



EUROOPAN YHTEISÖJEN KOMISSIO

Bryssel, 19.6.2002
KOM(2002) 332 lopullinen

KOMISSION TIEDONANTO

**Euroalue maailmantaloudessa:
kolme ensimmäistä vuotta**

KOMISSION TIEDONANTO
SISÄLLYSLUETTELO

TIIVISTELMÄ.....	3
1. TALOUSTILANNE JA POLIITTISET SAAVUTUKSET	8
1.1 Yhteisen rahan kolmas vuosi: maailmantalouden kasvun hidastumisen seuraukset ...	8
1.2 Euron valuuttakurssi ja vaihtotase	10
1.3 Talouspolitiikka euroalueella	12
1.4 Talouspolitiikan yhteensovittaminen EMUssa	15
2. PALKKAKEHITYKSEN SEURANTA EMUSSA	17
2.1 Johdanto	17
2.2 Kokonaispalkkakehitys: pelkistettyjä tosiasioita	18
2.3 Viime vuosien maltillisen palkkakehityksen taustalla olevia tekijöitä	20
3. INVESTOINNIT JA EUROALUEEN KASVUPOTENTIAALI	23
3.1. Investointikehitys euroalueella 1990-luvulla	23
3.2 Euroalueen investointeja määrääviä tekijöitä.....	25
4. EUROALUEEN RAHOITUSJÄRJESTELMÄ.....	28
4.1 EU:n rahoitusjärjestelmän yleinen kehitys.....	28
4.2 Raha- ja johdannaismarkkinat.....	29
4.3 Joukkolainamarkkinat	30
4.4 Osakemarkkinat	32
4.5 Riskipääoma.....	34
4.6 Rahoituksen välittäjät.....	34
4.7 Päätöksentekijöiden haasteet.....	35
5. EURO KANSAINVÄLISENÄ VALUUTTANA	37
5.1 Johdanto	37
5.2 Euron kansainvälinen käyttö yksityisellä sektorilla.....	37
5.3 Euron kansainvälinen käyttö julkisella sektorilla	39
5.4 Ehdokasvaltiot ja euron käyttöönotto	40
5.5 Euroalueen panos maailmanlaajuiseen politiikan yhteensovittamiseen	41

Euroalue maailmantaloudessa: tiivistelmä

Talous- ja rahaliiton (EMU) kolmas vaihe käynnistyi 1. tammikuuta 1999 niissä 11 jäsenvaltiossa, jotka olivat saavuttaneet EY:n perustamissopimuksessa tarkoitetun kestävästi lähentymisen korkean tason. Myös Kreikan katsottiin sittemmin täyttävän talous- ja rahaliiton edellytykset, joten se liittyi euroalueeseen 1. tammikuuta 2001. Seteleiden ja kolikoiden käyttöönotto 1. tammikuuta 2002 oli vaikea logistinen toimenpide, joka kuitenkin onnistui kitkattomammin kuin kukaan osasi odottaakaan. Eurosta on nyt tullut täyttä totta.

Yhteisen rahan tukena ovat vastuullisen makrotalouspolitiikan ja rakenneuudistuksen muodostamat terveet institutionaaliset puitteet, ja siitä on ollut näkyvää hyötyä EMUn kolmannen vaiheen kolmena ensimmäisenä vuonna. BKT kasvoi kahden ensimmäisen vuoden aikana noin 3 prosenttia eli hieman ennakoitua enemmän, mutta se ei aiheuttanut epätasapainoa, joka uhkaa kestävästi kasvua eri puolilla maailmaa. Yksityiset säästöt ovat pysyneet tyydyttävällä tasolla eli noin 15 prosentissa käytettävissä olevista tuloista, julkisen talouden alijäämät ovat edelleen laskeneet, joskin hitaammin kuin lähentymiskaudella vuosina 1990–1998, joten julkisen sektorin nettosäästöt ovat kasvaneet, ja investointitoiminta on ollut vilkasta mutta vakaata, joten ylisuurten investointien aiheuttamia ongelmia ei ole syntynyt. Euroalueen vaihtotase on tästä syystä pysynyt suurin piirtein tasapainossa.

Yhteisen rahan kolmas vuosi: maailmantalouden kasvun hidastumisen seuraukset

Vuonna 2001 maailmantalouden kasvu hidastui voimakkaasti ja maailmankauppa romahti edellisvuoden noin 12 prosentin kasvuvauhdista lähes nollakasvuun. Vaikka euroalue onkin selvästi tiiviimpi taloudellinen kokonaisuus kuin siihen kuuluvat jäsenvaltiot, kaupan merkitys on edelleen suuri, joten maailmankaupan romahdus vaikutti siihen voimakkaasti. Lisäksi euroalue on yhdentynyt vahvasti maailmantalouteen, joten kansainvälinen tilanne näkyy myös taloudellisissa kytköksissä, rajatylittävässä yritysomistuksessa ja luottamuksessa. Yhteiset sokit, öljyn hinnannousu, syyskuun 11. päivän tapahtumat ja osakkeiden hintojen heilahdus ovat osaltaan hidastaneet maailmankaupan kasvua. Kuitenkin myös kotimaisilla tekijöillä on ollut oma merkityksensä. Euroalueen BKT:n kasvu hidastui vuoden mittaan ja pysähtyi miltei kokonaan vuoden 2001 viimeisellä neljänneksellä.

Taloudentoimeliaisuuden hidastumisesta huolimatta työpaikkoja syntyi yllättävän paljon, mistä voidaan epäilemättä kiittää työmarkkinauudistuksia, joilla valmisteltiin yhteiseen rahaan siirtymistä ja joita on jatkettu sen käyttöönoton jälkeenkin. Yhteisen rahan kolmena ensimmäisenä vuonna euroalueelle on syntynyt noin 6 miljoonaa työpaikkaa. Yhtä myönteinen asia ei ollut inflaation nousu hyvin maltillisesta hieman yli prosentin tasosta EMUn kolmannen vaiheen ensimmäisenä vuonna 2,5 prosenttiin vuonna 2001. Nousu selittyy tietyillä tekijöillä: öljyn kahdella hintapiikillä, joiden vaikutusta kärjisti euron heikkous suhteessa tärkeiden kauppakumppaneiden valuuttoihin, sekä taudeista ja säästä johtuneet elintarvikkeiden hinnannousut.

Euron valuuttakurssi ja vaihtotase

Sen jälkeen, kun euro otettiin käyttöön vuonna 1999, euro heikkeni yli 20 prosenttia Yhdysvaltain dollariin verrattuna. Euron nimellinen efektiivinen arvo putosi yli 10 prosenttia kevääseen 2001 mennessä mutta on sittemmin pysynyt melko vakaana¹. Euron reaalin valuuttakurssi

¹ Tämän tiedonannon tiedot ulottuvat maaliskuun 21. päivään 2002.

yksikkötyökustannuksina mitattuna on selvästi alle pitkän aikavälin (1980–2000) keskiarvon. Euroalueen tuottajilla on tästä syystä suotuisa kilpailuasema kolmansien maiden tavarantoimittajiin nähden. Kotimaisen tuotannon kilpailuetu ulkomaiseen tarjontaan verrattuna auttaa selittämään, miksi nettovienti vaikutti BKT:hen myönteisesti vuonna 2001 maailmankaupan romahduksesta huolimatta. Samalla se, että euron arvo ei noussut kohti talouden perustekijöitä paremmin vastaavaa tasoa, ei juuri auttanut hillitsemään inflaatiota.

Maailmanlaajuisesti tarkasteltuna vaihtotaseen epätasapaino on edelleen huomattava. Yhdysvaltain talouden suurta vaihtotaseen alijäämää tasapainotti Japanin ja muutaman muun Aasian maan suuri vaihtotaseen ylijäämä, kun koko euroalueen vaihtotase oli lähes tasapainossa. Avoimeksi jää, missä määrin suhdannetekijät vaikuttavat maailmanlaajuiseen epätasapainoon, mutta niiden vaikutuksen pitäisi lakata, kun kyseisten alueiden talouskasvu palaa ennalleen.

Finanssi- ja rahapolitiikka

Kun lähtökohtana oli epätasapainoinen julkisen talouden rahoitusasema, kuuden viime vuoden aikana on edistytty paljon julkisen talouden tervehdyttämisessä. Vuoden 1999 alusta finanssipolitiikkaa on harjoitettu vakaus- ja kasvusopimuksen puitteissa 3 prosentin viitearvoa täysin noudattaen. Julkisen talouden sopeuttaminen on jatkunut useimmissa maissa, joskin se on hidastunut. Aiemmin sovittujen veronalennusten ja vuoden 2001 laskusuhdanteen takia julkisen talouden tosiasialliset alijäämät ovat kasvaneet, mutta rakenteelliset alijäämät ovat säilyneet suurin piirtein ennallaan. Automaattisten vakauttajien on annettu lievittää kasvun hidastumisen seurauksia useimmissa jäsenvaltioissa.

Edistyksestä huolimatta Saksan, Ranskan, Italian ja Portugalin julkisen talouden alijäämät olivat kuitenkin edelleen suuria. Tervehdyttämistä on jatkettava, jotta rahoitusasema olisi lähellä tasapainoa vuonna 2004. Vuonna 2001 tarkistetuissa vakausohjelmissa tehtiin tätä tarkoittavia sitoumuksia. Jäsenvaltioiden sitoutuminen tähän keskipitkän aikavälin tavoitteeseen vahvistettiin Barcelonan Eurooppa-neuvostossa. Kun neuvostossa oli keskusteltu komission ehdotuksesta suositukseksi ennakkovaroituksen antamisesta, Saksa ja Portugali antoivat vakaat poliittiset sitoumukset, jotka olivat vastaus komission esittämien ongelmien ydinkohtiin.

Rahapolitiikassa on edelleen keskitytty ensisijaiseen tavoitteeseen eli euroalueen hintavakauteen, jonka EKP määrittelee YKHI-inflaation alle 2 prosentin nousuksi ja joka on saavutettava keskipitkällä aikavälillä. EKP:n ennakoi va keskipitkän aikavälin lähestymistapa mahdollisti korkojen alentamisen neljään kertaan vuonna 2001 yhteensä 150 peruspisteellä 3¼ prosenttiin, kun talouskasvun hidastuminen laski inflaatiopaineita. Rahoitusolot ovat edelleen suosineet kasvua. Samalla inflaatio-odotukset ovat pysyneet EKP:n kvantitatiivisen hintavakauden määritelmän mukaisina. Koska jäsenvaltioiden inflaatiovauhdeissa on edelleen eroja, rahapolitiikka on usein liian kireää, kun inflaatiopaineet ovat alhaiset, ja liian keveää, kun loppukysyntä ylittää potentiaalisen tuotannon. Finanssipolitiikka on yksi mahdollinen väline, mutta se voi kuormittaa liikaa, ellei palkka- ja hintajärjestelmä ole nykyistä joustavampi.

Politiikan yhteensovittaminen

EMUn kolmena ensimmäisenä vuonna on harjoitettu tervettä talouspolitiikkaa. Sille ovat tunnusomaisia tietyt perustamissopimuksessa vahvistetut periaatteet: sitoutuminen vapaaseen kilpailuun perustuvaan avoimeen markkinatalouteen, vakaaseen hintatasoon ja terveeseen julkistalouteen, joilla edistetään kestävästä kasvusta ja korkeasta työllisyystasosta. Yhtenäisen rahapolitiikan

toteuttaminen annetaan riippumattoman EKP:n tehtäväksi. Sen ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. Jäsenvaltioille jää vastuu useimmista muista talouspolitiikan aloista, kuten kansallisesta budjettipolitiikasta ja rakennepolitiikoista.

Perustamissopimuksessa määrätään talouspolitiikan yhteensovittamisen järjestelmästä, jolla edistetään myönteisiä heijastusvaikutuksia ja jossa otetaan huomioon yhteensovittamattoman päätöksenteon mahdolliset negatiiviset ulkoisvaikutukset. Jäsenvaltioiden ja yhteisön talouspolitiikan laajat suuntaviivat ovat järjestelmän keskeinen osa. Voimakas työpaikkojen luominen vuodesta 1997 lähtien kertoo myös työmarkkinauudistuksista, joita jäsenvaltiot ovat toteuttaneet muun muassa eurooppalaisen työllisyysstrategian yhteydessä. Vuotuiset työllisyysuuntaviivat ovat perustamissopimuksen mukaan työllisyyspolitiikan yhteensovittamisen väline. Toinen perustamissopimuksessa määrätty tärkeä osa on talouspolitiikan monenvälinen valvonta.

Talouspolitiikan (finanssi- ja rakennepolitiikan) yhteensovittamista voitaisiin tehostaa selkeyttämällä prosesseja tarvittaessa ja toteuttamalla komission ehdottamat ja Barcelonan Eurooppa-neuvoston tukemat toimenpiteet. Taloustilanteen yhteisen arvioinnin parantamiseksi EMUn tilastovaatimuksia koskevaa työtä on tehostettava. Jotta voitaisiin lisätä yhteisymmärrystä siitä, mitä tarkoitetaan hyvällä talouspolitiikalla EMUssa, komissio aikoo ehdottaa talouspolitiikan harjoittamista koskevia yhteisiä ohjeita, jotta voitaisiin edistää yksimielisyyttä, parantaa talouden hallintoa ja lisätä avoimuutta.

Palkanmuodostus EMUssa

Rahaliitto on muuttanut monin tavoin palkan- ja hinnanmuodostuksen makrotaloudellista toimintaympäristöä euroalueella. Palkkaneuvottelut on mukautettava uusiin puitteisiin, joissa edellytetään entistä suurempaa nimellispalkkajoustoa euroalueen kilpailukyvyn varmistamiseksi. Samalla kansallisen tason palkankorotuksissa on otettava huomioon niiden vaikutus koko alueen inflaatioon.

Koko euroalueen nimellinen vakauttaminen viime vuosikymmenellä oli huomattavaa sekä hintojen että palkkojen osalta. Inflaatio hidastui selvästi 1990-luvulla, ja inflaatio laski 2 prosentin rajan alapuolelle vuoteen 1997 mennessä. Vuoden 2001 noususta huolimatta nimellisten yksikkötyökustannusten inflaatio on laskenut euroalueella nopeasti. Vaikka työttömyys on vähentynyt viime vuosina selvästi, toistaiseksi on saatu vain vähän merkkejä nimellisten yksikkötyökustannusten kasvun merkittävästä kiihtymisestä. Kaiken kaikkiaan EMUn alkuvuosina ja jopa sitä edeltävinä vuosina nimellispalkkakehitys on ollut erittäin maltillista, mitä voidaan tuskin selittää ilman taustalla olevia käytäntöjen muutoksia.

Maltillinen reaali-palkkakehitys on tuottanut tulosta ja edistänyt dynaamista työpaikkojen luomista viime vuosina. Euroalueen tasapainotyöttömyyden (NAIRU) arvioidaan laskeneen noin 1½ prosenttiyksikköä, mikä viittaa siihen, että noin puolet varsinaisen työttömyystason paranemisesta on luonteeltaan rakenteellista. Tasapainotyöttömyyden (NAIRU) laskussa havaittu kurinalainen palkkakehitys selittyy useimmissa euroalueen maissa toteutetuilla suhteellisen laajoilla hyödyke- ja työmarkkinauudistuksilla, jotka kiihdyttivät kilpailua hyödyke- ja palvelumarkkinoilla sekä lievittivät työmarkkinoiden jakoa sisällä oleviin ja ulkopuolisiin 1990-luvun loppupuoliskolla.

On kuitenkin myönnettävä, että uudistukset ovat edenneet eri maissa varsin epätasaisesti, ja kaikkia euroalueen merkittäviä talouksia vaivaa edelleen suhteellisen korkea rakenteellinen työttömyys. Lisäksi uudistukset ovat olleet asteittaisia, joten tarvitaan lisä uudistuksia, jotta tasapainotyöttömyys (NAIRU) laskisi edelleen.

On siis vaikeaa selittää laajaa palkkamalattia ottamatta esille tulopolitiikan merkitystä tietyissä maissa. Haasteena on sovittaa yhteen EKP:n hintavakaustavoitteen mukaiset alueen laajuiset palkat ja entistä suurempi joustavuus, kun otetaan huomioon erot tuottavuustasossa ja kasvuvauhdissa, jotta voitaisiin reagoida asianmukaisesti alue- tai alakohtaisiin kysynnän muutoksiin ja parantaa kannattavien työpaikkojen luomisen mahdollisuuksia.

Investoinnit ja euroalueen kasvupotentiaali

Julkiset ja yksityiset investoinnit ovat välttämättömiä euroalueen kasvupotentiaalin kehittämisessä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä. EMUlla ja siellä harjoitettavalla politiikalla on todennäköisesti myönteinen vaikutus tärkeimpiin investointeja määrääviin tekijöihin, kuten kannattavuuteen ja reaalkorkoihin: rahoitusolot paranevat rahoitusmarkkinoiden yhdistyessä ja investoinnit voidaan kohdentaa tehokkaammin valuuttakurssiriskin vähetessä. Lisäksi kurinalainen finanssipolitiikka vähentää yksityisten investointien syrjäytymistä.

On ennen aikaista tehdä lopullisia päätelmiä EMUn vaikutuksesta investointeihin, sillä euron käyttöönotosta on vasta vähän aikaa. Joka tapauksessa on saatu muutamia rohkaisevia oikeansuuntaisia merkkejä. Jos otetaan mukaan EMUa edeltänyt vaihe 1990-luvun puolenvälin jälkeen, sekä reaalkorot että reaalin valuuttakurssivaihtelu ovat laskeneet ja kannattavuus verojen jälkeen on pysynyt suhteellisen korkeana. Euroalueen talouksissa voidaan havaita myös investointien määrän huomattava lähentyminen yhdistettynä taloudellisten olojen, kuten kannattavuuden ja korkojen, lähentymiseen, mikä johtuu sekä markkinoiden yhdentymisen syvenemisestä että institutionaalisten puitteiden yhdenmukaistamisesta. Suorien ulkomaisten sijoitusten virroista saatu näyttö ei ole näin yksiselitteistä. Fuusiot ja yrityskaupat, jotka kertovat mahdollisesti yritysten pitkän aikavälin strategisista tavoitteista, ovat hallinneet suorien ulkomaisten sijoitusten virtoja viime vuosina.

Euro ja euroalueen rahoitusjärjestelmä

Euroalueen rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen on selvästi kiihtynyt sen jälkeen, kun euro otettiin käyttöön tammikuussa 1999. Kiihtymisen taustalla on toki muitakin tekijöitä: yksi tekijä on ollut maailmanlaajuistuminen, jota ovat edistäneet kansainvälisten pääomanliikkeiden vapauttaminen, rahoitusalan sääntelyn purkaminen ja teknologian kehitys, ja lisäksi edistymisellä EU:n yhteisen sääntelyjärjestelmän luomisessa (rahoituspalvelujen sisämarkkinoiden loppuunsaattamisen yhteydessä) on ollut suuri merkitys, kuten myös jäsenvaltioiden tasolla toteutetuilla rahoitusuudistuksilla.

Euro on poistanut valuuttariskin, joka oli ollut syynä euroalueen rahoitusjärjestelmän pirstoutumiseen, ja samalla se on paljastanut jäljellä olevien yhdentymisen esteiden vaihtoehtoiskustannukset. Eurosta johtuva yhdentymisen syveneminen näkyy entistä homogeenisempina markkinoina, välittäjien ja pörssien keskittymisenä sekä uusina ja innovatiivisina tuotteina ja tekniikoina.

Kun markkinatoimijat ovat omaksuneet Euroopan laajuisia strategioita, EU-tason päätöksentekijät ovat reagoineet laatimalla yhtenäisen strategian rahoituspalvelujen sisämarkkinoiden loppuunsaattamiseksi ja sitoutumalla sen nopeaan täytäntöönpanoon (ks. esimerkiksi maaliskuussa 2002 pidetyn Barcelonan Eurooppa-neuvoston päätelmät). Aivan ensiksi EU on asettanut kunnianhimoisen määräajan, vuoden 2005, rahoituspalveluja koskevan toimintasuunnitelman täytäntöönpanolle; tällä 42 poliittisesta aloitteesta koostuvalla paketilla pyritään parantamaan EU:n rahoitusjärjestelmän toimivuutta. Arvopaperimarkkinoihin liittyville toimille ja riskipääomaa

koskevalle toimintasuunnitelmalle on asetettu vielä tiukempi määräaika, vuosi 2003. Viimeksi mainitussa toimintasuunnitelmassa pyritään kehittämään uusien ja innovatiivisten yritysten yhdentyneet ja tehokkaat pääomarahoitusmarkkinat. Toiseksi rahoituspalveluja koskeva toimintasuunnitelma on pantava täytäntöön yhdenmukaisesti kaikissa jäsenvaltioissa, jotta saataisiin aikaan efektiivinen – ei ainoastaan nimellinen – kansallisten rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen. Lamfalussyn komitean ehdotusten perusteella hyväksytyjen arvopaperilainsäädännön uusien päätöksentekopuitteiden pitäisi edistää tätä tavoitetta ja varmistaa, että lainsäädäntö mukautetaan entistä nopeammin kehittyviin rahoitusmarkkinoihin. Kolmanneksi kilpailupolitiikan on oltava ennakoivaa, kun rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen etenee, jotta siitä saataisiin kaikki taloudellinen hyöty. Neljänneksi kuluttajia ja sijoittajia on suojeltava asianmukaisesti, jotta he uskaltautuvat toimia unionin laajuisilla yhtenäismarkkinoilla ja voivat nauttia kaikista niiden tuomista hyödyistä.

