan selvityksen, josta ilmeni, että euromääräisten maksujen kirjeenvaihtajapankkitoiminta on EU:ssa vahvasti keskittynyt muutamien toimijoiden käsiin. Tämä ei nykyisin aiheuta välitöntä systeemiriskiä, mutta koska koko rahoitusjärjestelmän vakaus on eurojärjestelmän kannalta tärkeää, se seuraa jatkuvasti tämän liiketoiminta-alueen kehitystä.

<sup>8</sup> Kuhunkin tapahtumaan sisältyy kaksi transaktiota, yksi kunkin valuutan määräisenä. Näin ollen joulukuussa 2004 CLS-järjestelmässä käsitellyjen transaktioiden keskimääräinen päivittäinen arvo oli 1 920 miljardia Yhdysvaltain dollaria.

## 4.2 PIENTEN MAKSUJEN MAKSULIIKENNE- PALVELUT

### PIENIÄ MAKSUJA VÄLITTÄVIEN MAKSUJÄRJESTELMIEN YLEISVALVONTA

EKP:n neuvosto hyväksyi vuonna 2003 ”Eurojärjestelmän pieniä maksuja välittävien maksujärjestelmien yleisvalvonta” -standardin. Tämän perusteella vuonna 2004 toteutetussa luokittelussa määriteltiin 15 pieniä euromääräisiä maksuja välittävää maksujärjestelmää, jotka kuuluvat eurojärjestelmän yleisvalvonnan piiriin. Kuusi järjestelmää luokiteltiin systeemiriskin kannalta olennaisiksi, ja siksi niiden on noudatettava kaikkia kymmentä peruseriaatetta. Seitsemän järjestelmää katsottiin systeemiriskin kannalta merkittäviksi järjestelmiksi, ja niiden on näin ollen noudatettava eurojärjestelmän pienten maksujen järjestelmille asettamia standardeja (Eurosystem Retail Standards), jotka ovat osa kymmenestä peruseriaatteesta. Kaksi järjestelmää ei kuulunut kumpaankaan luokkaan, ja niihin sovelletaan asianomaisen yleisvalvojan kulloinkin mahdollisesti määrittelemiä yleisvalvontastandardeja. Systeemiriskin kannalta olennaisia ja merkittäviä järjestelmiä arvioivat asianomaiset kansalliset keskuspankit yleisvalvontastandardien perusteella, kun taas EKP vastaa EBAn STEP 2 -järjestelmän arvioinnista. Eurojärjestelmä koordinoi koko arviointiprosessia. Sen tehtäviin kuuluu myös maiden välisten arviointien yhdenmukaisuuden koordinointi.

### ELEKTRONISEN RAHAN JÄRJESTELMÄT

Vuonna 2003 määriteltyjen elektronisen rahan järjestelmien turvallisuustavoitteiden ja joidenkin elektronisen rahan järjestelmien vapaaehtoisten arviointien perusteella eurojärjestelmä alkoi vuonna 2004 viimeistellä menetelmällisiä vaatimuksia ja toimintakehyksiä, joita tarvitaan näiden järjestelmien arviointiin. Arviointi on tarkoitus toteuttaa vuonna 2005.

## 4.3 ARVOPAPERIEN SELVITYS- JA TOIMITUS- JÄRJESTELMÄT

Eurojärjestelmällä on kaksi roolia arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmien häiriötönnän toiminnan varmistamisessa ja yleisvalvonnassa. EKP:n neuvosto ensinnäkin arvioi, miten EU:n alueella toimivat arvopaperikaupan selvitysjärjestelmät noudattavat yhdeksää käyttäjästandardia.<sup>9</sup> Toiseksi eurojärjestelmä tekee yhteistyötä muiden sellaisten viranomaisten kanssa, jotka vastaavat arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmien sääntelystä ja yleisvalvonnasta EU:ssa. Osallistumalla komission asiantuntijaryhmään (Clearing and Settlement Advisory and Monitoring Experts Group) EKP on rohkaissut osapuolia keskustelemaan selvitystä ja toimitusta koskevan yleiseurooppalaisen sääntelyn kehittämisestä. EKP:n yhteistyöllä Euroopan arvopaperimarkkinoiden valvojien komitean (Committee of European Securities Regulators, CESR) kanssa on ollut keskeinen merkitys selvitykseen ja toimitukseen sovellettavien yleiseurooppalaisten standardien kehittämisessä. Lisäksi EKP oli mukana kansainvälisessä asiantuntijaryhmässä Group of Thirtyssä varmistamaan, että ryhmän vuonna 2003 julkistamat selvitystä ja toimitusta koskevat suositukset toteutettiin yhdenmukaisesti muiden EU:n aloitteiden kanssa. EKP myös muotoili komission aloitteen alun perin vuonna 1998 hyväksytyyn selvityksen lopullisuutta koskevan direktiivin päivittämiseksi. Lisäksi EKP vaikutti osaltaan G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS) ja kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojien järjestön (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) kehittämien keskusvastapuolia koskevien suositusten laadintaan.

<sup>9</sup> Koska yhdenmukaistettuja EU:n laajuisia yleisvalvontastandardeja ei ole, käyttäjästandardeja on tosiasiallisesti pidetty arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien yhteisinä standardeina EU:ssa, ja siksi niitä käsitellään tässä luvussa. Käyttäjästandardeja ei kuitenkaan ole tarkoitettu kattavaksi standardikokoelmaksi arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien valvontaa varten.

## ARVOPAPERIKAUPAN SELVITYSJÄRJESTELMIEN ARVIOINTI

Kaikkien eurojärjestelmän luotto-operaatioiden edellytetään perustuvan riittäviin vakuuksiin. Näihin sisältyy arvopapereita, jotka toimitetaan eurojärjestelmälle käyttämällä arvopaperikaupan selvitysjärjestelmiä eli palvelujen tarjoajia, jotka siirtävät vakuuskelpoisten arvopapereiden juridisen omistus- tai vastavan oikeuden osapuolelta toiselle. Varmistaakseen, ettei tästä prosessista aiheudu kohtuuttomia riskejä, eurojärjestelmä arvioi käyttämiään arvopaperikaupan selvitysjärjestelmiä vuosittain suhteessa yhdeksään käyttäjästandardiin.<sup>10</sup> Vuoden 2004 arvioinnissa oli mukana 18 arvopaperikaupan selvitysjärjestelmää. Arvioinnissa todettiin, että nämä arvopaperikaupan selvitysjärjestelmät noudattivat hyvin käyttäjästandardeja ja että lisäparannuksia pyrittiin toteuttamaan. Joidenkin järjestelmien luotettavuutta ja toimintavarmuutta on lisätty, ja on ryhdytty toimiin järjestelmäoperaattorien vakavaraisuuden parantamiseksi. Eurojärjestelmä seuraa ja pitää myönteisinä kaikkia toimia, joilla pyritään parantamaan sen luotto-operaatioissa käytettävien arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien tehokkuutta ja turvallisuutta.

## YHTEISTYÖ EUROOPAN ARVOPAPERIMARKKINOIDEN VALVOJIEN KOMITEAN KANSSA

Vuonna 2001 EKP:n neuvosto sopi periaatteista, joita sovelletaan arvopapereiden selvityksen ja toimitusjärjestelmiä 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 arvopaperimarkkinavalvojan edustaja. Työryhmä laati raportin ”Standards for securities clearing and settlement in the European Union”<sup>11</sup> arvopapereiden selvitystä ja toimitusta koskevista standardeista Euroopan unionissa, ja EKP:n neuvosto ja CESR hyväksyivät sen lokakuussa 2004. EKPJ:n ja CESR:n raportti perustuu G10-maiden maksu- ja selvitysjärjestelmäkomitean (CPSS) ja kansainvälisen arvopaperimarkkinavalvojien järjestön (IOSCO) suositukseen (ns. CPSS-IOSCO-suo-



situkset). Se käsittää 19 standardia, joiden tarkoituksena on parantaa arvopapereiden selvityksen ja toimituksen turvallisuutta, luotettavuutta ja tehokkuutta EU:ssa (ks. kehikko 14). CPSS-IOSCO-suositukseen verrattuna EKPJ:n ja CESR:n standardeilla pyritään eurooppalaisten markkinoiden erityispiirteiden takia syventämään ja vahvistamaan vaatimuksia joillakin alueilla. EKPJ:n ja CESR:n standardien yleisenä tavoitteena on edistää EU:n pääomamarkkinoiden yhdentymistä, ja siksi niiden painopiste on etenkin yhteisten ratkaisujen edistämisessä ja järjestelmien yhteentoimivuudessa. Komission työ tällä alueella on otettu huomioon.

Työryhmä on pyrkinyt toimimaan avoimesti ja selkeästi. Arvopapereiden selvityksestä ja toimituksesta kiinnostuneilta osapuolilta pyydettiin kannanottoja työryhmän työstä useaan otteeseen. Saatuja kommentteja arvioitiin huolellisesti, ja työryhmä on pyrkinyt kaikin tavoin ottamaan esitetyt näkemykset huomioon standardeissa. Standardeja voidaan alkaa soveltaa, kun raportin pohjalta on kehitetty järjestelmien arviointimenetelmät. Lokakuusta 2004 lähtien työryhmä on jatkanut työtään seuraavilla neljällä alueella: 1) arvopaperikaupan selvitysjärjestelmien standardien arviointikehikon kehittämisessä, 2) keskusvastapuolia koskevien

<sup>10</sup> ”Standards for the use of EU securities settlement systems in ESCB credit operations”, tammikuu 1998.

<sup>11</sup> Saatavissa englanninkielisenä EKP:n verkkosivuilta.



standardien ja arviointimenetelmien kehittämisessä, 3) merkittäviin arvopaperisäilyttäjiin liittyvien kysymysten selvittämisessä, ja 4) sääntelystä, vakavaraisuus- ja yleisvalvonnasta vastaavien viranomaisten yhteistyön kannalta tärkeiden aiheiden analysoinnissa.

#### Kehikko 14.

### ARVOPAPERIEN SELVITYSTÄ JA TOIMITUSTA KOSKEVAT STANDARDIT EUROOPAN UNIONISSA

#### *Standardi 1. Sääntely ja oikeusperusta*

Arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmillä ja niiden välisillä linkeillä on hyväksyttävä, selkeä ja avoin oikeudellinen perusta asianomaisilla lainsäädäntöalueilla.

#### *Standardi 2. Kaupan vahvistaminen ja selvitysohjeiden täsmäyttäminen*

Suoraan toimivien markkinaosapuolten väliset kaupat vahvistetaan mahdollisimman pian kaupanteon jälkeen, mutta viimeistään kaupantekopäivänä (T+0). Jos välillisesti toimivien markkinaosapuolten (kuten institutionaalisten sijoittajien) kaupat on vahvistettava, ne vahvistetaan mahdollisimman pian kaupanteon jälkeen, mieluiten kaupantekopäivänä (T+0), mutta viimeistään kaupanteon jälkeisenä päivänä (T+1).

Selvitysohjeet täsmäytetään mahdollisimman pian, ja jos selvitysaikataulut venyvät yli kaupantekopäivän (T+0), selvitysohjeet täsmäytetään viimeistään sovittua selvityspäivää edeltävänä päivänä.

#### *Standardi 3. Selvitysaikataulut ja aukioloajat*

Kaikilla arvopaperimarkkinoilla otetaan käyttöön päiväkohtainen toimitus (rolling settlement). Lopullinen selvitys ja toimitus tapahtuvat viimeistään kolmantena kaupantekopäivän jälkeisenä päivänä (T+3). Tätä lyhyempien EU:n laajuisten selvitysaikataulujen hyödyt ja kustannukset arvioidaan.

Arvopaperikeskukset ja tarvittaessa keskusvastapuolet yhdenmukaistavat aukioloaikansa ja -päivänsä ja ovat avoinna euromääräisten transaktioiden käsittelyä varten ainakin silloin, kun TARGET on avoinna.

#### *Standardi 4. Keskusvastapuolet*

Keskusvastapuolijärjestelyn perustamiseen liittyvät hyödyt ja kustannukset arvioidaan. Jos keskusvastapuolijärjestely otetaan käyttöön, keskusvastapuoli valvoo tiukasti ottamiaan riskejä.

#### *Standardi 5. Arvopaperilainaus*

Arvopaperilainaus (tai takaisinostosopimuksia ja muita taloudellisesti vastaavia transaktioita) rohkaistaan keinona välttää toimitushäiriöitä ja nopeuttaa arvopapereiden selvitystä ja toimitusta. Tähän tarkoitukseen käytettävän arvopaperilainauksen esteet poistetaan. Arvopaperilainausjärjestelyjen edellytetään olevan luotettavat, turvalliset ja tehokkaat.

#### *Standardi 6. Arvopaperikeskukset*

Arvopaperit siirretään pysäytysjärjestelmään tai muunnetaan arvo-osuuksiksi mahdollisuuksien mukaan ja (sen jälkeen) niitä siirretään tilikirjauksina arvopaperikeskuksissa. Arvopaperiemissioiden luotettavuuden ja sijoittajien etujen turvaamiseksi arvopaperikeskus varmistaa, että arvopapereiden liikkeeseenlasku, hallinta ja siirto toteutuvat tarkoituksenmukaisella tavalla.

#### *Standardi 7. Toimitus maksua vastaan*

Pääomariski eliminoidaan yhdistämällä arvopaperien siirrot ja niitä vastaavat maksut siten, että toimitus maksua vastaan toteutuu.

#### *Standardi 8. Selvityksen ja toimituksen lopullisuuden ajoitus*

Päivänsisäisen selvityksen ja toimituksen lopullisuus varmistetaan reaaliaikaisella ja/tai monieräkäsittelyllä riskien vähentämiseksi ja tehokkaan selvityksen ja toimituksen mahdollistamiseksi järjestelmien välillä.

#### *Standardi 9. Luotto- ja likviditeettiriskien hallinta*

Rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta on tärkeää, että arvopaperikeskukset toimivat keskeytyksettä. Näin ollen, kun kansallinen lainsäädäntö sallii luoton myöntämisen, arvopaperikeskukset rajoittuvat luotto-operaatioissaan yksinomaan siihen, mikä on välttämätöntä arvopaperitoimitusten ja säilytyksessä olevien arvopapereiden hoitotoimien häiriöttömän toteuttamisen kannalta. Luottoa (myös päivänsisäistä ja yön yli -luottoa) myöntävillä arvopaperikeskuksilla tulee olla täydet vakuudet myöntämistään luotoista aina, kun se on mahdollista. Vakuudet luotot rajoittuvat yksittäisiin tapauksiin, ja niihin sovelletaan riittäviä riskienhallintamenetelmiä, joihin kuuluvat muun muassa toimintaan liittyvät vastuulimiitit, vastapuolen kelpoisuusstandardit ja luoton kesto.

Useimmat arvopaperisäilyttäjät ovat EU:n pankkisääntelyn alaisia. Osa toimituspalvelujen tarjoajista ylläpitää niin merkittäviä toimitusjärjestelyjä, että tähän toimintaan liittyviä järjestelmäriskkejä on tarpeen rajoittaa. Kansalliset arvopaperi-, pankki- ja yleisvalvojat arvioivat edellä mainittujen säilyttäjien riskienhallintapolitiikkaa sen suhteen, vastaavatko ne niistä rahoitusjärjestelmään mahdollisesti kohdistuvia vaikutuksia. Erityisesti selvitetään mahdollisuutta lisätä luotonannon vakuuksia, mukaan lukien päivänsisäiset luotot.

Nettoutuksia järjestelmiä ylläpitävät operaattorit ottavat käyttöön riskien vähentämistekniikat, jotka vähintään varmistavat oikea-aikaisen selvityksen ja toimituksen siinä tapauksessa, että osapuoli, jolla on suurin maksuvelvoite, ei pysty vastaamaan sitoumuksistaan. Luotettavien riskien vähentämistekniikka on vakuusvaatimusten ja luottolimiittien yhdistelmä.

#### *Standardi 10. Käteismaksut*

Arvopaperitransaktioista johtuvien maksuvelvoitteiden suorittamiseen käytettäviin käteisvaroihin edellytetään liittyvän vain vähän tai ei lainkaan luotto- tai likviditeettiriskiä. Jos keskuspankkirahaa ei käytetä, on ryhdyttävä toimiin järjestelmäosapuolten suojaamiseksi mahdollisilta tappioilta ja likviditeettipaineilta, jotka johtuvat siitä, että katteensiirtopankki, jonka varoja tähän tarkoitukseen käytetään, ei pysty suorittamaan maksuja.

#### *Standardi 11. Luotettavuus ja toimintavarmuus*

Selvitys- ja toimitusprosessista johtuvien operationaalisten riskien syyt kartoitetaan ja riskejä seurataan ja arvioidaan säännöllisesti. Operationaalinen riski minimoidaan kehittämällä tarkoituksenmukaiset järjestelmät ja käytännöt sekä tehokkaat riskienhallintamenetelmät. Järjestelmät ja niiden toiminnot ovat 1) luotettavia ja turvallisia, 2) ne perustuvat luotettaviin tekniikkiin ratkaisuihin, 3) niitä kehitetään ja ylläpidetään varmoiksi todettujen menetelmien mukaisesti, 4) ne ovat kapasiteetiltaan riittäviä ja mitoittavissa uudelleen, 5) niillä on tarkoituksenmukaiset liiketoiminnan jatkuvuuden ja häiriöistä toipumisen edellyttämät järjestelyt, ja 6) riippumattomat tarkastajat tarkastavat säännöllisesti järjestelmien toimintoja, jotka mahdollistavat operaatioiden häiriöistä toipumisen ja selvitysprosessin loppuun saattamisen oikea-aikaisesti.

#### *Standardi 12. Asiakkaiden arvopaperien suojaaminen*

Arvopapereita säilyttävät yhteisöt noudattavat kirjanpitokäytäntöjä ja säilytysmenettelyjä, jotka tarjoavat täysimääräisen suojan asiakkaan arvopapereille. On olennaisen tärkeää, että asiakkaiden arvopaperit suojataan kaikkien säilytysketjuun osallistuvien yhteisöjen velkojien vaateilta.

#### *Standardi 13. Hyvä hallinto*

Arvopaperikeskusten ja keskusvastapuolten hallinto- ja valvontajärjestelyt suunnitellaan siten, että ne täyttävät yleistä etua koskevat vaatimukset ja edistävät omistajien ja markkinaosapuolten tavoitteita.

#### *Standardi 14. Järjestelmiin pääsy*

Arvopaperikeskuksilla ja keskusvastapuolilla on objektiiviset ja julkisesti ilmoitetut pääsyvaatimukset, jotka mahdollistavat oikeudenmukaisen ja avoimen osallistumisen. Järjestelmään pääsyä rajoittavat säännöt ja vaatimukset perustuvat riskienhallinnan edellyttämiin näkökohtiin.

#### *Standardi 15. Tehokkuus*

Samalla kun selvitys- ja toimitusjärjestelmät varmistavat toimintojen turvallisuuden ja varmuuden, niiden edellytetään myös toimivan tehokkaasti.

#### *Standardi 16. Tiedonvälityskäytännöt, sanomavälitysstandardit ja tapahtumien automaattinen käsittely*

Arvopaperien selvitys- ja toimituspalveluja tuottavat yhteisöt ja näiden järjestelmien osapuolet noudattavat asianomaisia kansainvälisiä tiedonvälityskäytäntöjä sekä sanomavälitys- ja viitetietostandardeja tai sopeuttavat toimintansa näiden vaatimusten mukaan helpottaakseen järjestelmien välistä selvitystä ja toimitusta. Tämä edistää tapahtumien automaattista käsittelyä (straight-through processing, STP) koko arvopaperitransaktioketjussa.

Palvelujen tarjoajat siirtyvät maksujen automaattiseen käsittelyyn helpottaakseen oikea-aikaista, turvallista ja kustannustehokasta arvopaperikäsittelyä, johon kuuluvat myös kauppajen vahvistaminen, selvitysohjeiden täsmäytys, nettoutus, selvitys ja säilytys.

#### *Standardi 17. Avoimuus*

Arvopaperikeskukset ja keskusvastapuolet antavat markkinaosapuolille riittävästi tietoa, jotta nämä voivat tunnistaa ja arvioida tarkasti arvopaperien selvitys- ja toimituspalveluihin liittyvät riskit ja kustannukset.

Merkittävät omaisuudensäilyttäjät antavat riittävästi tietoa, jotta niiden asiakkaat voivat tunnistaa ja arvioida tarkasti arvopaperien selvitys- ja toimituspalveluihin liittyvät riskit.

#### *Standardi 18. Sääntely, vakavaraisuusvalvonta ja yleisvalvonta*

Arvopaperien selvitys- ja toimituspalveluja tarjoavat yhteisöt ovat vähintään avoimen, yhdenmukaisen ja tehokkaan sääntelyn ja valvonnan alaisia. Arvopaperien selvitys- ja toimitusjärjestelmät/-järjestelyt ovat vähintään keskuspankin avoimen, yhdenmukaisen ja tehokkaan yleisvalvonnan alaisia. Keskuspankit, arvopaperimarkkinavalvojat ja pankkivalvojat tekevät tuloksellista ja avointa yhteistyötä sekä kansallisesti että eri maiden välillä (erityisesti Euroopan unionissa).

*Standardi 19. Järjestelmien välisten linkkien riskit<sup>1</sup>*

Järjestelmien välisten kauppojen selvitykseen tarvittavia linkkejä perustavat arvopaperikeskukset suunnittelevat linkit ja käyttävät niitä siten, että järjestelmien välisiin toimituksiin liittyvät riskit vähenevät tehokkaasti.

<sup>1</sup> Tämä standardi ei kata keskusvastapuolten perustamia linkkejä. Aihetta käsitellään keskusvastapuolia koskevassa EKPJ:n ja CESR:n tulevassa työssä.

Ana Luísa Ribeiro

Nimetön, 2002

Öljyväri, 150 × 230 cm

© Euroopan keskuspankki



# EU-SUHTEET JA KANSAINVÄLISET SUHTEET

# I EU-SUHTEET

## I.1 POLITIIKKAKYSYMUKSET

### VAKAUS- JA KASVUSOPIMUS

Vuonna 2004 kahdessa euroalueen maassa, nimittäin Kreikassa ja Alankomaissa, sekä kymmenestä uudesta EU:n jäsenvaltiosta kuudessa, nimittäin Tšekissä, Kyproksessa, Unkarissa, Maltassa, Puolassa ja Slovakiassa, oli todettu vallitsevan liiallisen alijäämän tilanne (ks. myös luvun 1 osa 2.5). Vuonna 2003 käynnistetyt Ranskan ja Saksan liiallisia alijäämiä koskevat menettelyt olivat edelleen voimassa, vaikka ne tosiasiallisesti olikin keskeytetty Ecofin-neuvoston 25.11.2003 tekemien päätelmien perusteella. Näiden päätelmien mukaan Ranskan ja Saksan oli korjattava liialliset alijäämänsä viimeistään vuonna 2005 eikä vuonna 2004, kuten Ecofin-neuvosto oli määritellyt näitä maita koskevissa suosituksissa perustamissopimuksen artiklan 104 kohdan 7 mukaisesti. Portugalin liiallisia alijäämiä koskeva menettely kumottiin.

Heinäkuussa 2004 Euroopan yhteisöjen tuomioistuin kumosi Ecofin-neuvoston 25.11.2003 tekemät Ranskaa ja Saksaa koskevat päätelmät siltä osin kuin päätelmiin sisältyi päätös keskeyttää liiallisia alijäämiä koskevat menettelyt ja muuttaa näitä kahta maata koskevia aiempia suosituksia. Tuomioistuin korosti, että perustamissopimuksessa sekä vakaus- ja kasvusopimuksessa määrättyjä sääntöjä ja menettelyjä sekä komission aloiteoikeutta on kunnioitettava aina.

EKP ilmaisi olevansa tyytyväinen siihen, että tuomiossa vahvistettiin perustamissopimuksessa sekä vakaus- ja kasvusopimuksessa määrättyjen sääntöjen ja menettelyjen täysimääräisen soveltamisen tarve. Se kehotti kyseisiä toimielimiä toteuttamaan tarvittavat toimenpiteet sääntöjen ja menettelyjen täysimääräisen soveltamisen varmistamiseksi.

Syyskuussa 2004 komissio antoi tiedonannon talouspolitiikan ohjausjärjestelmän vahvistamisesta ja vakaus- ja kasvusopimuksen täytäntöönpanon selkeyttämisestä. Tiedonantoon sisältyi useita ehdotuksia sopimuksen uudista-

miseksi. Sopimuksen ennalta ehkäiseviä osatekijöitä koskevia ehdotuksia olivat mm. kehityksessä ilmenevien ongelmien varhainen korjaaminen siten, että tehostetaan ennakkovarointusten oikea-aikaista ja aktiivista käyttöä, otetaan nykyistä laajemmin huomioon kunkin jäsenvaltion olosuhteet määriteltäessä uudelleen rahoitusjäämiä koskevat keskipitkän aikavälin tavoitteet ja korostetaan velkaan liittyviä näkökohtia ja julkisen talouden kestävyyttä julkisen talouden rahoitusaseman valvonnassa. Korjattavia osatekijöitä koskevia ehdotuksia olivat mm. poikkeuksellisten olosuhteiden määrittelyn muuttaminen siten, että 3 prosentin viitearvon ylittävä BKT:hen suhteutettu alijäämä ei olisi liiallinen, liiallisen alijäämän korjaamiseksi laaditun sopeutusuran tarkistaminen ja velkakriteerin selkeyttäminen.

Vakaus- ja kasvusopimuksen uudistamista koskevassa keskustelussa EKP:n neuvosto esitti näkemyksen, että sopimuksen täytäntöönpanoa on mahdollista ja myös suotavaa parantaa. Tässä suhteessa sopimuksen ennalta ehkäisevien osatekijöiden täytäntöönpanon parantamista koskevat Euroopan komission ehdotukset olivat hyödyllisiä. Samalla EKP:n neuvosto varoitti tekemästä muutoksia sopimukseen, varsinkin liiallisia alijäämiä koskevaan menettelyyn. Se katsoi, että alijäämiä koskevan 3 prosentin viitearvon uskottavuus on välttämätön edellytys julkisen talouden kurinalaisuutta koskevien odotusten vakiintumiselle.

Syyskuussa 2004 Kreikka esitti vuosien 2000–2003 julkisia alijäämiä ja julkista velkaa koskevat luvut, jotka olivat huomattavasti aiemmin ilmoitettuja suuremmat. BKT:hen suhteutettu alijäämä ylitti 3 prosentin viitearvon. Myöhemmin julkistettiin vuosien 1997–1999 tarkistettut luvut, jotka myös osoittivat BKT:hen suhteutetun alijäämän olevan suuremman kuin 3 % (ks. myös luvun 1 osa 2.5). EKP katsoo, että julkisen talouden tilastojen luotettava kokoaminen sekä täsmällinen ja oikea-aikainen julkaiseminen ovat julkisen talouden rahoitusasemien valvonnan ja koko EMUn uskottavuuden kannalta elintärkeitä. Eurooppalaisia kirjanpitosääntöjä on noudatet-

tava kaikilta osin kirjattaessa kaikenlaisia menoja ja tuloja, ja niitä on sovellettava johdonmukaisesti, pitkäjänteisesti ja kaikkien jäsenvaltioiden kannalta yhtenäisellä tavalla.

### LISSABONIN-STRATEGIA

Maaliskuussa 2000 Lissabonissa kokoontunut Eurooppa-neuvosto laati kymmenvuotisen strategian eli ns. Lissabonin-strategian, jonka tavoitteena on tehdä EU:sta vuoteen 2010 mennessä ”maailman kilpailukykyisin ja dynaamisin tietoon perustuva talous, joka kykenee ylläpitämään kestäväää talouskasvua, luomaan uusia ja parempia työpaikkoja ja lisäämään sosiaalista yhteenkuuluvuutta”. Lissabonin-strategian avulla vuoteen 2004 mennessä saavutetut tulokset olivat vaihtelevia. Joillakin osaluilla, esimerkiksi työmarkkinoilla, oli edistytty. Enimmäkseen edistyminen oli kuitenkin ollut keskinkertaista. Oli selvää, että uudistustoimia oli nopeutettava huomattavasti, jos Lissabonin tavoitteet haluttiin saavuttaa vuoteen 2010 mennessä.

Tätä taustaa vasten Eurooppa-neuvosto päätti keväällä 2004 pitämässään kokouksessa toteuttaa Lissabonin-strategian väliarvioinnin. Ensimmäisenä toimenpiteenä Eurooppa-neuvosto kehotti komissiota perustamaan huippuasiantuntijoiden työryhmän, jonka puheenjohtajana toimii Wim Kok ja jonka tehtävänä on toteuttaa Lissabonin-strategian edistymisen riippumaton arviointi, joka olisi lähtökohtana komission ja EU:n neuvoston suorittamalle väliarviointille. Arviointi on määrä saada päätökseen hyvissä ajoin ennen maaliskuussa 2005 pidettävää Eurooppa-neuvoston kokousta.

Tämä työryhmä esitti marraskuussa 2004 raporttinsa ”Tavoitteiden saavuttaminen”. Raportissa korostettiin, että kun otetaan huomioon maailmanlaajuisen kilpailun ja väestön ikääntymisen rinnakkaiset haasteet, nykytilanteen säilyttäminen ei ole EU:lle mikään tavoiteltava vaihtoehto varsinkaan, jos se haluaa turvata yhteiskuntamallinsa. Raportissa todettiin, että Lissabonin-strategian kunnianhimoisista tavoitteista ja niiden saavuttamisesta vuoteen 2010 mennessä on syytä pitää kiinni.



Siinä vaadittiin parempaa tavoitteiden priorisointia ja kiireellisten toimenpiteiden toteuttamista viidellä keskeisellä politiikan alalla, jotka ovat tietoyhteiskunta, sisämarkkinat, liiketoimintaympäristö, työmarkkinat ja ympäristön kestävyys.

EKP on useaan otteeseen ilmaissut hyväksyvänsä Lissabonin-strategian kunnianhimoiset tavoitteet ja tukevansa hallitusten ja työmarkkinaosapuolten toteuttamia toimenpiteitä. Se on myös kehottanut toteuttamaan tarvittavat toimenpiteet suunniteltua nopeammin ja tehostamaan uudistuksen edistymistä koskevia vertailuanalyseja. Uudistus on välttämätön, jotta voidaan varmistaa tulevaisuuden kasvu- ja työllisyysmahdollisuudet ja parantaa euroalueen kykyä selviytyä talouden häiriöistä. Varsinkin työ-, pääoma-, tavara- ja palvelumarkkinoiden uudistuksilla voidaan edistää investointeja ja vähentää inflaatiota lisääntyneen kilpailun myötä. EU:n on hyödynnettävä Lissabonin-strategian väliarviointia strategian elvyttämiseksi ja rakenteellisten uudistusten täytäntöönpanon nopeuttamiseksi.



## 1.2 INSTITUTIONAALISET KYSYMYKSET

### EUROOPAN PERUSTUSLAKI

Hallitusten välisen konferenssin päätöskokouksessa 17. ja 18.6.2004 valtion- ja hallitusten päämiehet pääsivät yksimielisyyteen Euroopan perustuslakia koskevasta sopimuksesta (Euroopan perustuslaki). Euroopan perustuslaki allekirjoitettiin Roomassa 29.10.2004. Perustuslaki tulee voimaan 1.11.2006, kun kaikki 25 jäsenvaltiota ovat ratifioineet sen kansallisten menettelyjensä mukaisesti. Joissakin jäsenvaltioissa ratifiointi edellyttää kansanäänestyksen järjestämistä.

EKP seurasi hallitustenvälisen konferenssin työskentelyä tarkoin ja osallistui sekä virallisesti että epävirallisesti neuvotteluihin, kun niissä käsiteltiin EKP:n, eurojärjestelmän ja EKPJ:n tehtäviin ja valtuuksiin keskeisesti liittyviä asioita. Euroopan unionista tehdyn sopimuksen artiklan 48 mukaisesti EKP:tä kuultiin ja EKP:n neuvosto antoi 19.9.2003 lausunnon ehdotuksesta sopimukseksi Euroopan perustuslaista<sup>1</sup>. Lisäksi EKP:n pääjohtaja lähetti marraskuussa 2003 ja huhtikuussa 2004 EU:n neuvoston puheenjohtajalle kirjeet, joissa hän käsittelee yksityiskohtaisesti tätä lausuntoa.