Euro kansainvälisenä valuuttana

Yhdysvaltain dollari on edelleen tärkein kansainvälinen valuutta, mutta eurosta tuli käyttöönottonsa jälkeen maailman toiseksi tärkein valuutta. Useat tekijät puoltavat euron käyttöä kansainvälisenä valuuttana. Ensimmäinen tekijä on euroalueen talouden koko. Euroalueen osuus maailman BKT:stä on noin 16 prosenttia eli hieman vähemmän kuin Yhdysvaltain (21 prosenttia), mutta paljon enemmän kuin Japanin (8 prosenttia). Näiden kolmen alueen osuudet tavaroiden ja palvelujen maailmankaupasta ovat samankaltaisia. Toinen tekijä, joka tekee eurosta houkuttelevan kansainvälisenä valuuttana, on sen vakaus, joka kertoo euroalueen terveistä talouden perustekijöistä, joiden tukena on vakauteen tähtäävä talouspolitiikka EMU:ssa. Kolmas tekijä on kansallisten rahoitusmarkkinoiden meneillään oleva yhdentyminen Euroopassa laajoiksi, syviksi ja likvideiksi Euroopan laajuisiksi rahoitusmarkkinoiksi, jotka parantavat euron asemaa kansainvälisessä luotonanto- ja luotonotto-toiminnassa. Silti verkosto- ja mittakaavavaikutusten takia Yhdysvaltain dollari todennäköisesti pysyy johtavana valuuttana. Joka tapauksessa euron kansainvälistymistä ohjaa yksityinen sektori, eikä eurojärjestelmä estä tai aktiivisesti edistä euron kansainvälistymistä politiikan tavoitteena.

Muu maailma ottaa nykyisin huomioon euroalueen, ei enää sen yksittäisiä jäsenvaltioita, kun käsitellään kansainvälisiä makrotaloudellisia kysymyksiä. Monenvälisestä valvonnasta vastaavat kansainväliset instituutiot, kuten IMF ja OECD, ovat alkaneet tunnustaa näiden muutosten seuraukset, sillä ne arvioivat säännöllisesti euroalueen yleistä makrotalouspolitiikan viritystä. Muutos näkyy myös G7-maiden valtiovarainministereiden lausunnoissa, joissa ei enää viitata euroalueen tiettyjen jäsenvaltioiden makrotalouspolitiikan viritykseen vaan koko euroalueen tilanteeseen.

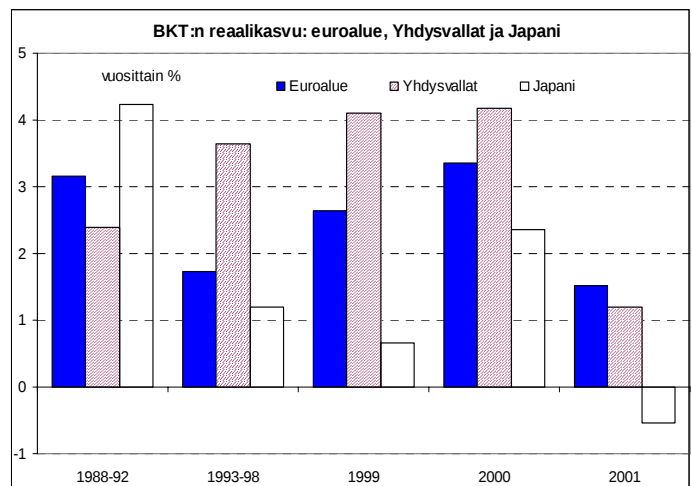
EMU on edistänyt yhteisten eurooppalaisten kantojen kehittämisprosessia, jolloin yhteisö voi vähitellen ottaa itselleen sen rahoituksellista ja taloudellista painoarvoa vastaavan kansainvälisen aseman. Tätä on täydennettävä edistymällä lisää edustuksen kohdalla.

1. TALOUSTILANNE JA POLIITTISET SAAVUTUKSET

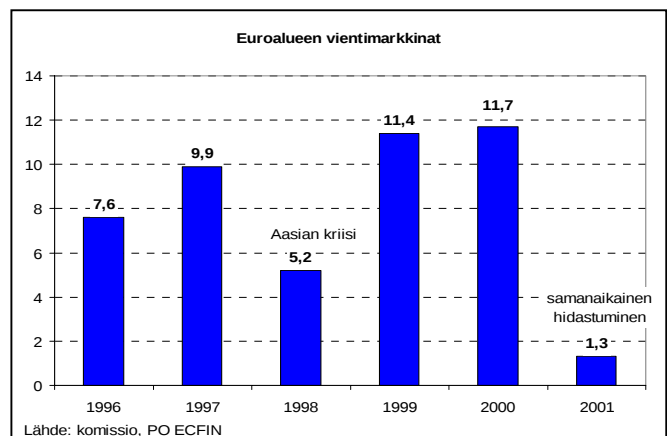
1.1 Yhteisen rahan kolmas vuosi: maailmantalouden kasvun hidastumisen seuraukset

BKT kasvoi EMUn kolmannen vaiheen kahtena ensimmäisenä vuonna ennakoitua enemmän eli keskimäärin 3 prosenttia vuodessa, ja tätä seurasi jyrkkä mutta lyhytaikainen lasku kolmantena vuonna. BKT:n kasvu hidastui vuonna 2001 ja se jatkuu maltillisena vuoden 2002 alkupuoliskolla. Hidastumisen syyt olivat sekä sisäisiä että ulkoisia. Yksityinen kulutus on pysynyt verkkaisena vuoden 2000 syksystä, kun energian ja elintarvikkeiden hinnannousu sekä Yhdysvaltain dollarin voimistuminen suhteessa euroon heikensivät euroalueen kotitalouksien ostovoimaa. Myös kuluttajien luottamus heikkeni tulonäkymiin liittyvien epävarmuustekijöiden lisääntyessä ja osakkeiden hintojen laskiessa. Investointitoiminta supistui tuottojen laskiessa ja kysyntänäkymien heiketessä.

Samanaikaisuus maailmantalouden kanssa on voimistunut. Yhteisen rahan käyttöönotosta lähtien euroalueen BKT:n kasvuvauhdin ero Yhdysvaltoihin on kaventunut ja samalla suhdannekehitys on samanaikaistunut voimakkaasti muiden merkittävien talouksien suhdannekehityksen kanssa. Kehitys on ollut päinvastaista kuin lähentymiskaudella (1990–1998). Voimakas samanaikaistuminen viime vuosien taantuman aikana selittyi yhteisillä sokeilla: öljyn hintapiikillä, tietoliikenneyhtiöiden osakekupan puhkeamisella ja syyskuun 11. päivän tapahtumilla. Se voi olla myös merkki siitä, että euro on alkanut käyttäytyä niin kuin voidaan odottaa taloudelta, joka on yhtä syvästi yhdentynyt maailmantalouteen kuin euroalue.



Ulkomaankaupassa ulkomainen kysyntä romahti maailmanlaajuisen toimeliaisuuden jyrkän laskun takia. Maailmankaupan kasvu oli hidastunut jyrkästi, ja heikosta eurosta huolimatta euroalueen viennin reaali kasvu syöksyi 12½ prosentista vuonna 2000 hieman yli 2 prosenttiin viime vuonna. Tuonti supistui kuitenkin vieniäkin nopeammin, joten ulkomaankauppa vaikutti kasvuun myönteisesti. Toimeliaisuutta voisi elvyttää kuluttajien luottamuksen lisääntyminen yhdistettynä käytettävissä olevien reaalityulojen nousuun, varastojen pienenemiseen, kasvua tukevaan rahatalouteen ja suotuisaan ulkoiseen ympäristöön.

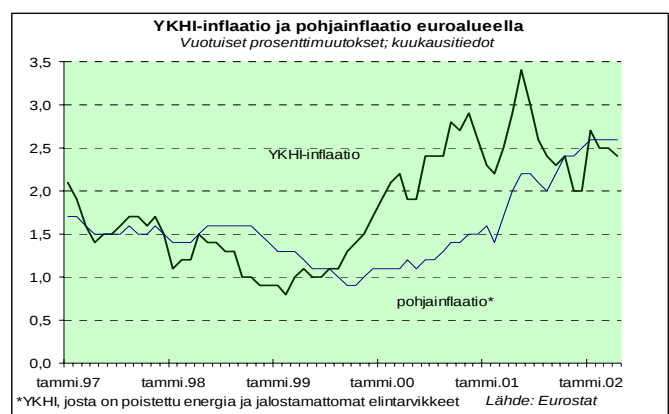
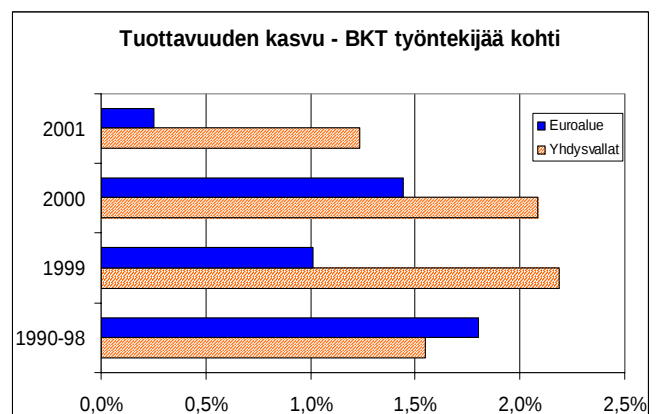
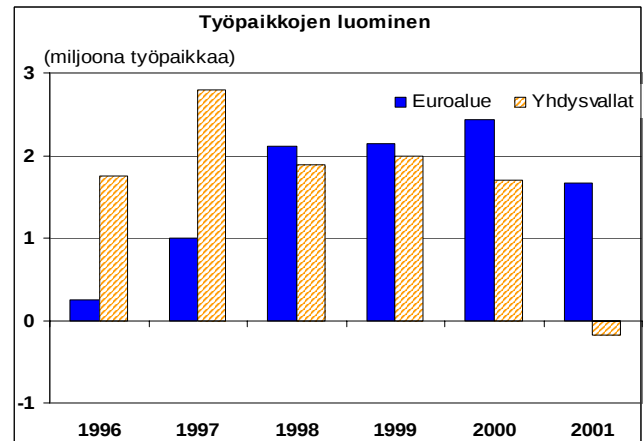


Taloudellisen toimeliaisuuden kiihtyminen kahtena ensimmäisenä vuonna vaikutti suotuisasti työllisyyteen. Kiinnostavaa kuitenkin on, että työpaikkoja syntyi kohtuullisen paljon laskusuhdanteenkin aikana. Yhteisen rahan kolmena ensimmäisenä vuonna euroalueelle on syntynyt noin 6 miljoonaa työpaikkaa verrattuna Yhdysvaltain 3,5 miljoonaan työpaikkaan. Työttömyysaste laski 11,3 prosentista vuonna 1997 aina 8,3 prosenttiin vuonna 2001. Näin BKT:n kasvu on nopeuttanut työllisyyden kasvua.

Työpaikkoja synnyttävän kasvun selitys piilee työmarkkinoiden rakennemuutoksissa. Pitkään jatkunut maltillinen palkkakehitys on kääntänyt työllisyyttä 1990-luvun alkupuoliskolla heikentäneen suuntauksen, jossa työvoimaa korvattiin pääomalla. Tarjontapuolella etenkin naisten osallistuminen työelämään on kasvanut tuntuvasti, kuten myös osa-aikaisten työpaikkojen ja määräaikaisten sopimusten osuus kokonaistyöllisyydestä. Keskimääräinen työvoimaosuus alittaa silti yhä Yhdysvaltain tai Pohjoismaiden tason.

Tuottavuus kasvoi euroalueella ja Yhdysvalloissa keskimäärin saman verran 1990-luvun alkupuoliskolla. Kuitenkin 1990-luvun loppupuoliskosta lähtien Yhdysvaltain tuottavuus on ollut selvästi voimakkaampaa kuin yleensä suhdannekehityksen kypsässä vaiheessa, kun euroalueen tuottavuus on ollut tätä tavanomaisempaa ja myötäsyklistä. Toinen merkittävä ero on ollut osin maahanmuutosta johtuva Yhdysvaltain työvoiman tarjonnan voimakas kasvu ja Yhdysvaltain talouden kyky työllistää kasvava työvoima. Nämä tekijät selittävät, miksi Yhdysvaltain BKT on kasvanut euroalueen BKT:tä voimakkaammin.

Inflaatio oli hyvin maltillista EMUn kolmannen vaiheen alussa, mutta vuoden 2000 alusta kuluttajahintojen nousu on pysynyt EKP:n 2 prosentin rajan yläpuolella. YKHI-inflaatio kiihtyi vain 1,1 prosentista vuonna 1999 ensin 2,3 prosenttiin vuonna 2000 ja sitten 2,5 prosenttiin vuonna 2001. Inflaatiovauhdin kiihtyminen selittyy suurelta osin tietyillä kustannuksilla lisäävillä tekijöillä, kun tuotantokulu on pysynyt enimmäkseen negatiivisena 1990-luvun puolestavälistä.

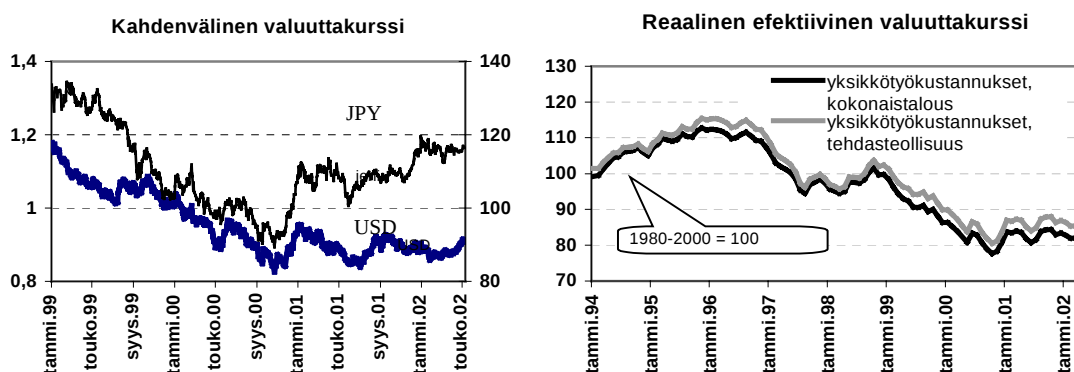


Kuluttajahintainflaation kehitykseen on vaikuttanut pääasiassa kaksi kustannuksia lisäävää tekijää: tuontihintojen kohoaminen ja kotimaisten elintarvikkeiden hinnannousu. Tuontihintojen kohoaminen, joka johtui lähinnä öljyn maailmanmarkkinahintojen noususta ja euron heikkenemisestä, oli suurin syy inflaation nousuun vuonna 1999 ja pitkälti vuonna 2000. Vuoden 2000 lopussa BSE-kriisi, suu- ja sorkkatauti-epidemia sekä epätavallisen huono sää kiihdyttivät osaltaan YKHI-inflaatiota vuoden 2001 kevään puoleenväliin asti. Lopulta vuoden 2002 alussa tuoreiden elintarvikkeiden uudet hinnankorotukset, joihin oli syynä epätavallisen kylmä sää osassa Eurooppaa, ja energian epäsuotuisa hintakehitys ovat jälleen puskenneet kuluttajahintainflaatiota ylöspäin.

1.2 Euron valuuttakurssi ja vaihtotase

Euroalue

Sen jälkeen, kun euro otettiin käyttöön vuonna 1999, euro heikkeni yli 20 prosenttia suhteessa Yhdysvaltain dollariin, mutta se on vahvistunut noin 10 prosenttia lokakuun 2000 pohjalukemista. Euron nimellinen efektiivinen arvo putosi yli 10 prosenttia kevääseen 2001 mennessä mutta on sittemmin pysynyt melko vakaana. Viimeaikainen vakaumus on seurausta Yhdysvaltain dollarin ja Ison-Britannian punnan epämääräisestä heilahtelusta suhteessa euroon, kun euron heikkenemistä suhteessa Sveitsin frangiin tasapainotti suurelta osin sen vahvistuminen suhteessa Japanin jeniin. Efektiivisen valuuttakurssin suhteellinen vakaumus tänä ajanjaksona on yllättävää, kun otetaan huomioon maailmantalouden voimakkaat heilahtelut ja yleinen käsitys euron aliarvostuksesta.



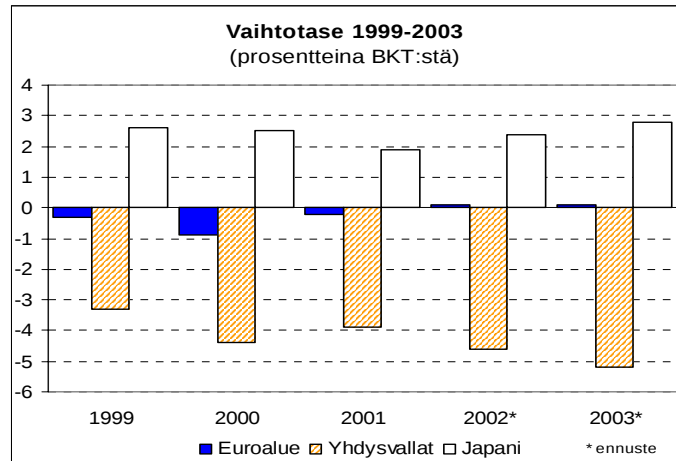
Euron reaaliinen efektiivinen valuuttakurssi yksikkötyökustannuksina mitattuna on selvästi alle pitkän aikavälin (1980–2000) keskiarvon. Euroalueen tuottajilla on suotuisa kilpailuasema suhteessa kolmansien maiden tavarantoimittajiin. Kotimaisen tuotannon kilpailuetu ulkomaiseen tarjontaan verrattuna auttaa selittämään, miksi nettovienti vaikutti BKT:hen myönteisesti vuonna 2001 maailmankaupan romahduksesta huolimatta. Samalla se, että euron arvo ei noussut kohti talouden perustekijöitä paremmin vastaavaa tasoa, ei juuri auttanut hillitsemään inflaatiota.

Reaaliinen efektiivinen valuuttakurssi on määrävä tekijä rajatylittävissä kauppavirroissa. Välittömien verojen muutokset, palkkaratkaisut ja maakohtaiset kustannustekijät vaikuttavat kotimaisten tuottajien asemaan maailmanmarkkinoilla². Reaaliinen rahanarvon aleneminen parantaa yleensä kotimaisten tuottajien kilpailuasemaa, mutta samalla se heikentää kuluttajien ostovoimaa. Sillä on myös epäsuotuisa vaikutus inflaatiopaineisiin. Sopiva kilpailukyvyyn taso riippuu kulloinkin vallitsevista

² Hintakilpailukyky on suppea käsite, ja maan vientialan vahvuuteen vaikuttavat muutkin tekijät, kuten tuotteiden laatu, palvelut ja täsmällisyys. Maailman talousfoorum (WEF) maailmanlaajuisesta kilpailukykyä käsittelevässä raportissa maat asetetaan järjestykseen niiden "nykyisen kilpailukyvyyn" ja "kasvukilpailukyvyyn" perusteella. Myös Euroopan komissio julkaisee vuosittain kertomuksen yritysten kilpailukyvyistä. Ks. myös "Competitiveness: A Dangerous Obsession", P. Krugman, Foreign Affairs, maaliskuuhuhtikuu 1994.

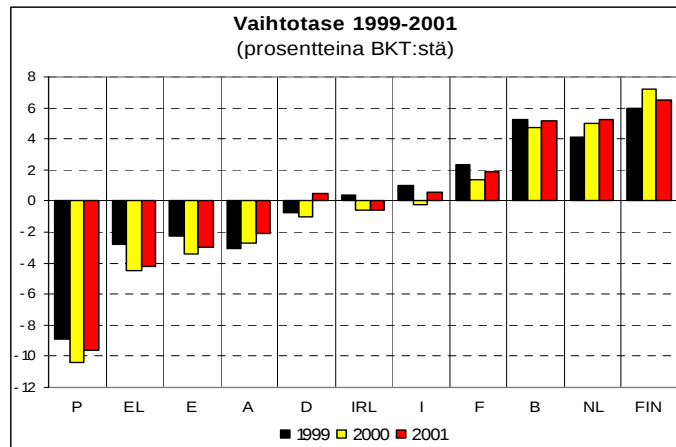
taloudellisista oloista.

Euroalueen vaihtotase parani edelleen pitkin vuotta 2001. Koko vuoden kokonaistase oli lievästi ylijäämäinen, ja uusimpien ennusteiden mukaan se pysyy hieman ylijäämäisenä vuoteen 2003 asti. Maailmanlaajuisesti tarkasteltuna huomattava vaihtotaseen epätasapaino pysyi ennallaan. Yhdysvaltain talouden suurta vaihtotaseen alijäämää tasapainotti osittain Japanin ja muutaman muun Aasian maan suuri vaihtotaseen ylijäämä, kun koko euroalueen vaihtotase oli lähes tasapainossa. Avoimeksi jää, missä määrin suhdannetekijät vaikuttavat maailmanlaajuisen epätasapainoon, mutta niiden vaikutuksen pitäisi lakata, kun kyseisten alueiden talouskasvu palaa ennalleen. Muiden tekijöiden pysyessä ennallaan suhdannetekijät merkitsevät vaihtotaseen alijäämää tulojen kasvun ollessa keskimääräistä suurempaa ja ylijäämää tulojen kasvun ollessa keskimääräistä pienempää.



Jäsenvaltiot

Euroalueen vaihtotaseessa ei ole havaittu merkittävää epätasapainoa kolmena ensimmäisenä vuonna, mutta jäsenvaltioiden kehityksessä on ollut eroja. Euroalueen sisäinen vaihtotaseen epätasapaino nostaa esiin kysymyksiä vaihtotaseen epätasapainon soveliaisuudesta ja kestävytydestä EMU:ssa. Aiemmin vaihtotaseissa on yleisesti ottaen aina esiintynyt epätasapainoa jäsenvaltioiden tasolla, mutta euro on merkittävästi muuttanut tilannetta, kun yhtenäiset rahoitusmarkkinat helpottavat alijäämien rahoittamista. Itse asiassa maat voivat pitää vaihtotaseen epätasapainoisena pitkään ja näin kerryttää nettovelkaa ulkomaille. Tämä ei sinänsä ole kiellettyä. Vaihtotaseen alijäämään voi olla hyviä syitä (esim. kiinnikuromisen yhteydessä), sillä se kertoo yksityisen sektorin toiminnasta. Epätasapaino jäsenvaltion vaihtotaseessa merkitsee kuitenkin viime kädessä muutosta sen ulkomaisessa nettovelassa. Vaikkei puhuttaisikaan vaihtotaseen kestävytyden teoreettisista perusteista, ulkomaanvelan muodostumiselle on tietty yläraja. Korjauksia ei enää voida tehdä muuttamalla nimellistä valuuttakurssia, joten muiden kilpailukykyyn vaikuttavien toimenpiteiden merkitys on korostunut. Jos maan täytyy parantaa hintakilpailukykyään, sen ainoat keinot ovat maltillinen palkkakehitys tai rakenneuudistus tuottavuuden lisäämiseksi. Etenkin rakenneuudistus on tärkeä, koska suhteellista palkkamalltia on vaikea toteuttaa matalan inflaation euroalueella.



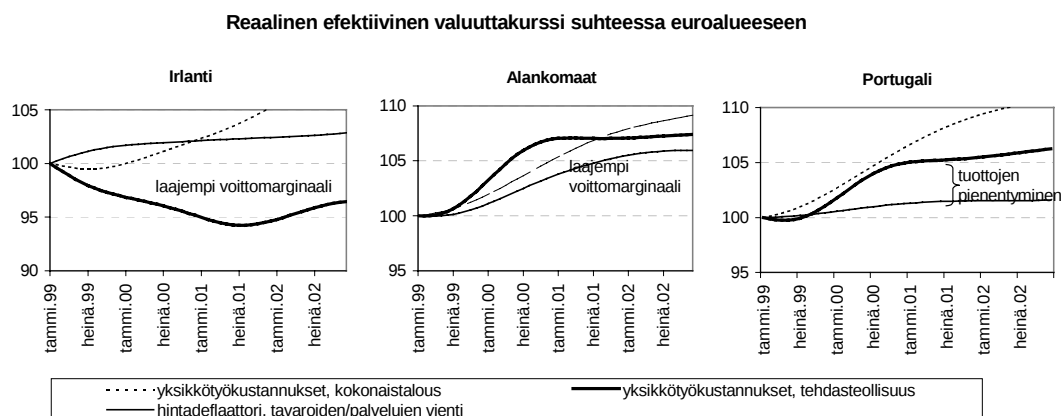
Sekä kilpailukykyyn taso että sen viimeaikainen kehitys vaihtelevat jäsenvaltioittain. EMU:n siirtymisen jälkeen yksittäisissä jäsenvaltioissa on tapahtunut seuraavanlaista kehitystä suhteessa euroalueen keskitasoon³: hintakilpailukyky heikkeni Portugalissa (-10 prosenttia), Alankomaissa (-8 prosenttia), Irlannissa (-6 prosenttia) ja Espanjassa (-3 prosenttia) ja parani Saksassa (+5 prosenttia), Kreikassa (+5 prosenttia) ja Itävallassa (+2 prosenttia), ja hintakilpailukyky pysyi melko vakaana

³ Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi mitattuna tehdasteollisuuden yksikkötyökustannuksina.

Ranskassa (+0,6 prosenttia), Belgiassa ja Luxemburgissa (-0,4 prosenttia), Italiassa (-1 prosenttia) ja Suomessa (-1 prosenttia).

Yhteisen rahan käyttöönnoton jälkeinen kehitys ei välttämättä viittaa siirtymiseen pois asianmukaisesta kilpailukyvyyn tasosta, koska lähtöasemat eivät aina ole olleet tasapainoisia. Reaalisen efektiivisen valuuttakurssin erilainen kehitys jäsenvaltioissa voidaan selittää tuottavuuden kasvuvauhdin eroilla, erilaisilla inflaatioprosenteilla ja rakenteellisilla tekijöillä, kuten talouden avoimuudella ja kaupan koostumuksella. Reaalisen valuuttakurssin liikkeiden perusteellinen arviointi edellyttää siis kunkin maan taloustilanteen kokonaisvaltaista analysointia.

Mahdollisia seurauksia voidaan arvioida esimerkiksi tarkastelemalla vientihintojen vaihtelua vähennettynä tehdasteollisuuden yksikkötyökustannusten vaihtelulla, jolloin saadaan käsitys voittomarginaalin kehityksestä. Jos kustannusnousua ei voida siirtää edelleen vientihintoihin, koska tuottajien hinnoitteluvoima vientimarkkinoilla on vähäinen, voittomarginaaliin kohdistuu yhä enemmän paineita. Jos esimerkiksi otetaan ne kolme maata, joiden kilpailukyky on heikentynyt eniten euroalueeseen verrattuna, Portugalin ja Alankomaiden ulkomaankaupan maantieteellinen jakauma on samantapainen eli noin kolmasosa kaupasta suuntautuu euroalueen ulkopuolelle ja kaksi kolmasosaa euroalueelle, kun Irlannissa vastaavat luvut ovat 55 prosenttia ja 45 prosenttia. Euroalueella Irlanti siis häviää vähemmän ja hyötyy enemmän euron heikkoudesta kuin Portugali ja Alankomaat.

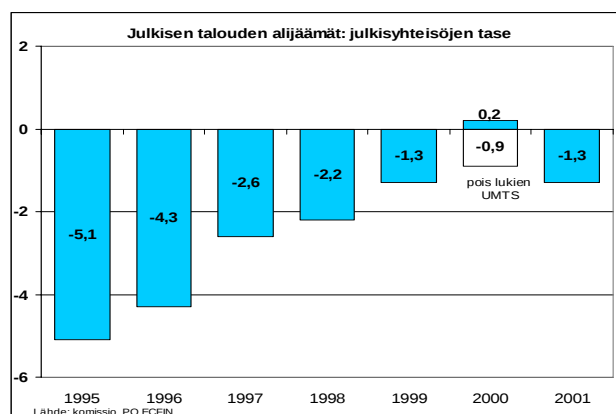


Politiikan kannalta on tärkeää seurata jäsenvaltion euroalueen sisäistä vaihtotasetta koko alueen vaihtotaseen ohella, sillä se voi antaa viitteitä maakohtaisista ongelmista. Hintakilpailukyky saattaa olla heikkenemässä lähemmäksi tai kauemmaksi tasapainoa. Rahapolitiikka kohdistuu euroalueeseen, joten sillä ei pystytä vaikuttamaan maakohtaiseen liikakysyntään tai -tarjontaan. Finanssipolitiikkaa ja erityisesti rakenneuudistusta, jolla pyritään lisäämään tarjontaa, tarvitaan estämään vaihtotaseen epätasapainon kärjistyminen, joka saattaisi lopulta uhata rahoitusjärjestelmän vakautta.

1.3 Makrotalouspolitiikka euroalueella

Saavutukset

Finanssipolitiikassa vakausta ja kasvusopimuksessa vahvistetaan kattava valvontamenettely, jonka avulla seurataan budjettipolitiikkaa EMU:ssa. Tavoitteena on varmistaa budjettikuri ja auttaa näin EKP:tä hintavakauden ylläpitämisessä. Koska yhteinen raha korostaa kansallisen finanssipolitiikan merkitystä maakohtaiseen kehitykseen sopeutumisessa, vakausta ja kasvusopimuksessa asetetaan keskipitkän aikavälin tavoitteeksi lähellä tasapainoa oleva



tai ylijäämäinen julkisen talouden rahoitusasema, jonka saavuttamalla jäsenvaltiot voivat selviytyä normaaleista suhdannevaihteluista ja pitää julkisen talouden alijäämän pienempänä kuin viitearvo, joka on 3 prosenttia BKT:stä. Vakaus- ja kasvusopimuksen mukaan euroalueen jäsenvaltioiden on tarkistettava keskipitkän aikavälin julkisen talouden strategiaansa vuosittain vakausohjelmissa⁴. Vakausohjelmat ovat tärkeimmät julkisen talouden seurantavälineet EMUssa, ja niitä arvioidaan komissiossa ja neuvostossa.

Kun lähtökohtana oli epätasapainoinen julkisen talouden rahoitusasema, kuuden viime vuoden aikana on edistytty paljon kurinalaisen finanssipolitiikan saavuttamisessa. Euroalueen julkisen talouden tasapaino parani vuoteen 1999 asti osittain julkisen talouden aktiivisen tervehdyttämisen ansiosta, ja monen jäsenvaltion julkisen talouden rahoitusasema on nyt ylijäämäinen. Sittenkin suotuisa kehitys joissakin maissa johtui lähinnä voimakkaasta kasvusta, ja julkisen talouden rahoitusaseman koheneminen oli hyvin vaatimatonta. Vuonna 2001 julkisen talouden rahoitusaseman alijäämät kasvoivat, koska menojen supistaminen ja automaattisten vakauttajien toiminta laskusuhdanteen aikana eivät täysin tasoittaneet veronalennusten vaikutusta.

Vuoden 1999 alusta finanssipolitiikkaa on harjoitettu vakaus- ja kasvusopimuksen puitteissa. Julkisen talouden alijäämälle asetetusta 3 prosentin viitearvosta on tullut "kova katto". Yksikään jäsenvaltio ei ole ylittänyt sitä. Julkisen talouden sopeuttaminen on jatkunut useimmissa maissa, joskin se on hidastunut. Vuonna 2001 useimmat jäsenvaltiot olivat saavuttaneet vakaus- ja kasvusopimuksessa vaadittavan lähellä tasapainoa olevan tai ylijäämäisen julkisen talouden rahoitusaseman.

Vakaus- ja kasvusopimuksella oli luonnollisestikin tässä suuri merkitys. Edistyksestä huolimatta Saksan, Ranskan, Italian ja Portugalin julkisen talouden alijäämät ovat kuitenkin edelleen liian suuria, mikä vaikuttaa koko euroalueen kokonaistulokseen. Tervehdyttämistä on jatkettava, jotta rahoitusasema olisi lähellä tasapainoa viimeistään vuonna 2004. Vuonna 2001 tarkistetuissa vakausohjelmissa tehtiin tätä tarkoittavia sitoumuksia. Koska julkisen talouden alijäämät vuonna 2001 ylittivät Saksassa ja Portugalissa selvästi niiden vakausohjelmissa asetetut tavoitteet ja lähestyivät 3 prosentin viitearvoa suhteessa BKT:hen, komissio suositteli neuvostolle ennakkovaroituksen antamista vakaus- ja kasvusopimuksen määräysten mukaisesti. Kun neuvostossa oli keskusteltu komission ehdotuksesta suositukseksi ennakkovaroituksen antamisesta, Saksa ja Portugali antoivat vakaat poliittiset sitoumukset, jotka olivat vastaus komission esittämien ongelmien ydinkohtiin.

Yleisesti ottaen suotuisa piirre julkisen talouden rahoitusaseman kohenemisessä on julkisen talouden sopeuttamisen koostumus. Kestävä julkisen talouden sopeuttaminen voidaan tehokkaimmin varmistaa keventämällä tarvittaessa verotaakkaa (erityisesti työvoimaan kohdistuvaa marginaaliveroa), poistamalla verovääristymiä ja hillitsemällä juoksevia menoja. Julkisen talouden viimeaikainen kehitys osoittaa, että useimmissa maissa edetään tähän suuntaan. Sopeuttaminen perustuu nykyisin pääasiassa menojen hillitsemiseen, kun kokonaisverotaakan osuus BKT:stä on laskenut. Meneillään olevissa verouudistuksissa pitäisi osaltaan keventää verotaakkaa, joka on monissa EU-maissa vielä ennätyksellisen korkea. Sekä pääomaan että työvoimaan ja erityisesti matalapalkkaiseen työvoimaan kohdistuvan verotaakan keventäminen edistää aineellisen ja henkisen pääoman karttumista, nostaa työmarkkinoille osallistumista ja lisää työvoiman kysyntää.

Euroalueen tulevassa finanssipolitiikassa on kuitenkin kaksi suurta haastetta:

- *Jäljellä olevan epätasapainon poistaminen ja neutraalin finanssipolitiikan virityksen jatkaminen:* jotta euroalueen kasvu jatkuisi suotuisana ja inflaatio pysyisi matalana, jäljellä olevan epätasapainon poistaminen ja neutraalin finanssipolitiikan virityksen jatkaminen on välttämätöntä. Kurinalaisen finanssipolitiikan jatkaminen helpottaa myös hintavakauden saavuttamista koskevaa EKP:n tehtävää. Varmistamalla, että julkisen talouden rahoitusasema on vakaus- ja kasvusopimuksessa asetetun keskipitkän aikavälin tavoitteen

⁴ Euroalueen ulkopuoliset jäsenvaltiot laativat edelleen lähentymisohjelmia.

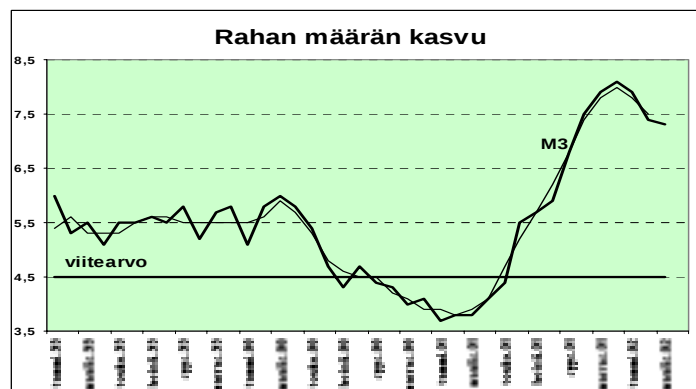
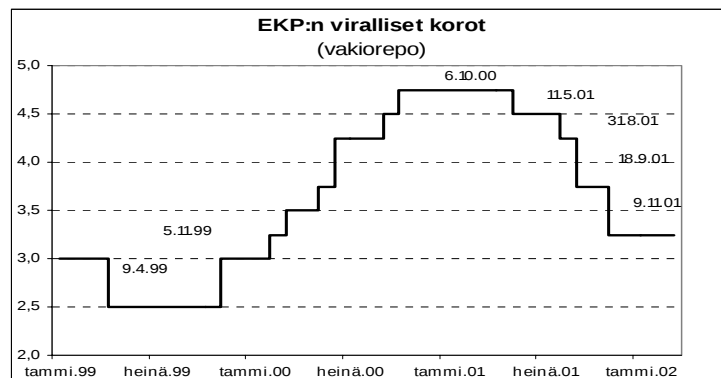
mukaisesti lähellä tasapainoa tai ylijäämäinen, jäsenvaltiot pystyvät myös selviytymään normaaleista suhdannevaihteluista, reagoimaan maakohtaiseen kehitykseen ja varmistamaan julkisen talouden liikkumavaran tarvittaviin rakenneuudistuksiin.

- *Varautuminen väestön ikääntymiseen:* julkisen talouden kestävyys on nyt osa vakaus- ja kasvusopimuksen yhteydessä toteutettavaa valvontaa. Monessa jäsenvaltiossa on havaittu riskejä. Julkiselle taloudelle voidaan joutua asettamaan entistä kunnianhimoisempia keskipitkän aikavälin tavoitteita, jotta tulevaa velkakehitystä voidaan tasoittaa.

Rahapolitiikassa perustamissopimuksessa asetetaan hintavakaus EKP:n ensisijaiseksi tavoitteeksi. Rahapolitiikalla on myös tuettava euroalueen talouspolitiikkaa vaarantamatta kuitenkin hintavakauden tavoitetta. EKP:n rahapolitiikan strategiassa on kolme osaa: hintavakauden kvantitatiivinen määritelmä ja kaksi "pilaria", joiden avulla arvioidaan hintavakauteen kohdistuvia riskejä. EKP on määritellyt hintavakauden euroalueen YKHI-indeksiin alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi, joka on ylläpidettävä keskipitkällä aikavälillä. Hintavakauden määritelmä toimii vertailukohtana, jonka avulla voidaan arvioida EKP:n rahapolitiikan ensisijaisen tavoitteen saavuttamista. Lisäksi EKP on todennut, että yhtenäisessä rahapolitiikassa omaksutaan euroalueen laajuinen näkökulma, joten siinä ei reagoida tiettyyn alueelliseen tai kansalliseen kehitykseen. EKP:n rahapolitiikan strategian ensimmäisessä pilarissa annetaan rahan määrälle merkittävä asema, mistä on osoituksena lavean raha-aggregaatin M3:n kasvulle asetettu viitearvo. Joulukuusta 1998 lähtien EKP:n viitearvona on ollut 4½ prosentin kasvu. Toisessa pilarissa analysoidaan useita muita talouden osoittimia, kuten kustannus- ja hintaindeksejä, valuuttakurssia, reaali-talouden indikaattoreita sekä rahoitusmarkkinoiden indikaattoreita, jotta voitaisiin yleisesti arvioida inflaationäkymiä ja hintavakauteen kohdistuvia riskejä.

Keväällä 1999 EKP laski korkoja inflaation hidastuessa ja maailmantalouden kasvunäkymien ollessa epävarmat Kaakkois-Aasian, Venäjän ja Brasilian rahoituskriisien jälkeen. Kun kasvu piristyi loppuvuonna ja inflaatiopaineet kasvoivat, EKP nosti taas ohjauskorkoja. Vuoden 2000 aikana öljyn hinnan merkittävä nousu ja euron arvon aleneminen lisäsivät hintavakauteen kohdistuvia riskejä. Samalla rahan määrän kasvu pysyi 4,5 prosentin viitearvon yläpuolella ja luotonanto yksityiselle sektorille jatkoi voimakasta kasvuaan. EKP reagoi inflaatiopaineiden lisääntymiseen nostamalla korkoja useaan otteeseen. Maailmantalouden ja erityisesti Yhdysvaltain talouden heikentyneet näkymät johtivat useisiin koronlaskuihin merkittävässä talouksissa vuoden 2001 mittaan. EKP alensi korkoja viime vuonna neljä kertaa yhteensä 150 peruspisteellä 3,25 prosenttiin. Näin tehtiin siitä huolimatta, että inflaatiiovauhti ylitti 2 prosentin viitearvon, koska suuri osa hinnannoususta oli luonteeltaan tilapäistä ja talouden heikentyminen vähensi inflaatiopaineita. Arvio, jonka mukaan tilapäisesti nopeutunut inflaatio ei lisää inflaatio-odotuksia, tuki maltillisen palkkakehityksen jatkumista.

Rahan määrän kasvu ylitti enimmäkseen EKP:n viitearvon yhteisen rahan kolmena ensimmäisenä vuonna, ja se ylitti viitearvon



selvästi vuoden 2001 viimeisellä neljänneksellä ja tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. EKP ei kuitenkaan katsonut rahan määrän viimeaikaisen voimakkaan kasvun muodostavan riskiä hintavakaudelle, koska sen katsottiin lähinnä johtuvan sijoitusten siirtämisestä osakkeista rahamääräisiin instrumentteihin epävarmuuden lisääntyessä. Tästä syystä EKP:n ohjauskorkoja laskettiin edelleen Yhdysvaltain terrori-iskujen jälkeen vuoden 2001 lopussa, vaikka M3:n kasvuvauhti ylittikin viitearvon.

On ensiarvoisen tärkeää, että EKP:n korkopäätökset perustuvat koko euroalueen taloudellisiin oloihin, mutta jäsenvaltioiden inflaatiovauhteissa on edelleen eroja. Tällaisia eroja esiintyy kuitenkin myös esimerkiksi Yhdysvaltain osavaltioiden välillä. Talouspolitiikka on mukautettava siten, että sillä voidaan puuttua euroalueen yksittäisten jäsenvaltioiden sisäiseen epätasapainoon.

1.4 Talouspolitiikan yhteensovittaminen EMUssa

Perustamissopimuksessa määrätään terveestä talouspolitiikasta. Siinä sitoudutaan vapaaseen kilpailuun perustuvaan avoimeen markkinatalouteen, vakaaseen hintatasoon ja terveeseen julkistalouteen, joilla edistetään kestävästä kasvusta ja korkeasta työllisyystasosta. Siinä annetaan tehtäviä erilaisille riippumattomille päätöksentekijöille (toissijaisuusperiaatteen ja yhteensovittamisen yhdistäminen). Yhtenäisen rahapolitiikan toteuttaminen annetaan riippumattoman EKP:n tehtäväksi. Sen ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. Jäsenvaltioille jää vastuu useimmista muista talouspolitiikan aloista, kuten kansallisesta budjettipolitiikasta ja rakennepolitiikoista.

Perustamissopimuksessa määrätään talouspolitiikan yhteensovittamisen järjestelmästä, jolla edistetään myönteisiä heijastusvaikutuksia ja jossa otetaan huomioon yhteensovittamattoman päätöksenteon mahdolliset negatiiviset ulkoisvaikutukset. Jäsenvaltioiden ja yhteisön talouspolitiikan laajat suuntaviivat ovat järjestelmän keskeinen osa. Vuotuiset työllisyys-suuntaviivat ovat perustamissopimuksen mukaan työllisyyspolitiikan yhteensovittamisen väline. Toinen perustamissopimuksessa määrätty tärkeä osa on talouspolitiikan monenvälinen valvonta.