EKP suhtautui myönteisesti Euroopan tulevaisuutta käsittelevän valmistelukunnan ja sittemmin hallitusten välisen konferenssin ponnisteluihin EU:n oikeudellisen ja institutionaalisen rakenteen yksinkertaistamiseksi, keventämiseksi ja selkeyttämiseksi. Se myös ilmaisi selvästi, että nykyiset EMUa koskevat määräykset olivat asianmukaisia sekä tavoitteiden että tehtävien määrittelyn osalta.

EKP piti erityisen tärkeänä sitä, että hintavakaus ei ole ainoastaan EKP:n ja EKPJ:n ensisijainen tavoite vaan koko EU:lle asetettu tavoite. Euroopan perustuslaissa tämä näkemys vahvistetaan kaikilta osin.

EKP piti myös tehtäviensä tuloksellisen hoitamisen kannalta välttämättömänä, että EKP:n ja EKPJ:n institutionaaliset erityispiirteet, jotka erottavat EKP:n muista EU:n toimielimistä,

säilytetään. Euroopan perustuslaissa nämä erityispiirteet säilytetään vahvistamalla EKP:n, EKPJ:n ja kansallisten keskuspankkien riippumattomuus sekä EKP:n oikeushenkilöys ja sääntelyvaltuudet. Lisäksi siinä korostetaan EKP:n erityisluonnetta luokittelemalla se yhdeksi ”unionin muista toimielimistä ja neuvotaantavista elimistä”. EKP siis mainitaan erillään ”unionin toimielimistä”, jotka ovat Euroopan parlamentti, Eurooppa-neuvosto, ministerineuvosto, Euroopan komissio ja Euroopan unionin tuomioistuin, joiden katsotaan muodostavan EU:n ”toimielinjärjestelmän”.

Termi ”eurojärjestelmä” on sisällytetty Euroopan perustuslakiin EKP:n nimenomaisesta pyynnöstä. Tämä termi, joka viittaa EKP:hen ja euroalueen kansallisiin keskuspankkeihin ja jonka EKP:n neuvosto vahvisti vuonna 1999, auttaa erottamaan toisistaan EKPJ:n, johon kuuluvat kaikki EU:n keskuspankit, sekä euroalueen keskuspankkijärjestelmän. Termi ”eurojärjestelmä” ilmentää osuvasti sitä, että EKP ja euroalueen kansalliset keskuspankit ovat saman järjestelmän erottamattomia osia (ks. myös luku 8).

Edellä esitetyt seikat huomioon ottaen EKP katsoo, että Euroopan perustuslaki vahvistaa EU:n nykyisen rahapoliittisen järjestelmän. Se pitää suotavana ratifiointiprosessin onnistumista loppuun saattamista.

### EURORYHMÄN UUDET TYÖSKENTELYMENETELMÄT

Alankomaiden Scheveningenissä 10. ja 11.9.2004 pidetyssä epävirallisessa Ecofin-neuvoston kokouksessa euroalueen talous- ja valtiovarainministerit sopivat euroryhmän uusista työskentelymenetelmistä. Näiden menetelmien on määrä parantaa euroryhmän tehokkuutta ja toimivuutta.

Uusiin menetelmiin kuuluvat nykyistä enemmän tulevaisuuteen suuntautuvat strategiset keskustelut varsinkin rakenteellisista uudistuksista sekä euroryhmän pysyvän kaksivuoti-

<sup>1</sup> CON/2003/20.

sen puheenjohtajiston perustaminen korvaa aiempi puolivuositain vaihtuva puheenjohtajuus. Euroryhmän puheenjohtaja valitaan euroryhmän jäsenten yksinkertaisella enemmistöllä. Scheveningenissä Luxemburgin pääministeri ja valtiovarainministeri Jean-Claude Juncker valittiin euroryhmän ensimmäiseksi puheenjohtajaksi kaksivuotiskaudelle 2005–2006.

EKP, joka kutsutaan säännöllisesti euroryhmän kokouksiin, osallistui ryhmän työskentelymenetelmien arviointiin. EKP katsoi, että euroryhmän pysyvän puheenjohtajiston perustamisen ja muiden uusien työskentelymenetelmien avulla voidaan parantaa euroryhmän tehokkuutta ja toimivuutta. Uusista menetelmistä ei aiheudu mitään muutoksia EKP:n ja euroalueen valtiovarainministerien väliseen työnjakoon EMUa koskevissa asioissa. Menetelmillä kuitenkin tähdennetään hallitusten yhteistä vastuuta terveestä finanssi- ja rakennepolitiikasta, jota yhteisen rahan onnistunut käyttö vastedeskin edellyttää.

## 2 KANSAINVÄLISET ASIAT

### 2.1 KANSAINVÄLISEN VALUUTTA- JA RAHOITUSJÄRJESTELMÄN KEHITYKSEN KESKEISET VAIHEET

#### MAKROTALOUSPOLITIIKAN SEURANTA MAAILMANTALOUDESSA

Maailmantalouden makrotalouspolitiikka, erityisesti keskeisten teollisuusmaiden harjoittama politiikka, on kansainvälisen toimintaympäristön olennainen osatekijä, joka EKP:n on otettava huomioon harjoittaessaan rahapolitiikkaa ja hoitaessaan muita tehtäviään. Eurojärjestelmä osallistuu kansainvälisten rahoituslaitosten ja foorumien harjoittamaan makrotalouspolitiikan seurantaan. Tätä seurantaa harjoitetaan pääasiallisesti Kansainvälisen valuuttarahaston johtokunnan, Taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestön (OECD), G7-maiden valtiovarainministerien ja keskuspankkien pääjohtajien sekä G10-maiden keskuspankkien pääjohtajien kokouksissa. EKP:n tavoitteena on vaihtaa mielipiteitä ja arvioida poliittisia vaihtoehtoja, jotka edistävät makrotaloudellisen toimintaympäristön vakautta, makrotalouspolitiikan terveyttä ja hintavakautta euroalueella.

Vuonna 2004 kansainväliselle toimintaympäristölle olivat leimallisia voimakas talouskasvu ja enimmäkseen maltilliset inflaatiopaineet. Tuotanto elpyi ilahduttavasti monissa kehittyneissä maissa sekä Latinalaisessa Amerikassa samaan aikaan kun Aasian ja Itä-Euroopan kehittyvien markkinoiden kasvu jatkui voimakkaana. Maailmanlaajuiset tasapainottomuudet – Yhdysvaltain talouden ulkoiset tasapainottomuudet mukaan luettuina – kuitenkin jatkuivat tai jopa lisääntyivät.

EKP korosti useissa eri yhteyksissä, että tasapainottomuuden jatkumiseen liittyy riskejä ja epävarmuustekijöitä. Yleisesti ottaen EKP yhtyy kansainvälisen yhteisön näkemykseen, jonka mukaan mukauttamisprosessin onnistumiselle on kolme keskeistä edellytystä: on puututtava säästämisen ja investointien väliseen epätasapainoon alijäämäisissä maissa, edistettävä nykyistä nopeampaa kestävästä kasvua rakennus- ja investointien avulla niissä maissa, joissa poten-

tiialinen kasvu on suhteellisen heikko, ja tuettava valuuttakurssien joustavuutta sellaisissa keskeisissä maissa ja sellaisilla keskeisillä alueilla, joilta tämä joustavuus puuttuu. Vuonna 2004 ja helmikuussa 2005 annetuissa G7-maiden tiedonannoissa korostettiin, että valuuttakurssien on heijastettava talouden perustekijöitä ja että valuuttakurssien volatilitiitti ja hallitsemattomat liikkeet olivat talouskasvun kannalta epäsuotavia.

Yksi vuoden 2004 keskeisistä kysymyksistä oli Itä-Aasian maiden kasvava merkitys maailmantaloudelle, josta oli osoituksena niiden huomattava vaikutus maailmanlaajuisen tuotannon kasvuun ja kauppaan. EKP seurasi tarkoin näissä maissa tapahtuvaa kehitystä ja lujitti suoria suhteitaan Aasian maiden keskuspankkeihin järjestämällä yhdessä Singaporen rahaviranomaisen kanssa huipputasoisen seminaarin, johon osallistuivat Itä-Aasian ja Tyynenmeren alueen keskuspankkien johtokuntaan (Executives' Meeting of East Asia-Pacific Central Banks, EMEAP<sup>2</sup>) kuuluvat 11 pääjohtajaa, euroalueen kansallisten keskuspankkien pääjohtajat ja EKP:n pääjohtaja. Tässä Singaporeissa heinäkuussa 2004 järjestetyssä seminaarissa keskityttiin monien Itä-Aasian maiden kasvavaan taloudelliseen merkitykseen, kansainvälisten valuuttojen asemaan sekä alueelliseen yhdyntymiseen ja yhteistyöhön.

Pääomien virtaus kehittyviin markkinatalouksiin, joita EKP seuraa jatkuvasti niiden kansainvälisen rahoitusjärjestelmän vakauteen vaikuttavan merkityksen vuoksi, oli vuonna 2004 edelleen voimakasta, kuten näiden maiden talouskasvu yleensäkin. Ratkaisevia tekijöitä tässä kehityksessä olivat ulkoisen rahoituksen suotuisa tilanne, vientihyödykkeiden korkeat kansainväliset hinnat ja kysynnän vilkastuminen kehittyneisiin maihin suuntautuvan viennin alalla. Näiden ansiosta vaihtotaseet olivat ylijäämäisiä ja ulkoisen velan määrä yleensä ottaen aiempaa pienempi, joskin monet maat ovat edelleen huomattavan velkaantuneita.

2 EMEAP-maita ovat Australia, Filippiinit, Hongkongin erityishallintoalue, Indonesia, Japani, Kiina, Etelä-Korea, Malesia, Singapore, Thaimaa ja Uusi-Seelanti.

ta. Joustava rahoitustilanne sai kehittyvien markkinoiden julkiset ja yksityiset lainanottajat hyödyntämään kansainvälisiä joukkolainamarkkinoita merkittävässä määrin ja siten kiinnittämään lainansa mataliin korkoihin. Kehittyvien markkinoiden joukkolainojen myynti- ja ostokurssien erot kasvoivat tilapäisesti vuoden 2004 toisella neljänneksellä, minkä jälkeen ne palasivat historiallisesti alhaiselle tasolle.

Myös euroaluetta tarkasteltiin osana kansainvälisen politiikan seurantaan. Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) ja OECD arvioivat tavanomaiseen tapaan euroalueen raha-, rahoitus- ja talouspolitiikkaa yksittäisiä euroalueen maita koskevien arvioidensa lisäksi. Neljännen artiklan mukaiset valuuttarahaston konsultaatit ja OECD:n talous- ja kehityskatsauskomitean laatima katsaus tarjosivat mahdollisuuden antoisaan mielipiteiden vaihtoon näiden kansainvälisten järjestöjen ja EKP:n, euroryhmän puheenjohtajiston ja Euroopan komission välillä. Näiden keskustelujen jälkeen valuuttarahasto ja OECD laativat kumpikin raporttinsa, joissa ne arvioivat euroalueella harjoitettua politiikkaa.<sup>3</sup> Näissä vuonna 2004 suoritetuissa arvioinneissa kiinnitettiin erityistä huomiota kymmenen uuden jäsenvaltion liittymiseen EU:n jäseneksi 1.5.2004.

### **KANSAINVÄLISEN RAHOITUSJÄRJESTELMÄN RAKENNE**

Kun otetaan huomioon EU:n merkittävä yhdenyhteisyys maailmantaloudessa, on EKPJ:n ja eurojärjestelmän edun mukaista, että kansainvälinen rahoitusjärjestelmä toimii kitkattomasti. Tämän vuoksi ne ovat aktiivisesti mukana keskusteluissa kansainvälisestä rahoitusjärjestelmästä myös osallistumalla keskeisten kansainvälisten laitosten ja foorumien toimintaan. Joidenkin laitosten ja foorumien toimintaan EKP osallistuu suoraan, ja joissakin sille on myönnetty tarkkailijan asema. Myös EKPJ osallistuu tähän toimintaan Euroopan tasolla erityisesti talous- ja rahoituskomiteassa.

G10-maiden valtiovarainministerien ja keskuspankkien pääjohtajien toiminnan yhteydessä

EKP piti myönteisenä yhteistoimintalausekkeiden (collective action clauses, CACs) yleistyvää sisällyttämistä liikkeeseen laskettaviin valtion joukkolainoihin. Näiden sopimusehtojen pääasiallisena tarkoituksena on tehdä velkojen uudelleenjärjestelystä aiempaa hallitumpaa. Yhteistoimintalausekkeiden käytöstä on tullut alle kahdessa vuodessa New Yorkin osavaltion lain mukainen valtion joukkolainojen liikkeeseenlaskua koskeva markkinoiden vakiokäytäntö, vaikka lausekkeet eivät vielä noudatakaan G10-maiden suosituksia kaikilta osin.

EKP tarkasteli myös muita näkökohtia, jotka koskevat yksityisen sektorin osallistumista rahoituskriisien ratkaisemiseen, ja arvioi kokemuksia tätä toimintaa edistävästä erilaisista välineistä. Lisäksi se seurasi pääomavirtojen vakautta ja niiden periaatteiden laadintaa, jotka koskevat velkojen uudelleenjärjestelyn oikeudenmukaisuutta kehittyvillä markkinoilla. Periaatteet julkaisi marraskuussa 2004 ryhmä, joka koostuu kehittyvien markkinoiden joukkolainoista liikkeeseen laskevista julkisyhteisöistä ja yksityisen sektorin luotonantajista. Näillä periaatteilla, jotka aiemmin tunnettiin ”toimintatapaohjeina”, pyritään edistämään velkaantuneisuutta koskevien tietojen julkistamista, luotonottajien ja luotonantajien säännöllistä vuoropuhelua, velan uudelleenjärjestelyjä koskevia neuvotteluja vilpittömässä mielessä ja kaikkien asianomaisten luotonantajien oikeudenmukaista kohtelua. G20-maiden valtiovarainministerit ja keskuspankkien pääjohtajat suhtautuivat myönteisesti näihin periaatteisiin, joilla puututaan joihinkin jäljellä oleviin puutteisiin kansainvälisessä rahoitusjärjestelmässä. Kun nämä periaatteet on pantu täytäntöön, niiden odotetaan edistävän merkittävällä tavalla pitkän aikavälin tavoitetta rakentaa sellainen järjestelmä, joka edistää kansainvälistä yhteistyötä, kasvua ja rahoitusjärjestelmän vakautta.

EKP seurasi myös Kansainvälisen valuuttarahaston rahoitusasemaa. Lokakuussa 2004 pide-

3 IMF: ”Euro Area Policies: Staff Report”, elokuu 2004; OECD: ”Economic Survey – Euro Area 2004”, heinäkuu 2004.



tyssä kokouksessa G10-maiden valtiovarainministerit ja keskuspankkien pääjohtajat totesivat, että valuuttarahaston vahvaan rahoitusasemaan, jota rahaston velvollisuuksien täyttäminen edellyttää, kohdistuu kehittyvän maailmantalouden haasteita. Näistä haasteista selviytymiseksi tarvitaan poliittisia toimenpiteitä, kuten seurannan tehostamista, painopisteen siirtämistä nykyistä enemmän velkatilanteen hallittavuuteen luotonantopäätöksissä, äskettäin hyväksytyyn erityisoikeuksia koskevan kehyksen täsmällistä noudattamista sekä mahdollisia muita muutoksia valuuttarahaston rahoitusrakenteessa oikea-aikaisen takaisinmaksun edistämiseksi ja myöhemmin sovittavien lisäjärjestelyjen määrän vähentämiseksi.

#### **ALUEELLINEN YHDENTYMINEN JA YHTEISTYÖ**

Koska EU itsessään on pitkähkön alueellisen taloudellisen yhdentymisprosessin tulos, EKP:stä on useissa maailman alueellisissa ryhmittymissä tullut luontainen kumppani rahaviranomaisille, jotka pyytävät EKP:tä kertomaan kokemuksistaan poliittisille vaikuttajille ja aika ajoin myös tutkijoille. EKP:tä ei kiinnostanut ainoastaan eurooppalaisen yhdentymisen selvittäminen erityisesti rahapoliittisen yhteistyön alalla vaan yhtä lailla myös EU:n ulkopuolella tapahtuvan alueellisen taloudellisen yhdentymisen tarkastelu.

Syyskuussa 2004 Kiinan keskuspankki ja EKP järjestivät Pekingissä G20-maiden työkokouk-

sen, jonka aiheena oli alueellinen taloudellinen yhdentymisen osana maailmanlaajuisista kehityksestä. Työkokouksessa tarkasteltiin mm. alueellisten yhteistyöjärjestelyjen edellytyksiä, yhdentymistä, rahapoliittista yhteistyötä ja rahoitusyhteistyötä koskevien prosessien optimaalista ajoittamista ja alueellisen kaupan yhdentymisen ja Maailman kauppajärjestön sääntöjen yhteensopivuutta.

Vuonna 2004 EKP myös lujitti suhteitaan Afrikan alueellisiin rahapoliittisiin laitoksiin. EKP ja jotkin euroalueen kansalliset keskuspankit ovat antaneet teknistä apua Ghanan Accrassa toimivalle Länsi-Afrikan rahapoliittiselle instituutille (Western African Monetary Institute), joka suorittaa teknisiä valmisteluja Länsi-Afrikan englanninkielisten maiden rahapoliittista yhdentymistä varten.

#### **EURON KANSAINVÄLINEN ASEMA**

Vuonna 2004 euron asema pysyi enimmäkseen vakaana kansainvälisillä pääoma- ja valuuttamarkkinoilla, ja sitä käytettiin ankkuri-, varanto- ja interventiovaluuttana. Eräät seikat viittasivat siihen, että euron käyttö laskutus- ja maksuvaluuttana on lisääntynyt tiettyjen euroalueen maiden kansainvälisessä kaupassa. Useimmissa näistä maista euron käyttö on viennin alalla laajempaa kuin tuonnin alalla, ja viennin alalla sitä käytetään enemmän tavaroiden kuin palvelujen kaupassa. Euron osuuden havaittiin myös kasvaneen huomattavasti useimpien EU:n uusien jäsenvaltioiden ja hakijamaiden kansainvälisessä kaupassa (vuoden 2003 tietojen perusteella). Useissa tapauksissa euron käyttö kasvoi enemmän kuin kauppa euroalueen kanssa, mikä viittaa siihen, että euron käyttö lisääntyy näiden maiden ja euroalueen ulkopuolisten kauppakumppaneiden välisessä kansainvälisessä kaupassa.<sup>4</sup>

EKP kehitti edelleen euron kansainvälisen aseman analysointiin tarvittavaa tilastointia. Aiemman tutkimuksen perusteella luotiin kaksi uutta tilastoaineistoa, joiden avulla on tarkoi-

4 Ks. "Review of the international role of the euro", EKP, joulukuun 2004.

tus selvittää euroalueen ulkopuolisten liikkeen laskemien euromääräisten joukkolainojen markkinoiden keskeisiä piirteitä.

## 2.2 YHTEISTYÖ EU:N ULKOPUOLISTEN MAIDEN KANSSA

Eurojärjestelmä jatkoi yhteyksien luomista EU:n ulkopuolisten maiden keskuspankkeihin lähinnä järjestämällä seminaareja ja työkokouksia mutta myös antamalla teknistä apua. Tavoitteena on kerätä tietoa ja vaihtaa mielipiteitä maailman eri alueiden taloudellisesta ja rahapoliittisesta kehityksestä, jolla on mahdollisesti vaikutusta kansainväliseen taloustilanteeseen tai euroalueella tapahtuvaan kehitykseen.

Venäjän keskuspankille suunnattu eurojärjestelmän teknisen avun hanke, jonka EU rahoittaa osana IVY-maille suunnattua teknisen avun ohjelmaansa (Tacis-ohjelma), toteutetaan suunnitelmien mukaisesti. Marraskuussa 2003 käynnistetyn kaksivuotisen hankkeen tavoitteena on edelleen vahvistaa Venäjän keskuspankin harjoittamaa pankkivalvontaa, mikä on keskeinen tapa edistää nykyistä vakaamman rahoitusympäristön syntymistä Venäjällä. Tammikuussa 2004 Venäjän keskuspankki, yhdeksän euroalueeseen kuuluvaa kansallista keskuspankkia, kolme pankkivalvontaviranomaisista ja EKP sopivat hankkeeseen sisältyvästä koulutussuunnitelmasta, johon kuuluu 64 kurssia, kahdeksan opintovierailua ja neljä asian tuntijaseminaaria. Vuoden 2004 loppuun mennessä oli järjestetty 34 kurssia, neljä opintovierailua ja kaksi seminaaria. Koulutussuunnitelmaan osallistui noin 400 Venäjän keskuspankin työntekijää. Tacis-hankkeen lisäksi eurojärjestelmä järjesti Venäjän keskuspankin kanssa toukokuussa 2004 ensimmäisen kahdenvälisen asiantuntijaseminaarinsa Helsingissä. Seminaarin koordinoinnista vastasivat Suomen Pankki ja EKP. Seminaarissa keskityttiin raha- ja valuuttakurssipolitiikkaan, pääomien vapaaseen liikkuvuuteen, EU:n ja Venäjän välisiin taloudellisiin yhteyksiin – kauppapolitiikka mukaan luettuna – sekä pankkijär-

jestelmien kehitykseen ja rahoitusalan vakautta koskeviin kysymyksiin.

Eurojärjestelmä on luonut perustan Välimeren alueen keskuspankkien kanssa harjoitettavalle yhteistyölle. Tammikuussa 2004 Napolissa järjestettiin sen ensimmäinen huipputason seminaari Barcelonan-prosessin kumppanuusmaiden<sup>5</sup> keskuspankkien pääjohtajien kanssa. Seminaarijärjestelyistä vastasivat EKP ja Italian keskuspankki. Syyskuussa 2004 järjestetyn teknisiä asioita käsitelleen kokouksen jälkeen Cannesissa pidettiin helmikuussa 2005 toinen huipputason seminaari, jonka EKP järjesti yhdessä Ranskan keskuspankin kanssa. Seminaarissa keskityttiin rahoitusalan ja rahapolitiikan viimeaikaiseen kehitykseen Välimeren alueella, euroalueen ja Välimeren maiden välisiin taloudellisiin yhteyksiin (erityisenä painopisteenä siirtotyövoiman rahalähetykset kotiseudulle) ja keskuspankkien riippumattomuuteen.

Länsi-Balkanilla EKP on luonut alustavia suhteita keskuspankkien ylempään johtoon tekemällä vierailuja mm. Bosnia ja Hertsegovinan keskuspankkiin ja Serbian keskuspankkiin. Vierailujen tarkoituksena oli saada aikaan vuoropuhelu EKP:n ja näiden maiden keskuspankkien välille, koska ne ovat potentiaalisia EU:n hakijamaita.

Eurojärjestelmä pyrki myös parantamaan järjestelmän kannalta tärkeiden Latinalaisen Amerikan maiden kehityksen tuntemustaan. Tämän vuoksi EKP järjesti yhdessä Brasilian, Portugalin ja Espanjan keskuspankkien kanssa toisen eurojärjestelmän ja Latinalaisen Amerikan keskuspankkien välisen huipputason seminaarin. Rio de Janeirossa marraskuussa 2004 pidettyä seminaaria edelsi Lissabonissa järjestetty teknisiä asioita käsitelty kokous. Osanottajat keskustelivat finanssipolitiikan, velkaan liittyvän riskialttiuden ja rahoitusjärjestelmän ominaispiirteiden aiheuttamista rajoitteista rahapolitiikan harjoittamiselle.

5 Algeria, Egypti, Israel, Jordania, Libanon, Marokko, palestiinalaishallinto, Syyria, Tunisia ja Turkki.

Lähi-idässä EKP kehitti edelleen suhteitaan Persianlahden yhteistyöneuvoston (Gulf Cooperation Council, GCC) pääsihteeristöön sekä yhteistyöneuvoston jäsenvaltioiden rahoitusta hoitaviin laitoksiin ja keskuspankkeihin. Suhteiden kehittäminen liittyy yhteistyöneuvoston jäsenvaltioiden<sup>6</sup> suunnitelmaan ottaa käyttöön yhteinen raha vuoteen 2010 mennessä.

<sup>6</sup> Persianlahden yhteistyöneuvoston kuusi jäsenvaltiota ovat Bahrain, Kuwait, Oman, Qatar, Saudi-Arabia ja Yhdistyneet arabiemiirikunnat.





**Xenia Hausner**

Traumspiel, 2004

Väripainokuva käsintehtyille paperille (16/25), 96 × 129 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



**LUKU 5**

# **TILIVELVOLLISUUS**

## I TILIVELVOLLISUUS SUURELLE YLEISÖLLE JA EUROOPAN PARLAMENTILLE

Tilivelvollisuutta voidaan pitää riippumattoman keskuspankin lakiin perustuvana ja institutionaalisenä velvollisuutena selittää päätöksiään selkeästi ja perusteellisesti kansalaisille ja heidän valitsemilleen edustajille. Tässä mielessä tilivelvollisuuden avulla voidaan varmistaa keskuspankin vastuu tavoitteidensa saavuttamisesta. Siten tilivelvollisuus tukee merkittäväällä tavalla keskuspankin riippumattomuutta.

Perustamisestaan lähtien EKP on tunnustanut tilivelvollisuutensa ehdottoman tärkeyden ja käynyt säännöllistä vuoropuhelua kansalaisten ja heidän valitsemiensa edustajien kanssa. Perustamissopimuksessa määrätään EKP:n raportointivaatimuksista, jotka koskevat muun muassa vuosikertomuksen, neljännesvuosikatsauksen ja konsolidoidun viikkotaseen julkaisemista ja Euroopan parlamentin kuulemista. EKP on täyttänyt nämä vaatimukset kaikilta osin ja jopa ylittänyt ne mm. julkaisemalla Kuukausikatsausta neljännesvuosikatsauksen asemesta, pitämällä kuukausittaisia tiedotustilaisuuksia ja tiedottamalla joulukuusta 2004 lähtien kuukausittain EKP:n neuvoston korkopäätösten lisäksi tekemistä päätöksistä (ks. myös luvun 6 osa 1). Institutionaalisisessa mielessä perustamissopimus antaa Euroopan parlamentille näkyvän roolin EKP:n tilivelvollisuudesta huolehdittaessa.

Vuonna 2004 EKP:n neuvoston jäsenet pitivät euroalueella edelleen lukuisia puheita, joissa he selittivät EKP:n politiikkaa suurelle yleisölle. Perustamissopimuksen artiklan 113 mukaisesti EKP myös jatkoi säännöllistä raportointiaan rahapolitiikkapäätöksistä ja muista tehtävistään Euroopan parlamentille. Aiempien vuosien tapaan tämän säännöllisen yhteydenpidon ensisijaisena foorumina olivat EKP:n pääjohtajan neljännesvuosittaiset kuulemiset Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnassa. Pääjohtaja myös esitti EKP:n vuosikertomuksen vuodelta 2003 valiokunnalle ja Euroopan parlamentin täysistunnolle.

Talous- ja raha-asioiden valiokunta kutsui myös toisen johtokunnan jäsenen esittelemään EKP:n näkemyksiä taloustilanteesta ja rakenneuudistusten keskeisistä kysymyksistä. Lisäksi EKP

osallistui yhtenäistä euromaksualuetta käsittelevän valiokunnan järjestämään kuulemiseen.

Perustamissopimuksessa määriteltyjen velvoitteiden lisäksi EKP vastasi edelleenkin vapaaehtoisesti Euroopan parlamentin jäsenten kirjallisiin kysymyksiin EKP:n mandaatista. Aiempien vuosien tapaan Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan jäsenistä koostuva valtuuskunta vieraili EKP:ssä ja kävi EKP:n johtokunnan kanssa epävirallisia keskusteluja useista eri aiheista.

Perustamissopimuksen artiklassa 112 määrätään, että Euroopan parlamentin on annettava lausuntonsa johtokunnan jäsenehdokkaista ennen kuin nämä nimitetään tehtäviinsä euron käyttöön ottaneiden jäsenvaltioiden valtion- tai hallitusten päämiesten yhteisellä päätöksellä. EU:n neuvoston annettua suosituksen Euroopan parlamentti kutsui José Manuel González-Páramon talous- ja raha-asioiden valiokuntaan esittämään näkemyksiään ja vastaamaan valiokunnan jäsenten kysymyksiin. Tämän kuulemisen jälkeen Euroopan parlamentti hyväksyi hänen nimittämisensä Eugenio Domingo Solansin seuraajaksi johtokunnassa.

## 2 EKP:N NÄKEMYKSIÄ EKP:N JA EUROOPAN PARLAMENTIN KOKOUKSISSA KÄSITELLYISTÄ AIHEISTA

EKP:n pääjohtajan kuulemisten aikana Euroopan parlamentissa käsiteltiin useita eri aiheita. Painopiste oli taloudellisessa ja rahapolitiisessa kehityksessä ja EKP:n harjoittamassa rahapolitiikassa. Jäljempänä tarkastellaan osaa aiheista, jotka Euroopan parlamentti otti esille EKP:n kanssa käytyjen keskustelujen aikana sekä lokakuussa 2004 hyväksytyssä vuoden 2003 vuosikertomusta koskevassa päätöslauselmassaan.

### YHTEISEN RAHAPOLITIIKAN VAIKUTUS YHTEISÖN YLEISEEN TALOUSPOLITIikkaan

Yhteisen rahapolitiikan vaikutus yhteisön yleiseen talouspolitiikkaan oli jälleen yksi keskeisistä aiheista EKP:n pääjohtajan kuulemisten aikana Euroopan parlamentissa. Osa talous- ja raha-asioiden valiokunnan jäsenistä katsoi, että hintavakauden ylläpitäminen ei riittänyt tukemaan kasvua ja työllisyyttä ja että inflaation ja työttömyyden välillä oli tehtävä kompromissi. Osa taas oli sitä mieltä, että perustamisopimuksen artiklan 105 määräykset olivat täysin tarkoituksenmukaisia ja että hintavakauden säilyttämisen olisi vastedeskin oltava yhteisen rahapolitiikan ensisijainen tavoite.

EKP:n pääjohtaja tähdensi, että parhaiten EKP edistää kestäväen kasvun kannalta suotuisan taloustilanteen syntymistä pyrkimällä hintavakauden ylläpitämiseen uskottavalla tavalla ja vakiinnuttamalla keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset pysyvästi. Päätöslauselmassaan EKP:n vuosikertomuksesta vuodelta 2003 Euroopan parlamentti hyväksyi tämän näkemyksen ja kiitti EKP:tä keskittymisestä hintavakauden ylläpitämiseen.

### RAHOITUSMARKKINOIDEN YHDENTYMINEN JA SÄÄNTELY

Neljännesvuosittaisten kuulemisten aikana Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan jäsenet pyysivät EKP:n pääjohtajaa myös esittämään näkemyksiään rahoitusmarkkinoiden yhdentymiseen ja sääntelyyn liittyvistä kysymyksistä. Euroopan parlamentti kiinnitti huomiota erityisesti EKP:n ja Euroopan arvopaperimarkkinavalvojien komitean (CESR) toimintaan arvopapereiden selvityksessä ja toimituksessa. Päätöslauselmassaan EKP:n vuosikertomuksesta vuodelta 2003 parlamentti ilmaisi olevansa huolestunut siitä, että EKP:n ja CESR:n ehdottamat standardit saattavat ennalta rajoittaa tulevaa lainsäädäntöprosessia tällä osalla.

EKP:n pääjohtaja painotti, että ehdotettujen standardien tarkoituksena ei ollut tulevan lainsäädäntötoiminnan rajoittaminen ennalta. Hän totesi, että jos myöhemmässä vaiheessa annetaan selvitystoimintaa koskeva direktiivi, standardeja on arvioitava sen perusteella, kuinka hyvin ne vastaavat kyseisen direktiivin säännöksiä, ja tarvittaessa niitä on mukautettava vastaamaan säännöksiä (ks. luvun 3 osa 4).