Talouspolitiikan laajoissa suuntaviivoissa annetaan päätöksentekijöille opastusta sekä makrotaloudesta rakennepolitiikassa. Suuntaviivat ovat kattavat, joten niillä pyritään varmistamaan politiikan virityksen johdonmukaisuus eri politiikanalojen välillä ja maantieteellisesti. Monenvälistä valvontaa on toteutettu soveltamalla menettelyjä ja prosesseja, joiden tarkoituksena on taata terve budjettipolitiikka (vakaus- ja kasvusopimus) ja näin edistää rakenneuudistusta työ-, hyödyke- ja pääomamarkkinoilla (Luxemburgin ja Cardiffin prosessit). Kesäkuussa 1999 Kölnin Eurooppa-neuvostossa aloitettiin makrotaloudellinen vuoropuhelu. Siinä sekä päätöksentekijät että työmarkkinaosapuolten edustajat vaihtavat näkemyksiä talouden kehitysnäkymistä ja poliittisista vaatimuksista EMUn yhteydessä. Maaliskuussa 2000 Lissabonin Eurooppa-neuvostossa yhdistettiin taloudelliset ja sosiaaliset uudistustavoitteet 10 vuoden toimintaohjelmaan, jossa unionin päämääränä on tulla maailman kilpailukykyisimmäksi ja dynaamisimmaksi tietoon perustuvaksi taloudeksi, joka kykenee ylläpitämään kestävästä talouskasvusta, luomaan uusia ja parempia työpaikkoja ja lisäämään sosiaalista yhteenkuuluvuutta.

Sekä talouspolitiikan yhteensovittamisen aste että sen toteuttamistapa vaihtelevat huomattavasti eri politiikanalojen välillä. Joka tapauksessa onnistunut yhteensovittaminen edellyttää kolmea asiaa: (i) yhteistä arviota senhetkisestä taloustilanteesta ja kehitysnäkymistä, (ii) entistä parempaa käsitystä EMUn toiminnasta ja sen jäsenvaltioiden talouksista sekä (iii) päätöksentekijöiden halukkuutta ottaa vastaan ja antaa avoimia ja vilpittömiä neuvoja, hyväksyä vertaispainostuksen periaate sekä muuttaa politiikkaa tarvittaessa.

Talouspolitiikan yhteensovittamista EMUssa koskeissa arvioinneissa, joita kannatettiin Helsingin ja Lissabonin Eurooppa-neuvostoissa, on todettu, ettei uusiin prosesseihin ole tarvetta. Lisäksi Barcelonan Eurooppa-neuvostossa todettiin, että painopisteen on oltava täytäntöönpanossa. Tässä on korostettu tekemällä oppimista ja vähittäisiä parannuksia. Kolmena ensimmäisenä vuonna on edistytty huomattavasti seuraavissa asioissa:

Talouspolitiikan laajat suuntaviivat

Talouspolitiikan laajoilla suuntaviivoilla edistetään edelleen lähentymistä EMUssa, ja Lissabonin tavoitteiden mukaisesti niissä painotetaan EU:n kasvupotentiaalin lisäämistä talousuudistusten avulla. Talouspolitiikan laajoja suuntaviivoja on kehitetty monin tavoin. Niiden toimivuutta on parannettu antamalla entistä konkreettisempia ja täsmällisempiä suosituksia sekä yleisessä että maakohtaisessa osassa. Lisäksi on kiinnitetty entistä enemmän huomiota täytäntöönpanoon. Tätä varten komissio on laatinut kattavan täytäntöönpanokertomuksen, jossa arvioidaan, missä määrin jäsenvaltiot ovat noudattaneet poliittisia suosituksia.

Talouspolitiikan laajojen suuntaviivojen merkitystä on lisätty entisestään tehostamalla Eurooppa-neuvoston osallistumista, kuten Lissabonissa päätettiin. Eurooppa-neuvoston vuosittaisessa kevätkokouksessa, joka on omistettu taloudellisille ja sosiaalisille kysymyksille, annetaan lisäopastusta politiikan harjoittamiseen. Lisäksi talouspolitiikan laajat suuntaviivat suunnataan ja ne perustuvat nyt työhön neuvoston muissa asiaankuuluvissa kokoonpanoissa, jotka ottavat vastuun täytäntöönpanosta omalla alallaan ja antavat panoksensa tuleviin talouspolitiikan laajoihin suuntaviivoihin.

Vakaus- ja kasvusopimus

Sopimuksen tavoitteena on saavuttaa jäsenvaltioissa terve julkisen talouden rahoitusasema, joka on EMUn moitteettoman toiminnan edellytys. Sopimuksen täytäntöönpanoa on helpotettu hyväksymällä vuonna 2001 uudet käytäntösäännöt, jotka koskevat euroalueen jäsenvaltioiden laatimien vakausohjelmien muotoa ja sisältöä. Uudet käytäntösäännöt parantavat ohjelmien vertailtavuutta, koska niiden mukaan laskelmissa on käytettävä yhteisiä ulkoisia oletuksia ja kaikki kansalliset ohjelmat on esitettävä lyhyen ajan sisällä joka syksy. Lisäksi niissä annettavien tietojen valikoimaa on laajennettu, jotta voitaisiin entistä paremmin analysoida julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyyttä.

Euroryhmä

Euroryhmässä kokoontuvat euron käyttöön ottaneiden jäsenvaltioiden ministerit. Komissio ja tarvittaessa EKP voivat osallistua euroryhmän työhön. Ryhmä toimii epävirallisena foorumina, jossa voidaan käydä vilpittöntä ja avointa keskustelua EMUun liittyvistä kysymyksistä. Tämä epävirallinen foorumi on edistänyt ministereiden yhteisten näkemysten muotoutumista kaikkien kannalta tärkeistä asioista. Käsiteltyjen aiheiden kirjo on laajentunut suhdanteiden, budjettipolitiikan virityksen, valuuttakurssin ja pääomamarkkinoiden kehityksestä rakenteellisiin kysymyksiin, jotka vaikuttavat kasvuun ja julkiseen talouteen. Euroryhmän toimintaa on tehostettu myös parantamalla sen työskentelytapoja ja näkyvyyttä.

Yhteisen rahan kolmena ensimmäisenä vuonna on tapahtunut edistystä, mutta politiikan yhteensovittamista on vielä tehostettava. Tätä varten Barcelonan Eurooppa-neuvostossa korostettiin toimenpiteitä, joilla voidaan parantaa taloustilanteen yhteistä arviointia. EMUn tilastovaatimuksia koskevaa työtä on tehostettava. Lisäksi komission yksiköt alkoivat maaliskuussa 2002 julkaista säännöllistä neljännesvuosittaista raporttia, jossa esitellään meneillään olevaa analyttistä työtä. Jotta voitaisiin lisätä yhteisymmärrystä siitä, mitä tarkoitetaan hyvällä talouspolitiikalla EMUssa, komissio aikoo piakkoin ehdottaa talouspolitiikan harjoittamista koskevia yhteisiä ohjeita.

2. PALKKAKEHITYKSEN SEURANTA EMUSSA

2.1 Johdanto

EMUn perustamisen arveltiin vaikuttavan voimakkaasti markkinatoimijoihin ja erityisesti hinnanmuodostus- ja palkkaneuvottelukäytäntöihin. Talous- ja rahaliitto on muuttanut merkittävästi makrotaloudellista toimintaympäristöä, jolle ovat nyt ominaisia yhtenäinen, vakauteen tähtäävä rahapolitiikka euroalueella ja terve kansallinen finanssipolitiikka. Keskustelu EMUn todennäköisestä vaikutuksesta palkanmuodostukseen on keskittynyt kolmeen erilliseen mutta toisiinsa liittyvään seikkaan: nämä seikat ovat (i) tarvittava nimellispalkkajousto, jotta voidaan ottaa huomioon palkan entistä suuremmat vaikutukset hintakilpailukykyyn, (ii) suora vaikutus reaali-palkkapyrkimykseen (palkanmuodostuskäyrään) ja siten tasapainotyöttömyyteen sekä (iii) vaikutus työmarkkinalaitoksiin ja erityisesti palkkaneuvottelumekanismeihin.

Yleisesti on katsottu, että EMUn olisi yleensä parannettava työllisyyttä edistävien palkkaneuvottelukäytäntöjen edellytyksiä, kun palkka- ja työllisyyskehityksen välinen yhteys tulee yhä ilmeisemmäksi ja tiiviimmäksi. Koska nimellisen valuuttakurssin devalvoiminen ei ole enää mahdollista, merkittävät virheet palkanmuodostuksessa merkitsevät viime kädessä kilpailukykyyn heikkenemistä, työmarkkinaolojen huonontumista ja tuskallista sopeuttamista.

EMUSSA on siis entistäkin tärkeämpää, että palkkakehitys vastaa sekä yhteisön tasolla vahvistettuja makrotaloudellisia puitteita että maakohtaisia vaatimuksia. Palkkaneuvottelukäytännöt osoittavat seuraavaa:

- Jos yleinen nimellispalkkakehitys ei ole johdonmukainen hintavakauden kanssa, liialliset nimellispalkkojen korotukset aiheuttavat koko euroalueelle inflaatoriskin, mikä vaikuttaa haitallisesti koko rahaliiton kasvuun ja työllisyyteen.
- Reaali-palkkakehitys, joka vastaa työvoiman tuottavuuden kasvua ja jossa otetaan tarvittaessa huomioon tarve vahvistaa kapasiteettia lisäävien ja työpaikkoja luovien investointien kannattavuutta, estää kilpailukykyyn ja työmarkkinaolojen huonontumisen.
- Yhteinen raha lisää avoimuutta ja helpottaa palkkavertailua, mikä saattaa johtaa "palkkajäljittelyyn". Elinolojen lähentyminen on EU:n yksi päämäärä, joka todennäköisesti saavutetaan aikanaan, mutta ennenaikainen palkkatason kiinnikurominen saattaisi hidastaa reaalista lähentymistä tai jopa pysäyttää sen.
- Palkkaratkaisuilla, joissa huomioidaan pätevyydestä, ammattitaidosta ja maantieteellisestä alueesta johtuvat tuottavuuserot, vältetään työpaikkojen häviäminen, edistetään yleensä työpaikkojen luomista ja parannetaan nuorten, vähän koulutettujen tai pitkäaikaistyöttömien kaltaisten ryhmien työllistymismahdollisuuksia sekä edistetään työvoiman tehokasta kohdentamista eri ammatteihin, aloille ja alueille.

Vastuu siitä, että palkanmuodostuksen menettelyt ja tulokset ovat johdonmukaisia korkean työllisyystason saavuttamisen ja ylläpitämisen kanssa, kuuluu edelleenkin ensisijaisesti yksityiselle sektorille. Kuten edellä on todettu, epäasianmukainen palkkakehitys – tai yleensäkin puutteelliset työmarkkinarakenteet – tietyissä maissa tai tietyillä alueilla varsinkin silloin, kun sitä on laajuutensa

takia tasoitettava rahapoliittisin toimenpitein, voi vaikuttaa haitallisesti myös muihin EMU-maihin. Vaikutukset voitaisiin huomioida vahvistamalla talouspolitiikan yhteensovittamista.

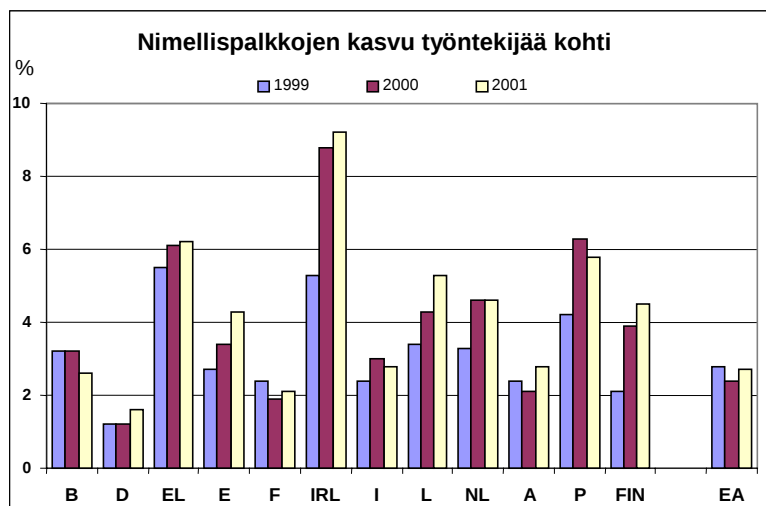
2.2 Kokonaispalkkakehitys: pelkistettyjä tosiasioita

Inflaatio hidastui selvästi viime vuosikymmenen aikana. Vaikka heikko yleinen talouskehitys kyseisenä ajanjaksona vähensi osaltaan inflaatiopaineita, on olemassa näyttöä siitä, että hintavakauden korkea taso on johtunut myös koko järjestelmän kattavista muutoksista ennen EMUn kolmatta vaihetta. Kun hintavakaus ja kestävä lähentymisen korkea taso ovat euron käyttöönoton keskeiset vaatimukset, samalla myös maiden väliset inflaatiiovauhdin erot ovat kaventuneet selvästi. Koko euroalueella nimellispalkkojen kasvu työntekijää kohti on hidastunut miltei rinnakkain hintavakauden kanssa, ja nimelliskorvaukset työntekijää kohti nousevat nyt keskimäärin noin 3 prosenttia vuodessa. Päällisin puolin palkkaneuvotteluprosessin osapuolet ovat siis ottaneet huomioon palkkakehityksen ja hintavakauden johdonmukaisuuden tarpeen.

Nimellisen vakauttamisen sivutuotteena myös nimellispalkkojen kasvun absoluuttinen hajonta maiden välillä on pienentynyt selvästi viime vuosikymmenen aikana, joten nimellispalkkakehitys on ollut viime aikoina melko samansuuntaista. Kuitenkin vuonna 2001 nimellispalkkojen kasvun absoluuttinen hajonta työntekijää kohti euroalueen neljässä suuressa maassa oli edelleen 2,7 prosenttiyksikköä (Saksan 1,6 prosentista Espanjan 4,3 prosenttiin). Rahapalkat kasvoivat

hieman keskimääräistä nopeammin Suomessa ja Alankomaissa, mikä kertoo erilaisista suhdanteista; nimellispalkkojen kasvu oli suurinta Irlannissa, Portugalissa ja Kreikassa. Rahapalkkojen kasvuvauhdeissa esiintyy siis edelleen merkittävää hajontaa euroalueella.⁵

Vaikka on tarpeen saavuttaa sellainen palkkakehitys, jossa otetaan huomioon palkkojen vaikutus yleiseen hintainflaatioon, maiden väliset tuottavuuden ja kasvuvauhdin erot rajoittavat käytännössä asianmukaisen palkkakehityksen samanaikaistumisen astetta. Kun palkkojen annetaan heijastaa maa-, alue- tai alakohtaisia eroja, reaali-palkkatasot voivat lähentyä ajan mittaan työllisyystason pysyessä ennallaan tai noustessa. Keskimääräistä suuremmat nimellispalkkojen korotukset eivät siis ole ongelma maissa, joiden työvoiman tuottavuus kasvaa keskimääräistä nopeammin.



⁵ Kun mittapuuksi otetaan nimellispalkkojen kasvun vaihtelukerroin, nimellispalkkojen korotusten suhteellinen hajonta näyttää hieman lisääntyneen. Kuitenkin nimellispalkkakehityksen samanaikaistumisesta saatu näyttö saa tukea suhteellisen hajonnan tarkastelusta.

Nimellisten yksikkötyökustannusten vakauttaminen vähensi nimellisten yksikkötyökustannusten nousun hajontaa jäsenvaltioiden välillä. Kuitenkin vuonna 2001 nimellisten yksikkötyökustannusten kasvussa tapahtui hieman luisumista, ja joissakin pienissä maissa on vastaavasti saatu selkeää näyttöä liian suuresta nimellisten yksikkötyökustannusten kasvusta.

Taloudellisen toimeliaisuuden hidastuminen vuonna 2001 kiihdytti nimellisten yksikkötyökustannusten kasvua. Nimelliset yksikkötyökustannukset nousivat koko euroalueella noin 2,5 prosenttia viime vuonna. Vaikka tämä kertoo jossakin määrin ennustettua heikommasta työn tuottavuuden kasvusta, useassa maassa – lähinnä euroalueen reunalla – on kiistatta esiintynyt ylikuumenemisen merkkejä. Joka tapauksessa nykyisten ennusteiden mukaan nimellisten yksikkötyökustannusten kasvu koko alueella hidastuu ja alittaa 2 prosenttia vuonna 2002.

Vuoden 2001 noususta huolimatta nimellisten yksikkötyökustannusten inflaatio on siis hidastunut koko euroalueella. Vaikka työttömyys on vähentynyt selvästi viime vuosina, toistaiseksi on saatu vain vähän merkkejä nimellisten yksikkötyökustannusten kasvun merkittävästä kiihtymisestä koko alueella. Maat, joissa kasvu on jatkunut vuosia ja joiden työmarkkinat ovat kiristyneet (Irlanti, Alankomaat ja Portugali), ovat eittämättä suhteellisesti muita alttiimpia palkkapaineille. Lisäksi lyhennetyn työviikon vaikutus työvoimakustannuksiin Ranskassa voi tuntua voimakkaammin sitten, kun tuottavuuden kasvun korvaava vaikutus alkaa laantua. Kaiken kaikkiaan EMUn alkuvuosina ja rahaliittoa edeltävinä vuosina nimellispalkkakehitys on kuitenkin ollut erittäin maltillista, mitä voidaan tuskin selittää ilman taustalla olevia käytäntöjen muutoksia.⁶

Yleinen palkkamaltilti saa vahvistuksen tuottavuuteen mukautettujen reaalisten tuotepalkkojen kehityksestä. Yksinkertaisimmillaan tässä analysoidaan reaalisten yksikkötyökustannusten kehitystä, johon heijastuvat työvoiman osuudessa kokonaistuloista tapahtuneet muutokset. Koko euroalueella työvoiman osuus tuloista on pysynyt suurin piirtein vakiona EMUn kolmena ensimmäisenä vuonna viiden edeltävän vuoden jatkuvan laskun jälkeen.

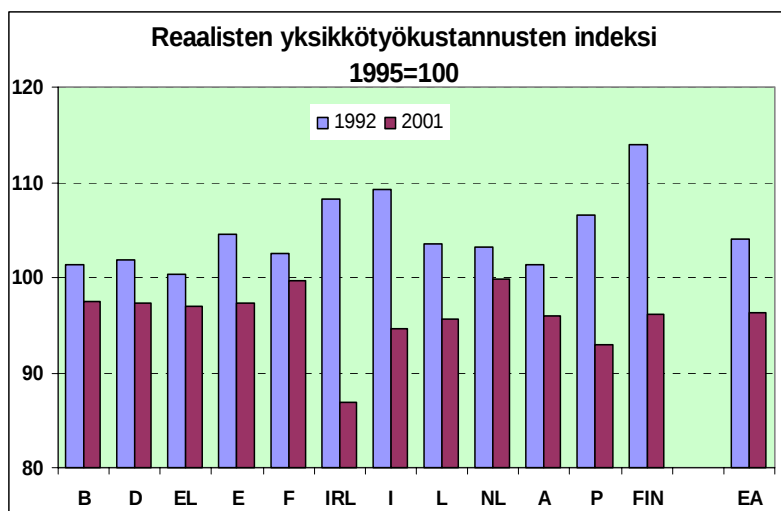
Kun reaalisten yksikkötyökustannusten kehitystä kolmen viime vuoden aikana tarkastellaan lähemmin, voidaan todeta seuraavaa:

- Reaalipalkkakehitys on ollut maltillista melkein kaikissa euroalueen maissa. Ainoastaan Ranskassa, Luxemburgissa ja Portugalissa reaaliset yksikkötyökustannukset olivat vuonna 2001 korkeammat kuin kolmena edeltävänä vuonna.
- Entisen Saksan markan valuuttavyöhykkeen maissa ja Italiassa reaalisten yksikkötyökustannusten kasvu on käytännössä ollut olematonta kolmen viime vuoden aikana; myös Espanjassa palkkojen osuuden lasku seisahtui viime vuonna.
- Irlannissa ja Suomessa, jossa reaaliset yksikkötyökustannukset olivat laskeneet merkittävästi EMUa edeltävinä vuosina, työvoiman osuudessa tuloista tapahtunut lasku pysähtyi ja reaaliset yksikkötyökustannukset alkoivat nousta.

⁶ Toisin sanoen pistokokeisiin perustuvissa palkkayhtälöennusteissa aina 1990-luvun alkupuolelle asti ennustettiin myöhempien vuosien palkkakehitys yleensä liian suureksi (OECD 2000).

- EMUun myöhemmin liittyneessä Kreikassa reaaliset yksikkötyökustannukset laskivat selvästi kolmen viime vuoden aikana vastapainona EMUa edeltävinä vuosina tapahtuneelle reaalipalkkojen nousulle.

Maltillinen reaalipalkkakehitys on selvästikin tuottanut tulosta ja edistänyt dynaamista työpaikkojen luomista viime vuosina. Alueen työttömyysaste on laskenut selvästi 11,5 prosentin huippulukemista 8,5 prosentin alapuolelle, mutta palkkakehitys on pysynyt maltillisena. Näin ollen euroalueen tasapainotyöttömyys (NAIRU) on voinut laskea noin 1,5 prosenttiyksikköä ja se on edelleen laskussa, mikä viittaa siihen, että noin puolet varsinaisen työttömyystason



paranemisesta on luonteeltaan rakenteellista. Muut kansainväliset elimet, kuten OECD ja IMF, ovat tehneet jokseenkin samanlaisia päätelmiä. Käsitys maltillisen palkkakehityksen taustalla olevista mekanismeista on selvästikin tarpeen sen arvioimiseksi, voiko maltillinen palkkakehitys jatkua vai ei.

2.3 Viime vuosien maltillisen palkkakehityksen taustalla olevia tekijöitä

Jotta tasapainotyöttömyyden (NAIRU) laskussa havaitun maltillisen palkkakehityksen luonteesta saataisiin parempi käsitys, on tarkasteltava useimmissa euroalueen maissa toteutettuja suhteellisen laajoja hyödyke- ja työmarkkinauudistuksia, jotka kiihdyttivät kilpailua hyödyke- ja palvelumarkkinoilla sekä lievittivät työmarkkinoiden jakoa sisällä oleviin ja ulkopuolisiin 1990-luvun loppupuoliskolla. Työllisyyttä edistävässä uudistuksissa⁷ on puututtu muun muassa vero- ja etuusjärjestelmiin esimerkiksi laskemalla työnantajamaksuja tiettyjen ryhmien kohdalla tai antamalla taloudellista tukea matalapalkkaisille sekä nykyaikaistamalla työjärjestelyjä, kuten edistämällä osa-aikatyötä ja entistä joustavampia työsopimuksia.

Lisäksi yhteisen rahan käyttöönotto on omiaan lisäämään kilpailua hyödyke- ja palvelumarkkinoilla, sillä se edistää hintojen avoimuutta EMUn jäsenvaltioissa.⁸ Näin EMU antaa lisäkimmokkeen yhtenäismarkkinaohjelman yhteydessä toteutettaville pyrkimyksille parantaa hyödyke- ja palvelumarkkinoiden toimivuutta. Tällöin tulospalkkauksen mahdollisuudet työntekijöiden ja yritysten välillä vähenevät voimakkaasti.

⁷ Aktiiviset ja ennaltaehkäisevät työmarkkinapolitiikat ovat osaltaan saattaneet parantaa työllisyytilannetta, mutta niiden vaikutus maltilliseen palkkakehitykseen ja tasapainotyöttömyyteen (NAIRU) on epäselvä.

⁸ On kuitenkin syytä panna merkitseville useiden tarkkailijoiden skeptinen näkemys, jonka mukaan yhdentyminen ei välttämättä lisää kilpailua, koska yhdentyminen helpottaa monikansallisten yritysten strategioita, joiden avulla ne voivat mahdollisesti hallita hyödykemarkkinoita Euroopan laajuisesti.

Kehikko: Keskittäminen, yhteensovittaminen ja makrotaloudelliset tulokset.

Keskustelua palkkaneuvottelurakenteiden vaikutuksesta palkkakehitykseen on suurelta osin hallinnut Calmforsin ja Driffillin hypoteesi. Sen mukaan työttömyyden ja palkkaneuvottelujen keskittymisasteen välillä on "käännetyn U:n" muotoinen suhde. Täysin keskitetyt ja täysin hajautetut neuvottelut tuottavat työllisyyden kannalta parhaan tuloksen lähinnä siksi, että yritystason neuvotteluissa otetaan huomioon yrityksen kilpailukyky ja koko kansantalouden kattavissa neuvotteluissa tarkastellaan makrotaloudellisia työllisyysvaikutuksia. Näiden kahden ääripään välillä palkankorotusten ulkoisvaikutuksia työllisyyteen ei oteta huomioon täysimääräisesti, jolloin tulos on huonompi. Empiirinen näyttö "käännetyn U:n" muotoisesta suhteesta on kuitenkin heikkoa. Onnistunutta yhteensovittamista, olipa se sitten virallista (esim. yhdessä valtion kanssa sovitut palkanormit) tai epävirallista (esim. työehtosopimusten vertailu työnantajien välillä), voidaan pitää keinona ratkaista välitason neuvottelujen mahdolliset haitat.

Erilaisten uudistuspyrkimysten täsmällistä vaikutusta on vaikea määrittää tarkasti, mutta on selvää, että ne ovat vaikuttaneet jonkin verran tasapainotyöttömyyden (NAIRU) vähenemiseen hillitsemällä osaltaan palkkavaatimuksia. On kuitenkin myönnettävä, että uudistukset ovat edenneet varsin epätasaisesti eri maissa. Kaikissa euroalueen merkittävässä talouksissa vallitsee edelleen suhteellisen korkea rakennetyöttömyys.

On siis vaikeaa selittää laajaa palkkamalttia ottamatta esille epävirallisten tulopolitiikkojen merkitystä tietyissä maissa⁹. Viime vuosina Belgiassa, Tanskassa, Suomessa, Saksassa, Kreikassa, Espanjassa, Irlannissa, Italiassa, Alankomaissa ja Portugalissa on tehty kaksi- ja kolmikantaisia työehtosopimuksia, jolloin neuvottelujen osapuolet on yleensä sidottu jonkinlaiseen hintavakauden mukaiseen palkkamalttiin kilpailukykyyn parantamiseksi. Valtio voi osallistua kolmikantaisiin työmarkkinasopimuksiin eri tavoin, esimerkiksi antamalla veronalennuksia ja/tai toteuttamalla erityisiä työmarkkinapoliittisia toimenpiteitä palkkamaltin vastineeksi, kuten Suomessa ja Irlannissa on äskettäin käynyt. Suomessa on myös pyritty parantamaan nimellispalkkajoustoa ottamalla käyttöön ns. EMU-puskurirahastoja,¹⁰ mutta niiden vaikutus jää todennäköisesti varsin rajalliseksi.

Belgia on luultavasti selkein esimerkki nimenomaan kilpailukykyyn huomioimisesta. Vuonna 1996 maan hallitus säati työllisyyttä ja kilpailukykyä koskevan lain, joka sisälsi lakisääteisen palkanormin vuosiksi 1997–1998 ja jonka mukaan palkankorotukset eivät saa ylittää Belgian naapurimaiden eli Ranskan, Saksan ja Alankomaiden keskimääräisiä palkankorotuksia. Työmarkkinaosapuolet tekivätkin uudet alojen väliset sopimukset vuosina 1998 ja 2000 ja ottivat jälleen naapurimaiden palkkakehitykseen liittyvän palkanormin käsitteen Belgian keskimääräisten palkankorotusten tärkeimmäksi viitekohdaksi.¹¹

⁹ Yksityiskohtainen selvitys aiheesta, ks. esimerkiksi Euroopan teollisuuden työmarkkinasuhteiden seurantakeskus (EIRO), EIROonline (2000).

¹⁰ Talouden noususuhdanteen aikana peritään hieman tarvittavaa korkeampia sosiaaliturvamaksuja. Laskusuhdanteen aikana näin kerätyillä varoilla voidaan maksaa lisääntyneet sosiaaliturvakustannukset.

¹¹ Joulukuussa 2000 tehdyssä uusimmassa puitesopimuksessa asetetaan nimellispalkkojen korotusten ylärajaksi ylösentekijää kohti yhteensä 6,4 prosenttia vuosina 2001–2002.

Kehikko: Työmarkkinasopimukset.

Kolmikanlaiset työmarkkinasopimukset yleistivät (jälleen) useissa jäsenvaltioissa 1980- ja 1990-luvulla; useimmiten tällainen korporatiivinen lähestymistapa valittiin tilanteessa, jossa työttömyysaste oli korkea ja työmarkkinarakenteet olivat jäykät. Valtiolla rakenneuudistuksista käytävät kolmikanneuvottelut ovat hyödyllisiä, koska ne kertovat varhaisessa vaiheessa, mikä on poliittisesti mahdollista, ja koska ne saavat lopulta työmarkkinaosapuolten aktiivisen tuen sopimuksen täytäntöönpanolle. Lisäksi kolmikanneuvottelut antavat mahdollisuuden pakettiratkaisuihin, joissa jokainen osapuoli saavuttaa tavoitteensa ainakin osittain. Usein valtiot kannustavat pakettiratkaisuihin tarjoamalla palkintoja (esim. veronalennuksia), jos sopimus saadaan aikaan. Työmarkkinaosapuolille kolmikanneuvottelut antavat mahdollisuuden vaikuttaa politiikkaan varhaisessa vaiheessa ja saada toiminnalleen oikeutuksen.

Ennen EMUn kolmatta vaihetta yhteensovittaminen sai uuden ulottuvuuden: finanssipolitiikassa oli täytettävä Maastrichtin kriteerit ja rahapolitiikassa hillittävä inflaatiota; viimeksi mainitussa kiinnitettiin myös entistä enemmän huomiota palkkakehitykseen. Paineet, jotka olivat alun perin suosineet työmarkkinasopimuksia, ovat kuitenkin hellittäneet yhteisen rahan käyttöönoton ja vuosien 1999–2000 suotuisien kasvuedellytysten myötä.

Kansallisella tasolla yhteensovitettujen palkkaneuvottelujen ovat helpottaneet maltillisen palkkakehityksen jatkamista. Tällaisten järjestelyjen perusongelmana kuitenkin on ajallinen yhtenevyys, jolloin sopimusta on vaikea saada kestäväksi. Erityisesti pääoman vapaan liikkuvuuden myötä sellaiset mekanismit, joilla työnantajapuoli sidotaan suuria investointeja vaativiin politiikkoihin, jäävät teholtaan varsin rajallisiksi. Tämä vuorostaan vähentää työntekijöiden kannustimia palkkamalttiin tulevien investointien edellä. Lisäksi valtioiden voi olla yhä vaikeampaa suunnitella sellaisia kannustavia politiikkoja, joita palkkaneuvottelujen päätoimijat voivat pitää hyväksyttävänä.

Samalla inflaatiovauhti on euroalueella suhteellisen hidas, joten yleisen palkkakurin merkitys on vähentynyt ja vastaavasti nimellispalkkajouston merkitys EMUn moitteettomassa toiminnassa on kasvanut. Kokemukset osoittavat, että kansallisella tasolla yhteensovitettujen palkkaneuvottelujen johtavat yleensä tuloksiin, jotka kohdistuvat pikemminkin yleisiin kansantalouden laajuisiin indikaattoreihin kuin alue-, yritys- ja ammattitaitokohtaisiin tarpeisiin. Jos yhteensovitettujen palkkaneuvottelujen sallivat joustavan mukautuksen alemmilla neuvottelutasoilla, ne voivat johtaa varsin eriytettyihin tuloksiin. Viime vuosina monissa maissa on siirrytty kohti palkkaneuvottelujen "keskitettyä hajauttamista" esimerkiksi ns. avauslausekkeissa, jotka sallivat jonkinasteisen yritystason eriyttämisen. Keskitetyillä neuvotteluilla ei kuitenkaan aina pystytä korjaamaan nopeasti palkkakehitystä, joka ei vastaa tuottavuutta. Tuolloin kilpailukyvyyn heikkeneminen voi jatkua jonkin aikaa, ennen kuin väistämätön ja tuskallinen sopeuttaminen alkaa vaikuttaa.

Kun työmarkkinapolitiikalla pyritään hyödyntämään työvoimapotentiaalia toteuttamalla kattavia rakenneuudistuksia, joiden tavoitteena on työllisyysasteen nostaminen, yleiset palkkapaineet saattavat hyvinkin pysyä maltillisina. Rakenneuudistuksilla helpotetaan myös siirtymistä entistä korkeampaan sisäänrakennettuun palkkojen eriyttämiseen.

Toistaiseksi työmarkkinalaitosten uudistamisessa on edistytty euroalueella, ja on varsin selvää, että palkkaneuvotteluista vastaavat laitokset ja palkanmuodostuskäytännöt ovat yleisesti ottaen reagoineet varsin suotuisasti uuteen taloudelliseen toimintaympäristöön sekä ennen EMUn kolmatta vaihetta että EMUn kolmena ensimmäisenä vuonna. Keskipitkällä aikavälillä hintojen avoimuuden, pääoman lisääntyneen liikkuvuuden, kaupan yhdentymisen ja kilpailun liikkeellepanelevat voimat todennäköisesti

lisäävät reaalipalkkojen kysyntäjoustoa työvoiman osalta. Tämän pitäisi suosia työllisyyttä edistäviä palkkaneuvottelukäytäntöjä, kun palkka- ja työllisyyskehityksen välinen yhteys tulee yhä ilmeisemmäksi ja tiiviimmäksi.

3. INVESTOINNIT JA EUROALUEEN KASVUPOTENTIAALI

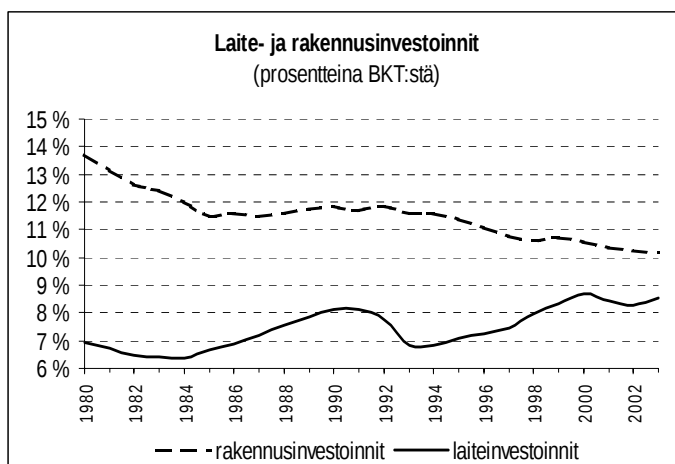
3.1. Investointikehitys euroalueella 1990-luvulla

Julkiset ja yksityiset investoinnit ovat välttämättömiä euroalueen kasvupotentiaalin kehittämisessä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, koska ne määrittelevät pääomakannan rakenteen ja koon sekä kanavoivat uuden teknologian leviämistä. Empiirinen näyttö ei ole vielä yksiselitteistä¹², mutta on selvää, että EMU parantaa investointimahdollisuuksia euroalueella kolmesta syystä:

- Euro lisää kilpailua ja vähentää valuuttakurssiriskiä täydentämällä yhtenäismarkkinaohjelmaa.
- Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen edetessä yritysten rahoitusolojen odotetaan yleisesti ottaen paranevan ja rajatylittävien investointien helpottuvan.
- Talouspolitiikan tasolla EMUn odotetaan toimivan rakenneuudistusten alullepanijana etenkin työmarkkinoilla. Finanssipolitiikassa alijäämän pienentyminen ja velkasuhteen aleneminen vaikuttavat korkoihin ja antavat liikkumavaraa yksityisen sektorin toiminnalle.

Vaikka EMU parantaa selvästi investointimahdollisuuksia, on syytä korostaa, että mahdollisuuksien hyödyntäminen edellyttää lähivuosina merkittäviä poliittisia ponnisteluja sekä makro- että mikrotalouspolitiikassa. Haasteen laajuus näkyy, kun analysoidaan aiempaa kehitystä. Euroalueen heikkoa investointikehitystä 1990-luvulla pidetään yleisesti merkittävänä syynä alueen varsin kehnoon nykyiseen ja potentiaaliseen kasvuun. Tässä luvussa pyritään erittelemään investointikehityksen kannalta ratkaisevia tekijöitä ja erityisesti niitä tekijöitä, joihin EMU todennäköisesti vaikuttaa joko suoraan tai välillisesti.

Euroalueen investointikehitys oli heikkoa suurimman osan 1990-lukua. Investointien elpyminen 1990-luvun lopussa näyttää hitaalta verrattuna edelliseen investointisykliin, joka alkoi vuonna 1986, kesti viisi vuotta ja ylsi enimmillään kokonaisinvestointien 7 prosentin kasvuvauhtiin. Sen sijaan 1990-luvun lopussa elpyminen oli sekä lyhytkestoisempaa että vähäisempää, eikä vuotuinen kasvuvauhti ylittänyt 5:tä prosenttia. Myös investointien osuudet

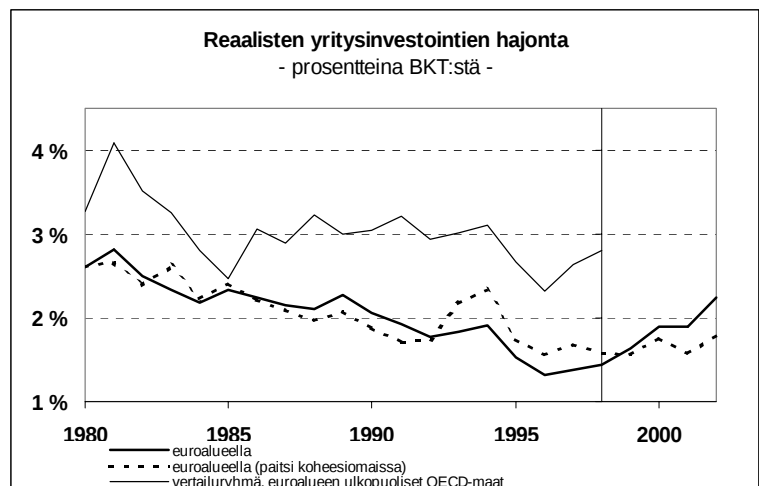


¹² EMU-prosessin alkamisesta on vasta vähän aikaa, joten tässä vaiheessa on ennenaikaista esittää empiirisesti kattavaa arviota sen vaikutuksesta euroalueen investointeihin.

kertovat elpymisen olleen vaimeampaa 1990-luvulla ja kasvaneen tasaisesti vuosina 1997–2000 mutta jääneen silti alle 1980-luvun lopun huippulukemien. Investointien kasvu oli epätavallisen vilkasta 1980-luvun loppupuoliskolla¹³.

Yleinen investointikehitys voidaan jakaa rakennus- ja laiteinvestointeihin tai vaihtoehtoisesti julkisiin ja yksityisiin investointeihin. Rakennusalalla, jonka osuus kokonaisinvestoinneista on yli puolet, oli merkittävä osa euroalueen maltillisessa investointikehityksessä vuosien 1992–1993 taantuman jälkeen. Sen sijaan laiteinvestointien 1980- ja 1990-luvun investointisyklien laajentumisvaiheet olivat varsin samanlaisia sekä kestoaltaan että suuruudeltaan. Keskimääräinen kasvuvauhti oli hieman alhaisempi 1990-luvun laajentumisvaiheessa, mutta vuonna 2000 reaalisten laiteinvestointien osuus BKT:stä oli selvästi suurempi kuin edellisen investointisyklin huippuvaiheessa. Noin kolme neljäsosaa yritysten kokonaisinvestointimenoista tehtiin laitteisiin, ja kasvu oli jatkuvaa suurimman osan 1990-luvun loppupuoliskoa. Myös tieto- ja viestintätekniikkamenojen osuus BKT:stä on noussut viime vuosina.¹⁴ Toisin kuin yritysinvestointien osuus, julkisten investointien osuus BKT:stä laski jatkuvasti (osittain yksityistämisen takia) vuosina 1991–1998 mutta on pysynyt sen jälkeen melko vakaana. Kun rakennusinvestoinnit ja julkiset investoinnit jätetään pois, 1990-luku näyttää laiteinvestointien kannalta rohkaisevalta, sillä tämän alan yritysinvestoinnit kiihtyivät 1990-luvun puolenvälin jälkeen etenkin reaalisesti mitattuna ja tieto- ja viestintätekniikka-alan hinnat laskivat jyrkästi. Yritysinvestointien osuus BKT:stä on noussut 1980-luvun lopun huippulukemia vastaavalle tasolle.

Investointien määrän maakohtainen vaihtelu väheni tuntuvasti 1990-luvulla, kun taas investointien määrän hajonta muihin OECD-maihin¹⁵ verrattuna pysyi melko vakaana. Tämä viittaa taloudellisten olojen lähentymiseen ja voimakkaaseen politiikkojen samanaikaistumiseen ennen EMUn kolmatta vaihetta. Yllättäen reaalin lähentyminen oli vielä voimakkaampaa edistyneissä talouksissa kuin koheesiomaissa. Vuoden 1999 jälkeen yritysinvestointien määrän hajonta ei kuitenkaan ole enää laskenut, ja viime vuosina siinä voidaan jopa havaita hienoinen nousu, joka johtuu osittain vilkkaasta investointitoiminnasta kiinnikurojamaissa.



¹³ Vilkas investointitoiminta ennakoiti ainakin osittain yhtenäismarkkinoiden loppuunsaattamista.

¹⁴ EKP:n äskettäin tekemässä tutkimuksessa (ECB WP 122, "New Technologies and Productivity Growth in the Euro Area", Vijselaar ja Albers) arvioidaan, että tieto- ja viestintätekniikkainvestointien osuus euroalueen tuotannon kasvusta on noussut 0,37 prosentista vuosina 1991–1995 aina 0,74 prosenttiin vuosina 1996–1999.

¹⁵ Mukaan lukien Tanska, Ruotsi ja Yhdistynyt kuningaskunta.

Kehikko: Suorat ulkomaiset sijoitukset.

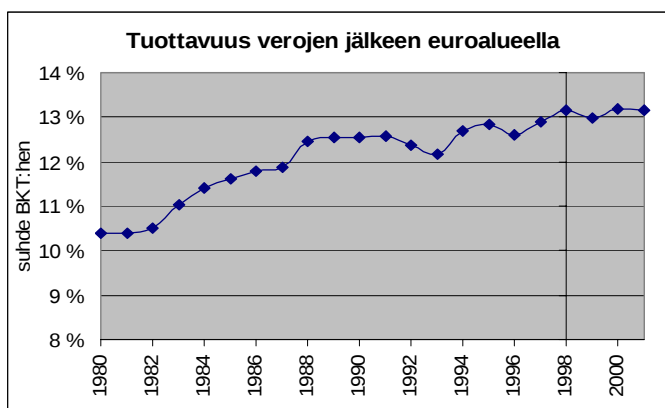
Euroopan yhdentyminen johti 1990-luvulla vähitellen suorien ulkomaisten sijoitusten ja ulkomaisten yritysten suoran omistuksen esteiden poistamiseen. Euron käyttöönotto on entisestään vähentänyt valuuttakurssien mahdollisista heilahteluista johtuvia euroalueen sisäisten investointivirtojen esteitä, ja se vähentää todennäköisesti yksityisen sektorin sijoitussalkkujen kotimaapainotusta. Samalla kaupan esteitä on vähennetty, joten siltä osin kuin suorat ulkomaiset sijoitukset korvaavat kauppavirtoja, yhdentymisen kokonaisvaikutus on epäselvä.