### EKP:N TILIVELVOLLISUUS JA AVOIMUUS

Päätöslauselmassaan EKP:n vuosikertomuksesta vuodelta 2003 Euroopan parlamentti piti EKP:n kanssa käytyä vuoropuhelua onnistuneena, koska säännöllinen yhteydenpito teki EKP:n rahapolitiikasta aiempaa avoimempaa ja helpommin tajuttavaa suurelle yleisölle. EKP:llä ja Euroopan parlamentilla oli kuitenkin edelleen näkemuseroja joissakin tilivelvollisyyteen ja avoimuuteen liittyvissä kysymyksissä. Päätöslauselmassaan Euroopan parlamentti toisti vaatimuksensa, että EKP:n neuvoston kokouksista julkistettaisiin pöytäkirjat ja äänestysten äänijakauma.

EKP:n pääjohtaja kommentoi pöytäkirjojen julkistamista tähdentäen, että EKP:n valitsemat viestintäkanavat ovat ajankohtaisuudessaan tehokkaampia. Heti EKP:n neuvoston kokousten jälkeen pidettävissä kuukausittaisissa tiedotustilaisuuksissa annetaan reaaliaikaisesti ja kattavasti tietoa neuvoston päätösten taustalla olevista seikoista, joten pohjimmiltaan ne palvelevat samaa tarkoitusta kuin pöytäkirjat. Lisäksi neuvoston perustelut ilmoitetaan suurelle yleisölle paljon aiemmin kuin olisi mahdollista käytettäessä virallisesti hyväksytyjä pöytäkirjoja. Näiden tiedotustilaisuuksien ja muiden viestintäkanavien – kuten Kuukausikatsaus ja EKP:n neuvoston kuukausittainen tiedottaminen korko- ja muista päätöksistä – ansiosta EKP on yksi maailman avoimimmista keskuspankeista.

Kuten edellä todettiin, parlamentti on esittänyt EKP:n neuvoston jäsenten äänestyskäyttäytymistä koskevien tietojen julkistamista. EKP:n pääjohtaja muistutti, että kun otetaan huomioon yhteisen rahapolitiikan erityinen institutionaalinen toimintaympäristö, äänestystietojen julkistamisen seurauksena kansalliset tahot voisivat asiattomalla tavalla painostaa neuvoston jäseniä poikkeamaan euroalueen näkökulmasta. Näin ol- len EKP ei edelleenkään julkista tietoja yksittäisistä näkemyksistä tai äänestyskäyttäytymisestä. Tämä menettely edistää julkisen huomion kohdistumista politiikkapäätösten perustana ole- vaan taloudelliseen ajatteluun eikä yksittäisten jäsenten äänestyskäyttäytymiseen. Se käy myös yksiin neuvoston kollegiomaisuuden ja euro- alueen näkökulman kanssa.

#### **VÄÄRENNÖKSET JA SETELEIDEN TURVALLISUUS**

Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunta käsitteli myös euroseteleiden väärennöksiä. Päätöslauselmassaan EKP:n vuosikertomuksesta vuodelta 2003 Euroopan parlamentti kehotti EKP:tä seuraamaan väärentä- mistä hyvin valppaasti ja ottamaan kokemukset huomioon uusien seteleiden suunnittelussa.

Ollessaan talous- ja raha-asioiden valiokunnan kuultavana EKP:n pääjohtaja painotti, että EKP suhtautuu väärennöksiin erittäin vakavasti ja pyr- kii jatkuvasti parantamaan toimintatapojaan väärennösten estämiseksi. Väärennösten torjun- taan koskevia yhteistyösopimuksia on tehty usei- den kansallisten ja kansainvälisten viranomais- ten kanssa. Lisäksi kokemukset väärennetyistä seteleistä ohjaavat uusien seteleiden aitouste- kijöiden tutkimusta ja kehittämistä. Tiedot kaikista euroseteleiden väärennöksistä tallen- taan EKP:n tietokantaan, joka on kaikkien EU:n keskuspankkien ja kansallisten lain- valvontaviranomaisten käytettävissä (ks. myös luvun 2 osa 3).



**Philippe Cogné**

Foule, Place St Pierre de Rome, Pâques, 1999

Vahamaalaus kankaalle, 154 × 153 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



# **ULKOINEN VIESTINTÄ**



## I VIESTINTÄPOLITIikka

Viestintä on olennainen osa EKP:n rahapolitiikkaa ja muita tehtäviä. Keskeinen EKP:n viestintätoimia ohjaava tekijä on avoimuus. Sen avulla lisätään EKP:n rahapolitiikan toimivuutta, tehokkuutta ja uskottavuutta. Avoimuus myös auttaa EKP:tä kuvaamaan toimenpiteitään kattavasti, kuten luvussa 5 tarkemmin selostetaan.

EKP on asettanut viestinnälle suuret vaatimukset. Rahapoliittisia päätöksiä selostetaan tiedotustilaisuudessa heti sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto on tehnyt päätökset. Asiasta esitetään kattava alustuspuheenvuoro, ja pääjohtaja ja varapääjohtaja vastaavat tiedotusvälineiden esittämiin kysymyksiin. Vuonna 1999 aloitettu käytäntö selittää säännöllisesti, ajantasaisesti ja yksityiskohtaisesti EKP:n rahapoliittisia arvioita ja päätöksiä on ainutlaatuisen avoin tapa toteuttaa keskuspankin viestintää.

Lisäksi on parannettu tiedottamista muista päätöksistä. Joulukuusta 2004 lähtien eurojärjestelmään kuuluvien keskuspankkien verkkosivuilla

on julkaistu kuukausittain EKP:n neuvoston korkopäätösten lisäksi tekemät päätökset.

Koska EKP on osa EU:n institutionaalista rakennetta, sen on julkistettava säädöksensä ja lakisäätteiset julkaisunsa kaikilla yhteisön virallisilla kielillä, joiden lukumäärä kasvoi 11:stä 20:een EU:n laajentuessa 1.5.2004. Lakisäätteisiä julkaisuja ovat vuosikertomus, Kuukausikatsauksen neljännesvuosittainen versio, eurojärjestelmän konsolidoitu viikkotase ja lähentymisraportti. Täyttääkseen tilivelvollisuuden ja avoimuuden vaatimukset Euroopan kansalaisia ja heidän valitsemiaan edustajia kohtaan EKP julkaisee kaikilla virallisilla kielillä myös muita asiakirjoja, joista mainittakoon erityisesti lehdistötiedotteet rahapoliittisista päätöksistä, makrotaloutta koskevat eurojärjestelmän asiantuntija-arviot ja suuren yleisön kannalta merkitykselliset päätökset. EKP:n keskeisten julkaisujen kansallisten kieliversioiden valmistelu, julkaiseminen ja jakelu hoidetaan yhteistyössä kansallisten keskuspankkien kanssa.



## 2 VIESTINTÄTOIMET

EKP:n viestintä perustuu useisiin eri julkaisuihin ja kanaviin, joita parannetaan jatkuvasti, jotta tieto välittyy suurelle yleisölle ja asianosaisille entistä tehokkaammin.

Vuosikertomuksessa kerrotaan kattavasti EKP:n toiminnasta edellisenä vuotena. Näin se osaltaan edistää EKP:n tilivelvollisuutta toimenpiteistään. Kuukausikatsauksessa esitetään säännöllisesti EKP:n päivitettyt arviot taloudellisesta ja rahapolitiittisesta kehityksestä ja annetaan yksityiskohtaista tietoa EKP:n päätöksiin vaikuttaneista seikoista. Siihen sisältyy myös artikkeleita yleisistä keskuspankkeihin liittyvistä aiheista. EKP edistää tutkimustulosten välittymistä ylläpitämällä kahta eri julkaisusarjaa (Working Papers ja Occasional Papers) sekä järjestämällä taloustieteellisiä konferensseja, seminaareja ja työkokouksia.

Vuonna 2004 EKP alkoi julkaista yhdessä Kansainvälisen järjestelypankin ja G10-maiden keskuspankkien kanssa uutta lehteä nimeltään ”International Journal of Central Banking”. Lehdessä julkaistaan politiikan kannalta merkityksellisiä artikkeleita keskuspankkitoiminnan teoriasta ja käytännöstä, ja painopisteenä on erityisesti rahapolitiikkaan ja rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyvä tutkimus. Neljännesvuosittain julkaistavan lehden ensimmäinen numero ilmestyy vuonna 2005.

Kaikki EKP:n neuvoston jäsenet voivat suoraan osallistua toimintaan, jonka tarkoituksena on edistää suuren yleisön tietämystä ja ymmärrystä EKP:n tehtävistä ja politiikasta puheiden, tiedotusvälineiden ja Euroopan parlamentissa ja kansallisissa parlamenteissa järjestettävien kuulemisten avulla. Vuonna 2004 johtokunnan kuusi jäsentä piti noin 220 puhetta ja antoi runsaasti haastatteluja sekä julkaisi artikkeleita aikakaus- ja sanomalehdissä. EKP:n pääjohtajan ja johtokunnan jäsenten vierailut EU:n jäsenvaltioihin ja muihin maihin vuoden 2004 aikana edistivät EKP:n viestien välittymistä suoraan Euroopan ja Euroopan ulkopuolisten maidenkin kansalaisille. EKP:n viestintä suunnattiin entistä useammin EU:n uusien jäsenvaltioiden kansalaisille sekä ennen näiden maiden liittymistä EU:hun vuonna 2004 että liittymisen jälkeen.

Myös euroalueen kansallisilla keskuspankeilla on tärkeä asema varmistettaessa, että euroa ja eurojärjestelmän toimintaa koskeva tieto välittyy suurelle yleisölle ja asianosaisille kansallisella tasolla. Ne viestivät alueellisesti ja kansallisesti erilaisille yleisöille näiden omalla kielellä ja tutulla tavalla.

Lisäksi EKP:n automatisoitu tietojärjestelmä on merkittävä rahoitusmarkkinoille tietoa välittävä kanava. Tämä järjestelmä toimittaa ajantasaisesti tietoa tietyille uutistoimistoille, joiden talous-

datapalveluissa on erilliset sivut EKP:n ohjauskoroista, markkinaoperaatioista ja euroalueen likviditeettitilanteesta. EKP toimittaa ja päivittää säännöllisesti nämä sivut. Kun jäsenvaltioiden hakumenettely saatiin päätökseen, EKP:ltä järjestelmän käyttöoikeudet saaneiden uutistointistojen lukumäärä nousi vuonna 2004 kolmesta viiteen.

Kaikki EKP:n julkaisemat asiakirjat ja sen lukuisat toimintamuodot esitetään EKP:n verkkosivuilla ([www.ecb.int](http://www.ecb.int)). Vuonna 2004 otettiin käyttöön verkkosivujen uusi versio. Verkkosivujen ulkoasua ja sisällön rakennetta on uudistettu käytön helpottamiseksi. Verkkosivut ovat myös suuren yleisön yhteydenottoväline EKP:hen, ja niiden kautta tiedotetaan kannanottopyyntöjen käynnistymisestä. Vuonna 2004 eri kanavien kautta saatiin ja käsiteltiin noin 47 000 yhteydenottoa.

EKP pyrkii avoimuuteen myös sananmukaisesti ottamalla vastaan vieraita toimitiloissaan Frankfurtissa. Vuonna 2004 EKP:ssä kävi noin 8 000 vierasta, joille EKP:n henkilökunta piti luentoja ja esitelmiä ja jotka näin saivat ensi käden tietoa EKP:stä. Suurin osa vieraista oli korkeakouluopiskelijoita ja rahoitusalan ammattilaisia.

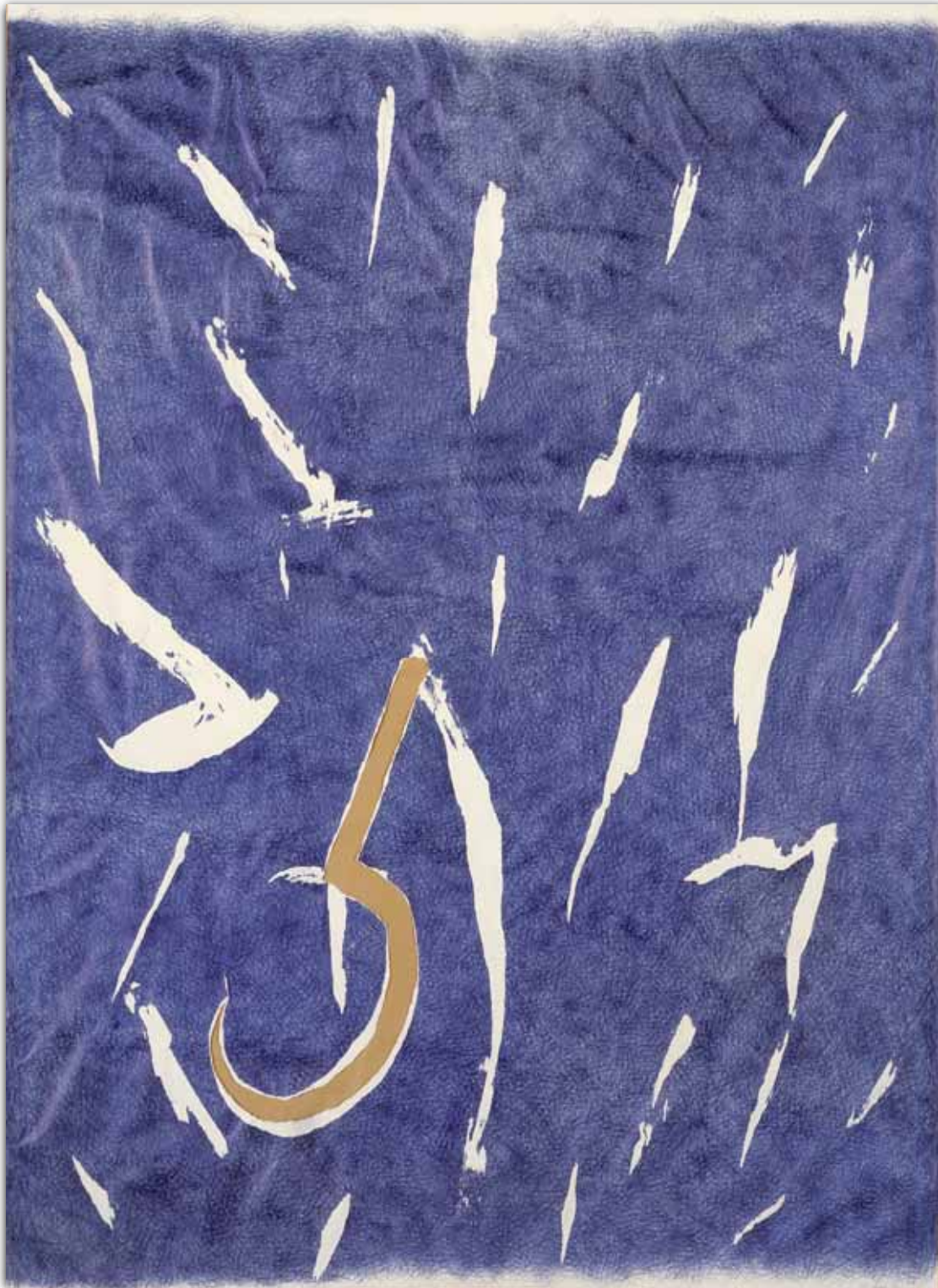


**Jan Fabre**

Nimetön, 1987

Kuulakärkikynän mustetta paperilla, 200 × 158 cm

© VG Bild-Kunst, Bonn 2005



# EUROOPAN UNIONIN LAAJENTUMINEN

## I KYMMENEN UUDEN JÄSENVALTION ONNISTUNUT LIITTYMINEN UNIONIIN

Toukokuun 1. päivänä 2004 kymmenen Keski- ja Itä-Euroopan sekä Välimeren maata – Kypros, Latvia, Liettua, Malta, Puola, Slovakia, Slovenia, Tšekki, Unkari ja Viro – liittyivät Euroopan unioniin. Uusien jäsenvaltioiden kansallisista keskuspankeista tuli EKPJ:n jäseniä ja keskuspankkien pääjohtajista EKP:n yleisneuvoston täysivaltaisia jäseniä. Näiden keskuspankkien asiantuntijat ovat täysivaltaisia EKPJ:n komiteoiden kokouksissa silloin, kun niissä käsitellään yleisneuvostolle kuuluvia asioita.

Uusien jäsenien integroituminen EKPJ:hin sujui kitkattomasti. EKP:n vuonna 2003 laatiman liittymistä koskevan yleissuunnitelman mukaisesti valmisteluja tehtiin erityisesti keskuspankkitoimintojen, maksu- ja selvitysjärjestelmien, tilastoinnin, setelien sekä tietotekniikkainfrastruktuurin ja -sovellusten saralla. EKPJ:n tietotekniikkainfrastruktuuria on kehitetty, joten kaikki 25 kansallista keskuspankkia ja EKP on nyt kytketty samaan verkkoon. Uudistukset lisäävät verkon luotettavuutta ja parantavat tietoturvallisuutta. EKP:n pääoman jakoperustetta laajennettiin, ja sen mukaisesti uusien jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit maksoivat 1 % merkityistä osuuksistaan EKP:n pääomasta EKP:n toimintakulujen kattamiseksi.

Maaliskuussa 2004 pidettiin Pariisissa viides huipputason seminaari, jossa käsiteltiin liittymisprosessia. Seminaari oli alku liittymisvalmistelujen viimeiselle vaiheelle. EKP:n ja Ranskan keskuspankin järjestämään seminaariin osallistuivat EKPJ:n, kymmenen EU:hun liittymässä olleen maan sekä liittymisneuvotteluissaan loppusuoralla olleen kahden maan eli Bulgarian ja Romanian keskuspankkien pääjohtajat ja johtotason edustajat. Seminaarissa käsiteltiin mm. raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa ja ERM II:n toimintaa, vakaus- ja kasvusopimukseen sisältyvää budjettikuria sekä rahoitusstandardeihin, kirjanpitoikäytäntöihin ja yritysten hallintojärjestelmiin liittyviä asioita.

Laajentumisprosessissa saatua käytännön kokemusta on arvioitu ja sitä hyödynnetään valmistauduttaessa EU:n ja euroalueen laajenemisen seuraaviin vaiheisiin.

Euroopan komissio ja EKP julkaisivat 20.10.2004 lähentymisraporttinsa poikkeusjäsenvaltioiden, mukaan lukien uusien jäsenvaltioiden, edistymisestä talous- ja rahaliiton (EMU) toteuttamiseen liittyvien velvollisuuksien täyttämiseksi. EKP:n lähentymisraportissa todettiin, ettei yksikään arvioituista maista täytä kaikkia euron käyttöönoton ehtoja, kuten kansallisten keskuspankkien riippumattomuuden varmistavia määräyksiä.

Uusien jäsenvaltioiden lukumäärällä mitattuna tämä laajentuminen oli Euroopan yhdentymisen historian tärkein. Näiden maiden talouden painoarvo on kuitenkin suhteellisen pieni verrattuna EU:hun aiemmin liittyneiden maiden painoarvoon. Näin ollen uusien maiden liittyminen EU:hun ei ole perustavanlaatuisesti muuttanut EU:n talouden tärkeimpiä piirteitä. Talouden rakenteiden erilaisuus on kuitenkin lisääntynyt, sillä uusien jäsenvaltioiden talouksien institutionaaliset ja rakenteelliset piirteet poikkeavat monin tavoin muiden EU-maiden vastaavista. Uusista jäsenvaltioista useimmat ovat läpikäyneet siirtymäprosessin keskeisesti johdetusta suunnitelmataloudesta markkinatalouteen, ja siinä yhteydessä niiden talouksiin on tehty olennaisia institutionaalisia ja rakenteellisia muutoksia. Pitkällä aikavälillä laajentuminen todennäköisesti lisää EU:n talouskasvua. Positiivinen vaikutus EU:n talouskasvuun näkyi jo niiden kymmenen vuoden aikana, jolloin laajentumista valmisteltiin. Tässä osassa tarkastellaan EU:n makrotalouden keskeisiä piirteitä ennen uusien jäsenvaltioiden liittymistä ja sen jälkeen sekä Yhdysvaltojen ja Japanin kehitystä samana ajanjaksona.

### VÄESTÖ JA TALOUDELLINEN TOIMELIAISUUS

Vuoden 2004 laajentumisen myötä EU:n väkiluku kasvoi lähes 20 % eli 457,7 miljoonaan (taulukko 16). Väestömäärältään EU on edelleen teollisuusmaiden suurin talousalue.

BKT:n määrällä mitattuna EU25-maiden talouden kasvu oli 9 752 miljardia euroa vuonna 2003. Tämänhetkisten valuuttakurssien perusteella uusien jäsenvaltioiden osuus BKT:n määrästä oli 4,5 %. Historiallisesti EU:n talouden koko kasvoi

laajentumisen seurauksena verrattain vähän. Esi-merkiksi Espanjan ja Portugalin liittyminen Euroopan yhteisöön (johon tuolloin kuului kymmenen maata) vuonna 1986 kasvatti yhteisön BKT:tä hieman yli 8 %. Itävallan, Suomen ja Ruotsin liittyminen unioniin vuonna 1995 kasvatti tuotannon määrää hieman yli 7 %. BKT:n ja vuoden 2003 valuuttakurssien perusteella uusien jäsenvaltioiden liittyminen puolestaan kasvatti EU:n osuuden maailman BKT:stä 30,4 prosentista 31,8 prosenttiin. On kuitenkin pidettävä mielessä, että valuuttakurssien vaihtelu vaikuttaa huomattavasti näihin kansainvälisiin vertailuihin. Markkinahintojen vaihtelun ja mahdollisten vääristymien vaikutukset voidaan eliminoida mittaamalla BKT:tä ostovoiman perusteella.

Näihinkin mittareihin liittyy tosin epävarmuustekijöitä. Ostovoiman ja vuoden 2003 tietojen perusteella viimeisin laajentuminen kasvatti EU:n BKT:tä 9,5 %, mikä tekee EU:sta Yhdysvaltoja suuremman talouden.

Väestöltään uudet EU-maat ovat melko suuria suhteessa taloutensa tähänhetkiseen toimeliaisuuteen, mikä viittaa siihen, että EU:n asukasta kohden laskettu keskimääräinen BKT pienenee. Tilanteen odotetaan kuitenkin muuttuvan vähitellen lähentymisprosessin edistyessä. EU25-maiden BKT asukasta kohden on verrattain pieni verrattuna Yhdysvaltoihin ja Japaniin. Ostovoiman ja vuoden 2003 lukujen perusteella ero Japaniin nähden on kuitenkin paljon pienempi.

**Taulukko 16. EU:n keskeisiä talousindikaattoreita uudet jäsenvaltiot mukaan lukien ja ilman niitä**

	Tarkastelujakso	Yksikkö	EU15	EU25	Yhdysvallat	Japani
Väestö	2004	milj.	384,5	457,7	293,9	127,5
BKT (osuus maailmantalouden BKT:stä) <sup>1)</sup>	2003	%	30,4	31,8	30,4	11,9
BKT	2003	mrd. euroa	9 310	9 752	9 673	3 800
	2003	Ostovoima-	9 310	10 193	9 957	3 254
		pariteetti, mrd.				
BKT henkeä kohti	2003	tuhatta euroa	24,2	21,3	32,9	29,8
	2003	Ostovoima-	24,3	22,3	34,2	25,5
		pariteetti,				
		tuhansina				
Tavaroiden ja palveluiden vienti	2003	% BKT:stä	14,0	12,4	9,3	12,2
Tavaroiden ja palveluiden tuonti	2003	% BKT:stä	13,3	12,1	13,8	10,6
Tuotantosektorit <sup>2)</sup>						
Maa-, kala- ja metsätalous	2003	% BKT:stä	2,0	2,1	0,8	1,2
Teollisuus (ml. rakentaminen)	2003	% BKT:stä	26,6	26,8	19,7	29,2
Palvelut	2003	% BKT:stä	71,4	71,1	79,5	69,6
Työttömyysaste	2003	%	8,1	9,1	6,0	5,3
Työvoimaosuus <sup>3)</sup>	2003	%	70,0	69,3	75,8	78,2
Työllisyysaste <sup>4)</sup>	2003	%	64,4	63,0	71,2	68,4
Julkinen talous <sup>5)</sup>						
Ylijäämä (+) tai alijäämä (-)	2003	% BKT:stä	-2,7	-2,8	-4,6	-7,5
Menot	2003	% BKT:stä	48,5	48,5	34,4	39,1
Tulot	2003	% BKT:stä	45,8	45,6	29,8	31,6
Bruttovelka	2003	% BKT:stä	64,2	63,2	63,1	156,9
Pankkitalletukset <sup>6)</sup>	2003	% BKT:stä	83,9	82,4	47,8	120,2
Yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kanta <sup>7)</sup>	2003	% BKT:stä	99,2	96,3	51,4	118,8
Pörssiarvo	2003	% BKT:stä	66,3	65,2	126,7	61,6

Lähteet: Eurostat, Euroopan komissio, IMF, BIS, EKP ja EKP:n laskelmat.

1) BKT-osuudet perustuvat maakohtaisiin BKT-lukuihin, jotka on laskettu käyttäen Yhdysvaltain dollarin käypää arvoa.

2) Perustuu bruttoarvonlisäykseen käyvin hinnoin.

3) Määritelty työvoiman suhteena työikäiseen väestöön (15–64-vuotiaat).

4) Määritelty työllisten määrän suhteena työikäiseen väestöön (15–64-vuotiaat).

5) Perustuu EKT 95:een.

6) EU15 ja EU25: talletukset yhteensä rahalaitoksissa; Yhdysvallat: vaadittaessa maksettavat, määräaika- ja säästötalletukset pankkilaitoksissa; Japani: vaadittaessa maksettavat ja määräaikaistalletukset talletuspankeissa.

7) EU15 ja EU25: rahalaitosten lainat muille EU:n alueella oleville; Yhdysvallat: liikepankkien, säästöpankkilaitosten ja luottoyhdistysten myöntämät lainat; Japani: lainat yksityiselle sektorille.



Uusien jäsenvaltioiden liittymisellä EU:hun on vaikutusta taloudelliseen toimeliaisuuteen myös pitkällä aikavälillä, sillä se vaikuttaa kannusteisiin ja esteisiin, jotka liittyvät tavaroiden, palveluiden, pääoman ja henkilöiden liikkuvuuteen (neljä vapautta) uusien jäsenvaltioiden ja muiden EU-maiden välillä. Muuttoliikettä koskevat rajoitukset ovat tosin voimassa usean vuoden ajan. Yhteismarkkinoiden laajeneminen, joka tarkoittaa näiden neljän vapauden ulottumista 25 maahan, lisää todennäköisesti kilpailua ja tuo suurtuotannon etuja. Näiden vaikutusten laajuus ja toteutumisen nopeus riippuvat useasta tekijästä, esimerkiksi EU:n jäsenvaltioiden tulevasta talouspolitiikasta.

#### **KANSAINVÄLINEN KAUPPA**

EU:n laajentumisesta lähtien EU15-maiden ja uusien jäsenvaltioiden välinen sekä uusien jäsenvaltioiden keskinäinen kauppa lasketaan luonnollisesti EU:n sisäiseksi kaupaksi eikä kansainväliseksi kaupaksi. Sitä vastoin uusien jäsenvaltioiden ja muiden maiden (lukuun ottamatta EU15-maita) välinen kauppa lasketaan nykyään EU25-maiden ulkomaankaupaksi. Uusien maiden liittyminen EU:hun on hieman pienentänyt ulkomaankaupan osuutta EU:n taloudesta, vaikka useimmat uudet jäsenvaltiot ovat erittäin avoimia talouksia. Ulkomaankaupan osuuden pieneneminen johtuu siitä, että EU15-maiden ja uusien jäsenvaltioiden välinen kauppa on suurempaa kuin uusien jäsenvaltioiden ja EU:n ulkopuolisten maiden välinen kauppa. Tiedot vuodelta 2003 osoittavat, että laajentuneen EU:n tavaroiden ja palveluiden viennin osuus BKT:stä oli 12,4 %, kun Yhdysvaltojen vastaava osuus oli 9,3 % ja Japanin 12,2 %.

#### **TUOTANTORAKENNE**

Uusien jäsenmaiden tuotantorakenteelle on ominaista se, että maatalouden osuus (3,2 %) ja teollisuuden osuus (31,9 %) BKT:stä on suurempi ja palveluiden osuus (64,9 %) pienempi kuin muissa EU-maissa keskimäärin. Erot työllisyyden ja kautumisessa näiden toimialojen kesken ovat yleensä tuntuvammat uusissa jäsenvaltioissa kuin EU15-maissa. Laajentuminen on kuitenkin vaikuttanut vain vähän näiden toimialojen osuuteen EU:n BKT:stä samoin kuin työllisyyden ja

kautumiseen. Verrattuna muihin suuriin talousalueisiin EU:n maataloussektori on suurempi kuin Yhdysvaltojen ja Japanin. Sitä vastoin EU:n teollisuussektori on suurempi kuin Yhdysvaltojen mutta pienempi kuin Japanin. EU:n palvelusektori on suurempi kuin Japanin mutta pienempi kuin Yhdysvaltojen.

#### **TYÖMARKKINAT**

Uusien jäsenvaltioiden keskimääräinen työttömyysaste on korkeampi kuin EU15-maiden. Näin ollen laajentuminen on nostanut EU25-maiden keskimääräistä työttömyysastetta hienoisesti. EU15-maiden ja EU25-maiden työttömyysaste laski 1990-luvun lopussa. Tästä huolimatta se oli vuonna 2003 EU15-maissa 8,1 % ja EU25-maissa 9,1 % eli molemmissa merkittävästi korkeampi kuin Yhdysvalloissa (6,0 %) ja Japanissa (5,3 %). EU:n uusien keski- ja itäeurooppalaisten jäsenvaltioiden työttömyysaste on noussut ja alueelliset työttömyyserot ovat kasvaneet viime vuosikymmenen aikana, mikä on johtunut markkinatalouteen siirtymiseen liittyvistä rakenteellisista muutoksista. Työllisyysnäkymät saattavat kuitenkin parantua tulevina vuosina, mikäli työpaikkojen vähentäminen liiketoiminnan uudelleenjärjestelyjen yhteydessä hiipuu. Pitkällä aikavälillä uusien EU-maiden asukasta kohden laskettu BKT lähentyy vanhojen EU-maiden tasoa, mikä saattaa myös osaltaan vaikuttaa nykyistä suotuisampaan työllisyyskehitykseen ja työttömyyden vähenemiseen.

Uusien jäsenvaltioiden liittyminen on laskenut EU:n työllisyysastetta 1,4 prosenttiyksikköä eli 63,0 prosenttiin. Näiden maiden työllisyysasteen erittely viittaa siihen, että erityisesti miesten työvoimaosuus on niissä huomattavasti pienempi kuin EU15-maissa. Sitä vastoin naisten työvoimaosuus ei poikkea yhtä paljon EU15-maiden tasosta. Myös ikääntyvien työntekijöiden (eli 55–64-vuotiaiden) työllisyysaste on uusissa jäsenvaltioissa huomattavasti alhaisempi kuin EU15-maissa. EU:n työvoimaosuus on pieni verrattuna Yhdysvaltojen ja Japanin vastaavaan. Pienen työvoimaosuuden ja korkean työttömyysasteen vuoksi EU:n työllisyysaste on alhaisempi kuin Yhdysvaltain ja Japanin.

## JULKINEN TALOUS JA JULKISEN SEKTORIN KOKO

Uusien maiden liittyminen ei ole huomattavasti muuttanut EU:n julkisen talouden painotettua keskimääräistä alijäämäsuhdetta, vaikka useimpien uusien jäsenvaltioiden julkisen talouden alijäämäsuhte on suuri (ks. myös luvun 1 osa 2.5). Julkisten menojen ja tulojen osuus BKT:stä on jonkin verran pienempi useimmissa uusissa EU-maissa. Se on kuitenkin suuri suhteessa maiden tulotasoon. Uusien jäsenvaltioiden talouksien pieni koko tarkoittaa, että EU25-maiden julkisen sektorin osuus BKT:stä on kuitenkin jokseenkin sama kuin EU15-maiden. Uusien jäsenvaltioiden julkisen talouden velkasuhde on yleensä huomattavasti pienempi kuin EU15-maiden, joten EU-maiden keskimääräinen BKT:hen suhteutettu julkinen velka on nyt hieman pienempi kuin ennen laajentumista.