Sekä suoriin ulkomaisiin sijoituksiin liittyvä pääoman vienti euroalueelta että sen tuonti alueelle kasvoi merkittävästi 1990-luvun loppupuoliskolla. Suoriin ulkomaisiin sijoituksiin liittyvän pääoman nettoviennin suuruus viime vuosina kaipa hieman selvennystä. Suoriin ulkomaisiin sijoituksiin liittyvä pääoman nettovienti euroalueelta kasvoi 1990-luvun loppupuoliskolla ja oli keskimäärin yli prosentin BKT:stä vuosina 1996–1999. Suoria ulkomaisia sijoituksia koskevien tietojen mukaan euroalueelle sijoittautuneiden yritysten investoinnit itse asiassa elpyivät paljon voimakkaammin 1990-luvun loppupuoliskolla kuin kansallisen tilinpidon yritysinvestointitiedot osoittavat. Maantieteellisten ja alakohtaisten tietojen analyysi vahvistaa, että suoriin ulkomaisiin sijoituksiin liittyvä nettopääomavirtojen kasvu viime vuosina johtui suurelta osin monikansallisten yritysten tietyillä harvoilla aloilla ja alueilla tekemistä strategisista päätöksistä, jotka liittyvät kenties pikemminkin maailmanlaajuiseen laajentumiseen kuin erilaisiin kannattavuusodotuksiin. Vuoden 2000 tietojen mukaan pääoman vienti on ollut suurta Saksaan ja tuonti on ollut suurta Yhdistyneestä kuningaskunnasta telealan fuusioiden ja yrityskauppojen takia. Toistaiseksi ei ole saatu vakuuttavaa empiiristä näyttöä siitä, että suorien ulkomaisten sijoitusten virrat olisivat reagoineet voimakkaasti kilpailukyvyyn eroihin euroalueella.

3.2 Euroalueen investointeja määrääviä tekijöitä

Kansantalousteoriassa erotetaan kolme tärkeintä investointeja määräävää makrotaloudellista tekijää: kokonaiskysyntä, pääomakustannukset ja kannattavuus. Tuottavuuden ja potentiaalisen kasvun erityisen merkityksen takia tärkeimpien makrotaloudellisten muuttujien suhteellinen merkitys testattiin yksinkertaisesti ja suoraan käyttämällä laiteinvestointeja selittävinä muuttujina kannattavuutta, suhteellisia investointihintoja ja reaalikorkoja. Tutkimustulokset osoittavat odotetusti suuremman tuoton, pienempien suhteellisten investointihintojen, alempien reaalikorkojen ja matalampien verokantojen myönteisen vaikutuksen. Prosenttiyksikön nousu kannattavuudessa nostaa laiteinvestointien osuutta BKT:stä aina 0,10–0,15 prosenttiyksiköllä. Vastaava suhteellisten investointihintojen tai reaalikorkojen lasku nostaisi laiteinvestointien osuutta noin 0,05 prosenttiyksiköllä.

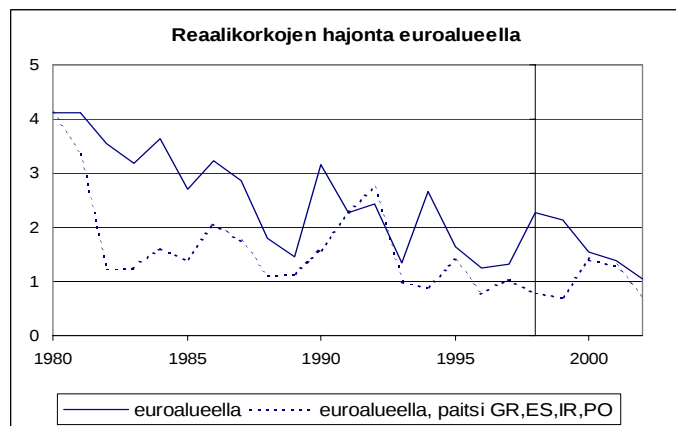
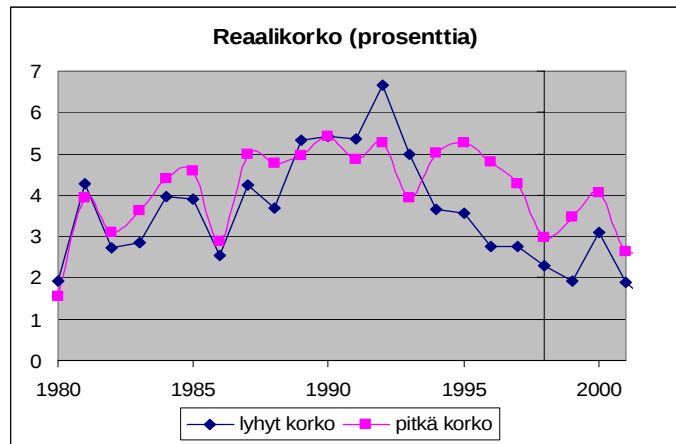
1990-luvun alusta lähtien euroalueen kannattavuudessa verojen jälkeen¹⁶ on havaittu selvä ja jatkuva nousu. Samalla kasvusta on tullut yhä



¹⁶ Mitattuna markkinahintaisena BKT:nä vähennettynä työtulolla (lukuun ottamatta itsenäisiä ammatinharjoittajia) x 1 vähennettynä efektiivisellä yhtiöverokannalla, kaikki prosentteina pääomasta.

työvoimavaltaisempaa, mikä osoittaa, että työvoiman korvaaminen pääomalla on vähentynyt selvästi. Tämä suuntaus kertoo sekä pitkäaikaisesta liikkeestä kohti palvelualan hallitsemaa taloutta että kauan jatkuneesta maltillisesta palkkakehityksestä. Valitettavasti kannattavuuden suhteellisen suuri kasvu ei ole vielä näkynyt yhtä voimakkaana yleisenä investointikehityksenä. Rohkaisevaa on, että EMU on vaikuttanut investointeihin myönteisesti vähentämällä epävarmuutta, sillä valuuttakurssiheilahtelut euroalueen jäsenvaltioiden välillä ovat nyt historiaa ja EMUssa harjoitettava terve finanssipolitiikka on laskenut lyhyitä ja pitkiä korkoja.

Myös tärkeimmissä investointeja määräävissä makrotaloudellisissa tekijöissä on odotetusti tapahtunut huomattavaa lähentymistä viime vuosina. Hajonta verojen jälkeisessä kannattavuudessa keskihajontana mitattuna on miltei puolittunut 1980-luvun lopun jälkeen, ja lasku oli erityisen voimakasta 1990-luvun alussa. Vastaavasti myös reaalikorot ovat lähentyneet. Kannattavuuden lähentyminen kertoo paitsi hyödyke- ja työmarkkinoiden kilpailun kiristymisestä myös pääoman lisääntyneestä liikkuvuudesta rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen takia. Tämä yhdessä euroalueen finanssi- ja rahapolitiittisten olojen samanaikaistumisen kanssa selittää reaalikorkojen lähentymisen. Joka tapauksessa maakohtaisilla tekijöillä on edelleen oma merkityksensä. Irlannissa investoinnit kasvoivat poikkeuksellisen paljon ja kannattavuus verojen jälkeen nousi selvästi. Portugali on ainoa maa, jossa kannattavuus on laskenut kolmen viime vuoden aikana, mutta reaalikorotkin ovat pudonneet, joten investointien määrässä on tapahtunut vain vähäinen muutos.



Perinteiset makrotaloudelliset muuttujat näyttävät tiettyssä määrin selittävän euroalueen investointikäyttäytymistä, mutta myös mikrotaloudelliset tekijät ovat tärkeitä. On selvää, että rahoitus-, työ- ja hyödykemarkkinoiden rakenteelliset jäykkyydet on poistettava, jotta kaikki EMUn tarjoamat mahdollisuudet voitaisiin hyödyntää investointeja edistävän taloudellisen toimintaympäristön luomisessa. Osakemarkkinoiden muuttujat korreloivat positiivisesti investointien kasvun kanssa maiden välisessä vertailussa. Vastaavia yhteyksiä esiintyy osakemarkkinoiden kokoa, likviditeettiä ja hintoja koskevissa osoittimissa. Tulokset eivät ole yllättäviä, sillä yritykset tekevät investointeja lisätäkseen tuottoa ja osakkeenomistajat arvioivat yritysten arvoa tulevien tuotto-odotusten perusteella. Tähänastiset tulokset viittaavat siihen, että osakemarkkinat ovat erityisen tärkeä rahoituslähde tieto- ja viestintätekniikka-alan yrityksille, joilla on ollut merkittävä osuus investointien kasvussa Yhdysvalloissa. Hyödykemarkkinoiden sääntely näyttää olevan toinen rakenteellinen tekijä, jolla on merkittävä vaikutus investointikäyttäytymiseen. Osoittimet, joilla OECD mittaa maiden

sääntelykäytäntöjen eroja, viittaavat johdonmukaisesti siihen, että tiukempi sääntely on yhteydessä alhaisempaan investointien kasvuun. Erityisesti osoittimilla, jotka koskevat julkista omistusta (julkisten yritysten koko ja laajuus sekä niiden yritysjohton valvonta), valtion puuttumista liiketoimintaan (hintasäännöstely, pakottavien määräysten soveltaminen) ja yrittäjyyden esteitä (vaikeaselkoinen sääntely, uusien yritysten raskas hallinnollinen taakka ja kilpailun esteet), on kielteinen yhteys investointitoimintaan. Myös työmarkkinoiden jäykkyys on saattanut haitata euroalueen investointeja. Työsuhdeturvalainsäädäntöä koskeva OECD:n osoitin korreloi negatiivisesti reaali-investointien kasvun kanssa. Muut kvantitatiiviset rakenteelliset työmarkkinamuuttujat, esimerkiksi matalapalkkaisten verokanta ja työttömyysetuuksien kesto, ovat samansuuntaisia.

Tulosten perusteella näyttää siltä, että euroalueen investointiympäristön parantaminen on paitsi tarpeen myös mahdollista ja että EMU tarjoaa siihen tilaisuuden. Kiinteän pääoman muodostuksen jatkuva kasvu veisi euroaluetta kohti pysyvästi korkeampaa elintasoja. Jos investointien osuus BKT:stä kasvaisi, alueen kasvupotentiaali nousisi hyvin lyhyellä aikavälillä ja myös pitkällä aikavälillä, mikäli teknologian kehitys yhdistyy entistä nykyaikaisempaan pääomakantaan. Investointeja määräävistä tekijöistä saadut tulokset viittaavat siihen, että euroalueen erilaiset rakenteelliset jäykkyydet on poistettava, jotta investointiympäristöä voitaisiin parantaa. Tässä yhteydessä harkitaan monenlaisia mahdollisia rakenneuudistustoimenpiteitä, jotka koskevat työmarkkinauudistuksia, yhtiöverojen alentamista sekä hyödyke- ja rahoitusmarkkinauudistuksia, jotka lisäävät kilpailua ja vähentävät monopolihinnoittelua.

EMU pystyy siis parantamaan merkittävästi euroalueen investointiympäristöä ja toimimaan voimakkaana vastapainona väkiluvun vähenemisen kaltaisten tekijöiden kielteisille kasvuvaiikutuksille. EMUlla odotetaan olevan näitä myönteisiä vaikutuksia, sillä (i) se vaikuttaa moniin investointeja määrääviin tekijöihin lisäämällä kilpailua ja vähentämällä valuuttakurssiriskiä, (ii) se toimii rahoitusmarkkinoiden kehittämisen alullepanijana ja (iii) se kannustaa erilaisiin investointeja edistäviin makro- ja mikrotaloudellisiin uudistuksiin.

4 EUROALUEEN RAHOITUSJÄRJESTELMÄ

4.1 EU:n rahoitusjärjestelmän yleinen kehitys

EU:n rahoitusmarkkinoiden kehittäminen ja yhdentymisen on viime vuosina kiihtynyt selvästi. Kiihtymisen taustalla on lähinnä kolme toisiinsa liittyvää tekijää: (i) maailmanlaajuistuminen, jota ovat edistäneet kansainvälisten pääomanliikkeiden vapauttaminen, rahoitusalan sääntelyn purkaminen ja teknologian kehitys, (ii) edistymisen EU:n yhteisen sääntelyjärjestelmän luomisessa (rahoituspalvelujen sisämarkkinoiden loppuunsaattamisen yhteydessä) sekä jäsenvaltioiden rahoitusuudistukset ja (iii) euron käyttöönotto.

Ennen tammikuuta 1999 tarve käyttää monia kansallisia valuuttoja oli merkittävä este unionin rahoitusmarkkinoiden yhdentymiselle. Valuuttakurssiriskin olemassaolo heikensi rajatylittävien investointien houkuttavuutta, vähensi kannustimia sääntelyn yhdenmukaistamiseen EU:n tasolla ja vaimensi kilpailupaineita jäsenvaltioiden kotimarkkinoilla. Euron käyttöönotto kahdentoista jäsenvaltion yhteisenä rahana on muuttanut tilannetta. Euro on poistanut valuuttariskin, joka oli ollut syynä euroalueen rahoitusjärjestelmän pirstoutumiseen, ja samalla se on korostanut jäljellä olevien järjestelmän pirstoutumisen syiden vaihtoehtokustannuksia. Eurosta johtuva yhdentymisen syveneminen näkyy entistä homogeenisempina markkinoina, välittäjien ja pörssien keskittymisenä sekä uusina ja innovatiivisina tuotteina ja tekniikoina. Markkinatoimijat ovat omaksuneet Euroopan laajuisia strategioita, ja päätöksentekijät ovat reagoineet tekemällä rahoituspalvelujen sisämarkkinoiden loppuunsaattamisesta ensisijaisen poliittisen tavoitteen. Lisäksi kannustin maan sisäisten uudistusten tehostamiseen on nyt entistä suurempi, jotta aiemmin suojattujen kansallisten rahoitusjärjestelmien kilpailukyky säilyisi.

Rahoitusrakenteet euroalueella ja Yhdysvalloissa (vuoden 2001 lopussa, prosentteina BKT:stä)

	Euroalue	Yhdysv.
Pankkitalletukset	64,3	60,6
Pankkilainat	108,2	50,7
– Yrityksille	42,7	16,1
– Kotitalouksille	45,7	34,6
– Julkisyhteisöille	12,4	0,0
Velkapaperit	90,6	148,6
Liikkeeseenlaskijoina		
– Yritykset	5,8	24,2
– Rahoituslaitokset	28,7	43,1
– julkinen sektori	52,7	84,4
Osakemarkkinoiden arvo	73,3	138,7

Lähteet: EKP (euroalueen pankkitalletukset ja -lainat), Yhdysvaltain keskuspankki (Yhdysvaltain pankkitalletukset ja -lainat), Eurostat (euroalueen ja Yhdysvaltain BKT, osakemarkkinoiden arvo), BIS (velkapaperit). Yhdysvaltain pankkitalletukset ja -lainat ovat liikepankkien, luotto-osuuskuntien ja säästölaitosten yhteenlaskettuja pankkitalletuksia ja -lainoja (tiedot Yhdysvaltain keskuspankki, Flow of Funds). Yhdysvaltain osalta julkisen sektorin liikkeeseen laskemat velkapaperit sisältävät velkapaperit, joiden liikkeeseenlaskijoita ovat Government-Sponsored Enterprises tai Federally Related Mortgage Pools.

Yhdysvaltain rahoitusjärjestelmää pidetään lähinnä markkinapohjaisena ja euroalueen rahoitusjärjestelmää lähinnä pankkipohjaisena.¹⁷ Tämä pitää yhä paikkansa. Erityisesti pankkirahoituksella on paljon suurempi merkitys yritysrahoituksessa euroalueella kuin Yhdysvalloissa. Yhdysvalloissa arvopapereiden suora liikkeeseenlasku on hallitseva yritysrahoituksen muoto, mikä näkyy suurena velkapaperikantana ja osakemarkkinoiden arvona. Eroista huolimatta on syytä huomata, että kaikilla instrumenteilla ja välittäjillä on suuri merkitys kummallakin talousalueella.

Euroalueella tietojenkäsittelyn kehitys, vapauttaminen ja markkinoiden yhdentyminen (esimerkiksi kahdentoista eri valuutan poistuttua) edistävät pääomamarkkinoiden kehittymistä suhteessa pankkirahoitukseen. Teoreettinen tai empiirinen näyttö ei kuitenkaan viittaa siihen, että rahoitusjärjestelmän arvopaperistuminen olisi nykyistä pankkikeskeistä järjestelmää parempi vaihtoehto. Rahoitusjärjestelmän yleisen tehokkuuden kannalta oleellisempina on alettu pitää muita seikkoja, esimerkiksi sen kattavuutta ja mukautuvuutta¹⁸.

Euroalueen rahoitusosalalla on meneillään nopea rakennemuutos, jossa kansallisten markkinoiden yhdentyminen syvenee, rahoitusala laajenee yleisesti ja saatavilla olevien instrumenttien ja välittäjien kilpailu kiristyy. Rahoitusalan eri osatekijöiden erityispiirteiden takia etenkin yhdentyminen on ollut varsin epätasaista eri markkinoilla.

4.2 Raha- ja johdannaismarkkinat

Tammikuun 1. päivästä 1999 alkaen EKP:n rahapoliittisia operaatioita on toteutettu euromääräisinä alueen laajuisen maksuvalmiusvaatimuksen pohjalta tekemättä eroa kansallisten pankkijärjestelmien yksittäisten maksuvalmiustarpeiden välille. EKP:n likviditeetin jakamista koskevista menettelyissä alkuvaiheessa olleet ongelmat ratkaistiin tehokkaasti siirtymällä vaihtuvakorkoisiin huutokauppoihin kesäkuussa 2000. Euromääräiset rahamarkkinat ovat siitä lähtien toimineet kitkattomasti, mutta yhdentymisaste vaihtelee eri markkinalohkoilla.

Pankkien välisten vakuudettomien talletusten markkinat ovat yhdentyneet lähes kokonaan, ja hyvin lyhytaikaiset korot ovat käytännössä lähentyneet euroalueella täysin. Korkojen lähentyminen näkyy siinäkin, että markkinatoimijat ovat hyväksyneet täysin eoniakoron (EONIA, Euro Overnight Index Average) ja euriborkoron (EURIBOR, Euro-Inter-Bank Offered Rate) yhtenäisten hintojen viitekohtina. Korkojen lähentymistä on edistänyt myös likviditeetin tehokas jakaminen alueella: rajatylittävien transaktioiden osuus suurimpien markkinatoimijoiden kaikesta pankkien välisestä toiminnasta on suuri (noin 60 prosenttia). Näyttää siltä, että pankkien välisille markkinoille on kehittynyt likviditeetin jakamiseen kaksiportainen rakenne, jossa suhteellisen suuret pankit hallitsevat rajatylittäviä transaktioita ja pienet pankit luottavat rahoituksessaan kotimaisiin transaktioihin suurten pankkien kanssa. Korkojen lähentyminen näkyy lisäksi rahamarkkinoiden hieman pidentyneissä maturiteeteissa. BIS:n¹⁹ tekemän analyysin mukaan 3 kuukauden euromääräisten talletuskorkojen

¹⁷ Euroalueen ja Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoiden vertailussa on syytä korostaa, että euroalue poikkeaa oleellisesti Yhdysvalloista, koska se on maiden liitto eikä yksi ainoa maa. Vaikka rahoitusmarkkinoiden yhdentymisessä on edistytty paljon, euroalueen rahoitusosalalle ovat edelleen ominaisia erilaiset kansalliset oikeus- ja sääntelyjärjestelmät, markkinakäytännöt jne.

¹⁸ Kattava rahoitusrakenne tarjoaa yritykselle rahoitusta sellaisten markkinoiden ja välittäjien kautta, jotka vastaavat parhaiten yrityksen tarpeita sen elinkaaren eri vaiheissa. Mukautuva rakenne mahdollistaa uudentyyppisten rahoituksen välittäjien tai sopimusmuotojen kehittymisen, jos liiketoimintaympäristö muuttuu.

¹⁹ Kansainvälinen järjestelypankki (2000), "70th Annual Report".

osto- ja myyntitarjousten hajonnat olivat laskeneet 40 prosenttia vuonna 2000 vuoden 1996 tasosta, mikä niin ikään kertoo euromääräisten vakuudettomien rahamarkkinoiden yhdentymisestä.

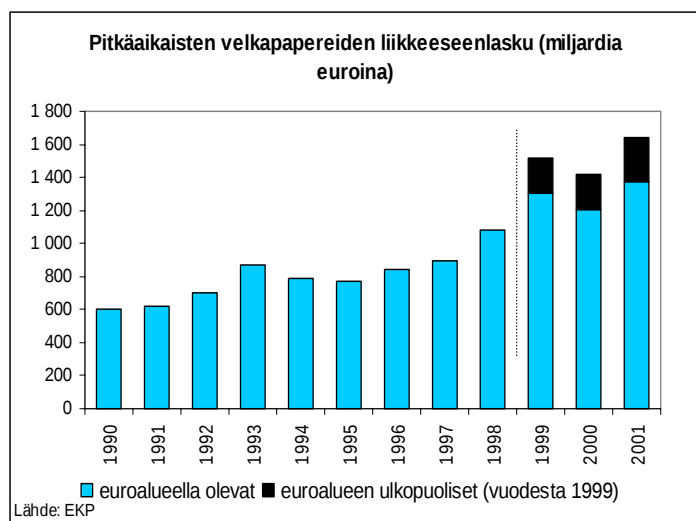
Vakuudettomien rahamarkkinoiden lisäksi myös euroalueen *johdannaismarkkinat* ovat yhdentyneet voimakkaasti. Euromääräisten korkoswapien rajatylittävät markkinat ovat laajentuneet tuntuvasti euron käyttöönoton jälkeen, ja markkinoiden korkea yhdentymisaste näkyy hyvin vähäisessä osto- ja myyntitarjousten hajonnassa ja suhteellisen suurissa kannoissa. Toiminta on lisääntynyt muillakin johdannaismarkkinoilla, kun euriboriin perustuvat futuurisopimukset ovat syrjäyttäneet kaikki ennen EMUa olemassa olleina euroalueen maiden kansallisina valuuttoina ilmaistut futuurisopimukset.

Vakuudellisten rahamarkkinoiden lohkoilla (esim. yksityiset takaisinostosopimukset, valtion velkasitoumukset, yritystodistukset ja sijoitustodistukset, joihin kuuluu likviditeetin vaihto vakuuteen) yhdentyminen on edelleenkin selvästi vähäisempää. Tämä tilanne vaikeuttaa rajatylittävää vakuuksien käyttöä lähinnä siksi, että vakuuksina käytettyihin arvopapereihin sovellettavissa markkinakäytänteissä, määräyksissä sekä verotuksellisessa ja oikeudellisessa kohtelussa on kansallisia eroja. Kansalliset erot näkyvät kansallisten markkinainfrastruktuurien lohkoutumisena, ja ne voivat aiheuttaa suuria käytännön vaikeuksia rajatylittävään selvitystoimintaan (clearing and settlement), kuten Giovanninin ryhmän²⁰ äskettäisessä raportissa korostetaan. Vakuusdirektiivissä, joka on määrä panna kokonaisuudessaan täytäntöön vuoteen 2003 mennessä, puututaan rajatylittävän vakuuksien käytön nykyisiin vaikeuksiin ja edistetään EU:n rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä esimerkiksi määrittämällä, mitä lainsäädäntöä sovelletaan rajatylittäviin vakuusjärjestelyihin.

4.3 Joukkolainamarkkinat

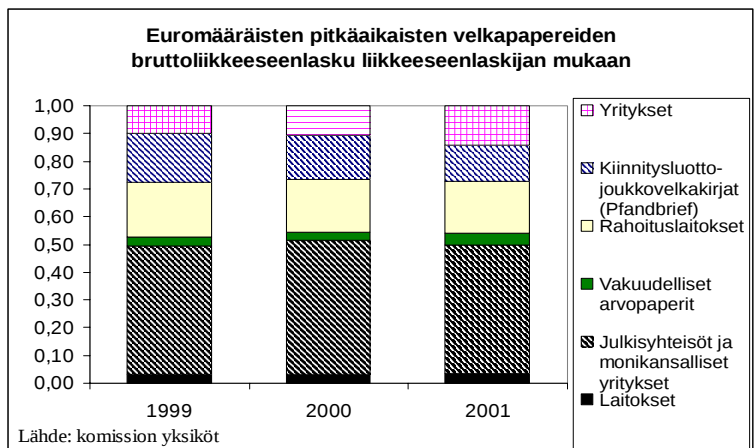
Euron käyttöönoton myötä euroalueen jäsenvaltioiden kansalliset joukkolainamarkkinat ovat yhdentyneet ja euromääräiset joukkolainamarkkinat ovat selvästi entistä homogeenisemmat. Yhdentymisen seuraukset näkyvät monilla markkinatoiminnan osa-alueilla.

Ensiksikin euromääräisten markkinoiden entistä suurempi likviditeetti ja syvyys ovat näkyneet liikkeeseenlaskujen määrien kasvuna. Alueen sisäisten euromääräisten joukkolainojen liikkeeseenlaskujen kokonaismäärä tammikuusta 1999 lähtien on ollut suurempi kuin euroalueen maiden kansallisten valuuttojen määräisten liikkeeseenlaskujen yhteenlaskettu määrä EMUa edeltävinä vuosina. Euromääräinen emissiotoiminta oli erityisen voimakasta



²⁰ Giovanninin ryhmä on markkinaosapuolten ryhmä, jonka puheenjohtajana toimii Alberto Giovannini ja jonka tehtävänä on neuvoa komissiota rahoitusmarkkinoita koskeissa asioissa. Ryhmä julkaisi marraskuussa 2001 raportin "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union". Raportti (European Commission Economic Paper No. 163) on saatavilla seuraavassa osoitteessa:
http://europa.eu.int/comm/economy_finance/giovannini/clearing_settlement_en.htm.

vuonna 1999, sillä se kasvoi 20 prosenttia vuoteen 1998 verrattuna. Emissioiden kasvu on osoitus patoutuneesta kysynnästä sekä liikkeeseenlaskijoiden että sijoittajien keskuudessa, sillä nämä olivat lykanneet tuloaan markkinoille kansainvälisen rahoitusjärjestelmän levottomuuden ja euroon siirtymisen aiheuttaman epävarmuuden takia. Yritykset olivat erityisen aktiivisia vuoden 1999 ensimmäisinä kuukausina, kun moni yritys pyrki vakiinnuttamaan asemansa uusilla ja mahdollisesti entistä likvideimmilla markkinoilla. Vuonna 2000 euromääräiset emissiot kuitenkin vähenivät 6 prosenttia (mukaan lukien euroalueen ulkopuolisten emissiot, joista on tietoja vasta vuodesta 1999 alkaen), kun emissio toiminta tasoittui, julkisyhteisöjen lainanottotarpeet vähenivät ja markkinaodotukset heikkenivät vähitellen korkojen ja öljynhintojen noustessa jatkuvasti. Euromääräiset emissiot kasvoivat jyrkästi vuoden 2001 alussa. Vaikka kasvu hidastui loppuvuonna, liikkeeseenlaskujen kokonaismäärä vuonna 2001 oli 16 prosenttia edellisvuotta suurempi. Euroalueen emissio toiminnan voimakkuus vuonna 2001 johtuu yrityksistä ja rahoituslaitoksista, jotka ovat reagoineet joukkolainamarkkinoiden parantuneisiin oloihin ja maailmanlaajuisen osakemarkkinoiden heikkouteen.



Toiseksi EMUa edeltävään tilanteeseen verrattuna yksityisen sektorin osuus on noussut jyrkästi suhteessa valtioiden liikkeeseenlaskuun. Tämä muutos joukkolainaemissioiden koostumuksessa on seurausta sekä euroalueen julkisyhteisöjen vähentyneistä rahoitustarpeista 1990-luvun julkisen talouden säästötoimenpiteiden jälkeen että rahoituslaitosten ja yritysten lisääntyneistä emissioista. Erityisesti varsin alikehittyneet yritysten joukkolainamarkkinat ovat kasvaneet poikkeuksellisen nopeasti, sillä liikkeeseenlaskujen kokonaismäärä nousi 27 miljardista eurosta vuonna 1998 aina 97 miljardiin euroon vuonna 2001. Yritysten ja rahoituslaitosten markkinalohkojen lisääntynyt likviditeetti näkyy siinäkin, että yksittäisten emissioiden koko on vähitellen kasvanut, ja yli miljardin euron erät ovat nyt yleisiä²¹. Yritysten markkinalohkolla muita heikomman luottoluokituksen saaneiden yritysten liikkeeseenlaskujen määrän kasvu todistaa myös suhteellisen likvideistä markkinoista, vaikka suurituottoisten liikkeeseenlaskujen osuus on edelleen varsin pieni. Arvopaperistuminen kertoo epäilemättä sijoittajien kysynnän kasvusta entistä likvideimmilla euromääräisillä joukkolainamarkkinoilla sekä muista tekijöistä, jotka eivät suoraan liity euroon, kuten tarpeesta rahoittaa yleistyneitä fuusioita ja yrityskauppoja sekä UMTS-huutokauppoja, jotka ovat kiihdyttäneet yritysten ja rahoituslaitosten joukkolainojen tarjontaa.

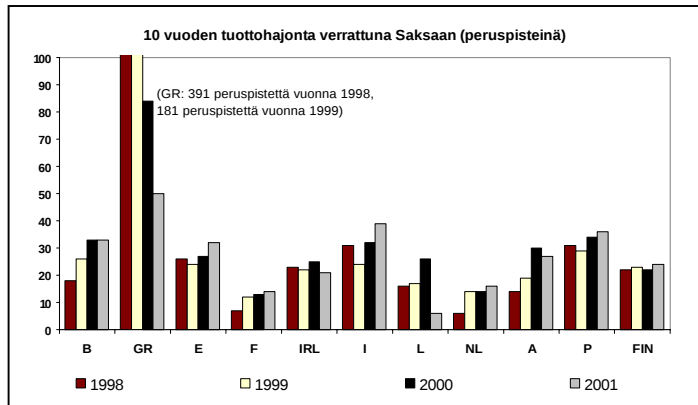
Valtioiden osuus emissioiden kokonaismäärästä on pienempi, mutta ne hallitsevat edelleen tarjontaa euromääräisillä joukkolainamarkkinoilla. Vuonna 2001 niiden osuus kaikista euromääräisistä emissioista oli vielä yli 40 prosenttia. Euroalueen julkisyhteisöjen joukkolainamarkkinoiden homogeenisuus näkyy jäsenvaltioiden tuottojen voimakkaassa lähentymisessä, mikä poikkeaa selvästi

²¹ Freddie Mac, Yhdysvalloissa toimiva puolivaltiollinen kiinnitysluottolaitos, aloitti syyskuussa 2000 suuren euromääräisen emissio-ohjelman, jossa lasketaan liikkeeseen neljännesvuosittain 5 miljardin euron arvosta joukkolainoja eri maturiteeteissa.

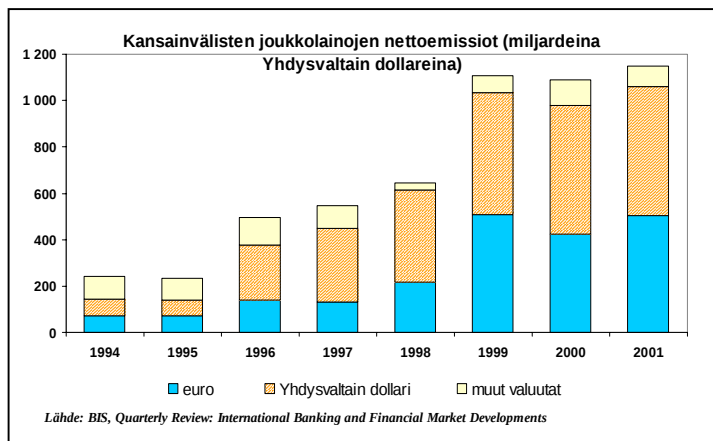
vielä 1990-luvun puolessavälissä vallinneesta tilanteesta. Tuottojen lähentyminen voidaan selittää valuuttariskin poistumisella ja julkisen talouden rahoitusaseman suhteellisella paranemisella useissa jäsenvaltioissa. Tämän markkinalohkon likviditeetin pirstoutumisesta on kuitenkin vielä näyttöä, sillä julkisyhteisöjen joukkolainoja laskee liikkeeseen 12 erillistä laitosta, joilla on erilaiset lainanottovaatimukset,

liikkeeseenlaskustrategiat, menettelyt ja

instrumentit. Likviditeettipreemioista näyttää tulleen tärkeä euroalueen julkisyhteisöjen tuottohajontaa määräävä tekijä, etenkin pieniä määriä liikkeeseen laskevissa jäsenvaltioissa, joista monessa luottoriskin pitäisi olla melko pieni niiden julkisen talouden suotuisan rahoitusaseman takia. Voidaan havaita, että useimmissa maissa 10 vuoden tuottohajonta verrattuna Saksaan oli vuonna 2001 hieman laajempi kuin vuonna 1998. Saksan 10 vuoden Bund-lainojen suosio johtuu siitäkin, että Bund-lainoista voidaan tehdä futuurisopimuksia Eurexissa, josta on tullut hallitseva euroalueella. Aktiiviset johdannaismarkkinat parantavat viime kädessä arvopaperin likviditeettiä.



Kolmanneksi emissioiden määrien noustua eurosta on tullut toiseksi tärkein valuutta kansainvälisissä joukkolainojen emissioissa. Yhdysvaltain dollari ja euro hallitsevat nyt kansainvälisiä liikkeeseenlaskuja yli 90 prosentin osuudellaan²². Euron osuus kansainvälisistä emissioista oli lähes sama kuin Yhdysvaltain dollarin vuonna 1999, mutta se putosi jyrkästi vuonna 2000. Vuonna 2001 euron osuus oli 44 prosenttia ja Yhdysvaltain dollarin osuus 48 prosenttia.



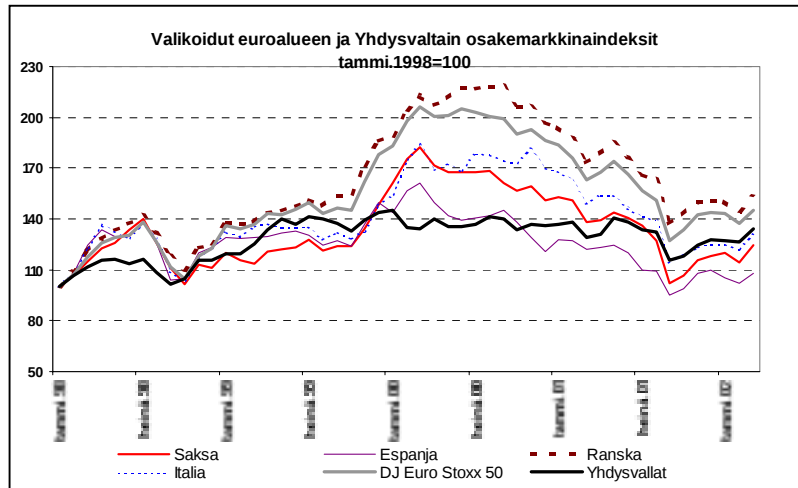
4.4 Osakemarkkinat

Euro on poistanut valuuttariskin ja kiihdyttänyt näin rajatylittävien osakesijoitusten kysyntää. Rajatylittävää kauppaa ovat edistäneet muutkin tekijät, kuten osake-emissioiden kansainvälistyminen, rajatylittävien fuusioiden ja yrityskauppojen lisääntyminen sekä virallisten pörssien yhdistyminen.

²² BIS:n kansainvälinen velkapaperitietokanta kattaa kolmenlaisia instrumentteja: arvopaperit, jotka eivät ole niiden markkinoiden valuutan määräisiä, joilla ne lasketaan liikkeeseen ("euro-obligaatiot"); arvopaperit, jotka ovat niiden markkinoiden valuutan määräisiä, joilla ne lasketaan liikkeeseen, mutta joiden liikkeeseenlaskijoina ovat euroalueen ulkopuoliset (ulkomaiset joukkolainat, kuten Yhdysvaltain markkinoiden ns. Yankee-joukkolainat); arvopaperit, jotka ovat niiden markkinoiden valuutan määräisiä, joilla ne lasketaan liikkeeseen, ja joiden liikkeeseenlaskijoina ovat euroalueella olevat, mutta jotka on kohdennettu euroalueen ulkopuolisille (BIS Quarterly Review, maaliskuu 2002).

Tämän rakenteellisen kehityksen lisäksi EU:n osakemarkkinoiden yhdentyminen on näkynyt lähinnä osakkeiden hintojen entistä alakohtaisemmin korreloidussa liikkeessä eri jäsenvaltioiden markkinoilla. Tämä kertoo sijoittajien käyttäytymisen muuttuneen maakohtaisista investoinneista alakohtaisiin investointeihin, jolloin indeksikehityksen ero selittyy lähinnä koostumuseroilla. Myös osakejohdannaisten käyttö on selvästi yleistynyt viime vuosina ja lisännyt osakkeiden ensimarkkinoiden likviditeettiä.

Euron vaikutus rajatylittävien osakesijoitusten edistämisessä on kiihdyttänyt toimintaa EU:n uuden talouden osakemarkkinoilla, jotka ovat – Yhdysvaltain kehityksen mukaisesti – käyttäytyneet viime vuosina varsin vaihtelevasti, sillä niihin ovat heijastuneet teknologia-, media- ja tietoliikennetoimialojen (TMT) arvopapereiden kysynnän ylä- ja alamäet.



Virallisten pörssien reaktio kilpailun lisääntymiseen, jossa viime vuosina perustetuilla monilla sähköisillä kaupankäyntiverkostoilla on oma osuutensa, on ollut yhdistyminen. Vaikka yhdistyminen on ollut pikemminkin maailmanlaajuinen kuin eurooppalainen ilmiö, Euroopassa on ollut useita laajoja yhdistymishankkeita. Näistä huomattavin on ollut Euronextin perustaminen vuoden 2000 puolessavälissä, jolloin Amsterdamin, Brysselin ja Pariisin pörssit yhdistyivät, ja mukaan liittyi vuonna 2002 myös Lissabonin pörssi. Kaikki yhdistymishankkeet eivät kuitenkaan ole tuottaneet tulosta, ja Deutsche Börsen ja London Stock Exchangen epäonnistunut fuusio on tästä hyvä esimerkki.

Pörssien yhdistyessä myös EU:n jälkikaupankäynti-infrastruktuuri on hitaasti muuttumassa. Euroopan arvopaperikauppa on perinteisesti noudattanut kansallisia rajoja, jolloin kansalliselle tasolle on syntynyt tehokkaita arvopaperikaupan rakenteita ja kaupankäynti-, selvitys-, toimitus- ja säilytystoiminnot ovat yleensä yhdentyneet vertikaalisesti.²³ Kansalliset rakenteet – joissa mahdollisuus rajatylittävään kaupankäyntiin on hyvin rajallinen – ovat pitkälti säilyneet tähän asti. Kansallisissa järjestelmissä on omat markkinakäytäntönsä, ja arvopapereiden sääntelyyn liittyvässä, oikeudellisessa ja verotuksellisessa kohtelussa on eroja. Tämä tilanne aiheuttaa Euroopan unionin rajatylittävään arvopaperikauppaan ylimääräisiä kustannuksia: sekä välittömiä kustannuksia, jotka näkyvät palvelujen korkeampina hintoina, että rahoitusjärjestelmän toiminnan tehottomuuteen liittyviä välillisiä kustannuksia, kuten eri markkinoilla toimimisesta aiheutuvia ylimääräisiä back office -

²³ Ks. Giovanninin ryhmän raportti "Cross Border Clearing and Settlement Arrangements in the European Union", *op. cit.*

kustannuksia. Yhdentymisen on toistaiseksi ollut rajoitettua ja koskenut lähinnä selvitysyhteisöjä, kun taas arvopapereiden selvitysjärjestelmien koostumus ei ole juuri muuttunut euroa edeltävästä tilanteesta.²⁴

4.5 Riskipääoma

Riskipääoman osuus yritysrahoituksesta on yleensä ollut pieni. Riskipääoman merkitys on kuitenkin selvästi sen osuutta suurempi, koska sillä on keskeinen sija yrityksen elinkaaren alkuvaiheissa.

Euroalueella riskipääoma-ala kasvoi nopeasti 1990-luvulla, mikä johtui osittain EU:n tasolla toteutetuista aloitteista, kuten huhtikuussa 1998 esitetystä riskipääomaa koskevasta toimintasuunnitelmasta. Viime vuosina ala on kokenut takaiskun, johon olivat syynä talouskasvun hidastuminen ja voimakkaasti kasvaneiden yritysten pörssikurssien merkittävä lasku vuonna 2000. Riskipääomamarkkinoiden heilahdusta voidaan kuitenkin pitää välttämättömänä tasaantumisenä, ja ala on edelleen rakenteellisesti terve. Merkittävä muutos on ollut institutionaalisten sijoittajien ja erityisesti eläkerahastojen osuuden kasvu riskipääomamarkkinoilla.

Kasvusta huolimatta komissio totesi riskipääomaa koskevan toimintasuunnitelman puolenvälin tarkastelussa lokakuussa 2001, että Euroopan riskipääomamarkkinat ovat edelleen pirstoutuneet – suurin osa pääomasijoituksista tehdään edelleen kotimaassa – ja että ero Yhdysvaltoihin oli kasvanut vuosina 1998–2000. Vuonna 2001 euroalueen riskipääomasijoitusten kokonaismäärä oli 8,8 miljardia euroa (0,13 prosenttia BKT:stä), kun se oli 12,5 miljardia euroa vuonna 2000. Teknologiyriyten pörssimarkkinoiden kuplan puhkeamisen takia pudotus oli vieläkin jyrkempi Yhdysvalloissa: riskipääomasijoitusten määrä vuonna 2001 oli 39,9 miljardia euroa (0,35 prosenttia BKT:stä), kun se oli vain vuotta aiemmin 95,1 miljardia euroa.

Riskipääomasijoituksia tehdään euroalueella ensisijaisesti kansallisella tasolla, mikä kertoo osittain siitä, että pääoman tarjoajille on tärkeää olla lähellä salkkuyhtiöitään, jotta ne voisivat valvoa sijoituksiaan. On kuitenkin yhtä todennäköistä, että osasyynä pääomasijoitusten ja niiden hallinnan kansainvälistymiseen ovat EU-maiden sääntely-, verotus- ja oikeusinfrastruktuurin erot. Esimerkiksi eläkerahastojen ja vakuutusyhtiöiden oikeutta tehdä pääomasijoituksia koskevissa kansallisissa määräyksissä on edelleen eroja, ja kansalliset verojärjestelmät vaikuttavat eri tavoin riskipääomasijoituksiin.