EU25-maiden julkisen talouden alijäämä oli 2,8 % vuonna 2003. Se on tällä hetkellä pienempi kuin Yhdysvaltojen ja Japanin julkisen talouden alijäämä. Julkisen sektorin osuus taloudesta on kuitenkin suurempi EU25-maissa kuin Yhdysvalloissa ja Japanissa. EU25-maiden BKT:hen suhteutetut julkisen talouden menot ovat lähes 49 % ja tulot hieman alle 46 %. Yhdysvalloissa julkisten menojen osuus BKT:stä on hieman yli 34 % ja julkisten tulojen hieman alle 30 %. Japanin julkisen talouden alijäämä on suuri, mikä johtuu siitä, että BKT:hen suhteutetut julkisen talouden menot ovat hieman yli 39 % ja tulot hieman alle 32 %. Julkisen talouden alijäämän kertyminen on johtanut siihen, että julkisen talouden velkasuhde on suuri sekä EU:ssa että Yhdysvalloissa, mutta kuitenkin huomattavasti pienempi kuin Japanissa.

## RAHOITUSRAKENNE

Laajeneminen ei ole aiheuttanut merkittäviä muutoksia koko EU:n rahoitusrakenteeseen, vaikka pankkien osuus rahoituksen välityksestä on uusissa jäsenvaltioissa keskimäärin suurempi kuin EU15-maissa. Useimpien uusien jäsenvaltioiden rahoitussektori on verrattain pieni, jos indikaattorina käytetään pankkisektorin yhteenlaskettuja saamia ja arvopapereiden yhteenlaskettua markkina-arvoa. Rahoituksen välitys –



eli rahoituslaitosten uuden rahoituksen kanavointi uusiin saamisiin investointien rahoittamiseksi – on kuitenkin lisääntynyt viime aikoina melko nopeasti joissakin uusissa jäsenvaltioissa. EU:n rahoitussektori on edelleen pankkisektori-painotteisempi kuin Yhdysvaltojen. Sitä vastoin osakemarkkinoiden merkitys rahoituksen välityksessä ei ole yhtä suuri kuin Yhdysvalloissa. EU:n pankkisektorin osuus rahoitussektorista on kuitenkin pienempi kuin Japanin, mutta EU:n osakemarkkinoiden merkitys rahoituksen välityksessä suurempi.

## 2 SUHTEET EU:N HAKIJAMAIHIN

Neljällä maalla on tällä hetkellä EU:n hakijamaan asema: Bulgarialla, Kroatialla, Romanialla ja Turkilla. Saatuaan liittymisneuvottelut onnistuneesti päätökseen Bulgarian ja Romanian kanssa Eurooppa-neuvosto vaati, että näitä kahta maata koskeva liittymissopimus saatetaan valmiiksi, jotta se voidaan allekirjoittaa huhtikuussa 2005. Bulgarian ja Romanian odotetaan tämän jälkeen liittyvän EU:hun tammikuussa 2007. Kroatia on ollut hakijamaa kesäkuusta 2004 lähtien, ja mikäli se toimii täysin yhteistyössä entisten Jugoslavian maiden asioita käsittelevän kansainvälisen sotarikostuomioistuimen kanssa, liittymisneuvottelut sen kanssa aloitetaan maaliskuussa 2005. Turkille myönnettiin hakijamaan asema Eurooppa-neuvoston kokouksessa Helsingissä 1999. Joulukuussa 2004 Eurooppa-neuvosto päätti, että Euroopan komission kertomuksen ja suosituksen perusteella Turkki täyttää Kööpenhaminan poliittiset kriteerit. Näin ollen Euroopan unioni aloittaa liittymisneuvottelut Turkin kanssa edellyttäen, että Turkki saattaa voimaan erityiset säädökset. Eurooppa-neuvosto pyysi Euroopan komissiota laatimaan ehdotuksen, jonka mukaisesti neuvottelut voitaisiin aloittaa 3.10.2005.

Eurojärjestelmä seurasi edelleen hakijamaiden raha- ja reaalityöelouden kehitystä ja kiinnitti huomiota erityisesti inflaation hidastumiseen, rahoitussektoriin liittyviin kysymyksiin sekä maiden talouksien rakenteelliseen lähentymiseen.

EKP lujitti vuoden aikana edelleen kahdenvälisiä suhteita Bulgarian ja Romanian keskuspankeihin. Lokakuussa 2004 EKP:n johtokunta vieraili ensimmäistä kertaa Bulgarian ja Romanian keskuspankeissa. Vierailujen ensisijaisena tarkoituksena oli keskustella näiden maiden ja eurojärjestelmän tulevasta yhteistyöstä, johon sisältyy EKP:n ja liittymisestä neuvottelevien maiden keskuspankkien vuoropuhelu. Kun maat ovat allekirjoittaneet liittymissopimuksen, niiden keskuspankkien pääjohtajat voivat osallistua yleisneuvoston kokouksiin tarkkailijoina. Näiden keskuspankkien asiantuntijat voivat osallistua EKP:n komiteoiden kokouksiin tarkkailijoina silloin, kun kokouksissa käsitellään yleisneuvostolle kuuluvia asioita. Vierailun Kroatian

keskuspankkiin odotetaan toteutuvan maaliskuussa 2005.

EKP jatkoi huipputason vuoropuheluaan Turkin keskuspankin kanssa. Siihen kuuluvat vuosittaiset johtokuntien kokoukset. Keskusteluissa keskityttiin Turkin makrotalouden vakauttamisprosessiin, Turkin keskuspankin raha- ja valuuttakurssipolitiikkaan sekä euroalueen taloustilanteeseen. Myös tekninen yhteistyö EKP:n ja Turkin keskuspankin eri toimintojen välillä jatkui.



**Reinhold A. Goelles**  
Nimetön  
Akryyliväri, 152 × 100 cm  
© Euroopan keskuspankki



**INSTITUTIONAALINEN  
RAKENNE,  
ORGANISAATIO  
JA TILINPÄÄTÖS**

# I EKP:N PÄÄTÖKSENTEKOELIMET SEKÄ HALLINTO JA VALVONTA

## I.1 EUROJÄRJESTELMÄ JA EUROOPAN KESKUSPANKKIJÄRJESTELMÄ



Eurojärjestelmä on euroalueen keskuspankijärjestelmä. Siihen kuuluvat EKP ja niiden kahdentoista EU-maan kansalliset keskuspankit, joiden yhteinen raha on euro. EKP:n neuvosto on ottanut käyttöön eurojärjestelmän edistääkseen keskuspankkitoiminnan rakenteen ymmärtämystä euroalueella. Termillä korostetaan järjestelmän jäsenten yhteistä identiteettiä ja yhteistyötä. Ilmaus esiintyy myös Euroopan perustuslakia koskevassa sopimuksessa (sopimus Euroopan perustuslaista), joka allekirjoitettiin Roomassa 29.10.2004. EKP:n neuvosto on myös hyväksynyt eurojärjestelmän toimintaperiaatteet sekä strategiset linjaukset ja organisatoriset periaatteet, joilla pyritään takaamaan, että kaikki järjestelmän jäsenet täyttävät eurojärjestelmän tehtävät (ks. kehikko 15).

Euroopan keskuspankijärjestelmän (EKPJ) muodostavat EKP ja kaikkien EU-maiden kansalliset keskuspankit (1.5.2004 lähtien 25). Toisin sanoen siihen kuuluvat niidenkin EU-maiden keskuspankit, jotka eivät ole vielä ottaneet euroa 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, ja sen 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 päätöksentekuelinten laatimien sääntöjen mukaisesti. Lisäksi kansalliset keskuspankit osallistuvat eurojärjestelmän ja 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 ja euroalueen kansalliset keskuspankit edistävät kuitenkin yhdessä yhteisten tavoitteiden saavuttamista

strategiallaan ja toiminnallaan – EKPJ:n perussäännön mukaisesti, hajauttamisen periaatetta kunnioittaen. 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>. EKP:n työjärjestystä ja EKP:n yleisneuvoston työjärjestystä mukautettiin vuonna 2004 niin, että ne vastaavat vuoden 1999 jälkeistä kehitystä ja ennakoivat EKPJ:n laajentumisen tuomia muutoksia.

<sup>1</sup> Ks. 19.2.2004 annettu päätös EKP/2004/2 Euroopan keskuspankin työjärjestyksen hyväksymisestä (EUVL L 80, 18.3.2004, s. 33), 17.6.2004 annettu päätös Euroopan keskuspankin yleisneuvoston työjärjestyksen hyväksymisestä (EUVL L 230, 30.6.2004, s. 61) ja 12.10.1999 annettu päätös EKP/1999/7 Euroopan keskuspankin johtokunnan työjärjestyksestä (EYVL L 314, 8.12.1999, s. 34). Työjärjestykset ovat saatavissa myös EKP:n verkkosivuilta.

## Kehikko 15.

### EUROJÄRJESTELMÄN TOIMINTAPERIAATTEET

EKP:n neuvoston hyväksymät eurojärjestelmän toimintaperiaatteet julkistettiin tammikuussa 2005. Niitä edelsivät EKP:n johtokunnan elokuussa 2003 hyväksymät EKP:n toimintaperiaatteet. Eurojärjestelmän toimintaperiaatteet perustuvat vuodesta 1999 lähtien saatuun kokemukseen euroalueen yhteisestä keskuspankkijärjestelmästä sekä eurojärjestelmän keskuspankkien erityisasiantuntemukseen ja korvaamattomaan panostukseen. Toimintaperiaatteet ovat seuraavat:

*”Eurojärjestelmä, jonka muodostavat Euroopan keskuspankki ja euron käyttöön ottaneiden jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, on euroalueen rahaviranomainen. Ensisijainen tavoitteemme on pitää yllä hintavakautta yhteisen edun vuoksi. Yhtenä rahoitusalan johtavista viranomaisista pyrimme turvaamaan rahoitusjärjestelmän vakauden ja edistämään Euroopan rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä.*

*Näihin tavoitteisiin pyrkiessämme uskottavuus, luotettavuus, avoimuus ja tilivelvollisuus ovat meille äärimmäisen tärkeitä. Pyrimme viestimään tehokkaasti Euroopan kansalaisille ja tiedotusvälineille. Sitoudumme noudattamaan täysimääräisesti Euroopan yhteisön perustamissopimuksen määräyksiä suhteissamme eurooppalaisiin ja kansallisiin viranomaisiin tinkimättä kuitenkaan riippumattomuuden periaatteesta.*

*Osallistumme niin strategisesti kuin toiminnallisestikin yhteisten tavoitteiden toteuttamiseen hajauttamisperiaatetta noudattaen. Sitoudumme noudattamaan hyvää hallintotapaa ja suoritta-*



*maan tehtävämme tehokkaasti keskinäisen yhteistyön hengessä. Ottamalla monipuolisen kokemuksemme ja osaamisemme yhteiseen käyttöön vahvistamme yhteistä identiteettiämme, viestimme yhdenmukaisesti ja hyödynnämme synergiaetuja. Kaikilla jäsenillä on eurojärjestelmässä omat selkeästi määritellyt tehtävänsä ja vastuunsa.”*

Toimintaperiaatteissa selostetaan eurojärjestelmän ja keskuspankkien yhteisiä tavoitteita sekä niiden vuorovaikutusta ja yhteistyötä, joka perustuu yhteisiin arvoihin. Toimintaperiaatteet perustuvat sovittuihin hallinnollisiin periaatteisiin ja strategiaan linjauksiin (periaatteista kerrotaan tarkemmin EKP:n verkkosivuilla). Ne myös pyrkivät olemaan selkeä ohjenuora koko henkilöstölle sekä kertomaan suurelle yleisölle, kuinka eurojärjestelmä suorittaa ne tehtävät ja saavuttaa ne tavoitteet, jotka sille on perustamissopimuksen ja EKPJ:n perussäännön nojalla uskottu.

## 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 tarvittavat päätökset eurojärjestelmälle uskottujen tehtävien suorittamiseksi.
- Se määrittelee euroalueen rahapolitiikan, mukaan lukien tarvittaessa päätökset, jotka koskevat rahapolitiikan välitavoitteita, ohjaukorkoja ja reservien tarjontaa 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 reaalityökehitystä ja tekee siihen liittyviä päätöksiä. Kuukauden toisessa kokouksessa puolestaan keskitytään yleensä EKP:n ja eurojärjestelmän muihin tehtäviin ja vastuualueisiin. Vuonna 2004 kaksi kokouksista pidettiin muualla kuin Frankfurtissa: yksi Suomen Pankin järjestämänä Helsingissä ja toinen Belgian keskuspankissa Brysselissä.

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.

Nizzan sopimuksen EKP:tä koskevan valtuutuslausekkeen sekä EKP:n 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 tuli voimaan 1.6.2004 kaikkien jäsenvaltioiden ratifioitua sen. Päätöksen mukaisesti kaikki EKP:n neuvoston jäsenet osallistuvat edelleen kokouksiin ja niissä käytäviin keskusteluihin. Äänivaltaisten kansallisten keskuspankkien pääjohtajien määrä ei kuitenkaan koskaan ylitä 15:tä. Kun kansallisten keskuspankkien pääjohtajien määrä EKP:n neuvostossa ylittää 15, otetaan käyttöön äänioikeuden vuorottelujärjestelmä. 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.

## EKP:N NEUVOSTO



**Takarivi (vasemmalta oikealle):**  
Klaus Liebscher, Nout Wellink,  
Erkki Liikanen,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Antonio Fazio, Jaime Caruana

**Keskirivi (vasemmalta oikealle):**  
Axel A. Weber, Nicholas C.  
Garganas, Christian Noyer,  
Vitor Constâncio, José Manuel  
González-Páramo, Guy Quaden

**Eturivi (vasemmalta oikealle):**  
Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Otmar Issing, John Hurley

**Jean-Claude Trichet**

EKP:n pääjohtaja

**Lucas D. Papademos**

EKP:n varapääjohtaja

**Jaime Caruana**

Espanjan keskuspankin pääjohtaja

**Vitor Constâncio**

Portugalin keskuspankin pääjohtaja

**Eugenio Domingo Solans**

(31.5.2004 asti) EKP:n johtokunnan jäsen

**Antonio Fazio**

Italian keskuspankin pääjohtaja

**Nicholas C. Garganas**

Kreikan keskuspankin pääjohtaja

**José Manuel González-Páramo**

(1.6.2004 alkaen) EKP:n johtokunnan jäsen

**John Hurley**

Irlannin keskuspankin pääjohtaja

**Otmar Issing**

EKP:n johtokunnan jäsen

**Klaus Liebscher**

Itävallan keskuspankin pääjohtaja

**Erkki Liikanen** (12.7.2004 alkaen)

Suomen Pankin pääjohtaja

**Matti Louekoski**

(1.4.2004–11.7.2004)

Suomen Pankin vt. pääjohtaja

**Yves Mersch**

Luxemburgin keskuspankin pääjohtaja

**Christian Noyer**

Ranskan keskuspankin pääjohtaja

**Tommaso Padoa-Schioppa**

EKP:n johtokunnan jäsen

**Guy Quaden**

Belgian keskuspankin pääjohtaja

**Jürgen Stark**

(7.4.–29.4.2004)

Saksan keskuspankin vt. pääjohtaja

**Gertrude Tumpel-Gugerell**

EKP:n johtokunnan jäsen

**Matti Vanhala**

(31.3.2004 asti)

Suomen Pankin pääjohtaja

**Axel A. Weber** (30.4.2004 alkaen)

Saksan keskuspankin pääjohtaja

**Nout Wellink**

Alankomaiden keskuspankin pääjohtaja

**Ernst Welteke** (6.4.2004 asti)

Saksan keskuspankin pääjohtaja

Matti Vanhala, joka oli EKP:n neuvoston jäsen vuosina 1998–2004, kuoli 29.9.2004. Eugenio Domingo Solans, joka oli EKP:n johtokunnan ja neuvoston jäsen vuosina 1998–2004, kuoli 9.11.2004.

### 1.3 EKP:N JOHTOKUNTA

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 johto-

kunta 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.

EKP:n hallintoon, toiminnasuunnitteluun ja vuotuiseseen budjettiprosessiin liittyvissä asioissa johtokuntaa avustaa ja neuvoo hallintokomitea. Sen puheenjohtajana toimii johtokunnan jäsen.

#### **Takarivi (vasemmalta oikealle):**

José Manuel González-Páramo,  
Tommaso Padoa-Schioppa,  
Otmar Issing

#### **Eturivi (vasemmalta oikealle):**

Gertrude Tumpel-Gugerell,  
Jean-Claude Trichet,  
Lucas D. Papademos



#### **Jean-Claude Trichet**

EKP:n pääjohtaja

#### **Lucas D. Papademos**

EKP:n varapääjohtaja

#### **Eugenio Domingo Solans (31.5.2004 asti)**

EKP:n johtokunnan jäsen

#### **José Manuel González-Páramo**

(1.6.2004 alkaen)

EKP:n johtokunnan jäsen

#### **Otmar Issing**

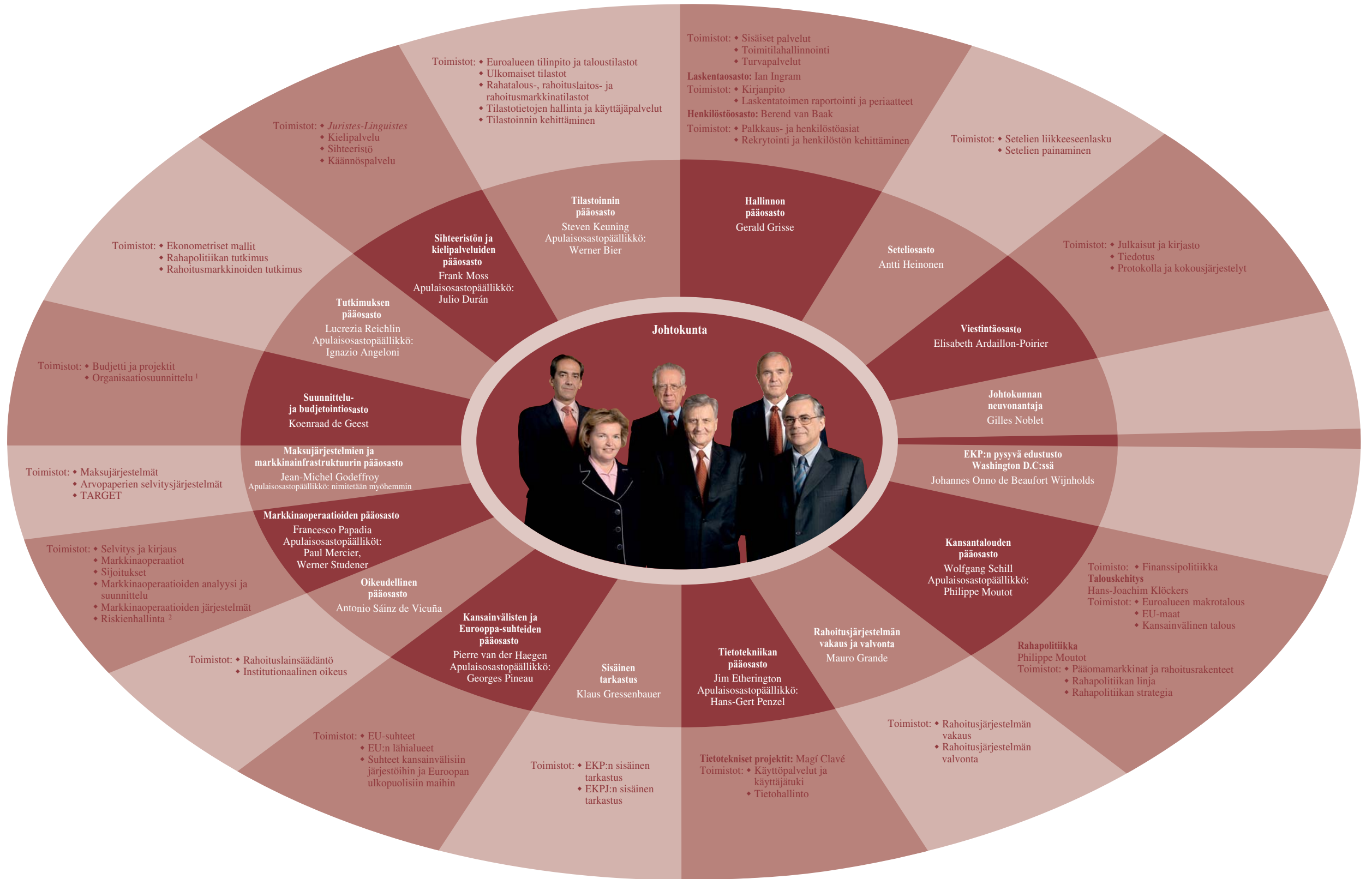
EKP:n johtokunnan jäsen

#### **Tommaso Padoa-Schioppa**

EKP:n johtokunnan jäsen

#### **Gertrude Tumpel-Gugerell**

EKP:n johtokunnan jäsen



**Johtokunta**

Takarivi (vasemmalta oikealle): José Manuel González-Páramo, Tommaso Padoa-Schioppa, Otmar Issing

Eturivi (vasemmalta oikealle): Gertrude Tumpel-Gugerell, Jean-Claude Trichet (pääjohtaja), Lucas D. Papademos (varapääjohtaja)

<sup>1</sup> MI, tietosuoja-asiat.

<sup>2</sup> Raportointi 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 2004 yleisneuvosto kokoontui viisi kertaa. Kesäkuun 17. päivänä 2004 uusien jäsenvaltioiden keskuspankkien pääjohtajat olivat mukana yleisneuvoston kokouksessa ensimmäistä kertaa jäsenenä. He olivat osallistuneet yleisneuvoston kokouksiin tarkkailijoina siitä lähtien, kun maat olivat allekirjoittaneet liittymissopimuksen.

### Takarivi (vasemmalta oikealle):

Vahur Kraft, Lars Heikensten,  
Reinoldijus Šarkinas,  
Guy Quaden, Zdeněk Tůma,  
Nicholas C. Garganas,  
Nout Wellink

### Keskirivi (vasemmalta oikealle):

Christian Noyer, Axel A. Weber,  
Vítor Constâncio, Ilmārs Rimšēvičs,  
Leszek Balcerowicz, Bodil Nyboe  
Andersen, Klaus Liebscher,  
Mitja Gaspari, Jaime Caruana,  
Antonio Fazio

### Eturivi (vasemmalta oikealle):

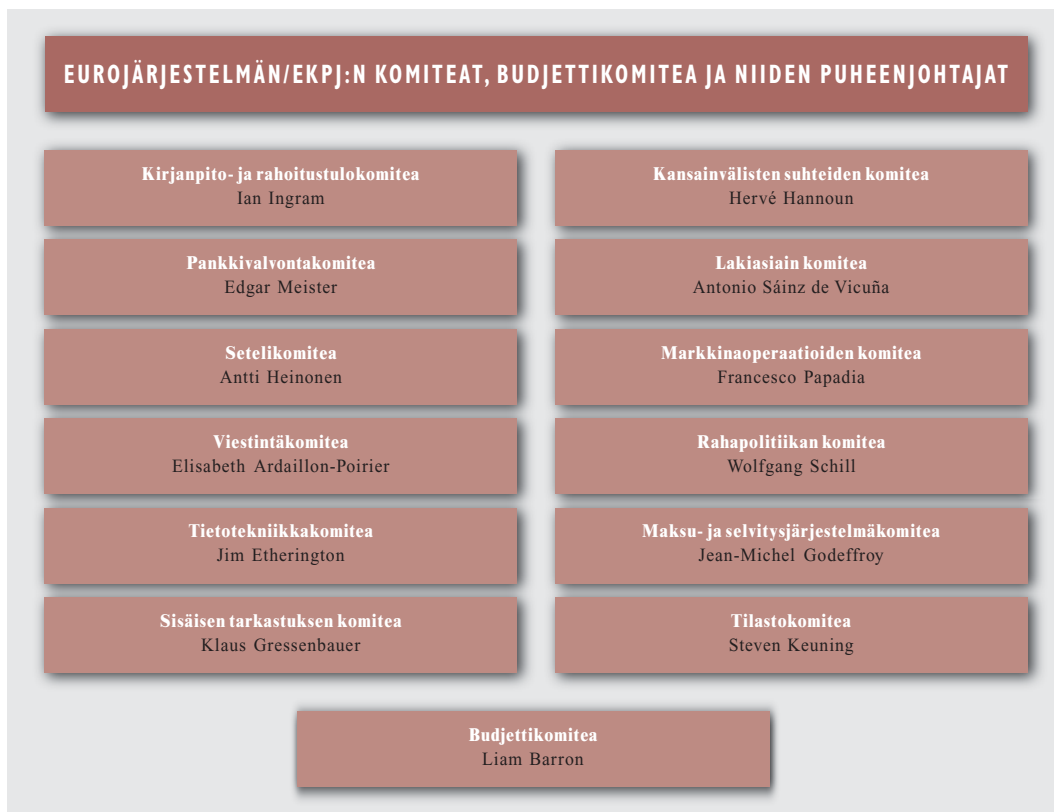
Erkki Liikanen, Zsigmond Járαι,  
Christodoulos Christodoulou,  
Michael C. Bonello,  
Lucas D. Papademos,  
Jean-Claude Trichet, Yves Mersch,  
Marián Jusko, John Hurley



**Jean-Claude Trichet** EKP:n pääjohtaja  
**Lucas D. Papademos** EKP:n varapääjohtaja  
**Bodil Nyboe Andersen**  
Tanskan keskuspankin pääjohtaja  
**Leszek Balcerowicz**  
Puolan keskuspankin pääjohtaja  
**Michael C. Bonello**  
Maltaan keskuspankin pääjohtaja  
**Jaime Caruana**  
Espanjan keskuspankin pääjohtaja  
**Christodoulos Christodoulou**  
Kyproksen keskuspankin pääjohtaja  
**Vítor Constâncio**  
Portugalin keskuspankin pääjohtaja  
**Antonio Fazio** Italian keskuspankin pääjohtaja  
**Nicholas C. Garganas**  
Kreikan keskuspankin pääjohtaja  
**Mitja Gaspari**  
Slovenian keskuspankin pääjohtaja  
**Lars Heikensten**  
Ruotsin keskuspankin pääjohtaja  
**John Hurley**  
Irlannin keskuspankin pääjohtaja  
**Zsigmond Járαι**  
Unkarin keskuspankin pääjohtaja  
**Marián Jusko** (31.12.2004 asti)  
Slovakian keskuspankin pääjohtaja  
**Mervyn King** Englannin pankin pääjohtaja  
**Vahur Kraft** Viron keskuspankin pääjohtaja

**Klaus Liebscher**  
Itävallan keskuspankin pääjohtaja  
**Erkki Liikanen** (12.7.2004 alkaen)  
Suomen Pankin pääjohtaja  
**Matti Louekoski** (1.4.2004–11.7.2004)  
Suomen Pankin vt. pääjohtaja  
**Yves Mersch**  
Luxemburgin keskuspankin pääjohtaja  
**Christian Noyer**  
Ranskan keskuspankin pääjohtaja  
**Guy Quaden**  
Belgian keskuspankin pääjohtaja  
**Ilmārs Rimšēvičs** Latvian keskuspankin pääjohtaja  
**Reinoldijus Šarkinas**  
Liettuan keskuspankin pääjohtaja  
**Ivan Šramko** (1.1.2005 alkaen)  
Slovakian keskuspankin pääjohtaja  
**Jürgen Stark** (7.4.–29.4.2004)  
Saksan keskuspankin vt. pääjohtaja  
**Zdeněk Tůma**  
Tšekin keskuspankin pääjohtaja  
**Matti Vanhala** (31.3.2004 asti)  
Suomen Pankin pääjohtaja  
**Axel A. Weber** (30.4.2004 alkaen)  
Saksan keskuspankin pääjohtaja  
**Nout Wellink** Alankomaiden keskuspankin pääjohtaja  
**Ernst Welteke** (6.4.2004 asti)  
Saksan keskuspankin pääjohtaja

## 1.5 EUROJÄRJESTELMÄN/EKPJ:N KOMITEAT JA BUDJETTIKOMITEA



Eurojärjestelmän/EKPJ:n komiteat ovat edelleen tärkeässä roolissa avustaessaan EKP:n päätöksentekovelvoitteiden suorittamisessa. EKP:n neuvoston ja johtokunnan pyynnöstä komiteat ovat antaneet omien alojensa asiantuntija-apua ja siten helpottaneet päätöksentekoprosessia. Komiteoiden jäseninä toimivat yleensä vain eurojärjestelmän keskuspankkien henkilöstöön kuuluvat. Kuitenkin silloin kun 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. Tällä hetkellä eurojärjestelmän/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

Päätöksentekovelvoitteiden lisäksi EKP:n hallintoon liittyy monia ulkoisen ja sisäisen valvonnan tasoja sekä sääntöjä, jotka koskevat EKP:n asiakirjojen saatavuutta tutustumista varten.

### ULKOISEN VALVONNAN TASOT

Valvonnan tasoista kaksi pohjautuu EKPJ:n perussääntöön. Sen mukaan ulkopuoliset tilintarkastajat<sup>2</sup> tarkastavat EKP:n tilinpäätöksen

<sup>2</sup> Vuoden 2002 tarjouskilpailun perusteella EKP:n ulkopuoliseksi tilintarkastajaksi vuosiksi 2003–2007 nimettiin KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG Wirtschaftsprüfungsgesellschaft viiden vuoden mandaatilla.

(EKPJ:n perussäännön artikla 27.1) ja Euroopan tilintarkastustuomioistuimien tarkastaa EKP:n hallinnon tehokkuuden (artikla 27.2). Euroopan tilintarkastustuomioistuimen vuosikertomus ja EKP:n vastaus julkaistaan Euroopan unionin virallisessa lehdessä ja EKP:n verkkosivuilla.

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.

#### SISÄISEN VALVONNAN TASOT

Vuonna 2004 EKP:n sisäinen tarkastus teki edelleen tarkastuksia johtokunnan toimeksiannosta. Yksikön toimivaltuudet määrittellään EKP:n sisäisen tarkastuksen toimintaperiaatteissa.<sup>3</sup> Yksikkö arvioi tarpeen mukaan EKP:n sisäisen tarkastuksen järjestelmän riittävyyttä ja tehokkuutta sekä EKP:n kykyä suoriutua sille määrättyistä tehtävistä. Sisäinen tarkastus noudattaa The Institute of Internal Auditors -järjestön määrittelemiä sisäisen tarkastuksen ammatillisia standardeja.

Sisäisen tarkastuksen komitea, joka on eurojärjestelmän/EKPJ:n komitea, koostuu EKP:n ja kansallisten keskuspankkien sisäisen tarkastuksen johtajista. Komitea vastaa eurojärjestelmän ja EKPJ:n yhteisten hankkeiden ja järjestelmien tarkastamisesta.

EKP:n sisäinen valvonta on rakennettu toiminnollain, eli kukin organisaatioyksikkö (ryhmä, toimisto, osasto ja pääosasto) on vastuussa omasta sisäisestä valvonnastaan ja tehokkuudestaan. Tältä osin yksiköt toteuttavat vastualueensa 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 budjetoitiosasto, riskien-

hallintatoimisto sekä sisäinen tarkastus tekevät esityksiä koko organisaatiota koskevissa valvonta-asioissa.

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. EKP:n menettelytapaohteissa neuvotaan EKP:n työntekijöitä ja johtokunnan jäseniä ja asetetaan arviointiperusteet heidän toiminnalleen. Heiltä odotetaan hyvää ammattietiikkaa tehtäviensä hoitamisessa.<sup>5</sup>

Sisäpiirikauppaa koskevat säännöt kieltävät EKP:n henkilöstöä ja johtokunnan jäseniä hyödyntämästä sisäpiirin tietoa 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<sup>7</sup> (ns. OLAF-asetus) Euroopan petostentorjuntaviraston (OLAF) suorittamista tutkimuksista. 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.

3 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.

6 Ks. EKP:n henkilöstösääntöjen osa 1.2, joka sisältää säännöt ammatillisista menettelytavoista ja salassapitovelvollisuudesta, EUVL C 92, 16.4.2004, s. 31, ja EKP:n verkkosivut.

7 Euroopan parlamentin ja Euroopan unionin neuvoston asetus (EY) N:o. 1073/1999, 25.5.1999 Euroopan petostentorjuntaviraston (OLAF) suorittamista tutkimuksista, EYVL L 136, 31.5.1999, s. 1.

OLAF-asetuksessa säädetään, että yhteisön toimielimien ja elimien on tehtävä päätöksiä, jotka edesauttavat Euroopan petostentorjuntaviraston niitä koskevia tutkimuksia. Kesäkuussa 2004 EKP:n neuvosto antoi päätöksen<sup>8</sup> Euroopan petostentorjuntaviraston Euroopan keskuspankkia koskevien tutkimusten ehdoista ja edellytyksistä. Päätös tuli voimaan 1.7.2004. EKP ja Euroopan petostentorjuntavirasto ovat keskinäisen yhteydenpidon avulla pyrkineet varmistamaan petostorjuntaviraston tutkimusedellytykset.

#### **EKP:N ASIAKIRJOJEN SAATAVUUS TUTUSTUMISTA VARTEN**

Maaliskuussa 2004 EKP:n neuvosto antoi päätöksen EKP/2004/3 Euroopan keskuspankin asiakirjojen saamisesta yleisön tutustuttavaksi<sup>9</sup>. Päätöksen tavoitteena on varmistaa, että EKP:n oikeudellinen perusta on Euroopan yhteisön muiden toimielimien asiakirjojen julkista saatavuutta koskevien tavoitteiden ja vaatimusten mukainen. Päätös lisää avoimuutta, mutta ottaa samalla kuitenkin huomioon EKP:n ja kansallisten keskuspankkien riippumattomuuden ja varmistaa EKP:n tehtävien suorittamiseen erityisesti liittyvien seikkojen luottamuksellisuuden.

8 Päätös EKP/2004/11 petosten, lahjonnan ja Euroopan yhteisöjen taloudellisia etuja vahingoittavan muun laittoman toiminnan torjuntaan liittyvien Euroopan petostentorjuntaviraston Euroopan keskuspankkia koskevien tutkimusten ehdoista ja edellytyksistä sekä Euroopan keskuspankin henkilöstöä koskevien palvelussuhteen ehtojen muuttamisesta, EUVL L 230, 30.6.2004, s. 56. Päätös oli seurausta Euroopan yhteisöjen tuomioistuimen 10.7.2003 antamasta päätöksestä asiassa C-11/00 komissio vastaan EKP.

9 EUVL L 80, 18.3.2004, s. 42.



## 2 ORGANISAATIOMUUTOKSET

### 2.1 HENKILÖSTÖ

#### HENKILÖSTÖ

Henkilöstön budjetoitu yhteismäärä vuonna 2004 oli 1362,5 (kokoaikaisiksi työpaikoiksi muutettuna). Vuoden 2004 lopussa EKP:n palveluksessa oli vakituisesti tai vähintään 12 kuukauden määräaikaisella työsopimuksella 1314 henkeä (1309,0 kokoaikaisiksi työpaikoiksi muutettuna), kun vuoden 2003 lopussa määrä oli 1213,5 henkeä kokoaikaisiksi työpaikoiksi muutettuna. Vuonna 2004 EKP:n palveluksessa oli keskimäärin 1261 henkeä, kun vastaava määrä edellisenä vuonna oli ollut 1160. Henkilöstön kokonaismäärästä 1309 henkeä, 71 työntekijää on EU:n uusista jäsenvaltioista. Näiden työntekijöiden työsopimukset ovat yli vuoden mittaisia. Palvelukseen otettiin 137 uutta työntekijää, ja palveluksesta erosi 41 työntekijää. Vuoden 2005 henkilöstömääräksi on budjetoitu 1369,5 henkeä (kokoaikaisiksi työpaikoiksi muutettuna), mikä on 0,5 % enemmän kuin vuonna 2004.

EKP:ssä työskenteli myös 128 kansallisen keskuspankin asiantuntijaa keskimäärin viiden kuukauden ajan. Näistä asiantuntijoista 63 oli EU:n uusista jäsenvaltioista. Nämä lyhytaikaiset työskentelyjaksot olivat erittäin hyödyllisiä sekä EKP:lle että uusien jäsenvaltioiden kansallisille keskuspankeille valmistauduttaessa EU:n laajenemiseen ja tuettaessa maiden kansallisten keskuspankkien integroitumista EKPJ:hin.

Vuonna 2004 EKP:ssä työskenteli 123 henkeä alle vuoden kestävän työsopimuksen turvin. He työskentelivät äitiyslomalla, vanhempainlomalla ja palkattomalla vapaalla olevien sijaisina. Vuonna 2003 vastaavalla työsopimuksella työskenteli 113 henkeä.

Harjoittelijoina EKP:ssä työskenteli 172 opiskelijaa ja vastavalmistunutta. Useimmat heistä olivat opiskelleet taloustiedettä. Harjoittelujakson kesto oli keskimäärin kolme kuukautta. Vuonna 2003 vastaavia harjoittelijoita oli 166. Vuonna 2004 harjoittelijoista 54 oli EU:n uusien jäsenvaltioiden kansalaisia. Harjoittelijoina työskenteli yhteensä kuusi Romanian ja Bulga-

rian kansalaista. Koko harjoittelijamäärästä eli 172 harjoittelijasta 11 henkeä osallistui lahjakkaille väitöskirjaa valmistelevalle jatko-opiskelijoille tarkoitettuun jatko-opiskelijoiden tutkimusohjelmaan, kun vuonna 2003 osallistujia oli 12.

Erityisiin huipputason rahapoliittisiin tutkimushankkeisiin keskittyvässä vierailevien tutkijoiden ohjelmassa oli vuonna 2004 mukana 18 vierailevaa tutkijaa, kun vuonna 2003 heitä oli 24.

#### SISÄINEN LIKKUVUUS

Uusiin tehtäviin siirtyi kertomusvuonna 95 henkeä sisäisen haun jälkeen. EKP kannusti myös henkilöstön väliaikaista sisäistä liikkuvuutta, ja 51 henkeä siirtyi määräajaksi uusiin tehtäviin kartuttaakseen työkokemustaan tai koska kiireellisten mutta väliaikaisten työasioiden hoito vaati sitä. Määräajan umpeuduttua nämä työntekijät palasivat alkuperäisiin työtehtäviinsä.

#### ULKOINEN LIKKUVUUS

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 toimieliimiin. Vuonna 2004 seitsemän henkeä työskenteli 4–10 kuukauden työkomennuksella tämän järjestelmän mukaisesti. Lisäksi EKP:n henkilöstöön kuuluva voi anoa enintään 3 vuoden palkatonta vapaata työskennelläkseen muissa rahoitusalan organisaatioissa. Kaksitoista henkeä hyödynsi vuonna 2004 tätä mahdollisuutta. EKP:n neuvoston hyväksymät eurojärjestelmän organisatoriset periaatteet julkistettiin tammikuussa 2005. Periaatteissa todetaan, että ”eurojärjestelmässä edistetään henkilöstövaihtoa sekä osaamisen ja kokemusten vaihtoa”.

#### UUDISTUVA EKP

Lokakuussa 2003 EKP:n johtokunta perusti projektitoimiston, jonka tehtävänä on valvoa ja arvioida uudistuva EKP -organisaatiomuutos-hankkeen yhteydessä hyväksytyjen toimenpiteiden toteutusta. Hankkeen tarkoituksena on li-



sätä organisaation toimivuutta ja tehokkuutta, ja se kattaa johtamiseen, urakehitykseen, sisäiseen viestintään ja byrokratian vähentämiseen liittyvät kysymykset. Vuonna 2004 edistyi merkittävästi kaikilla neljällä osa-alueella ja projektitoimisto antoi loppuraporttinsa. Joidenkin toimenpiteiden vaikutukset näkyvät vasta keskipitkällä aikavälillä, minkä vuoksi hankkeen edistymistä valvotaan tulevaisuudessaakin.

#### **HENKILÖSTÖSTRATEGIAN ARVIOINTI**

Vuodesta 1998 lähtien EKP:n tärkeimpiä tehtäviä ovat olleet omien toimintojen alullepano, yhteisen rahapolitiikan määrittäminen ja toteuttaminen sekä euron käyttöönotto. Tämä on väistämättä johtanut siihen, että henkilöstöpolitiikassa on ensisijaisesti tähdennetty tietyissä tehtävissä vaadittavaa teknistä asiantuntemusta. Tämän vuoksi henkilöstöstrategiaa arvioitiin tarkasti ja päätelmät esitettiin vuonna 2004.

Keskeisin päätelmä oli, että rekrytoinnissa tulisi kiinnittää huomiota entistä laaja-alaisempaan pätevyteen. Henkilöstön kehittämistä ja liikkuvuutta tulisi myös lisätä synergian vahvistamiseksi ja asiantuntemuksen laajentamiseksi EKP:ssä. Henkilöstöhallinnosta on tehty entistä joustavampaa rekrytoimalla ulkopuolelta erityisesti sellaisia uraansa aloittavia työntekijöitä, joiden koulutustausta on laaja, sekä palkkaamalla uudet työntekijät ja esimiehet määräaikaisiin työsopimuksiin. Näiden toimien lisäksi vuonna 2005 perustetaan jatko-opiskelijaohjelma, joka on tarkoitettu vastaavalmistuneille, joilla on laaja koulutustausta. Pankkiin on myös perustettu uusi, alempi esimiestaso, jotta esimiesten suorien alaisten määrä pysyy kohtuullisena henkilöstön määrän lisääntyneenä nopeasti. Johtamistaitoja kehitetään lisäämällä johdon koulutusta ja valmennusta. EKP:lle on sen toiminta-ajatuksen mu-

kaisesti määritelty kuusi yhteistä arvoa. Arvojen merkitystä EKP:lle on kuvattu uusissa, entistä laajemmista toimintaperiaatteissa. Yhteisiä arvoja ovat: pätevyys, tehokkuus, luotettavuus, yhteistyö, avoimuus ja tilivelvollisuus sekä Euroopan etujen ajaminen. Näillä arvoilla – sekä koko EKP:n kattavilla pätevyysmalleilla ja -profiileilla, joita ollaan kehittämässä – on keskeinen asema henkilöstöpolitiikassa.

#### **MONINAISUUDEN JOHTAMINEN**

Moninaisuuden johtamisella pyritään saamaan henkilöstön väliset eroavuudet hyödynnettyä ja luomaan tuloksekas ja kunnioittava työskentelyilmapiiri, jossa henkilöstön taitoja hyödynnetään parhaalla mahdollisella tavalla ja organisaation tavoitteet saavutetaan. Moninaisuuden johtaminen on tärkeää EKP:lle, koska sen henkilöstö koostuu EU:n kaikkien jäsenvaltioiden kansalaisista ja koska se tekee läheistä yhteistyötä EU:n 25 kansallisen keskuspankin kanssa ja palvelee Euroopan kansalaisia. EKP:lle moninaisuuden johtaminen on näin ollen osa jokapäiväistä toimintaa, jotta yksittäisten työntekijöiden asiantuntemus voidaan hyödyntää EKP tehtävien suorittamisessa.

#### **2.2 EKP:N UUDET TOIMITILAT**

EKP:n uusien toimitilojen suunnittelu edistyi ratkaisevasti vuonna 2004. Helmikuussa kansainvälinen kilpailutuomaristo puheenjohtajanaan EKP:n varapääjohtaja paljasti kansainvälisen arkkitehtikilpailun kolme voittajatyötä. Ensimmäisen palkinnon sai wieniläinen arkkitehtitoimisto COOP HIMMELB(L)AU, toisen palkinnon berliiniläinen ASP Schweger Assozierte ja kolmannen darmstadtinlainen 54f architekten + ingenieure yhdessä malesialaisen arkkitehtitoimiston T. R. Hamzah & Yeangin kanssa. Kilpailun toiseen vaiheeseen vuonna 2003 valituista 12 ehdokkaasta nämä arkkiteh-

dit täyttivät parhaiten seuraavat kilpailulle asetut ehdot:

- kaupunkisuunnittelu, arkkitehtuuri ja maisemallisuus
- tarkoituksenmukaisuutta ja tilankäyttöä koskevien perusvaatimusten noudattaminen
- energia- ja ympäristösuunnittelun toteuttamiskelpoisuus ja EKP:n teknisten perusvaatimusten noudattaminen
- rakennus- ja ympäristölainsäädännön sekä muiden soveltuvien määräysten noudattaminen.

EKP:n uudet toimitilat rakennetaan paikalle, jossa sijaitsee suojeltu Grossmarkthallen rakennus. Rakennuksessa toimi aiemmin hedelmien ja vihannesten tukkutori. Yksi arkkitehtien mittavimmista haasteista oli ottaa suuri punatiilirakennus osaksi modernia toimistorakennusta muuttamatta sen ulkomuotoa.

Kaikkien kilpailuun osallistuneiden 71 arkkitehdin suunnitteluehdotukset olivat voittajatoimien julkistamisen jälkeen esillä arkkitehtuurimuseo Deutsches Architektur Museum in järjestämässä näyttelyssä Frankfurtissa.

Maaliskuussa 2004 EKP:n neuvosto päätti pyytää kolmea voittajaksi selvinnyttä arkkitehtiä osallistumaan projektin viimeistelyvaiheeseen. Viimeistelyvaiheen tarkoituksena on varmistaa, että kilpailutuomariston, EKP:n ja Frankfurtin kaupungin suositukset otetaan suunnitelmissa huomioon.

Tukkukauppiaiden muutettua uusiin toimitiloihin kaupungin viranomaiset alkoivat raivata Grossmarkthallen tonttia ja sen ympäristöä valmistellakseen tontin luovuttamista EKP:lle. EKP oli ostanut tontin Frankfurtin kaupungilta vuonna 2002. Tontti luovutettiin EKP:lle joulukuussa 2004. Suojelumääräysten mukaisesti keskusrakennuksen sekä itä- ja länsisiipien säilymiseen koskemattomana kiinnitettiin erityistä huomiota. Ne tontin osat, jotka soveltuisivat

parhaiten muistomerkillä, jossa kerrotaan jälkipolville juutalaisten karkotuksesta Grossmarkthallesta, jätettiin myös ennalleen. EKP, Frankfurtin juutalainen yhteisö ja Frankfurtin kaupunki sopivat tiiviistä yhteistyöstä muistomerkin suunnittelukilpailun järjestämisessä. Kilpailun on suunniteltu alkavan vuoden 2005 loppuun mennessä.

EKP:n neuvosto teki 13.1.2005 päätöksen, mikä suunnittelutyö valitaan Frankfurtiin rakennettavia EKP:n uusia toimitiloja varten. Pitkällisten keskustelujen jälkeen ja arviotuaan kaikkien kolmen suunnittelukilpailussa palkitun työn vahvuuksia ja heikkouksia valintakriteerien pohjalta EKP:n neuvosto tuli lopulta siihen tulokseen, että COOP HIMMELB(L)AUn viimeistelty ehdotus täyttää parhaiten EKP:n asettamat toiminnalliset ja tekniset vaatimukset ja että siinä on elementtejä, jotka heijastavat EKP:n arvoja ja pukevat ne arkkitehtoniseen muotoon. Päätös heijastaa kansainvälisen tuomariston ratkaisua. Tuomaristo myönsi projektille ensimmäisen palkinnon. Seuraavana vaiheena on suunnitelman ”optimointi”, eli se arvioidaan uudelleen varsinakin voimavarojen optimaalisen käytön varmistamiseksi ja kustannusten minimoimiseksi. Yksityiskohtaista tietoa suunnittelukilpailusta ja palkituista suunnitelmista on saatavissa EKP:n verkkosivuilla.

### 3 EKPJ:N SOSIAALINEN VUOROPUHELU

EKPJ:n sosiaalisesti vuoropuheluksi kutsutaan keskustelufoorumia, johon osallistuvat EKP sekä kaikkien EKPJ:hin kuuluvien kansallisten keskuspankkien ja eurooppalaisten ammattiyhdistysten liittojen henkilöstön edustajat. Sosiaalisen vuoropuhelun tarkoituksena on tiedottaa henkilöstölle eurojärjestelmän tehtäviä koskevista päätöksistä, joita EKP:n neuvosto ja yleisneuvosto ovat tehneet, ja keskustella niistä, mikäli niillä voi olla merkittävä vaikutus työllisyystilanteeseen EKPJ:n keskuspankeissa.

EKPJ:n sosiaalisen vuoropuhelun yhdeksäs kokous toivotti EU:n seitsemän uuden jäsenvaltion kansallisten keskuspankkien työntekijöiden edustajat tervetulleiksi. Edustajat vahvistivat olevansa sitoutuneita EKPJ:n integroimisprosessiin ja erityisesti EKPJ:n sosiaaliseen vuoropuheluun. EKP kannusti kaikkien uusien jäsenvaltioiden kansallisia keskuspankkeja edesauttamaan työntekijöiden edustajien osallistumista EKPJ:n sosiaaliseen vuoropuheluun.

Tärkeimmät EKPJ:n sosiaalisen vuoropuhelun yhdeksännessä ja kymmenennessä kokouksessa käsitellyt asiat olivat TARGET 2, setelien tuotanto sekä Euroopan komission esittämän rahoituspalvelujen toimintasuunnitelman seuranta. Kokouksissa keskusteltiin myös yleisistä asioista. Keskustelunaiheita olivat mm. yhteisen identiteetin kehittäminen ja yhteistyön edistäminen yhteisten periaatteiden perusteella. EKP:n edustajat painottivat, että EKPJ on sitoutunut tuottamaan keskuspankeille tasokkaita palveluja mahdollisimman edullisesti, mikä vaatii tehokkuutta ja vaikuttavuutta. Kokouksen osallistujille kerrottiin myös, että EKP:n neuvosto on hyväksynyt eurojärjestelmän toimintaperiaatteet, strategiset linjaukset ja organisatoriset periaatteet. Työntekijöiden edustajat korostivat, että on tärkeätä, että he osallistuvat näiden asioiden kehittämiseen ja että keskuspankkien kulttuurisia eroja kunnioitetaan. EKPJ:n sosiaalisen vuoropuhelun kymmenennessä kokouksessa EKP ja työntekijöiden edustajat totesivat jälleen tämän ainutlaatuisen keskustelufoorumin tärkeyden.



## 4 EKP:N TILINPÄÄTÖS

# JOHDON RAPORTTI VUODELTA 2004

## 1 PÄÄASIAALLINEN TOIMINTA

EKP:n toimintaa vuonna 2004 kuvataan yksityiskohtaisesti vuosikertomuksessa.

## 2 RAHOITUSTILINPITO

EKPJ:n perussäännön artiklan 26.2 mukaisesti EKP:n tilinpäätöksen laatii johtokunta EKP:n neuvoston määrittämien periaatteiden mukaisesti. EKP:n neuvosto hyväksyy tilinpäätöksen, ja sen jälkeen se julkistetaan.

## 3 EKP:N TULOS

EKP:n tilinpäätökseen vuodelta 2004 (sivut 184–200) on kirjattu 1 636 miljoonan euron nettotappio. Vuonna 2003 oli kirjattu 477 miljoonan euron nettotappio. Kuten vuonna 2003, tappio johtui tänäkin vuonna pääasiassa euron ulkoisen arvon jatkuvasta vahvistumisesta, jonka seurauksena EKP:n Yhdysvaltain dollarin määräraisten varantojen euroarvo laski. Nettotappiota kirjattaessa on otettu huomioon kaikki EKP:n tulot, mukaan luettuina liikkeeseen lasketuista seteleistä saatu 733 miljoonan euron tulo. EKP:n korkotuloon vuonna 2004 vaikutti edelleen historiallisen matala koti- ja ulkomainen korkotas.

Suurin osa EKP:n saamisista ja veloista arvostetaan uudelleen säännöllisin väliajoin arvostushetken markkinakurssien ja arvopaperien hintojen perusteella. Niinpä EKP:n tulos on hyvin riippuvainen valuuttakurssimuutoksista ja vähäisemmässä määrin myös korkoriskeistä. Nämä riskit liittyvät pääasiassa siihen, että EKP:llä on suuri määrä eurojärjestelmän virallisia valuuttavarantosaamisia, jotka on sijoitettu korkoinstrumentteihin.

EKP:n ja eurojärjestelmän yhdenmukaistetut kirjanpitoperiaatteet, jotka selostetaan EKP:n tilinpäätöksen kommentteissa, perustuvat varovaisuusperiaatteeseen, ja niissä otetaan huomioon edellä mainitut huomattavat riskit. Kirjanpitoperiaatteiden tarkoituksena on erityisesti varmis-

taa, että saamisten ja velkojen uudelleenarvostuksesta johtuvia realisoitumattomia voittoja ei kirjata tuloslaskelmaan eli ne eivät ole jakokelpoista voittoa. Käänteisesti tämä merkitsee, että uudelleenarvostuksesta johtuvat realisoitumat tappiot kirjataan vuoden lopussa tuloslaskelmaan kuluksi.

EKP:n valuuttavaranto muodostuu pääosin Yhdysvaltain dollareista, mutta siihen kuuluu myös Japanin jenejä, kultaa ja erityisnosto-oikeuksia. Euro vahvistui Yhdysvaltain dollariin nähden. 31.12.2003 euron dollarikurssi oli 1,2630 ja 31.12.2004 se oli 1,3621 (noin 8 %). Euro vahvistui jonkin verran myös suhteessa Japanin jeniin. Niinpä näiden valuuttojen määräraisten nettosaamisten uudelleenarvostuksen seurauksena niiden euroarvo aleni 2,1 miljardilla eurolla.

Vuoden 2004 lopussa EKP:n palveluksessa oli 1 309 henkeä (joista 131 esimiestehtävissä), kun vastaava määrä vuotta aiemmin oli ollut 1 213 henkeä. Työntekijöiden määrän kasvu johtui pääasiassa EU:n laajenemisesta. Lisätietoa on vuosikertomuksen luvun 8 osassa 2 ”Organisaatiomuutokset” sekä EKP:n tilinpäätöksen osassa ”Tuloslaskelman kommentit”.

EKP:n hallinnolliset kulut poistot mukaan luetuina kasvoivat 18 %. Ne olivat 316 miljoonaa euroa vuonna 2003 ja 374 miljoonaa euroa vuonna 2004. Keskeisin näiden kulujen kasvuun vaikuttanut tekijä oli vakuutusmatemaattisiin laskelmiin perustuvien, eläkejärjestelmään liittyvien EKP:n vastuiden lisääntyminen. Tämä oli eräs merkittävä syy siihen, että henkilöstökulut suurensivat 130 miljoonasta eurosta 161 miljoonaan euroon. Vuonna 2004 EKP:n johtokunnan palkat olivat yhteensä 2,1 miljoonaa euroa (2,0 miljoonaa euroa vuonna 2003).

Käyttöomaisuuteen sijoitettiin noin 90 miljoonaa euroa. Suurin lisäys tässä erässä (noin 61 miljoonaa euroa) syntyi EKP:n uusien toimitilojen varten hankitun tontin aktivoiduista kustannuksista, kun kauppahinta oli suoritettu.

### ***EKP:n vuoden 2004 tappion kattaminen***

EKP:n neuvosto päätti 11.3.2005 EKPJ:n perussäännön artiklan 33.2 mukaisesti käyttää a) koko jäljellä olevan EKP:n yleisrahaston (noin 296 miljoonaa euroa) ja b) kansallisten keskuspankkien rahoitustulosta noin 1 340 miljoonaa euroa EKP:n vuoden 2004 tappioiden kattamiseen. Kansallisten keskuspankkien rahoitustulosta käytettiin osuus, joka vastaa noin 15:tä prosenttia eurojärjestelmän kokonaisrahoitustulosta. EKP:n neuvosto hyväksyi periaatteessa tappion kohdentamistavan ennen kuin kansalliset keskuspankit olivat tehneet vuotta 2004 koskevat tilinpäätöksensä, joten tappion vaikutus näkyi myös niiden kuluneen vuoden tuloksessa. Kunkin kansallisen keskuspankin rahoitustulosta käytettiin osuus, joka vastasi sen painoarvoa EKP:n pääoman jakoperusteessa.

## **4 MUUTOKSET EKP:N PÄÄOMARAKENTEES- SA 2004**

EKPJ:n perussäännön artiklan 29.3 nojalla EKP:n pääoman merkintään sovellettavaa 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. EKP:n pääoman merkintään sovellettavaa jakoperustetta muutettiin seuraavan kerran 1.5.2004, jolloin 10 uutta valtiota liittyi Euroopan unioniin. Näillä kahdella muutoksella oli seuraavat vaikutukset:

- a) Euroalueen kansallisten keskuspankkien yhteenlaskettu painoarvo EKP:n pääoman jakoperusteessa pieneni.
- b) Ne euroalueen kansallisten keskuspankkien saamiset EKP:ltä pienenivät, jotka liittyvät valuuttavarantojen siirtoon EKP:lle maiden liittyessä euroalueeseen.
- c) Uusien jäsenvaltioiden liittyttyä Euroopan unioniin euroalueen ulkopuolisten EU-maiden kansallisten keskuspankkien osuus

EKP:n maksetusta pääomasta kasvoi. Tämä johtui myös siitä, että 13 euroalueen ulkopuolisen kansallisen keskuspankin maksama vähimmäisprosentti merkitystä pääomasta nousi 5 prosentista 7 prosenttiin.

Yksityiskohtaista tietoa näistä muutoksista on EKP:n tilinpäätöksen kommentissa 15.

## **5 SIIJOITTAMINEN JA RISKIENHALLINTA**

EKP:n valuuttavarantosalkku koostuu eurojärjestelmän kansallisten keskuspankkien sille EKPJ:n perussäännön 30 artiklan määräysten mukaisesti siirtämistä valuuttavarannoista sekä niille kertyvistä tuotoista. Valuuttavarannon tarkoitus on rahoittaa EKP:n valuuttamarkkinaoperaatioita Euroopan yhteisön perustamissopimuksessa määritettyjen tavoitteiden saavuttamiseksi.

EKP:n omien varojen sijoitussalkku koostuu sen maksetulle pääomalle saaduista korkotuloista, yleisrahastosta sekä omille varoille aiemmin kertyneistä korkotuloista. Omien varojen tarkoituksena on toimia reservinä, josta mahdolliset tappiot voidaan kattaa.

EKP:n sijoitustoiminnasta ja siihen liittyvästä riskienhallinnasta kerrotaan tarkemmin EKP:n vuosikertomuksen luvussa 2.

## **6 EKP:N HALLINNOINTI**

EKP:n hallinnoinnista saa tietoa EKP:n vuosikertomuksen luvusta 8.

## **7 TYÖNTEKIJÄT**

Tietoa EKP:n henkilöstöstrategiasta ja työntekijöiden määrästä saa EKP:n vuosikertomuksen luvusta 8.



# TASE 31.12.2004

VASTAAVAA	KOMMENTTI N:0	2004 €	2003 €
<b>Kulta ja kultasaamiset</b>	<b>1</b>	<b>7 928 308 842</b>	<b>8 145 320 117</b>
<b>Valuuttamääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta</b>	<b>2</b>		
Saamiset IMF:ltä		163 794 845	211 651 948
Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja muut valuuttamääräiset saamiset		26 938 993 980	28 593 384 857
		<b>27 102 788 825</b>	<b>28 805 036 805</b>
<b>Valuuttamääräiset saamiset euroalueelta</b>	<b>2</b>	<b>2 552 016 565</b>	<b>2 799 472 504</b>
<b>Euromääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta</b>	<b>3</b>		
Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja lainat		<b>87 660 507</b>	<b>474 743 402</b>
<b>Muut euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta</b>	<b>4</b>	<b>25 000</b>	<b>25 000</b>
<b>Eurojärjestelmän sisäiset saamiset</b>	<b>5</b>		
Saamiset euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä		40 100 852 165	34 899 471 205
Muut saamiset eurojärjestelmän sisällä (netto)		3 410 918 324	4 599 894 403
		<b>43 511 770 489</b>	<b>39 499 365 608</b>
<b>Muut saamiset</b>	<b>6</b>		
Aineellinen käyttöomaisuus		187 318 304	128 911 950
Muu rahoitusomaisuus		6 428 319 567	5 573 756 258
Siirtosaamiset ja maksetut ennakot		770 894 480	590 646 023
Muut		6 933 022	37 791 421
		<b>7 393 465 373</b>	<b>6 331 105 652</b>
<b>Tilikauden tappio</b>		<b>1 636 028 702</b>	<b>476 688 785</b>
<b>Vastaavaa yhteensä</b>		<b>90 212 064 303</b>	<b>86 531 757 873</b>

VASTATTAVAA	KOMMENTTI N:0	2004 €	2003 €
<b>Liikkeessä olevat setelit</b>	<b>7</b>	<b>40 100 852 165</b>	<b>34 899 471 205</b>
<b>Euromääräiset velat muille euroalueella oleville</b>	<b>8</b>	<b>1 050 000 000</b>	<b>1 065 000 000</b>
<b>Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b>	<b>9</b>	<b>137 462 706</b>	<b>146 867 501</b>
<b>Valuuttamääräiset velat euroalueelle</b>	<b>10</b>	<b>4 967 080</b>	<b>0</b>
<b>Valuuttamääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b>	<b>10</b>		
Talletukset ja muut velat		<b>1 254 905 957</b>	<b>1 452 432 822</b>
<b>Eurojärjestelmän sisäiset velat</b>	<b>11</b>		
Valuuttavarantojen siirtoja vastaavat erät		<b>39 782 265 622</b>	<b>40 497 150 000</b>
<b>Muut velat</b>	<b>12</b>		
Siirtovelat ja saadut ennakot		1 136 708 542	1 162 299 071
Muut		327 802 782	174 890 973
		<b>1 464 511 324</b>	<b>1 337 190 044</b>
<b>Varaukset</b>	<b>13</b>	<b>110 636 285</b>	<b>87 195 777</b>
<b>Arvonmuutostilit</b>	<b>14</b>	<b>1 921 117 190</b>	<b>2 176 464 065</b>
<b>Pääoma ja rahastot</b>	<b>15</b>		
Oma pääoma		4 089 277 550	4 097 229 250
Rahastot		296 068 424	772 757 209
		<b>4 385 345 974</b>	<b>4 869 986 459</b>
<b>Vastattavaa yhteensä</b>		<b>90 212 064 303</b>	<b>86 531 757 873</b>

# TULOSLASKELMA VUODELTA 2004

	KOMMENTTI N:0	2004 €	2003 €
Korkotuotot valuuttavarannosta		422 418 698	541 294 375
Korkotuotot euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä		733 134 472	698 245 187
Muut korkotuotot		1 456 650 188	1 449 963 923
<i>Korkotuotot</i>		<i>2 612 203 358</i>	<i>2 689 503 485</i>
Valuuttavarantojen siirtoihin liittyvä kansallisten keskuspankkien saamisten korko		(693 060 433)	(807 683 148)
Muut korkokulut		(1 229 369 015)	(1 166 693 660)
<i>Korkokulut</i>		<i>(1 922 429 448)</i>	<i>(1 974 376 808)</i>
<b>Korkokate</b>	<b>18</b>	<b>689 773 910</b>	<b>715 126 677</b>
Rahoitustoiminnan realisoituneet voitot/tappiot	<b>19</b>	136 045 810	525 260 622
Rahoitusomaisuuden ja arvopaperipositioiden arvonalennukset	<b>20</b>	(2 093 285 109)	(3 972 689 560)
Siirto varauksista/varauksiin valuuttakurssi- ja hintariskin varalta		0	2 568 708 838
<b>Rahoituskate</b>		<b>(1 957 239 299)</b>	<b>(878 720 100)</b>
<b>Nettokulut toimitusmaksuista ja palkkioista</b>	<b>21</b>	<b>(261 517)</b>	<b>(63 466)</b>
<b>Muut tuotot</b>	<b>22</b>	<b>5 956 577</b>	<b>2 911 280</b>
<b>Tuotot yhteensä</b>		<b>(1 261 770 329)</b>	<b>(160 745 609)</b>
Henkilöstökulut	<b>23 &amp; 24</b>	(161 192 939)	(129 886 988)
Hallinnolliset kulut	<b>25</b>	(176 287 651)	(153 549 282)
Poistot aineellisista hyödykkeistä		(33 655 824)	(30 410 140)
Seteleiden tuotanto	<b>26</b>	(3 121 959)	(2 096 766)
<b>Tilikauden tappio</b>		<b>(1 636 028 702)</b>	<b>(476 688 785)</b>

Frankfurt am Mainissa 4.3.2005

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 tuloksisista. Tilinpäätöstä laadittaessa on noudatettu seuraavassa selostettavia kirjanpitoperiaatteita<sup>2</sup>, joiden EKP:n neuvosto on katsonut olevan keskuspankin toiminnan kannalta 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. Jälkimarkkinakelpoiset 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 kurssseja. Tuotot ja kulut on muunnettu euroiksi tapahtumapäivän kurssiin. Ulkomaan rahan määräisten tase-erien ja taseen ulkopuolisten erien arvostus on tehty valuuttakohtaisesti.

Ulkomaan rahan määräisten saamisten ja velkojen arvostus markkinahintaan käsitellään erillään valuuttojen markkinakurssiarvostuksesta.

Kulta on arvostettu vuoden lopun markkinahintaan. Hinta- ja kurssimuutoksista johtuvat kullon arvostuserot on käsitelty yhtenä eränä. Kulta on arvostettu kultaunssin euromääräiseen hintaan, joka on johdettu euron dollarikurssista 31.12.2004.

## ARVOPAPERIT

Kaikki jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit ja vastaavat saamiset on arvostettu arvopaperikohtaisesti tilinpäätöspäivän keskihintaan. Vuoden 2004 arvostuksessa on käytetty 30.12.2004 keskihintaa. Ei-jälkimarkkinakelpoiset 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 arvonmuutostilille.

Realisoitumattomat tappiot kirjataan tuloslaskelmaan, jos ne ylittävät aiemmat vastaavalle arvonmuutostilille kirjatut arvostusvoitot. Tiettyyn arvopaperiin, valuuttaan tai 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 korkokatteeseen ja jaksotetaan arvopaperien jäljellä olevalle juoksuajalle.

## KÄÄNTEISOPERAATIOT

Reposopimuksella arvopaperit myydään käteistä vastaan ja samanaikaisesti sovitaan näiden arvopaperien takaisinostosta tiettyyn hin-

<sup>1</sup> EKP:n tilinpäätöksen perusteet on määrätty yksityiskohtaisesti EKP:n neuvoston 5.12.2002 tekemässä päätöksessä (EKP/2002/11), EUVL L 58, 3.3.2003, s. 38–59.

<sup>2</sup> Kirjanpitoperiaatteet noudattavat EKP:n perussäännön artiklaa 26.4, jossa edellytetään, että eurojärjestelmän liiketapahtumien kirjaamisessa ja raportoisissa sovelletaan yhdenmukaistettuja sääntöjä.

taan ennalta määrättyä päivänä. Reposopimukset kirjataan taseen vastattavaa-puolelle, ja lisäksi niistä aiheutuu tuloslaskelmaan korkokuluja. Reposopimuksilla myydyt arvopaperit jäävät EKP:n taseeseen.

Käänteisellä reposopimuksella arvopaperit ostetaan käteistä vastaan ja samanaikaisesti sovitaan näiden arvopaperien takaisinmyynnistä tiettyyn hintaan ennalta määrättyä päivänä. 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 2004 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 tase-erittäin. Korkofutuurit kirjataan taseen ulkopuolisiin eriin. Vaihtelumarginaalin päivittäiset muutokset on kirjattu tulokseen.

#### **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 laajuudessa 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 nettoutetaan 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 (Tanskan, Ruotsin ja Englannin) kansallisten keskuspankkien EKP:hen kohdistuvat saamiset ja velat esitetään erässä ”Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle”.

#### **KÄYTTÖMAISUUDEN KÄSITTELY**

Käyttöomaisuus (paitsi maa-alueet) arvostetaan hankintahintaan vähennettyinä poistoilla. Maa-alueet arvostetaan hankintahintaan. Poistot on laskettu tasapoistomenetelmällä. Tasapoistot tehdään käyttöomaisuuden arvioituna käyttöaikana siten, että ne aloitetaan hankintaa seuraavan vuosineljänneksen alusta. Käyttöajat ovat seuraavat:

ATK-laitteet ja ohjelmistot sekä moottoriajoneuvot	4 vuotta
Koneet, kalusteet ja rakennelmat	10 vuotta
Rakennukset ja aktivoidut perusparannuskustannukset	25 vuotta
Käyttöomaisuus, jonka arvo on alle 10 000 euroa	Poistetaan hankintavuonna

Rakennuskustannusten ja EKP:n nykyisiin toimitiloihin liittyvien aktivoitujen perusparannuskustannusten poistoaikaa on lyhennetty, jotta tämä käyttöomaisuus voidaan poistaa kokonaisuudessaan ennen kuin EKP muuttaa uusiin toimitiloihinsa.

### EKP:N ELÄKEJÄRJESTELMÄ

EKP:n eläkejärjestelmässä olevia varoja käytetään ainoastaan eläkejärjestelmään kuuluvien ja heidän perheenjäsentensä eläke-etuuksiin. Varat sisältyvät EKP:n taseessa muihin saamiin, 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 ”EKP: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.

EKP:n perussäännön artiklan 27 mukaisesti ja EKP:n neuvoston suosituksesta Euroopan unionin neuvosto on hyväksynyt KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft Aktiengesellschaft Wirtschaftsprüfungsgesellschaftin nimitämisen EKP:n ulkopuoliseksi tilintarkastajaksi viideksi vuodeksi tilikauden 2007 loppuun saakka.

3 EKP:n päätös, tehty 6 päivänä joulukuuta 2001, euroseteleiden liikkeeseenlaskusta (EKP/2001/15), EYVL L 337, 20.12.2001, s. 52–54 sellaisena kuin se on muutettuna päätöksellä EKP/2003/23, EUVL L 9, 15.1.2004, s. 40–41 ja päätöksellä EKP/2004/9, EUVL L 205, 9.6.2004, s. 17–18.

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, rahaliitton osallistuvien jäsenvaltioiden kansallisten keskuspankkien rahoitustulon jakamisesta tilikaudesta 2002 alkaen (EKP/2001/16), EYVL L 337, 20.12.2001, s. 55–61 sellaisena kuin se on muutettuna päätöksellä EKP/2003/22, EUVL L 9, 15.1.2004, s. 39.

6 EKP:n päätös, tehty 21 päivänä marraskuuta 2002, Euroopan keskuspankin liikkeeseen lasketuista euroseteleistä saaman tulon jakamisesta rahaliitton osallistuvien jäsenvaltioiden kansallisille keskuspankeille (EKP/2002/9), EYVL L 323, 28.11.2002, s. 49–50.

## TASEEN KOMMENTIT

### I KULTA JA KULTASAAMISET

EKP:llä on 24,7 miljoonaa unssia kultaa (24,7 miljoonaa unssia vuonna 2003). Kultaa ei myyty eikä ostettu vuonna 2004. Muutos vuoden 2003 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) 31.12.2004. 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, myönnettyt valuuttamääräiset luotot ja Yhdysvaltain dollarin ja Japanin jenin määräiset arvopaperisijoitukset. Ne voidaan eritellä seuraavasti:

<i>Saamiset euroalueen ulkopuolelta</i>	2004 €	2003 €	Muutos €
Sekkitilit	2 682 171 017	1 365 187 080	1 316 983 937
Rahamarkkinatalletukset	848 227 002	1 197 220 582	(348 993 580)
Käänteiset reposopimukset	2 408 046 989	3 834 025 154	(1 425 978 165)
Arvopaperisijoitukset	21 000 548 972	22 196 952 041	(1 196 403 069)
<b>Yhteensä</b>	<b>26 938 993 980</b>	<b>28 593 384 857</b>	<b>(1 654 390 877)</b>

<i>Saamiset euroalueelta</i>	2004 €	2003 €	Muutos €
Sekkitilit	26 506	26 740	(234)
Rahamarkkinatalletukset	2 547 022 979	2 799 445 764	(252 422 785)
Käänteiset reposopimukset	4 967 080	0	4 967 080
<b>Yhteensä</b>	<b>2 552 016 565</b>	<b>2 799 472 504</b>	<b>(247 455 939)</b>

Erän pieneneminen vuonna 2004 johtui pääasiassa EKP:n Yhdysvaltain dollarin määräisten varantojen vuoden lopun uudelleenarvostuksesta. Yhdysvaltain dollarin ja vähäisemmässä määrin myös Japanin jenin heikkeneminen suhteessa euroon on johtanut näiden saamisten euroarvon merkittävään laskuun (katso kirjanpitoperiaatteiden kohdat ”Kulta ja valuuttamääräiset erät” ja ”Tuloslaskelmaan kirjaamisen periaatteet”).

### 3 EUROMÄÄRÄISET SAAMISET EUROALUEEN ULKOPUOLELTA

Nämä saamiset koostuivat 31.12.2004 pankkitalletuksista euroalueen ulkopuolelle.

### 4 MUUT EUROMÄÄRÄISET SAAMISET EUROALUEEN LUOTTOLAITOKSILTA

Nämä saamiset koostuivat 31.12.2004 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. EKP:llä oli 31.12.2004 euroalueen kansallisilta keskuspankeilta 536 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 18).

	2004 €	2003 €
TARGET-maksuihin liittyvät saamiset euroalueen kansallisilta keskuspankeilta	64 024 554 579	49 646 309 854
TARGET-maksuihin liittyvät velat euroalueen kansallisille keskuspankeille	(61 149 859 140)	(45 579 175 620)
TARGET-maksuihin liittyvät nettosaamiset ja -velat	2 874 695 439	4 067 134 234
EKP:n seteleistä saaman tulon jakamiseen ennakkovoitonjakona liittyvät saamiset euroalueen kansallisilta keskuspankeilta/(velat euroalueen kansallisille keskuspankeille)	536 222 885	532 760 169
Muut saamiset eurojärjestelmän sisällä (netto)	3 410 918 324	4 599 894 403

## 6 MUUT SAAMISET

### *Aineellinen käyttöomaisuus*

Käyttöomaisuuteen sisältyivät 31.12.2004 seuraavat pääerät:

	Kirjanpito- arvo (netto) 31.12.2004 €	Kirjanpito- arvo (netto) 31.12.2003 €	Muutos €
Maa-alueet ja rakennukset	135 997 016	54 929 962	81 067 054
ATK-laitteet	43 089 388	45 407 622	(2 318 234)
Koneet, kalusteet, rakennelmat ja moottoriajoneuvot	3 809 292	2 149 813	1 659 479
Rakenteilla oleva omaisuus	3 215 050	23 259 861	(20 044 811)
Muu käyttöomaisuus	1 207 558	3 164 692	(1 957 134)
<b>Yhteensä</b>	<b>187 318 304</b>	<b>128 911 950</b>	<b>58 406 354</b>

Suurin käyttöomaisuuden lisäys erässä ”Maa-alueet ja rakennukset” liittyi

- maa-alueen hankkimiseen EKP:n uusia toimitiloja varten. Pohjahinnaksi oli asetettu ennalta määritellyn rakennuspinta-alan perusteella 61,4 miljoonaa euroa. Maksu tuli suorittaa erissä 31.12.2004 mennessä, ja tuona päivänä omistusoikeuden oli määrä siirtyä EKP:lle. Kauppahinta on nyt maksettu kokonaisuudessaan, ja se on näin ollen kirjattu erään ”Maa-alueet ja rakennukset”, ja
- EKP:n kolmannen toimipaikan aktivoitujen perusparannuskustannusten siirtoihin erästä ”Rakenteilla oleva omaisuus” sen jälkeen, kun omaisuus oli otettu käyttöön.



### **Muu rahoitusomaisuus**

Muuhun rahoitusomaisuuteen kuuluvat seuraavat pääerät:

	2004 €	2003 €	Muutos €
Euromääräiset arvopaperit	5 399 222 333	5 276 052 927	123 169 406
Euromääräiset käänteiset reposopimukset	869 977 933	167 100 400	702 877 533
EKP:n eläkerahastoon liittyvät saamiset	120 243 662	91 727 194	28 516 468
Muu rahoitusomaisuus	38 875 639	38 875 737	(98)
<b>Yhteensä</b>	<b>6 428 319 567</b>	<b>5 573 756 258</b>	<b>854 563 309</b>

- EKP:n omien varojen sijoitukset koostuvat euromääräisistä arvopapereista ja euromääräisistä käänteisistä reposopimuksista (ks. myös kommentti 12).
- EKP:n eläkerahaston sijoitukset arvostettiin 120,2 miljoonaan euroon (91,7 miljoonaa euroa vuonna 2003). Sijoitukset on tehty EKP:n ja EKP:n henkilöstön maksamista eläkemaksuista 31.12.2004 saakka kertyneillä varoilla, ja niitä hallinnoi ulkopuolinen rahastonhoitaja. EKP:n ja eläkejärjestelmään kuuluvan henkilöstön säännölliset eläkemaksut on sijoitettu kuukausittain. Eläkejärjestelmän varoja käsitellään omana tase-eräänään 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.
- EKP:llä on 3 000 Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) osaketta. Osakkeet on kirjattu taseeseen hankintahintaansa 38,5 miljoonaa euroa.

### **Siirtosaamiset ja maksetut ennakot**

Vuonna 2004 tähän erään sisältyy 197 miljoonaa euroa viimeisen vuosineljänneksen korkotuottoja (165 miljoonaa euroa vuonna 2003) EKP:n saamisista, jotka johtuvat euroseteleiden arvon kohdistamisesta eurojärjestelmässä (ks. kirjanpitoperiaatteiden kohta ”Liikkeessä olevat setelit”).

Muilta osin tase-erä sisältää pääasiassa arvopapereiden ja muun rahoitusomaisuuden kertyneitä korkoja.

### **Muut**

Vuonna 2004 tämä erä koostui pääasiassa saamisesta Saksan liittovaltion valtiovarainministeriöltä. Saaminen perustuu hyvitetäviin arvonlisäveroihin ja muihin välillisiin veroihin. Nämä verot on maksettava takaisin Euroopan yhteisöjen erioikeuksista ja vapauksista tehdyn pöytäkirjan 3 artiklan ehtojen mukaisesti; pöytäkirjaa sovelletaan EKP:hen EKPJ:n perussäännön artiklan 40 nojalla.

## **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 ”EKPJ:n/eurojärjestelmän sisäiset saamiset ja velat”).

## 10 VALUUTTAMÄÄRÄISET VELAT EUROALUEELLE JA EUROALUEEN ULKOPUOLELLE

Erä sisältää EKP:n valuuttavarannon hoidon yhteydessä euroalueella ja euroalueen ulkopuolella olevien kanssa tehtyihin reposopimuksiin perustuvia velkoja seuraavasti:

Velat euroalueelle	2004 €	2003 €	Muutos €
Reposopimukset	4 967 080	0	4 967 080

Velat euroalueen ulkopuolelle	2004 €	2003 €	Muutos €
Reposopimukset	1 254 905 957	1 452 432 822	(197 526 865)

## 11 EUROJÄRJESTELMÄN SISÄISET VELAT

Erään sisältyvät EKP:lle siirrettyihin valuuttavarantoihin 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 18).

Koska euroalueen kansallisten keskuspankkien osuus EKP:n merkitystä pääomasta pieni 1.1.2004 ja EKP:n pääoman merkitsemisen jakoperustetta muutettiin 1.5.2004 (ks. kommentti 15), alkuperäistä 40 497 150 000 euron vaadetta tarkistettiin pienemmäksi kahdessa vaiheessa 39 782 265 622 euroon EKP:n neuvoston päätöksillä EKP:n perussäännön artiklan 30.3 mukaisesti. Tällä tarkistuksella luotiin tarpeellinen joustovara/mahdollisuus, jotta eurojärjestelmään tulevaisuudessa liittyvät kansalliset keskuspankit voivat suorittaa valuuttavarantojen siirrot niille EKP:n pääoman merkitsemisen jakoperusteissa määritettyjen osuuksien mukaisesti. Tämän euromääräisen velan pieneminen ei edellyttänyt valuuttavarantojen siirtoja EKP:ltä takaisin kansallisille keskuspankeille.

	31.12.2003 asti €	1.1.– 30.4.2004 €	1.5.2004 alkaan €
Belgian keskuspankki	1 432 900 000	1 414 850 000	1 419 101 951
Saksan keskuspankki	12 246 750 000	11 702 000 000	11 761 707 508
Kreikan keskuspankki	1 028 200 000	1 080 700 000	1 055 840 343
Espanjan keskuspankki	4 446 750 000	4 390 050 000	4 326 975 513
Ranskan keskuspankki	8 416 850 000	8 258 750 000	8 275 330 931
Irlannin keskuspankki	424 800 000	512 700 000	513 006 858
Italian keskuspankki	7 447 500 000	7 286 300 000	7 262 783 715
Luxemburgin keskuspankki	74 600 000	85 400 000	87 254 014
Alankomaiden keskuspankki	2 139 000 000	2 216 150 000	2 223 363 598
Itävallan keskuspankki	1 179 700 000	1 150 950 000	1 157 451 203
Portugalin keskuspankki	961 600 000	1 006 450 000	982 331 062
Suomen Pankki	698 500 000	714 900 000	717 118 926
<b>Yhteensä</b>	<b>40 497 150 000</b>	<b>39 819 200 000</b>	<b>39 782 265 622</b>

## 12 MUUT VELAT

Erä sisältää pääasiassa valuuttavarantojen siirrosta kansallisille keskuspankeille syntyneiden saamisten korkoja (ks. kommentti 11). Eläkerahastoon liittyvät EKP:n vastuut, mukaan lukien aktuaarin raporttiin perustuva varaus (ks. kommentti 13), olivat 148,8 miljoonaa euroa (100,6 miljoonaa euroa vuonna 2003). Erä sisältää myös 200 miljoonan euron arvosta EKP:n omien varojen hoitoon liittyviä avoimia reposopimuksia (ks. kommentti 6) sekä muita siirtovelkoja.

## 13 VARAUKSET

Erään sisältyy eläkkeisiin sekä hyödykkeisiin ja palveluihin liittyviä varauksia sekä varaus, joka kattaa EKP:n vuokrasopimukseen sisälty-

vän velvoitteen saattaa sen nykyiset toimitilat alkuperäiseen kuntoon, kun ne tyhjenevät ja EKP muuttaa uusiin toimitiloihinsa.

#### 14 ARVONMUUTOSTILIT

Arvonmuutostilit sisältävät saamisista ja veloista kirjatut realisoitumattomat voitot.

	2004 €	2003 €	Muutos €
Kulta	1 853 957 106	2 070 968 381	(217 011 275)
Valuutat	0	1 901	(1 901)
Arvopaperit	67 160 084	105 493 783	(38 333 699)
<b>Yhteensä</b>	<b>1 921 117 190</b>	<b>2 176 464 065</b>	<b>(255 346 875)</b>

#### 15 PÄÄOMA JA RAHASTOT

##### Pääoma

##### a) EKP:n pääoman jakoperusteeseen tehdyt muutokset

EKP: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. EKP:n pääoman merkitsemisen jakoperustetta muutettiin seuraavan kerran 1.5.2004, jolloin 10 uutta valtiota liittyi Euroopan unioniin. Euroopan keskuspankin pääoman merkintään sovellettavan jakoperusteen määrittämiseksi tarvittavista tilastotiedoista 15 päivänä heinäkuuta 2003 tehdyn neuvoston päätöksen mukaan kansallisten keskuspankkien merkitsemän EKP:n pääoman jakoperustetta tarkistettiin 1.1.2004 ja 1.5.2004 seuraavasti:

	31.12.2003 asti %	1.1.– 30.4.2004 %	1.5.2004 alkaan %
Belgian keskuspankki	2,8658	2,8297	2,5502
Saksan keskuspankki	24,4935	23,4040	21,1364
Kreikan keskuspankki	2,0564	2,1614	1,8974
Espanjan keskuspankki	8,8935	8,7801	7,7758
Ranskan keskuspankki	16,8337	16,5175	14,8712
Irlannin keskuspankki	0,8496	1,0254	0,9219
Italian keskuspankki	14,8950	14,5726	13,0516
Luxemburgin keskuspankki	0,1492	0,1708	0,1568
Alankomaiden keskuspankki	4,2780	4,4323	3,9955
Itävallan keskuspankki	2,3594	2,3019	2,0800
Portugalin keskuspankki	1,9232	2,0129	1,7653
Suomen Pankki	1,3970	1,4298	1,2887
<b>Euroalueen kansalliset keskuspankit yhteensä</b>	<b>80,9943</b>	<b>79,6384</b>	<b>71,4908</b>
Tšekin keskuspankki	0,0000	0,0000	1,4584
Tanskan keskuspankki	1,6709	1,7216	1,5663
Eestin keskuspankki	0,0000	0,0000	0,1784
Kyproksen keskuspankki	0,0000	0,0000	0,1300
Latvian keskuspankki	0,0000	0,0000	0,2978
Liettuan keskuspankki	0,0000	0,0000	0,4425
Unkarin keskuspankki	0,0000	0,0000	1,3884

	31.12.2003 asti %	1.1.– 30.4.2004 %	1.5.2004 alkaen %
Maltan keskuspankki	0,0000	0,0000	0,0647
Puolan keskuspankki	0,0000	0,0000	5,1380
Slovenian keskuspankki	0,0000	0,0000	0,3345
Slovakian keskuspankki	0,0000	0,0000	0,7147
Ruotsin keskuspankki	2,6537	2,6636	2,4133
Englannin pankki	14,6811	15,9764	14,3822
<i>Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden kansalliset keskuspankit yhteensä</i>	<i>19,0057</i>	<i>20,3616</i>	<i>28,5092</i>
<b>Kaikki kansalliset keskuspankit yhteensä</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>	<b>100,0000</b>

#### **b) EKP:n pääoma**

Kun (osuutensa täysimääräisinä maksavien) euroalueen kansallisten keskuspankkien osuus EKP:n 5 miljardin euron pääomasta pieneni yhteensä 1,3559 %, niiden osuus EKP:n merkitystä pääomasta pieneni 4 049 715 000 eurosta 3 981 920 000 euroon 1.1.2004. Kymmenen uuden valtion liittyttyä Euroopan unioniin 1.5.2004 tämä osuus pieneni edelleen 3 978 226 562 euroon.

EKPJ:n perussääntöön lisättiin liittymissopimuksessa artikla 49.3, jonka mukaan EKP:n merkitty pääoma lisääntyy tulevaisuudessa automaattisesti aina, kun EU:hun liittyy uusia jäsenvaltioita ja niiden kansalliset keskuspankit liittyvät EKPJ:hin. Lisäys lasketaan kertomalla kulloinenkin merkityn pääoman määrä (tällä hetkellä 5 miljardia euroa) EKPJ:hin liittyvien kansallisten keskuspankkien osuuksien ja EKPJ:hin jo kuuluvien kansallisten keskuspankkien uusien osuuksien suhteella. EKP:n merkityn pääoman määrä kasvoi siten 5,565 miljardiin euroon 1.5.2004.

Euroalueen ulkopuolisten 13 EU-maan keskuspankkien tulee osallistua EKP:n toimintakuluihin maksamalla vähimmäisprosentti merkitystä pääomasta. 1.5.2004 tämä vähimmäisprosentti nostettiin 5 prosentista 7 prosenttiin. Tuona päivänä myös kymmenen uuden euroalueen ulkopuolisen EU-maan keskuspankin maksamat vähimmäisprosentit sisältänyt summa oli yhteensä 111 050 988 euroa. Toisin kuin euroalueen keskuspankeilla, euroalueen ulkopuolisten EU-maiden keskuspankeilla ei ole oikeutta osuuksiin EKP:n jakokelpoisesta voitosta eikä ennakkovoitonjakona jaettavaan euroseteleiden arvon kohdistamisesta johtuvaan tuottoon. Ne eivät myöskään ole velvollisia kattamaan EKP:n mahdollisia tappioita.

Edellä mainitut kolme seikkaa vaikuttivat yhteensä niin, että maksettu pääoma pieneni ensin 4 097 229 250 eurosta (31.12.2003) 4 032 824 000 euroon (1.1.2004) ja kasvoi sitten 4 089 277 550 euroon 1.5.2004, kuten alla olevasta taulukosta käy ilmi.

	Merkitty pääoma 31.12.2003 asti €	Maksettu pääoma 31.12.2003 asti €	Merkitty pääoma 1.1.– 30.4.2004 €	Maksettu pääoma 1.1.– 30.4.2004 €	Merkitty pääoma 1.5.2004 <sup>1)</sup> alkaen €	Maksettu pääoma 1.5.2004 alkaen €
Belgian keskuspankki	143 290 000	143 290 000	141 485 000	141 485 000	141 910 195	141 910 195
Saksan keskuspankki	1 224 675 000	1 224 675 000	1 170 200 000	1 170 200 000	1 176 170 751	1 176 170 751
Kreikan keskuspankki	102 820 000	102 820 000	108 070 000	108 070 000	105 584 034	105 584 034
Espanjan keskuspankki	444 675 000	444 675 000	439 005 000	439 005 000	432 697 551	432 697 551
Ranskan keskuspankki	841 685 000	841 685 000	825 875 000	825 875 000	827 533 093	827 533 093
Irlannin keskuspankki	42 480 000	42 480 000	51 270 000	51 270 000	51 300 686	51 300 686
Italian keskuspankki	744 750 000	744 750 000	728 630 000	728 630 000	726 278 371	726 278 371
Luxemburgin keskuspankki	7 460 000	7 460 000	8 540 000	8 540 000	8 725 401	8 725 401
Alankomaiden keskuspankki	213 900 000	213 900 000	221 615 000	221 615 000	222 336 360	222 336 360
Itävallan keskuspankki	117 970 000	117 970 000	115 095 000	115 095 000	115 745 120	115 745 120
Portugalin keskuspankki	96 160 000	96 160 000	100 645 000	100 645 000	98 233 106	98 233 106
Suomen Pankki	69 850 000	69 850 000	71 490 000	71 490 000	71 711 893	71 711 893
<b><i>Euroalueen kansalliset keskuspankit yhteensä</i></b>	<b>4 049 715 000</b>	<b>4 049 715 000</b>	<b>3 981 920 000</b>	<b>3 981 920 000</b>	<b>3 978 226 562</b>	<b>3 978 226 562</b>
Tšekin keskuspankki	0	0	0	0	81 155 136	5 680 860
Tanskan keskuspankki	83 545 000	4 177 250	86 080 000	4 304 000	87 159 414	6 101 159
Eestin keskuspankki	0	0	0	0	9 927 370	694 916
Kyproksen keskuspankki	0	0	0	0	7 234 070	506 385
Latvian keskuspankki	0	0	0	0	16 571 585	1 160 011
Liettuan keskuspankki	0	0	0	0	24 623 661	1 723 656
Unkarin keskuspankki	0	0	0	0	77 259 868	5 408 191
Maltan keskuspankki	0	0	0	0	3 600 341	252 024
Puolan keskuspankki	0	0	0	0	285 912 706	20 013 889
Slovenian keskuspankki	0	0	0	0	18 613 819	1 302 967
Slovakian keskuspankki	0	0	0	0	39 770 691	2 783 948
Ruotsin keskuspankki	132 685 000	6 634 250	133 180 000	6 659 000	134 292 163	9 400 451
Englannin pankki	734 055 000	36 702 750	798 820 000	39 941 000	800 321 860	56 022 530
<b><i>Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden kansalliset keskuspankit yhteensä</i></b>	<b>950 285 000</b>	<b>47 514 250</b>	<b>1 018 080 000</b>	<b>50 904 000</b>	<b>1 586 442 685</b>	<b>111 050 988</b>
<b>Kaikki kansalliset keskuspankit yhteensä</b>	<b>5 000 000 000</b>	<b>4 097 229 250</b>	<b>5 000 000 000</b>	<b>4 032 824 000</b>	<b>5 564 669 247</b>	<b>4 089 277 550</b>

1) Yksittäiset summat on pyöristetty lähimpään euroon. Pyöristysten vuoksi loppusummat eivät välttämättä täsmää.

### **Rahastot**

Tämän erän muodostaa EKP:n perussäännön artiklan 33 nojalla perustettu EKP:n yleisrahasto.

## **TASEEN ULKOPUOLISET ERÄT**

### **16 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 käänteisoperaatioita oli avoinna 31.12.2004 yhteisarvoltaan 1 miljardi euroa (0,4 miljardia euroa vuonna 2003) (ks. kirjjanpitoperiaatteiden kohta ”Käänteisoperaatiot”).

### **17 KORKOFUTUURIT**

Vuonna 2004 EKP:n valuuttavarannon hoidon yhteydessä käytettiin valuuttamääräisiä korkofutuuureja. Seuraavat sopimukset olivat avoinna 31.12.2004 (nimellisarvo):

Valuuttamääräiset korkofutuurit	Sopimusarvo €
Ostot	1 077 349 366
Myynnit	91 770 061

## TULOSLASKELMAN KOMMENTIT

### 18 KORKOKATE

#### *Korkotuotot valuuttavarannosta*

Tähän erään sisältyy valuuttamääräisistä saamisista ja veloista kertyneiden korkotuottojen ja -kulojen erotus seuraavasti:

	2004 €	2003 €	Muutos €
Korkotuotot sekkitileistä	3 744 188	3 679 287	64 901
Tuotot rahamarkkinatalletuksista	49 854 512	45 699 455	4 155 057
Käänteiset reposopimukset	63 759 141	66 206 740	(2 447 599)
Nettotuotot arvopapereista	317 073 827	445 357 205	(128 283 378)
<b>Korkotuotot valuuttavarannosta yhteensä</b>	<b>434 431 668</b>	<b>560 942 687</b>	<b>(126 511 019)</b>
Korkokulut sekkitileistä	(32 020)	(73 292)	41 272
Reposopimukset	(11 947 990)	(19 575 020)	7 627 030
Muut korkokulut (netto)	(32 960)	0	(32 960)
<b>Korkotuotot valuuttavarannosta (netto)</b>	<b>422 418 698</b>	<b>541 294 375</b>	<b>(118 875 677)</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 31.12.2004 päättyneen tilikauden tuloksen perusteella EKP:n neuvosto päätti joulukuussa 2004

- kerätä takaisin kansallisille keskuspankeille ennakkoon kolmena vuosineljänneksenä jo jaetut voitot, yhteensä 536 miljoonaa euroa
- jättää jakamatta ennakkoon viimeisen vuosineljänneksen voiton, joka oli 197 miljoonaa euroa.

#### *Valuuttavarantojen siirtoihin liittyvä kansallisten keskuspankkien saamisen korko*

EKP:n maksamat korot euroalueen kansallisten keskuspankkien saamisille, jotka perustuvat valuuttavarantojen siirtoon EKPJ:n perussääntönsä artiklan 30.1 nojalla, on ilmoitettu tässä erässä.

#### *Muut korkotuotot ja Muut korkokulut*

Näihin eriin sisältyvät TARGET-maksuihin liittyvistä saamisista ja veloista sekä muista euromääräisistä saamisista ja veloista kertyneet korkotuotot ja -kulut.

Matala koti- ja ulkomainen korkotasoa vaikutti edelleen korkokatteeseen vuonna 2004.

### 19 RAHOITUSTOIMINNAN REALISOITUNEET VOITOT/TAPPIOT

Rahoitustoiminnan realisoituneet nettovoitot vuonna 2004 voidaan esittää seuraavasti:

	2004 €	2003 €	Muutos €
Arvopapereiden hintojen muutoksesta aiheutuneet realisoituneet nettovoitot	94 643 135	528 606 147	(433 963 012)
Realisoituneet valuuttakurssivoitot/(tappiot) (netto)	41 402 675	(3 345 525)	44 748 200
<b>Rahoitustoiminnan realisoituneet voitot</b>	<b>136 045 810</b>	<b>525 260 622</b>	<b>(389 214 812)</b>

## 20 RAHOITUSOMAISUUDEN JA ARVOPAPERIPOSITIOIDEN ARVONALENNUKSET

	2004 €	2003 €	Muutos €
Arvopaperien hintojen muutoksesta aiheutuneet realisoitumattomat nettotappiot	(28 485 006)	(10 349 709)	(18 135 297)
Realisoitumattomat valuuttakurssitappiot	(2 064 800 103)	(3 962 339 851)	1 897 539 748
<b>Yhteensä</b>	<b>(2 093 285 109)</b>	<b>(3 972 689 560)</b>	<b>1 879 404 451</b>

Arvonalennukset johtuivat pääasiassa siitä, että EKP:n Yhdysvaltain dollarin määräisten varantojen keskimääräistä hankintahintaa alennettiin vastaamaan vuoden lopun vaihtokurssia 31.12.2004, koska dollari oli vuoden aikana heikentynyt suhteessa euroon.

## 21 NETTOKULUT TOIMITUSMAKSUISTA JA PALKKIOISTA

	2004 €	2003 €	Muutos €
Tuotot toimitusmaksuista ja palkkioista	297 964	700 271	(402 307)
Toimitusmaksu- ja palkkiokulut	(559 481)	(763 737)	204 256
<b>Nettokulut toimitusmaksuista ja palkkioista</b>	<b>(261 517)</b>	<b>(63 466)</b>	<b>(198 051)</b>

Tässä erässä tuottoja syntyi pääasiassa sakkokoroista, joita perittiin vähimmäisvarantovelvoitteensa laiminlyönneiltä luottolaitoksilta. Kulut liittyivät etupäässä sekkitilien toimitusmaksuihin valuuttamääräisten korkofutuurien yhteydessä (ks. taseen kommentti 17).

## 22 MUUT TUOTOT

Muita sekalaisia tuottoja kertyi tilivuonna pääasiassa käyttämättömien hallinnollisten varustusten siirtämisestä tuloslaskelmaan. Vuodesta 2004 alkaen tähän erään sisältyvät myös EU:n kymmenen uuden jäsenvaltion keskuspankkien osuudet paikallisista vuotuisista palvelumaksuista, jotka keskuspankkien on maksettava, kun ne on kytketty EKPJ:n turvalliseen tietotekniseen infrastruktuuriin. Tämän infrastruktuurin kustannuksista vastaa aluksi EKP.

Kunkin kansallisen keskuspankin maksuvelvollisuus päättyy, kun kyseinen jäsenvaltio liittyy euroalueeseen.

## 23 HENKILÖSTÖKULUT

Tämä erä sisältää palkkoja, palkkioita ja työnantajan sairaus- ja tapaturmavakuutusmaksuja, joiden määrä oli 120,0 miljoonaa euroa (vuonna 2003 vastaava luku oli 108,2 miljoonaa euroa) sekä työnantajan eläkemaksuja EKP:n eläkejärjestelmään. EKP:n johtokunnan palkat olivat yhteensä 2,1 miljoonaa euroa (2,0 miljoonaa euroa vuonna 2003). 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.

Tämän erän lisäys vuonna 2004 johtuu pääasiassa eläkerahastoon liittyvien EKP:n vastuiden lisääntymisestä, joka perustuu aktuaarin laskelmiin (ks. myös kommentti 24).



Vuoden 2004 lopussa EKP:n palveluksessa oli 1 309 henkilöä, joista 131 oli esimiestehtävissä. Työntekijöiden määrä muuttui vuonna 2004 seuraavasti:

	2004	2003
1.1.	1 213	1 105
Uudet työntekijät	137	149
Irtisanoutuneet	41	41
31.12.	1 309	1 213
Työntekijöiden määrä keskimäärin	1 261	1 160

## 24 EKP:N ELÄKEJÄRJESTELMÄ

EKP:n eläkejärjestelmän säännöt edellyttävät, että eläkevastuu arvioidaan vakuutusmatemaattisesti kerran kolmessa vuodessa. Kattava vakuutusmatemaattinen arvio tehtiin viimeksi 31.12.2003, 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 41,1 miljoonaa euroa (21,7 miljoonaa euroa vuonna 2003). Tähän määrään sisältyivät 1,8 miljoonan euron suuruinen varaus johtokunnan jäsenille maksettavia eläkkeitä varten (1,9 miljoonaa euroa vuonna 2003) sekä lisämaksut. Tulevaisuudessa EKP:n on maksettava eläkejärjestelmään 16,5 % koko henkilöstön eläkkeeseen oikeuttavista ansioista.

## 25 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.

## 26 SETELEIDEN TUOTANTO

Vuonna 2004, samoin kuin vuonna 2003, tähän erään sisältyivät euroseteleiden kuljetuskustannukset, jotka aiheutuivat seteleiden siirtämisestä kansallisesta keskuspankista toiseen odottamattomien kysyntävaihtelujen kattamiseksi. Näistä kustannuksista vastaa EKP.

# SELVITYS TAPPIOIDEN JAKAMISESTA

*Tämä selvitys ei ole osa EKP:n tilinpäätöstä vuodelta 2004. Selvitys julkaistaan vuosikertomuksessa vain lisätietona.*

## TULOT SETELIEN LIIKKEESEENLASKUSTA

EKP:n neuvoston päätöksen mukaisesti EKP jättää jakamatta voittoja 733 miljoonan euron arvosta varmistaakseen, ettei voitonjaon kokonaismäärä ylitä EKP:n nettovoittoja kyseisenä vuonna. Summa sisältää kokonaisuudessaan EKP:n osuuden liikkeeseen laskettujen eurosetelien kokonaisarvosta vuonna 2004.

## EKP:N TAPPIOIDEN KATTAMINEN

EKPJ:n perussäännön 33.2 artiklassa todetaan, että jos EKP:n tulos on tappiollinen, tappio katetaan EKP:n yleisrahastosta ja tarvittaessa 32.5 artiklan<sup>1</sup> mukaisesti EKP:n neuvoston päätöksellä kyseisen tilikauden rahoitustulolla suhteessa kansallisille keskuspankeille kohdennettuun määrään ja enintään tähän määrään asti.

EKP:n neuvosto päätti 11.3.2005, että 31.12.2004 päättyneen tilikauden tappiot katetaan seuraavasti:

	2004 €	2003 €
Tilikauden tappio	(1 636 028 702)	(476 688 785)
Siirrot yleisrahastosta	296 068 424	476 688 785
Siirrot yhteenlasketusta rahoitustulosta	1 339 960 278	0
Yhteensä	0	0

<sup>1</sup> EKPJ:n perussäännön 32.5 artiklan 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 2004 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 katsomaamme tilintarkastukseen.

Mielestämme tämä tilinpäätös, joka on laadittu Euroopan keskuspankin tilinpäätöksen kommenttien alkuosassa selostettujen kirjanpitoperiaatteiden mukaisesti, antaa riittävät ja oikeat tiedot Euroopan keskuspankin taloudellisesta tilasta 31.12.2005 ja sen toiminnan tuloksista tuolloin päättyneenä vuonna.

Frankfurt am Mainissa 4.3.2005

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  
stelv. 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

## 31.12.2004

(MILJ. EUROA)

VASTAAVAA	31.12.2004	31.12.2003
<b>1 Kulta ja kultasaamiset</b>	<b>125 730</b>	<b>130 344</b>
<b>2 Valuuttamääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta</b>	<b>153 856</b>	<b>175 579</b>
2.1 Saamiset IMF:ltä	23 948	29 130
2.2 Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja muut valuuttamääräiset saamiset	129 908	146 449
<b>3 Valuuttamääräiset saamiset euroalueelta</b>	<b>16 974</b>	<b>17 415</b>
<b>4 Euromääräiset saamiset euroalueen ulkopuolelta</b>	<b>6 849</b>	<b>6 049</b>
4.1 Pankkitalletukset, arvopaperisijoitukset ja lainat	6 849	6 049
4.2 ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat saamiset	0	0
<b>5 Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset luotot euroalueen luottolaitoksille</b>	<b>345 112</b>	<b>298 163</b>
5.1 Perusrahoitusoperaatiot	270 000	253 001
5.2 Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	75 000	45 000
5.3 Käänteiset hienosäätöoperaatiot	0	0
5.4 Käänteiset rakenteelliset operaatiot	0	0
5.5 Maksuvalmiusluotot	109	134
5.6 Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät luotot	3	28
<b>6 Muut euromääräiset saamiset euroalueen luottolaitoksilta</b>	<b>3 763</b>	<b>729</b>
<b>7 Euromääräiset arvopaperit euroalueelta</b>	<b>70 244</b>	<b>54 466</b>
<b>8 Euromääräiset saamiset julkisyhteisöiltä</b>	<b>41 317</b>	<b>42 686</b>
<b>9 Muut saamiset</b>	<b>120 479</b>	<b>109 365</b>
<b>Vastaavaa yhteensä</b>	<b>884 324</b>	<b>834 796</b>

Pyöritysten vuoksi yhteenlaskut eivät välttämättä täsmää.

## VASTATTAVAA

31.12.2004

31.12.2003

<b>1 Liikkeessä olevat setelit</b>	<b>501 256</b>	<b>436 128</b>
<b>2 Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille</b>	<b>138 735</b>	<b>147 328</b>
2.1 Sekkitilit (ml. vähimmäisvarantotalletukset)	138 624	147 247
2.2 Talletusmahdollisuus	106	80
2.3 Määräaikaistalletukset	0	0
2.4 Käänteiset hienosäätöoperaatiot	0	0
2.5 Vakuuksien muutospyyntöihin liittyvät talletukset	5	1
<b>3 Muut euromääräiset velat euroalueen luottolaitoksille</b>	<b>126</b>	<b>257</b>
<b>4 Liikkeeseen lasketut sijoitustodistukset</b>	<b>0</b>	<b>1 054</b>
<b>5 Euromääräiset velat muille euroalueella oleville</b>	<b>42 187</b>	<b>39 865</b>
5.1 Julkisyhteisöt	35 968	34 106
5.2 Muut	6 219	5 759
<b>6 Euromääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b>	<b>10 912</b>	<b>10 279</b>
<b>7 Valuuttamääräiset velat euroalueelle</b>	<b>247</b>	<b>499</b>
<b>8 Valuuttamääräiset velat euroalueen ulkopuolelle</b>	<b>10 679</b>	<b>11 205</b>
8.1 Talletukset ja muut velat	10 679	11 205
8.2 ERM II:n luottojärjestelyihin perustuvat velat	0	0
<b>9 Myönnettyjen erityisten nosto-oikeuksien vastaerä</b>	<b>5 573</b>	<b>5 761</b>
<b>10 Muut velat</b>	<b>51 791</b>	<b>54 757</b>
<b>11 Arvonmuutostilit</b>	<b>64 581</b>	<b>67 819</b>
<b>12 Pääoma ja rahastot</b>	<b>58 237</b>	<b>59 844</b>
<b>Vastattavaa yhteensä</b>	<b>884 324</b>	<b>834 796</b>



**LIITTEET**



## LIITTEET

### EUROOPAN KESKUSPANKIN ANTAMAT SÄÄDÖKSET

Tässä luettelossa ovat EKP:n vuonna 2004 ja vuoden 2005 alussa antamat säädökset, jotka on julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä. Virallisen lehden numeroita on saatavissa Euroopan yhteisöjen virallisten julkaisujen toimistosta.

EKP:n www-sivustossa on luettelo kaikista säädöksistä, jotka EKP on antanut perustamisensa jälkeen ja jotka on julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä.

Numero	Nimi	Julkaisu
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, s. 29
EKP/2004/2	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 19 päivänä helmikuuta 2004, Euroopan keskuspankin työjärjestyksen hyväksymisestä	EUVL L 80, 18.3.2004, s. 33
EKP/2004/3	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 4 päivänä maaliskuuta 2004, Euroopan keskuspankin asiakirjojen saamisesta yleisön tutustuttavaksi	EUVL L 80, 18.3.2004, s. 42
EKP/2004/4	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 21 päivänä huhtikuuta 2004, Euroopan laajuisesta automatisoidusta reaaliaikaisesta bruttomaksujärjestelmästä (TARGET) annettujen suuntaviivojen EKP/2001/3 muuttamisesta	EUVL L 205, 9.6.2004, s. 1
EKP/2004/5	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 22 päivänä huhtikuuta 2004, kansallisten keskuspankkien prosenttiosuuksista Euroopan keskuspankin pääoman merkitsemisen jakoperusteessa	EUVL L 205, 9.6.2004, s. 5
EKP/2004/6	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 22 päivänä huhtikuuta 2004, Euroopan keskuspankin pääoman maksamisen edellyttämistä rahaliittoon osallistuvien jäsenvaltioiden kansallisia keskuspankkeja koskevista toimenpiteistä	EUVL L 205, 9.6.2004, s. 7
EKP/2004/7	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 22 päivänä huhtikuuta 2004, kansallisten keskuspankkien keskinäisiä Euroopan keskuspankin pääoman osuuksien siirtoja ja maksetun pääoman tarkistamista koskevien yksityiskohtaisten sääntöjen vahvistamisesta	EUVL L 205, 9.6.2004, s. 9
EKP/2004/8	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 22 päivänä huhtikuuta 2004, toimenpiteistä, joita EKP:n kertyneen oman pääoman arvon osuuksien maksaminen, siirrettyjä valuuttavarantoja vastaavien kansallisten keskuspankkien saatavien tarkistaminen sekä näihin liittyvät rahoitukselliset seikat edellyttävät	EUVL L 205, 9.6.2004, s. 13

Numero	Nimi	Julkaisu
EKP/2004/9	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 22 päivänä huhtikuuta 2004, euroseteleiden liikkeeseenlaskusta 6 päivänä joulukuuta 2001 tehdyn päätöksen EKP/2001/15 muuttamisesta	EUVL L 205, 9.6.2004, s. 17
EKP/2004/10	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 23 päivänä huhtikuuta 2004, Euroopan keskuspankin pääoman maksamisen edellyttämistä rahaliittoon osallistumattomien jäsenvaltioiden kansallisia keskuspankkeja koskevista toimenpiteistä	EUVL L 205, 9.6.2004, s. 19
EKP/2004/11	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 3 päivänä kesäkuuta 2004, petosten, lahjonnan ja Euroopan yhteisöjen taloudellisia etuja vahingoittavan muun laittoman toiminnan torjuntaan liittyvien Euroopan petostentorjuntaviraston Euroopan keskuspankkia koskevien tutkimusten ehdoista ja edellytyksistä sekä Euroopan keskuspankin henkilöstöä koskevien palvelussuhteen ehtojen muuttamisesta	EUVL L 230, 30.6.2004, s. 56
EKP/2004/12	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 17 päivänä kesäkuuta 2004, Euroopan keskuspankin yleisneuvoston työjärjestyksen hyväksymisestä	EUVL L 230, 30.6.2004, s. 61
EKP/2004/13	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 1 päivänä heinäkuuta 2004, eurojärjestelmän euromääräisten varannonhoitopalvelujen tarjoamisesta Euroopan unionin ulkopuolisten maiden keskuspankeille, Euroopan unionin ulkopuolisille maille sekä kansainvälisille järjestöille	EUVL L 241, 13.7.2004, s. 68
EKP/2004/14	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 9 päivänä heinäkuuta 2004, vuonna 2004 liikkeeseen laskettavien metallirahojen määrän hyväksymisestä 28 päivänä marraskuuta 2003 tehdyn päätöksen EKP/2003/15 muuttamisesta	EUVL L 248, 22.7.2004, s. 14
EKP/2004/15	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 16 päivänä heinäkuuta 2004, maksutasetta, ulkomaista varallisuusasemaa ja valuuttavarantoasetelmaa koskevista Euroopan keskuspankin tilastovaatimuksista	EUVL L 354, 30.11.2004, s. 34
EKP/2004/16	Euroopan keskuspankin suositus, annettu 16 päivänä heinäkuuta 2004, maksutasetta, ulkomaista varallisuusasemaa ja valuuttavarantoasetelmaa koskevista Euroopan keskuspankin tilastovaatimuksista	EUVL C 292, 30.11.2004, s. 21
EKP/2004/17	Euroopan keskuspankin suositus, annettu 30 päivänä heinäkuuta 2004, Euroopan unionin neuvostolle Banca d'Italian ulkopuolisista tilintarkastajista	EUVL C 202, 10.8.2004, s. 1

Numero	Nimi	Julkaisu
EKP/2004/18	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 16 päivänä syyskuuta 2004, euroseteleiden hankinnasta	EUVL L 320, 21.10.2004, s. 21
EKP/2004/19	Euroopan keskuspankin päätös, tehty 14 päivänä joulukuuta 2004, vuonna 2005 liikkeeseen laskettavien metallirahojen määrän hyväksymisestä	EUVL 379, 24.12.2004, s. 107
EKP/2004/20	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 16 päivänä joulukuuta 2004, eurojärjestelmän euromääräisten varannonhoitopalvelujen tarjoamisesta Euroopan unionin ulkopuolisten maiden keskuspankeille, Euroopan unionin ulkopuolisille maille sekä kansainvälisille järjestöille 1 päivänä heinäkuuta 2004 annettujen suuntaviivojen EKP/2004/13 muuttamisesta	EUVL L 385, 29.12.2004, s. 85
EKP/2004/21	Euroopan keskuspankin asetus, annettu 16 päivänä joulukuuta 2004, rahalaitossektorin konsolidoidusta taseesta annetun asetuksen EKP/2001/13 ja korkotilastoista, jotka koskevat rahalaitosten soveltamia kotitalouksien ja yritysten talletus- ja lainakorkoja, annetun asetuksen EKP/2001/18 muuttamisesta	EUVL L 371, 18.12.2004, s. 42
EKP/2005/1	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 21 päivänä tammi-kuuta 2005, Euroopan laajuisesta automatisoidusta reaaliaikaisesta bruttomaksujärjestelmästä (TARGET) annettujen suuntaviivojen EKP/2001/3 muuttamisesta	EUVL L 30, 3.2.2005, s. 21
EKP/2005/2	Euroopan keskuspankin suuntaviivat eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä annettujen suuntaviivojen EKP/2000/7 muuttamisesta	Ei vielä julkaistu Euroopan unionin virallisessa lehdessä
EKP/2005/3	Euroopan keskuspankin suositus Euroopan unionin neuvostolle, annettu 11 päivänä helmikuuta 2005 Banco de Portugalin ulkopuolisista tilintarkastajista	EUVL C 50, 26.2.2005, s. 6
EKP/2005/4	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 15 päivänä helmikuuta 2005, tietyistä raha- ja pankkitilastotietoihin liittyvistä Euroopan keskuspankin tiedonantovaatimuksista ja kansallisten keskuspankkien tiedonantomenettelyistä 6 päivänä helmikuuta 2003 annettujen suuntaviivojen EKP/2003/2 muuttamisesta	Ei vielä julkaistu
EKP/2005/5	Euroopan keskuspankin suuntaviivat, annettu 17 päivänä helmikuuta 2005, tilastoihin liittyvistä Euroopan keskuspankin tiedonantovaatimuksista ja menettelyistä julkisyhteisöjen rahoitustilinpitoa koskevien tilastotietojen vaihtoa varten EKPJ:n sisällä	Ei vielä julkaistu

## EUROOPAN KESKUSPANKIN ANTAMAT LAUSUNNOT

Tässä luettelossa ovat lausunnot, jotka EKP on vuonna 2004 ja vuoden 2005 alussa antanut perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 4, EKPJ:n perussäännön artiklan 4, perustamissopimuksen artiklan 112 kohdan 2b ja

EKPJ:n perussäännön artiklan 11.2 mukaisesti. EKP:n www-sivustossa 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>	Pyytäjä	Aihe
CON/2004/1	Suomi	Suomen Pankin taloudelliseen asemaan vaikuttavat toimet ja sen norminantovaltaa koskevat säännökset
CON/2004/2	Ruotsi	Rahalaitosten velvollisuus toimittaa raha- ja pankkitilastoja
CON/2004/3	Luxemburg	Arvopaperistamistransaktioihin sovellettavan erityislainsäädännön antaminen
CON/2004/5	Itävalta	Finanssiryhmittymän lisävalvonta
CON/2004/6	Ranska	Banque de Francen kurssitappioiden kattaminen
CON/2004/8	Ranska	Euroseteleiden ja kolikoiden kiertoon palauttamista koskeva lainsäädäntö
CON/2004/9	Belgia	Luottolaitosten, selvitysyhtiöiden ja sijoituspalveluyritysten maksukyvyttömyys- ja konkurssimenettely
CON/2004/15	Ranska	Jälkimarkkinakelpoiset velkapaperit
CON/2004/16	Italia	Talletusten suoja
CON/2004/17	Ruotsi	Vanhojen seteleiden ja metallirahojen laillisen maksuvälineaseman lakkauttaminen
CON/2004/18	Portugali	Luottolaitosten tervehdyttämis- ja likvidaatiomenettely
CON/2004/20	Ranska	Luottolaitosten myöntämät indekseihin sidotut lainat
CON/2004/21	Alankomaat	Rahoitussektorin valvonta
CON/2004/22	Ranska	Rahoitusinstrumenttien omistusoikeuden siirtäminen
CON/2004/23	Saksa	Kotimaassa ja ulkomailla asuvien välisten taloustoimien tilastointiin liittyvä tiedonantovelvollisuus

<sup>1</sup> EKP:n neuvosto päätti joulukuussa 2004, että kaikki kansallisten viranomaisten pyynnöstä annetut EKP:n lausunnot julkaistaan yleensä EKP:n verkkosivuilla heti, kun ne on hyväksytty ja toimitettu konsultaatiota pyytäneelle kansalliselle viranomaiselle.

<sup>2</sup> Konsultaatiot on numeroitu siinä järjestyksessä, jossa ne on hyväksytty EKP:n neuvostossa.

N:o1	Pyytäjä	Aihe
CON/2004/24	Itävalta	Palvelujen tuontia ja vientiä koskevien tilastotietojen kerääminen
CON/2004/25	Viro	Sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoiden sääntelyviranomaiset
CON/2004/26	Itävalta	Maksutasetta koskevien tietojen antaminen lukuun ottamatta palveluita ja tulonsiirtoja koskevia tietoja
CON/2004/27	Belgia	Rahoitusvakuusjärjestelyt
CON/2004/28	Ruotsi	Liikkeessä olevat setelit ja kolikot
CON/2004/29	Malta	Maltan vähimmäisvarantosäännöksiä koskeva erivapaus
CON/2004/30	Ranska	Arvopaperistamisrahastoja koskevan lainsäädännön loppuunsaattaminen
CON/2004/31	Slovakia	Slovakian keskuspankin harjoittama rahoitusmarkkinoiden valvonta
CON/2004/33	Unkari	Keskuspankin tilastotietoja koskeva tiedonantovelvollisuus
CON/2004/34	Belgia	Valuuttakaupan vero
CON/2004/35	Unkari	Rahapoliittinen päätöksenteko
CON/2004/36	Tšekki	Vuoden 2005 tilastonselvitykset
CON/2004/37	Tšekki	Sähköisen rahan liikkeeseenlaskijoiden toiminnan aloittaminen
CON/2004/38	Tanska	Vipurahastoja koskevan lainsäädäntö- ja valvontajärjestelmän luominen
CON/2004/39	Espanja	Pienten maksujen selvitysjärjestelmän uusi hallintorakenne
CON/2005/3	Unkari	Käteisen rahan käsittely ja jakelu
CON/2005/5	Malta	Maltan keskuspankin luottolaitoksille asettama tilastointiin liittyvä tiedonantovelvollisuus

**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/2004/4	EU:n neuvosto	Institutionaalisen sektorin mukaan jaotellun, muita kuin rahoitustilejä koskevan neljännesvuositilinpidon laatiminen	EUVL C 42, 18.2.2004, s. 23
CON/2004/7	EU:n neuvosto	EU:n rahoituspalvelualan komiteajärjestelmän uudistaminen siten, että Lamfalussy-menettelyä sovelletaan koko rahoitusalaan	EUVL C 58, 6.3.2004, s. 23
CON/2004/10	EU:n neuvosto	Euron ja euron käyttöön ottavien jäsenvaltioiden valuuttojen väliset muuntokurssit	EUVL C 88, 8.4.2004, s. 20
CON/2004/11	EU:n neuvosto	EKP:n johtokunnan jäsenen nimittäminen	EUVL C 87, 7.4.2004, s. 37
CON/2004/12	EU:n neuvosto	Sopimus valuuttasuhteista Andorran kanssa	EUVL C 88, 8.4.2004, s. 18
CON/2004/13	EU:n neuvosto	Eurometallirahojen kaltaiset mitalit ja rahakkeet	EUVL C 134, 12.5.2004, s.11
CON/2004/14	EU:n neuvosto	Neljännesvuosittainen julkista velkaa koskevien tietojen laatiminen ja toimittaminen	EUVL C 134, 12.5.2004, s. 14
CON/2004/19	EU:n neuvosto	Lyhyen aikavälin tilastot	EUVL C 158, 15.6.2004, s. 3
CON/2004/32	EU:n neuvosto	Sopimusneuvottelujen aloittaminen valuuttasuhteista Andorran kanssa	EUVL C 256, 16.10.2004, s. 9
CON/2005/2	EU:n neuvosto	Rahoitusjärjestelmän käytön rahanpesutarkoituksiin sekä terrorismin rahoitukseen estäminen	EUVL C 40, 17.2.2005, s. 9
CON/2005/4	EU:n neuvosto	Luottolaitoksia ja sijoituspalveluyrityksiä koskeva vakavaraisuussäännöstö	EUVL C 52, 2.3.2005, s. 37

<sup>3</sup> Julkaistu EKP:n verkkosivuilla.

<sup>4</sup> Konsultaatiot on numeroitu siinä järjestyksessä, jossa ne on hyväksytty EKP:n neuvostossa.



# EUROOPAN KESKUSPANKIN JULKAISUJA TAMMIKUUSTA 2004 ALKAEN

Tässä luettelossa on tietoja joistakin Euroopan keskuspankin julkaisemista asiakirjoista tammi-kuusta 2004 alkaen. Working Paper Series -julkaisusarjasta ovat mukana ainoastaan joulukuussa 2004 ja tammi-helmikuussa 2005 ilmestyneet julkaisut. Julkaisut ovat saatavissa maksutta EKP:n tiedotuksesta (Press and Information Division). Tilaukset voi lähettää nimiösivun kääntöpuolella olevaan postiosoitteeseen.

Täydellinen luettelo Euroopan keskuspankin ja Euroopan rahapoliittisen instituutin julkaisemista asiakirjoista löytyy EKP:n kotisivulta (<http://www.ecb.int>).

## **VUOSIKERTOMUS**

Vuosikertomus 2003. Huhtikuu 2004.

## **KUUKAUSIKATSAUKSEN ARTIKKELIT**

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.

Fiscal policy influences on macroeconomic stability and prices. Huhtikuu 2004.

Future developments in the TARGET system. Huhtikuu 2004.

The Barcelona partner countries and their relations with the euro area. Huhtikuu 2004.

The EU economy following the accession of the new Member States. Toukokuu 2004.

The natural real interest rate in the euro area. Toukokuu 2004.

Risk mitigation methods in Eurosystem credit operations. Toukokuu 2004.

Labour productivity developments in the euro area: aggregate trends and sectoral patterns. Heinäkuu 2004.

Accounting for the resilience of the EU banking sector since 2000. Heinäkuu 2004.

The European Constitution and the ECB. Elokuu 2004.

Properties and use of general government quarterly accounts. Elokuu 2004.

Euro banknotes: first years of experience. Elokuu 2004.

Monetary analysis in real time. Lokakuu 2004.

Economic integration in selected regions outside the European Union. Lokakuu 2004.

Oil prices and the euro area economy. Marraskuu 2004.

Extracting information from financial asset prices. Marraskuu 2004.

Developments in the EU framework for financial regulation, supervision and stability. Marraskuu 2004.

The new Basel Capital Accord: main features and implications. Tammikuu 2005.

Financial flows to emerging market economies: changing patterns and recent developments. Tammikuu 2005.

Bank market discipline. Helmikuu 2005.

Initial experience with the changes to the Eurosystem's operational framework for monetary policy implementation. Helmikuu 2005.



Euro area balance of payments and international investment position vis-à-vis main counterparts. Helmikuu 2005.

### **TILASTOTASKUKIRJA**

Saatavissa kuukausittain elokuusta 2003 alkaen.

### **OCCASIONAL PAPER SERIES**

- 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. ja 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/eurodisation: motives, features and policy implications of current cases. Helmikuu 2002.
- 12 Anderton R., di Mauro F. ja Moneta F., Understanding the impact of the external dimension on the euro area: trade, capital flows and other international macroeconomic linkages. Huhtikuu 2004.
- 13 Enria A., Cappiello L., Dierick F., Grittini S., Maddaloni A., Molitor P., Pires F. ja Poloni P., Fair value accounting and financial stability. Huhtikuu 2004.
- 14 Baele L., Ferrando A., Hördahl P., Krylova E. ja Monnet C., Measuring financial integration in the euro area. Toukokuu 2004.
- 15 Ahnert H. ja Kenny G., Quality adjustment of European price statistics and the role for hedonics. Toukokuu 2004.
- 16 Gonzalez F., Haas F., Johannes R., Persson M., Toledo L., Violi R., Wieland M. ja Zins C., Market dynamics associated with credit ratings: a literature review. Kesäkuu 2004.
- 17 Maddaloni A. ja Pain D., Corporate 'excesses' and financial market dynamics. Heinäkuu 2004.
- 18 Geis A., Mehl A. ja Wredenberg S., The international role of the euro: evidence from bonds issued by non-euro area residents. Heinäkuu 2004.
- 19 MPC task force of the ESCB, Sectoral specialisation in the EU: a macroeconomic perspective. Heinäkuu 2004.
- 20 Dierick F., The supervision of mixed financial services groups in Europe. Elokuu 2004.
- 21 Russo D., Hart T., Malaguti M. C. ja Pathanassiou C., Governance of securities clearing and settlement systems. Lokakuu 2004.
- 22 Musso A. ja Westermann T., Assessing potential output growth in the euro area – a growth accounting perspective. Tammikuu 2005.
- 23 Berg J., Van Rixtel A., Ferrando A., de Bondt G. ja Scopel S., The bank lending survey for the euro area. Helmikuu 2005.
- 24 Genre V., Momferatou D. ja Mourre G., Wage diversity in the euro area – an overview of labour cost differentials across industries. Helmikuu 2005.

### **WORKING PAPER SERIES**

- 419 Hallerberg M., Strauch R. ja von Hagen J., The design of fiscal rules and forms of governance in European Union countries. Joulukuu 2004.
- 420 Detken C., Gaspar V. ja Winkler B., On prosperity and posterity: the need for fiscal discipline in a monetary union. Joulukuu 2004.
- 421 Schuknecht L., EU fiscal rules: issues and lessons from political economy. Joulukuu 2004.

- 422 Tujula M. ja Wolswijk G., What determines fiscal balances? An empirical investigation in determinants of changes in OECD budget balances. Joulukuu 2004.
- 423 Loupias C. ja Ricart R., Price setting in France: new evidence from survey data. Joulukuu 2004.
- 424 Breedon F. ja Vitale P., An empirical study of liquidity and information effects of order flow on exchange rates. Joulukuu 2004.
- 425 Ehling P. ja Brito Ramos S., Geographic versus industry diversification: constraints matter. Tammikuu 2005.
- 426 Miller D. P. ja Puthenpurackal J. J., Security fungibility and the cost of capital: evidence from global bonds. Tammikuu 2005.
- 427 Kauko K., Interlinking securities settlement systems: a strategic commitment? Tammikuu 2005.
- 428 Pons-Sanz V., Who benefits from IPO underpricing? Evidence from hybrid bookbuilding offerings. Tammikuu 2005.
- 429 Buch C. M., Driscoll J. C. ja Ostergaard C., Cross-border diversification in bank asset portfolios. Tammikuu 2005.
- 430 Da Rin M., Nicodano G. ja Sembenelli A., Public policy and the creation of active venture capital markets. Tammikuu 2005.
- 431 Calzolari G. ja Loranth G., Regulation of multinational banks: a theoretical inquiry. Tammikuu 2005.
- 432 Chung Cheung Y., de Jong F. ja Rindi B., Trading European sovereign bonds: the microstructure of the MTS trading platforms. Tammikuu 2005.
- 433 Beetsma R. ja Debrun X., Implementing the Stability and Growth Pact: enforcement and procedural flexibility. Tammikuu 2005.
- 434 Aksoy Y. ja León-Ledesma M., Interest rates and output in the long run. Tammikuu 2005.
- 435 Schuknecht L. ja Tanzi V., Reforming public expenditure in industrialised countries: are there trade-offs? Helmikuu 2005.
- 436 Cappiello L. ja Guéné S., Measuring market and inflation risk premia in France and in Germany. Helmikuu 2005.
- 437 Papaioannou E., What drives international bank flows? Politics, institutions and other determinants. Helmikuu 2005.
- 438 Afonso A., Ebert W., Schuknecht L. ja Thöne V., Quality of public finances and growth. Helmikuu 2005.
- 439 Brousseau V. ja Manzanares A., A look at intraday frictions in the euro area overnight deposit market. Helmikuu 2005.
- 440 Castrén O., Estimating and analysing currency options' implied risk-neutral density functions for the largest new EU Member States. Helmikuu 2005.
- 441 Llaudes R., The Phillips curve and long-term unemployment. Helmikuu 2005.
- 442 Monnet C. ja Quintin E., Why do financial systems differ? History matters. Helmikuu 2005.
- 443 Rosati S. ja Secola S., Explaining cross-border large-value payment flows: evidence from TARGET and EURO 1 data. Helmikuu 2005.
- 444 Stracca L. ja al-Nowaihi A., Keeping up with the Joneses, reference dependence, and equilibrium indeterminacy. Helmikuu 2005.
- 445 Ca'Zorzi M., De Santis R. A. ja Zampolli F., Welfare implications of joining a common currency. Helmikuu 2005.
- 446 Baldwin R. E., Skudelny F. ja Taglioni D., Trade effects of the euro: evidence from sectoral data. Helmikuu 2005.
- 447 Castrén O. ja Mazzotta S., Foreign exchange option and returns-based correlation forecasts: evaluation and two applications. Helmikuu 2005.

## MUITA JULKAISUJA

- Assessment of accession countries' securities settlement systems against the standards for the use of EU securities settlement systems in Eurosystem credit operations. Tammikuu 2004.  
EKP:n rahapolitiikka. 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.
- Foreign direct investment task force report. Maaliskuu 2004.
- External evaluation of the economic research activities of the European Central Bank. Huhtikuu 2004.
- Payment and securities settlement systems in the accession countries – Addendum incorporating 2002 figures ("Blue Book"). Huhtikuu 2004.
- Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2002 figures ("Blue Book"). Huhtikuu 2004.
- TARGET-korvausjärjestelmä – korvaushakemuslomake. Huhtikuu 2004.
- Letter from the ECB President to the President of the Council of European Union: negotiations on the draft Treaty establishing a Constitution for Europe. Huhtikuu 2004.
- The use of central bank money for settling securities transactions. Toukokuu 2004.
- TARGET Annual Report 2003. Toukokuu 2004.
- Assessment of euro large-value payment systems against the Core Principles. Toukokuu 2004.
- Credit risk transfer by EU banks: activities, risks and risk management. Toukokuu 2004.
- Risk management for central bank foreign reserves. Toukokuu 2004.
- Comparison of household saving ratios, euro area/United States/Japan. Kesäkuu 2004.
- Bull P., The development of statistics for Economic and Monetary Union. Heinäkuu 2004.
- Euroalueen talousnäkyimiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden arviot. Syyskuu 2004.
- Letter from the ECB President to the Chairman of the International Accounting Standards Board of 6 September 2004: Exposure draft of proposed amendments to IAS 39 – the fair value option. Syyskuu 2004.
- Institutionaaliset määräykset: EKP:n ja EKP:n perussääntö. Työjärjestykset. Lokakuu 2004.
- Convergence Report 2004. Lokakuu 2004.
- Lähentymisraportti 2004. Johdanto ja yhteenveto. Lokakuu 2004.
- Standards for securities clearing and settlement in the European Union. Lokakuu 2004.
- The European Central Bank – History, role and functions. Lokakuu 2004.
- E-payments without frontiers. Lokakuu 2004.
- European Union balance of payments/international investment position statistical methods. Marraskuu 2004.
- Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union and in accession countries. Marraskuu 2004.
- Report on EU banking structure 2004. Marraskuu 2004.
- EU banking sector stability 2004. Marraskuu 2004.
- Letter from the ECB President to the President of the European Parliament. Marraskuu 2004.
- Letter from the ECB President to Mr Paolo Cirino Pomicino, Member of the Committee on Economic and Monetary Affairs. Marraskuu 2004.
- Euroalueen talousnäkyimiä koskevat eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot. Joulukuu 2004.
- Kohti yhtenäistä euromaksualueetta – kolmas seurantaraportti. Joulukuu 2004.

The euro bond market study 2004. Joulukuu 2004.  
Financial Stability Review. Joulukuu 2004.  
Review of the requirements in the field of general economic statistics. Joulukuu 2004.  
Research network on capital markets and financial integration in Europe – results and experience after two years. Joulukuu 2004.  
Eurosetelien palauttaminen kiertoon – toimintamalli väärennösten havaitsemista ja setelien laatuun perustuvaa lajittelua varten luottolaitoksille ja muille rahaa ammattimaisesti käsitteleville laitoksille. Tammikuu 2005.  
Review of the international role of the euro. Tammikuu 2005.  
Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report. Tammikuu 2005.  
Banking structures in the new EU Member States. Tammikuu 2005.  
TARGET 2 -seurantareportti. Helmikuu 2005.  
Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä. Helmikuu 2005.  
Review of the application of the Lamfalussy framework to EU securities markets legislation. Helmikuu 2005.  
Payment and securities settlement systems in the European Union – Addendum incorporating 2003 figures (“Blue Book”). Helmikuu 2005.

#### **ESITTEITÄ**

Information guide for credit institution using TARGET. Heinäkuu 2003.  
TARGET2 – the future TARGET system. Syyskuu 2004.  
TARGET – the current system. Syyskuu 2004.



# EUROJÄRJESTELMÄN RAHAPOLIITTISET TOIMENPITEET<sup>1</sup>

## 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. Määrän lisäämisestä päätettäessä otetaan huomioon euroalueen pankkijärjestelmän likviditeettitarpeen ennakoitu kasvu vuonna 2004. Eurojärjestelmä tarjoaa kuitenkin edelleen suurimman osan jakamastaan likviditeetistä perusrahoitusoperaatioiden kautta. EKP:n neuvosto voi muuttaa jaettavan likviditeetin määrää taas 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 %.

## 10.3.2004

EKP:n neuvoston 23.1.2003 tekemän päätöksen mukaisesti eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti lyhennetään kahdesta viikosta yhteen viikkoon ja eurojärjestelmän 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 mitoituksesta, eikä kuukauden 24. päivänä.

## 1.4., 6.5., 3.6., 1.7., 5.8., 2.9., 7.10., 4.11., 2.12.2004, 13.1.2005

EKP:n neuvosto päättää, että perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja eli minimitarjouskorko on edelleen 2,0 %, maksuvalmiusluoton korko 3,0 % ja talletuskorko 1,0 %.

## 14.1.2005

EKP:n neuvosto päättää lisätä jaettavan likviditeetin määrän jokaisessa vuonna 2005 toteutettavassa pitempiaikaisessa rahoitusoperaatiossa 25 miljardista eurosta 30 miljardiin euroon. Määrän lisäämisestä päätettäessä otetaan huomioon euroalueen pankkijärjestelmän likviditeettitarpeen ennakoitu kasvu vuonna 2005. Eurojärjestelmä tarjoaa kuitenkin edelleen suurimman osan jakamastaan likviditeetistä perusrahoitusoperaatioiden kautta. EKP:n neuvosto voi muuttaa jaettavan likviditeetin määrää taas vuoden 2006 alussa.

## 3.2., 3.3.2005

EKP:n neuvosto päättää, että perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja eli minimitarjouskorko on edelleen 2,0 %, maksuvalmiusluoton korko 3,0 % ja talletuskorko 1,0 %.

<sup>1</sup> Luettelot eurojärjestelmän rahapoliittisista toimenpiteistä vuosina 1999–2003 löytyvät EKP:n vuosikertomuksista näiltä vuosilta.



## SANASTO

Tähän sanastoon on koottu osa vuosikertomuksessa käytetyistä termeistä. Tätä kattavampi ja yksityiskohtaisempi sanasto on saatavissa EKP:n [www-sivustosta](#).

**Arvopaperikaupan selvitysjärjestelmä** (securities settlement system, SSS): Järjestelmä, joka sallii arvopapereiden säilytyksen ja siirron joko vastikkeettomasti tai maksua vastaan (toimitus maksua vastaan) tai muuta kohde-etuutta vastaan (toimitus toimitusta vastaan). Järjestelmä käsittää kaikki arvopaperikauppojen toimittamisen ja arvopapereiden säilyttämisen edellyttämät institutionaaliset ja tekniset järjestelyt. Järjestelmä voi toimia reaaliaikaisesti bruttomaksujärjestelmänä, bruttoperusteisesti tai nettoperusteisesti. Järjestelmä mahdollistaa osapuolten velvoitteiden laskemisen osapuolikohtaisesti (selvitys).

**Arvopaperikeskus** (central securities depository, CSD): Yhteisö, joka säilyttää ja hoitaa arvopapereita ja mahdollistaa arvopaperitapahtumien käsittelyn tilikirjausten avulla. Järjestelmä voi toimia fyysisten arvopaperien pysäytysjärjestelmänä tai arvo-osuusjärjestelmänä (jolloin arvopaperit ovat olemassa ainoastaan elektronisina kirjauksina). Arvopapereiden säilytyksen ja hoidon lisäksi arvopaperikeskus voi suorittaa arvopapereiden selvitykseen ja toimitukseen liittyviä tehtäviä.

**Arvopaperisijoitus** (portfolio investment): **Euroalueella** olevien nettomääräiset sijoitukset euroalueen ulkopuolisten liikkeeseen laskemiin arvopapereihin ("saamiset") ja euroalueen ulkopuolisten nettomääräiset sijoitukset euroalueella olevien liikkeeseen laskemiin arvopapereihin ("velat"). Arvopaperisijoituksiin kuuluvat osakkeet ja **velkapaperit**, joista jälkimmäiset jaotellaan vielä joukkolainoihin ja **rahamarkkinapapereihin**, mutta eivät **suoriin sijoituksiin** tai valuuttavarantoon kirjatut erät.

**Avomarkkinaoperaatio** (open market operation): Keskuspankin aloitteesta rahoitusmarkkinoilla toteutettava operaatio. Tarkoituksensa, säännöllisyytensä ja menettelyjensä mukaan **eurojärjestelmän** avomarkkinaoperaatiot voidaan jakaa neljään ryhmään seuraavasti: **perusrahoitusoperaatiot**, **pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot**, **hienosäätöoperaatiot** ja rakenteelliset operaatiot. Eurojärjestelmän tärkein avomarkkinaoperaatioiden väline ovat **käänteisoperaatiot**, joita voidaan käyttää kaikkien neljän operaatioryhmän yhteydessä. Lisäksi rakenteellisten operaatioiden yhteydessä voidaan käyttää velkasitoumusten liikkeeseenlaskua ja suoria kauppia ja hienosäätöoperaatioiden yhteydessä puolestaan suoria kauppia, **valuuttaswapeja** ja määräaikaistalletusten keräämistä.

**Ecofin-neuvosto** (ECOFIN Council): Talous- ja valtiovarainministerien kokoonpanossa kokoontuva EU:n neuvosto.

**EKP:n neuvosto** (Governing Council): **Euroopan keskuspankin (EKP)** ylin päätöksentekuelin. 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, **Euroopan keskuspankin** rahapolitiikan mitoituksen määrittelyssä käytettävät korot. Ohjauskorot ovat **perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko** (eli näissä operaatioissa tehtävien korkotarjousten alaraja) sekä **maksuvalmiusluoton korko** ja **talletuskorko**.



**Eoniakorko** (EONIA, euro overnight index average): Pankkien välisten euromääräisten yön yli-markkinoiden efektiivinen korko. Eoniakorko lasketaan euromääräisillä rahamarkkinoilla toimivien suurten pankkien ilmoittamien vakuudettomien yön yli -luottojen korkojen painotettuna keskiarvona.

**ERM II** (ERM II, exchange rate mechanism II): Valuuttakurssimekanismi, johon **euroalueen** maiden ja euroalueen ulkopuolelle **talous- ja rahaliiton** kolmannessa vaiheessa jääneiden EU:n jäsenvaltioiden välinen yhteistyö perustuu.

**EU:n uudet jäsenvaltiot** (accessing countries): Ne 10 maata, jotka allekirjoittivat EU:hun liittymistä koskevan sopimuksen vuonna 2003 ja liittyivät EU:hun 1.5.2004, eli Tšekki, Viro, Kypros, Latvia, Liettua, Unkari, Malta, Puola, Slovenia ja Slovakia.

**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.

**Euroalue** (euro area): Ne EU:n jäsenvaltiot, jotka ovat ottaneet euron käyttöön yhteiseksi rahaksi **perustamissopimuksen** mukaisesti ja joissa harjoitetaan yhteistä rahapolitiikkaa **Euroopan keskuspankin neuvoston** alaisuudessa. Euroalueeseen kuuluvat tällä hetkellä Belgia, Saksa, Kreikka, Espanja, Ranska, Irlanti, Italia, Luxemburg, Alankomaat, Itävalta, Portugali ja Suomi.

**Eurojärjestelmä** (Eurosystem): **Euroalueen** keskuspankijärjestelmä. Se käsittää **Euroopan keskuspankin** ja niiden EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, jotka ovat ottaneet euron käyttöön **talous- ja rahaliiton** kolmannessa vaiheessa.

**Eurojärjestelmän/EKP:n asiantuntijoiden arviot** (projections): Eurojärjestelmän/EKP:n asiantuntijoiden neljästi vuodessa tuottamat **euroalueen** kokonaistalouden näkymiä koskevat arviot. **Eurojärjestelmän** asiantuntijoiden arviot julkistetaan kesä- ja joulukuussa, kun taas EKP:n asiantuntijoiden arviot julkistetaan maalisi- ja syyskuussa. Arviot ovat osa **Euroopan keskuspankin** rahapolitiikan strategian **taloudellista analyysiä**, ja **EKP:n neuvosto** käyttää niitä monenlaisen muun materiaalin ohessa arvioidessaan **hintavakauteen** kohdistuvia riskejä.

**Euron nimelliset ja reaaliset efektiiviset valuuttakurssit** (effective exchange rates; EERs, nominal/real): Euron efektiiviset valuuttakurssit ovat euron kahdenvälisen valuuttakurssien painotettuja keskiarvoja suhteessa **euroalueen** tärkeimpien kauppakumppanimaiden valuuttoihin. **Euroopan keskuspankki** julkistaa euron nimelliset efektiiviset valuuttakurssi-indeksit suhteessa kahden kauppakumppanimaaryhmän valuuttoihin. Nämä ryhmät ovat EER 23 -kauppakumppanimaaryhmä (käsittää 13 euroalueen ulkopuolista EU-jäsenvaltiota ja 10 tärkeintä EU:n ulkopuolista kauppakumppanimaata) ja EER 42 -kauppakumppanimaaryhmä (käsittää EER 23 -kauppakumppanimaat ja 19 muuta maata). Painot perustuvat kunkin kauppakumppanimaan osuuksiin euroalueen ulkomaankaupasta ja kilpailuun kolmansilla markkinoilla. Reaaliset efektiiviset valuuttakurssit ovat nimellisiä efektiivisiä valuuttakursseja, jotka on deflatoitu ulkomaisten hintojen tai kustannusten painotetulla keskiarvolla suhteessa kotimaisiin hintoihin tai kustannuksiin. Kummallakin valuuttakurssilla mitataan maan hinta- ja kustannuskilpailukykyä.

**Euroopan kansantalouden tilinpitäjärjestelmä 1995 (EKT 95)** (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 tilinpitäjärjestelmästä vuodelta 1993 (SNA 93).

**Euroopan keskuspankki (EKP)** (European Central Bank, ECB): EKP on **eurojärjestelmän** ja **Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ)** ydin. EKP on yhteisön lainsäädännön mukaan oikeushenkilö. EKP huolehtii, että eurojärjestelmälle ja EKPJ:lle annetut tehtävät suoritetaan osana sen omaa EKPJ:n 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): **Euroopan keskuspankki (EKP)** ja EU:n kaikkien 25 jäsenvaltion kansalliset keskuspankit. Euroopan keskuspankkijärjestelmään kuuluvat siis **eurojärjestelmän** jäsenten lisäksi myös niiden jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, jotka eivät vielä ole ottaneet euroa käyttöön. EKPJ:tä johtavat **EKP:n neuvosto** ja **johtokunta** sekä sen kolmas päätöksentekoeelin **yleisneuvosto**.

**Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI)** (European Monetary Institute, EMI): **Talous- ja rahanliiton** toisen vaiheen alussa 1.1.1994 perustettu väliaikainen toimielin. EMI lakkautettiin, kun **Euroopan keskuspankki** perustettiin 1.6.1998.

**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 vastuualueiden jako sekä määritellään päätöksenteon säännöt ja menettelytavat.

**Hienosäätöoperaatio** (fine-tuning operation): **Eurojärjestelmän** satunnaisesti toteuttama **avomarkkinaoperaatio**, jonka pääasiallisena tarkoituksena on tasoittaa markkinoiden likviditeetin odotamattomia vaihteluja.

**Hintavakaus** (price stability): **Eurojärjestelmän** ensisijainen tavoite. **EKP:n neuvosto** on määritellyt hintavakauden **euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin** alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi. Samalla neuvosto on todennut, että hintavakauden tavoitteeseen pyrittäessä tähdätään inflaatiiovauhdin säilyttämiseen 2 prosentin tuntumassa keskipitkällä aikavälillä.

**Implisiittinen volatilitteetti** (implied volatility): Esimerkiksi joukkolainojen ja osakkeiden (tai vastaavien futuurisopimusten) hintojen odotettu volatilitteetti (vuositasolle korotettujen prosentti-muutosten keskihajonta), joka voidaan johtaa **optioiden** hinnoista.

**Johtokunta** (Executive Board): Yksi **Euroopan keskuspankin (EKP)** päätöksentekoeleistä. Johtokunnan jäseninä ovat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja ja neljä muuta euron käyttöön ottaneiden maiden valtionpäämiesten tai hallitusten päämiesten nimeämää jäsentä.

**Joukkolainamarkkinat** (bond market): Pitkäaikaisten **velkapapereiden** liikkeeseenlasku ja kaupankäynti näillä papereilla.

**Julkisyhteisöt** (general government): **Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmässä 1995** määritelty sektori, joka koostuu lähinnä henkilökohtaiseen ja kollektiiviseen kulutukseen tarkoitettujen ei-markkinaehtoisten tavaroiden ja palvelujen tuotannosta ja/tai kansantulon ja varallisuuden uudelleenjaosta vastaavista yhteisöistä. Näitä yhteisöjä ovat valtionhallinto, aluehallinto ja paikallishallinto sekä sosiaaliturvarahastot. Julkisyhteisöihin eivät kuulu kaupallista toimintaa harjoittavat julkisessa omistuksessa olevat yhteisöt, kuten julkiset liikelaitokset.

**Keskusvastapuoli** (central counterparty): Yhteisö, joka asettumalla kaupan **osapuolten** väliin toimii ostajana myyjään nähden ja myyjänä ostajaan nähden.

**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 koskevassa pöytäkirjassa N:o 20 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 täytäntöönpanon nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä. Asetus on osa **vakaus- ja kasvusopimusta**.

**Likviditeettiriski** (liquidity risk): Riski, että **vastapuoli** ei suorita sitoumustaan täysimääräisenä sen erääntyessä, vaan jonakin määräämättömänä ajankohtana sen jälkeen.

**Luottolaitos** (credit institution): 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 silloin, kun se erääntyy, tai erääntymisen jälkeen. Luottoriski sisältää jälleenhankintariskin ja pääomariskin. Siihen sisältyy myös selvityspankin maksukyvyttömyyttä koskeva riski.

**M1** (M1): Suppea raha-aggregaatti. Tähän aggregaattiin sisältyvät liikkeessä oleva raha ja yön yli-talletukset **rahallaitosten** 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 **rahallaitosten** ja **julkisen hallinnon** tileillä.

**M3** (M3): Lavea raha-aggregaatti. Tähän aggregaattiin sisältyvät **M2** ja jälkimarkkinakelpoiset instrumentit erityisesti **takaisinostosopimukset**, **rahamarkkinarahastojen** rahasto-osuudet sekä **rahallaitosten** liikkeeseen laskemat enintään 2 vuoden **velkapaperit**.

**M3:n kasvun viitearvo** (reference value for M3 growth): **M3:n** keskipitkän aikavälin vuotuinen kasvuvauhti, joka on 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 tietynä ajanjaksona. Maksutaseeseen kirjataan tavaroihin, palveluihin ja tuotannontekijäkorvauksiin samoin kuin ulkomaisiin saamisiin ja velkoihin liittyvät transaktiot ja myös tulonsiirroiksi luokitellut erät (kuten velkojen anteeksianto).

**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 yön yli -luottoa etukäteen vahvistetulla korolla hyväksyttävää vakuutta vastaan (ks. myös **EKP:n ohjauskorot**).

**Minimitarjouskorko** (minimum bid rate): Alin korko, jolla **vastapuolet** voivat tehdä tarjouksia **perusrahoitusoperaatioiden** vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa. Minimitarjouskorko on yksi **EKP:n ohjauskoroista**, joita käytetään rahapolitiikan mitoituksen määrittelyssä.

**Normisalkku** (benchmark portfolio): Arvopaperisalkku tai indeksi, jota käytetään vertailukohteena 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 (toteutushinta) tiettyinä päivinä tai tiettyyn päivään mennessä tulevaisuudessa (toteutus- tai eräpäivä).

**Osakemarkkinat** (equity market): **Osakkeiden** liikkeeseenlasku ja kaupankäynti näillä papereilla.

**Osakkeet** (equities): Arvopaperit, jotka edustavat omistusosuutta yrityksen pääomasta. Osakkeisiin kuuluvat pörssissä kaupan kohteena olevat osakkeet (noteeratut osakkeet), noteeraamattomat osakkeet ja muuntotyypiset osuudet. Osakkeista saadaan yleensä osinkotuloa.

**Perusjäämä** (primary balance): Julkisen talouden nettoluotonotto tai -anto lukuun ottamatta julkisen talouden konsolidoiduista veloista maksettuja korkoja.

**Perusrahoitusoperaatio** (main refinancing operation): **Eurojärjestelmän** säännöllisesti **käänteisoperaatioina** toteuttama **avomarkkinaoperaatio**. Maaliskuun 10. päivästä 2004 lukien perusrahoitusoperaatiot toteutetaan viikoittaisina vakiohuutokauppoina, ja niissä sovellettava maturiteetti on yleensä yksi viikko.

**Perustamissopimus** (Treaty): Euroopan yhteisön perustamissopimus (ns. Rooman sopimus). Perustamissopimusta on muutettu useaan otteeseen etenkin sopimuksella Euroopan unionista (ns. Maastrichtin sopimus), jolla luotiin **talous- ja rahaliiton** perusteet ja johon sisältyi **EKP:n** perussääntö.

**Pitempiaikainen rahoitusoperaatio** (longer-term refinancing operation): **Eurojärjestelmän** säännöllisesti **käänteisoperaatioina** toteuttama **avomarkkinaoperaatio**. Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toteutetaan kuukausittaisina vakiohuutokauppoina, ja niissä sovellettava maturiteetti on yleensä kolme kuukautta.

**Pitoajanjakso** (maintenance period): Ajanjakso, jolta **luottolaitosten varantovelvoitteiden** täyttäminen lasketaan. Maaliskuun 10. päivästä 2004 lukien pitoajanjakso alkaa sellaisen **perusrahoitusoperaation** maksujen suorituspäivänä, joka seuraa sitä **EKP:n neuvoston** kokousta, jossa on tarkoitus tehdä kuukausittainen arvio rahapolitiikan virityksestä. **Euroopan keskuspankki** julkistaa pitoajanjaksoja koskevan kalenterin vähintään kolme kuukautta ennen kunkin vuoden alkua.

**Rahalaitokset** (MFIs, monetary financial institutions): Rahoituslaitokset, jotka yhdessä muodostavat **euroalueen** rahaa liikkeeseen laskevan sektorin. Rahalaitoksia ovat **Euroopan keskuspankki**,

euroalueen maiden kansalliset keskuspankit ja euroalueella olevat **luottolaitokset** ja **rahamarkkina-rahastot**.

**Rahalaitossektorin konsolidoitu tase** (consolidated balance sheet of the MFI sector): Tase, joka saadaan nettouttamalla **rahallaitosten** väliset positiot (esim. rahalaitosten väliset lainat ja talletukset) rahalaitosten yhteenlasketussa taseessa. Siitä saadaan tilastotietoja rahalaitossektorin saamisista ja veloista muihin **euroalueella** oleviin kuin rahalaitossektoriin (**julkisyhteisöt** ja muut euroalueella olevat) ja euroalueen ulkopuolisiin nähden. Konsolidoitu tase on tärkein tilastolähde rahanaggregaattien laskemisessa. Siihen perustuu myös **M3:n** vastaerien säännöllinen arviointi.

**Rahalaitosten korot** (MFI interest rates): Euroalueen **rahallaitosten** – keskuspankkeja ja **rahamarkkinarahastoja** lukuun ottamatta – **euroalueella** olevien kotitalouksien ja yritysten euromääräisiin talletuksiin ja lainoihin soveltamat korot.

**Rahallaitosten luotonanto euroalueelle** (MFI credit to euro area residents): **Rahallaitosten** lainat muille **euroalueella** oleville kuin rahallaitoksille (sisältää lainat **julkisyhteisöille** ja yksityiselle sektorille) ja rahallaitosten hallussa olevat euroalueella sijaitsevien muiden liikkeeseenlaskijoiden kuin rahallaitosten liikkeeseen laskemat arvopaperit (osakkeet, osuudet ja **velkapaperit**).

**Rahallaitosten pitkäaikaiset velat** (MFI longer-term financial liabilities): Velat, joihin sisältyvät yli 2 vuoden määräaikaistalletukset, irtisanomisajaltaan yli 3 kuukauden talletukset, **euroalueen rahallaitosten** liikkeeseen laskemat yli 2 vuoden **velkapaperit** sekä euroalueen rahallaitossektorin oma pääoma ja varaukset.

**Rahallaitosten ulkomaiset nettosaamiset** (MFI net external assets): **Euroalueen rahallaitosten** ulkomaiset saamiset (kuten kulta, ulkomaanvaluutan määräiset setelit ja kolikot, euroalueen ulkopuolisten liikkeeseen laskemat arvopaperit ja euroalueen ulkopuolisille myönnetyt lainat), joista on vähennetty euroalueen rahallaitossektorin ulkomaiset velat (kuten euroalueen ulkopuolisten talletukset ja **takaisinostosopimukset** sekä niiden hallussa olevat **rahamarkkinarahastojen** rahasto-osuudet ja rahallaitosten liikkeeseen laskemat enintään 2 vuoden **velkapaperit**).

**Rahamarkkinat** (money market): Lyhytaikaisen rahoituksen hankinnan ja lyhytaikaisten sijoitusten markkinat, joilla käydään kauppaa alkuperäiseltä maturiteetiltaan yleensä enintään vuoden instrumenteilla.

**Rahatalouden analyysi** (monetary analysis): Yksi osa analyysivälineistöä, jonka avulla **Euroopan keskuspankki** 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 suorittaessa 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.

**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, jolla pyritään saamaan pysyvä osuus tässä maassa sijaitsevasta yrityksestä (käytännössä omistusosuuden oletetaan olevan vähintään 10 % kantaosakkeista tai äänivallasta).

**Systemiriski** (systemic risk): Riski, että yhden toimijan kyvyttömyys hoitaa sitoumuksensa niiden erääntyessä aiheuttaa toisten toimijoiden kyvyttömyyden hoitaa omat sitoumuksensa. Tällainen tilanne saattaa aiheuttaa merkittäviä likviditeetti- ja luotto-ongelmia ja siten uhata markkinoiden vakautta tai luottamusta niihin.

**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 omistusoikeus siirtyy pois myyjältä.

**Talletusmahdollisuus** (deposit facility): Osa **eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmää**, jossa **vastapuolet** voivat tehdä kansallisiin keskuspankkeihin yön yli -talletuksia etukäteen vahvistetulla korolla (ks. myös **EKP:n ohjauskorot**).

**Taloudellinen analyysi** (economic analysis): Yksi osa analyysivälineistöä, jonka avulla **Euroopan keskuspankki** arvioi laajasti **hintavakauteen** kohdistuvia riskejä ja joka on **EKP:n neuvoston** rahapoliittisten päätösten perustana. Taloudellinen analyysi keskittyy pääasiassa kulloiseenkin talous- ja rahoitusmarkkinakehitykseen ja siitä aiheutuviin, lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä hintavakauteen kohdistuviin riskeihin, jotka liittyvät kysynnän ja tarjonnan keskinäiseen sopeutumiseen hyödyke-, palvelu- ja tuotannontekijämarkkinoilla. 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 EU:n talous- ja rahaliiton toteutumista kolmivaiheisena prosessina. Kolmas eli viimeinen vaihe alkoi 1.1.1999. Tuolloin rahapoliittinen toimivalta siirtyi **Euroopan keskuspankille** 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. Sen tehtäviin kuuluvat jäsenvaltioiden ja yhteisön taloudellisen tilanteen ja rahoitustilanteen arviointi sekä julkisen talouden rahoitusaseman arviointi.

**Tapahtumien automaattinen käsittely** (straight-through processing, STP): Kauppojen tai maksujen alusta loppuun saakka automatisoitu käsittely, johon sisältyy myös transaktioiden luontia, vahvistusta sekä selvitystä ja toimitusta koskevien ohjeiden automaattinen toteutus.

**TARGET-järjestelmä** (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system): Euromääräisiä maksuja välittävä **reaaliaikainen bruttomaksujärjestelmä (RTGS-järjes-**

**telmä**). TARGET on hajautettu järjestelmä, jonka muodostavat 15 kansallista RTGS-järjestelmää, EKP:n maksumekanismi (EPM) ja kytkentäverkosto.

**Toimitusriski** (settlement risk): Riski, ettei suoritus toteudu maksujärjestelmässä tai arvopaperikaupan selvitysjärjestelmässä odotetulla tavalla. Tämä riski voi käsittää sekä **luotto-** että **likviditeettiriskin**.

**Ulkomainen varallisuus** (international investment position, i.i.p.): Talouden kaikkien ulkomaisten saamisten (tai velkojen) arvo ja koostumus.

**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 asetuksista (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** 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.

**Vakuus** (collateral): Arvopaperit, jotka pantataan lainojen takaisinmaksun vakuudeksi (esimerkiksi **luottolaitosten** keskuspankeille panttaamat arvopaperit), sekä **takaisinostosopimusten** perusteella myydyt arvopaperit (esimerkiksi luottolaitosten keskuspankeille myymät arvopaperit).

**Valtionhallinto** (central government): **Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmässä 1995** määritelty julkinen sektori ilman osavaltio- ja paikallishallintoa (ks. myös **julkisyhteisöt**).

**Valuuttaswap** (foreign exchange swap): Samanaikainen avista- ja termiinkauppa kahden eri valuutan välillä.

**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.

**Velkapaperi** (debt security): Liikkeeseenlaskijan (lainansaajan) lupaus suorittaa maksu tai maksuja velkapaperin haltijalle (lainanantajalle) ennalta sovittuna päivänä tai päivinä. Velkapaperille maksetaan yleensä korkoa määrätyn prosentin (kuponkikorko) mukaan, tai sen alkuperäinen ostohinta on sen nimellisarvoa alempi.

**Velvoiteprosentti** (reserve ratio): Keskuspankin kullekin **varantopohjaan** sisältyvälle tase-erien ryhmälle määrittelämä suhdeluku. Tämän suhdeluvun perusteella lasketaan **varantovelvoitteet**.

**Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI)** (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP): Eurostatin laatima kuluttajahintaindikaattori, joka on yhdenmukainen kaikissa EU-jäsenvaltioissa.

**Yleisneuvosto** (General Council): Yksi **Euroopan keskuspankin (EKP)** päätöksentekuelimistä. Yleisneuvoston jäseninä ovat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja sekä kaikkien EU:n kansallisten keskuspankkien pääjohtajat.