4.6 Rahoituksen välittäjät

Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen vaikutus ei ole jäänyt rahoitusmarkkinoiden eri lohkoihin, vaan se on ulottunut myös rahoituksen välittäjien toimintaan. Euroopan pankit tarjoavat yhä useammin rahoituspalveluja ulkomaisille yrityksille ja yksityishenkilöille. Euroopan yritysrahoituspalvelujen markkinat ovat yhä avoimempia maailmanlaajuiselle kilpailulle. Tietyissä toimintalohkoissa, kuten joukkolainojen ja osakkeiden liikkeeseenlaskussa sekä syndikoidussa antolainauksessa, kotimaiset

²⁴ Esimerkiksi Euronextin pörssien (Amsterdam, Bryssel ja Pariisi) clearing-toiminnot fuusioituivat oikeudellisesti vuoden 2001 alusta Clearnet SBF:ksi, joka toimii keskusvastapuolena kaikissa Euronextissä suoritetuissa tapahtumissa. Rajatylittävän arvopapereiden siirron helpottamiseksi on luotu yhteyksiä arvopapereiden selvitysjärjestelmien välille. Yhteyksien käyttö on kuitenkin ollut ennakoitua vähäisempää (EKP (2001), "Payment and securities settlement systems in the European Union (Blue Book)").

välittäjät ovat menettäneet sijaa yhdysvaltalaisille kilpailijoilleen. Euron käyttöönotto on entisestään kiristänyt rahoituksen välittäjien kilpailua lisäämällä hintojen avoimuutta, vähentämällä valuuttatuloja, poistamalla kotimaisiin valuuttoihin perustuvan kotimaisten toimijoiden kilpailuedun sekä edistämällä entistä laajempien ja likvidimpien arvopaperimarkkinoiden kehittymistä, joka suosii arvopaperistumista ja rahoituksen välityksen siirtymistä pankkien ulkopuolelle.

Rahoituksen välittäjien näkyvin reaktio näihin paineisiin on ollut yhdistyminen joko fuusioiden ja yrityskauppojen tai ristiinomistuksen kautta. Yhdistymisen ohella on toteutettu uudelleenjärjestelyjä ja suunnattu toimintaa "perinteisestä" pankkien antolainauksesta "sijoituspankkityyppiseen" toimintaan. Muutos pankkitoiminnan suuntaamisessa on lisännyt rahoitusmarkkinoiden välitystoimintaa, kun on luotu ja myyty uusia pääomamarkkinatuotteita tai neuvottu asiakkaita fuusion tai yrityskaupan hinnoittelussa ja toteutuksessa. Näin pankkien tulovirrat ovat siirtyneet korkotuloista muihin kuin korkotuloihin (toimitusmaksut ja palkkiot), ja riippuvuus talletuksista on vähentynyt ja arvopapereiden liikkeeseenlaskusta lisääntynyt. Sijoituspankkitoiminnan alamäki vuonna 2001 on kuitenkin osoittanut, että EU:n pankkialalla on parannettava perinteisen pankkitoiminnan tehokkuutta ja kannattavuutta.

Rahoituksen välittäjien yhdistymistä on toistaiseksi tapahtunut pääasiassa kansallisten rajojen sisällä, joten alan keskittyneisyys kansallisella tasolla on lisääntynyt selvästi etenkin pienissä jäsenvaltioissa. Myös kotimaisten finanssiryhmittymien muodostuminen (eli yhdistyminen rahoitusalojen välillä) on yleistymässä monessa EU:n osassa. Silti myös rajatylittävät fuusiot ja yrityskaupat ovat olleet tärkeitä ja niiden määrä on noussut. Euroopan laajuinen tuotevalikoima ei tässä vaiheessa ole järkevä kansallisten oikeus- ja sääntelyjärjestelmien (esimerkiksi kuluttaja- ja kilpailulainsäädännön) merkittävien erojen takia, joten mittakaavaedut ja tuotevarioinnin edut näyttäisivät olevan vähäisemmät rajatylittävissä fuusioissa kuin kotimaisissa fuusioissa. Myös kulttuuriset tekijät ja erot yritysjohton valvonnassa (corporate governance) ovat omiaan estämään rajatylittävää yhdistymistä. Tässä tilanteessa rahoituksen välittäjät toteuttavat kenties mieluummin defensiivisiä fuusioita kotimaassa ja valmistautuvat näin Euroopan laajuiseen kilpailuun sitten, kun EU:n rahoitusjärjestelmän yhdentyminen on edennyt nykyistä pitemmälle.

4.7 Päätöksentekijöiden haasteet

Euron käyttöönotto on suurelta osin poistanut EU:sta valuuttakurssiriskin ja toiminut uudistusten alullepanijana, joten se on ollut tärkeä tekijä yhdentymisen nopeuttamisessa. Eurosta huolimatta yhtenäisten rahoitusmarkkinoiden tavoite – joka juontaa juurensa 1970-luvun alkuun – on vielä saavuttamatta. Rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen on suurelta osin markkinavetoista, kun rahoituslaitokset käyttävät hyväkseen yhdentymisen tarjoamia mahdollisuuksia, mutta monilla aloilla tarvitaan poliittisia toimia.

Poliittinen tuki on lisääntynyt, kun päätöksentekijät ymmärtävät yhä paremmin rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen taloudelliset hyödyt. Yhdentyneillä markkinoilla niin säästäjät kuin sijoittajatkin hyötyvät valikoiman laajenemisesta ja transaktiokustannusten alenemisesta. Makrotalouden tasolla tämä näkyy säästöjen, sijoitusten, tuottavuuden ja lopuksi talouskasvun lisääntymisenä. Näitä vaikutuksia käsiteltiin äskettäin rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä koskevassa kertomuksessa, jonka talous- ja rahoituskomitea antoi Oviedon epäviralliselle Ecofin-neuvostolle (13.–14. huhtikuuta 2002). Eurooppa-neuvoston kokouksissa (viimeksi Barcelonan Eurooppa-neuvostossa maaliskuussa 2002) tehtiin rahoitusmarkkinoiden yhdentymisestä EU:n taloussuodistuksen painopistealue.

Tästä ovat osoituksena johdonmukainen talouspoliittinen strategia EU:n tasolla ja sen toteuttamisen korostaminen. Aivan ensiksi EU on sitoutunut panemaan vuoteen 2005 mennessä täytäntöön rahoituspalveluja koskevan toimintasuunnitelman; tällä 42 poliittisesta aloitteesta koostuvalla paketilla pyritään parantamaan EU:n rahoitusjärjestelmän toimivuutta. Arvopaperimarkkinoihin liittyville toimille ja riskipääomaa koskevalle toimintasuunnitelmalle on asetettu vielä tiukempi määräaika, vuosi 2003. Viimeksi mainitussa toimintasuunnitelmassa pyritään kehittämään uusien ja innovatiivisten yritysten yhdentyneet ja tehokkaat pääomarahoitusmarkkinat. Toiseksi rahoituspalveluja koskeva toimintasuunnitelma on pantava täytäntöön yhdenmukaisesti kaikissa jäsenvaltioissa, jotta saataisiin aikaan efektiivinen – ei ainoastaan nimellinen – kansallisten rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen. Lamfalussin komitean²⁵ ehdotusten perusteella hyväksytyjen arvopaperilainsäädännön uusien päätöksentekopuitteiden pitäisi edistää tätä tavoitetta ja varmistaa, että lainsäädäntö mukautetaan entistä nopeammin kehittyviin rahoitusmarkkinoihin. Kolmanneksi kilpailupolitiikan on oltava ennakoivaa, kun rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen etenee, jotta siitä saataisiin kaikki taloudellinen hyöty. Neljänneksi kuluttajia ja sijoittajia on suojeltava asianmukaisesti, jotta he uskaltavat toimia unionin laajuisilla yhtenäismarkkinoilla ja voivat nauttia kaikista niiden tuomista hyödyistä.

²⁵ Euroopan unionin arvopaperimarkkinoiden sääntelyä käsittelevä asiantuntijakomitea. Komitea antoi raporttinsa helmikuussa 2001. EU:n arvopaperimarkkinoiden sääntelypuitteiden luomisen nopeuttamiseksi ja helpottamiseksi komitea ehdottaa lainsäädäntöön uutta nelitasoista lähestymistapaa:

- Taso 1: komissio tekee ehdotuksen yleisistä periaatteista, jotka neuvosto ja Euroopan parlamentti hyväksyvät yhteispäätösmenettelyssä.
- Taso 2: komissio valmistelee EU:n uuden arvopaperikomitean ja EU:n sääntelyviranomaisten komitean tukemana täytäntöönpanolainsäädännön; Euroopan arvopaperikomitea perustetaan ratkaisemaan sääntelyyn liittyvät tekniset kysymykset nopeutetussa menettelyssä, jotta voidaan varmistaa lainsäädännön nopea antaminen.
- Taso 3: tason 1 ja tason 2 lainsäädäntö siirretään johdonmukaisesti osaksi kansallista lainsäädäntöä tehostamalla kansallisten sääntelyviranomaisten yhteistyötä.
- Taso 4: komissio valvoo lainsäädännön soveltamista entistä tehokkaammin jäsenvaltioiden hallitusten, kansallisten sääntelyviranomaisten ja yksityisen sektorin kanssa.

Euroopan parlamentti hyväksyi lähestymistavan 5. helmikuuta 2002.

5. EURO KANSAINVÄLISENÄ VALUUTTANA

5.1 Johdanto

Kansainvälinen valuutta suorittaa rahan perinteiset tehtävät kansainvälisellä tasolla. Sen on toimittava *laskentayksikkönä, vaihdon välineenä ja arvon säilyttäjänä*. Kuten jäljempänä olevasta taulukosta voidaan nähdä, valuutta suorittaa näitä tehtäviä eri tavoin yksityisellä ja virallisella sektorilla, mutta yksityinen sektori hallitsee selvästi suuremman kokonsa takia valuutan kansainvälistymistä.

Kansainvälisen valuutan pääasiallinen käyttö yksityisellä ja julkisella sektorilla

	Yksityinen sektori	Julkinen sektori
Laskentayksikkö	Laskutusvaluutta Hinnoitteluvaluutta	Ankkuri- tai viitevaluutta valuuttakurssijärjestelmissä
Vaihdon väline	Maksuvaluutta Välitysvaluutta	Interventiovaluutta
Arvon säilyttäjä	Rahoitusvaluutta Sijoitusvaluutta	Varantovaluutta

Yhdysvaltain dollari on edelleen johtava kansainvälinen valuutta, mutta eurosta tuli käyttöönottonsa jälkeen maailman toiseksi tärkein valuutta. Useat tekijät puoltavat euron käyttöä kansainvälisenä valuuttana. Ensimmäinen tekijä on euroalueen talouden koko. Euroalueen osuus maailman BKT:stä on noin 16 prosenttia eli hieman vähemmän kuin Yhdysvaltain osuus (21 prosenttia) mutta paljon enemmän kuin Japanin osuus (8 prosenttia). Näiden kolmen alueen osuudet tavaroiden ja palvelujen maailmankaupasta ovat samankaltaisia. Toinen tekijä, joka tekee eurosta houkuttelevan kansainvälisenä valuuttana, on sen vakaus, joka kertoo euroalueen terveistä talouden perustekijöistä, joiden tukena on vakauteen tähtäävä talouspolitiikka EMU:ssa. Kolmas tekijä on kansallisten rahoitusmarkkinoiden meneillään oleva yhdentyminen Euroopassa laajoiksi, syviksi ja likvideiksi Euroopan laajuisiksi rahoitusmarkkinoiksi, jotka parantavat euron asemaa kansainvälisessä luotonanto- ja luotonotto-toiminnassa.

Kansainvälisen rahajärjestelmän historiassa on ollut kausia, jolloin kaksi valuuttaa on kilpaillut keskenään kansainvälisinä valuuttoina (Ison-Britannian punta ja Yhdysvaltain dollari maailmansotien välisenä aikana). Verkosto- ja mittakaava-vaikutukset ohjaavat valuutan kansainvälistymistä, joten Yhdysvaltain dollari todennäköisesti pysyy johtavana valuuttana. Joka tapauksessa euron kansainvälistymistä ohjataan yksityisellä sektorilla.

5.2 Euron kansainvälinen käyttö yksityisellä sektorilla

Valuuttaa käytetään yksityisellä sektorilla kansainvälisenä laskentayksikkönä kauppa- ja rahoitustapahtumien *laskutusvaluuttana* ja hyödykkeiden *hinnoitteluvaluuttana*. Laskutuksesta on

saatu vain vähän tietoa, mutta dollari on epäilemättä edelleen johtava laskutusvaluutta. Vuonna 2000 ennen euroseteleiden ja -kolikoiden käyttöönottoa euron osuus kansainvälisten transaktioiden laskutuksesta oli arviolta 15–17 prosenttia. Nyt, kun eurosetelit ja -kolikot on otettu käyttöön, on kuitenkin todennäköistä, että euron asema etenkin alueellisena laskutusvaluuttana laajenee vähitellen. Euron käytön yleistymistä laskutusvaluuttana lisää se, että kansainväliset transaktiot on perinteisesti laskutettu viejän valuuttana ja että euroalueen osuus maailmankaupasta on suuri. Dollari on edelleen myös johtava hyödykkeiden hinnoittel valuutta. Vaikka Euroopassa on listattu joitakin euroina hinnoiteltuja tavarafutuuja, niiden määrä on toistaiseksi suppea.

Valuuttaa käytetään yksityisellä sektorilla kansainvälisenä maksuvälineenä *maksuvaluuttana* ja valuuttamarkkinoiden *välitysvaluuttana*. Kun on kyse euron asemasta maksuvaluuttana, komission neljännesvuosittain euroalueen pankkien keskuudessa toteuttamassa tutkimuksessa todetaan, että euron osuus euroalueelle sijoittautuneiden toimijoiden kansainvälisistä maksuista nousi ennen sen käyttöönottoa hyvin nopeasti 24 prosentista määrän mukaan mitattuna (36 prosentista arvon mukaan mitattuna) vuoden 2000 kolmannella neljänneksellä lähes 40 prosenttiin (48 prosenttiin arvon mukaan mitattuna) vuoden 2001 kolmannella neljänneksellä. Nyt, kun eurosetelit ja -kolikot on otettu käyttöön ja kaikki loputkin euroalueen tilit muunnetaan euroiksi, euron osuus kansainvälisistä maksuista nousee epäilemättä entisestään.

Valuutan käyttö valuuttamarkkinoiden välitysvaluuttana (eli kahden muun valuutan vaihtamisen välineenä) on keskeinen seikka, joka vaikuttaa suuresti sen houkuttelevuuteen kansainvälisen valuutan muiden tehtävien suorittajana (esim. varantovaluuttana). Kuitenkin myös tällä alalla kehitys on hyvin hidasta, sillä vain yhden välitysvaluutan käyttöön liittyy mittakaavaetuja. Maailmanlaajuisella tasolla Yhdysvaltain dollari on edelleen johtava välitysvaluutta, koska se hyötyy suorista pankkien välisistä markkinoista kaikkien muiden valuuttojen kanssa. Saatavilla olevien tietojen mukaan euron merkitys maailmanlaajuisena välitysvaluuttana on vähäinen, vaikka sillä onkin Saksan markan perintönä välitysvaluuttana alueellinen asema. Euron käyttöönotto on kuitenkin vaikuttanut valuuttamarkkinoiden valuuttakoostumukseen poistamalla euroalueen sisäisen kaupankäynnin (ks. jäljempänä oleva kehikko). Lokakuussa 2001 julkaistun, BIS:n valuuttamarkkinoista kolmesti vuodessa laatiman katsauksen mukaan saman vuoden huhtikuussa euro oli mukana 38 prosentissa kaikista valuuttakaupoista; osuus on suurempi kuin markan osuus vuonna 1998 (30 prosenttia) mutta selvästi pienempi kuin kaikkien euroalueen maiden kansallisten valuuttojen yhteenlaskettu osuus samana vuonna (53 prosenttia).

Kun yksityinen sektori käyttää valuuttaa *rahoitusvaluuttana* tai *sijoitusvaluuttana*, valuuttaa käytetään kansainvälisenä arvonsäilyttäjänä. EKP julkaisi syyskuussa 2001 euron kansainvälistä käyttöä koskevan selvityksen, jossa todetaan, että euro on nyt toiseksi tärkein kansainvälisesti käytetty rahoitusvaluutta ja että sen osuus vaihtelee 22 prosentista 34 prosenttiin rahoitusinstrumentin ja mittaustavan mukaan. Suppeassa tarkastelussa, joka kattaa ainoastaan euroalueen ulkopuolisten liikkeeseenlaskut, euroalueen maiden kansallisten valuuttojen keskimääräinen osuus liikkeeseen lasketuista joukkolainoista oli 19 prosenttia vuosina 1994–1998. Vuonna 1999 euron osuus kasvoi keskimäärin 34 prosenttiin, mikä kenties kertoo merkittävien liikkeeseenlaskijoiden halukkuudesta käyttää uutta valuuttaa. Kuitenkin myös ennätyksellisen alhaiset eurokorot ovat epäilemättä lisänneet euromääräisen lainanoton houkuttelevuutta ulkomaisissa yrityksissä. Vaikka euroalueen ulkopuolisten toimijoiden euromääräisten arvopapereiden emissiotoiminta on jatkunut voimakkaana, euroalueen osuus on vaihdellut hieman vuoden 1999 huippulukemien jälkeen mutta pysynyt korkeana. Laaja tarkastelu kattaa kansainvälisille rahoitusmarkkinoille tarkoitetut euroalueelle sijoittautuneiden toimijoiden emissiot. Euron osuus liikkeeseen lasketuista kansainvälisistä joukkolainoista on suurempi

(keskimäärin 38 prosenttia vuonna 2000), jos sovelletaan laajaa tarkastelua, koska liikkeeseen laskettujen kansainvälisten jenimääräisten velkapapereiden osuus on paljon pienempi. Euromääräiset emissiot ovat lisääntyneet voimakkaasti myös kansainvälisillä rahamarkkinoilla, mikä voidaan selittää yhdentyneiden euromääräisten rahamarkkinoiden mukanaan tuomalla odotetulla ja tosiasiallisella likviditeetin lisääntymisellä.

Euro on myös toiseksi tärkein kansainvälisesti käytetty sijoitusvaluutta, vaikka saamisista onkin vaikeampaa saada tietoja kuin veloista. EKP:n selvitys paljastaa, että euron osuus kansainvälisistä investoinneista vaihtelee 22 prosentista 32 prosenttiin kulloistenkin saamisten mukaan. Osuus on suurin joukkolainasijoituksissa ja pienin kansainvälisissä pankkisaamisissa.

Kehikko: Euron vaikutus valuuttamarkkinoihin.

BIS:n tietojen mukaan perinteisten valuuttamarkkinoiden (eli avistakaupan, termiinkaupan ja valuuttaswapien markkinoiden) keskimääräinen päivittäinen liikevaihto laski 19 prosenttia vuosina 1998–2001. Yksi tärkeimmistä tekijöistä liikevaihdon laskussa oli euron käyttöönotto, koska se poisti euroalueen maiden kansallisten valuuttojen välisen kaupan (muista tekijöistä ovat yhdistyminen sekä pankki- että yritystoiminnassa ja sähköisen arvopaperivälityksen osuuden kasvu). Euroalueen maiden kansallisten valuuttojen välinen kauppa oli alkanut laskea jo kauan ennen EMUn kolmannen vaiheen alkua. Vuosina 1995–1998 EVJ-valuuttojen välinen kauppa laski noin 5 prosenttia kokonaisliikevaihdosta. Kun euro otettiin käyttöön 1. tammikuuta 1999, kokonaisliikevaihdosta katosi vielä noin 6 prosenttia.

Liikevaihdon laskua ei kääntänyt nousuun euromääräisen kaupan kasvu verrattuna euroalueen maiden kansallisiin valuuttoihin (ks. varsinainen teksti). Joka tapauksessa BIS:n tietojen mukaan dollari/euro oli selvästi valuuttakaupan tärkein valuuttapari vuonna 2001, sillä sen osuus kokonaisliikevaihdosta oli noin 30 prosenttia. Euron käyttöönotto johti ensin sekä avista- että termiinimarkkinoiden kaupan määrien tuntuvaan pudotukseen. Termiinimarkkinoilla euromääräisen kaupan määrä laski ensin 40 prosenttia verrattuna aiempaan euroalueen maiden kansallisten valuuttojen määräisen kaupan määriin. Sittemmin määrät ovat kuitenkin hieman elpyneet. Määrien kokonaislasku verrattuna euron käyttöönottoa edeltäneeseen aikaan on nyt noin 25 prosenttia.

5.3 Euron kansainvälinen käyttö julkisella sektorilla

Valuutan ehkäpä näkyvin kansainvälinen käyttötapa julkisella sektorilla liittyy sen tehtävään laskentayksikkönä. Euroa käytetään laajalti *ankkuri- tai viitevaluuttana* kolmansien maiden valuuttakurssijärjestelmissä. Yli 50 maan valuuttakurssijärjestelmässä maan valuutta on sidottu euroon joko yksin tai yhdessä muiden valuuttojen kanssa. Kolmansien maiden järjestelmät ulottuvat valuuttakatejärjestelmistä ohjatun kellunnan järjestelmiin. Maantieteellisesti nämä maat sijaitsevat lähinnä Euroopassa ja Afrikassa. Tärkeimmät perusteet siihen, että kolmannet osapuolet valitsevat euron ankkuri- tai viitevaluutaksi, ovat näiden maiden laajat kauppa-, avustus- ja taloussiteet euroalueen talouden kanssa ja joidenkin maiden kohdalla EU-jäsenyyssprosessi (ks. jäljempänä).

Kansainvälinen valuutta voi suorittaa maksuvälineen tehtävän julkisella sektorilla. Tämä näkyy valuutan käytössä *virallisiin interventioihin* valuuttamarkkinoilla. Dollari on maailmanlaajuisesti johtava – mutta ei ainoa – interventiovaluutta. Dollarin soveltuvuus interventiovaluutaksi kertoo sen likviditeetistä valuuttamarkkinoilla. Joka tapauksessa useat kolmannet maat ovat käyttäneet euroa alueellisena interventiovaluuttana. Tällainen euron käyttö liittyy läheisesti sen asemaan ankkurivaluuttana. Euromääräisiä interventioita tapahtuu eniten uudessa valuuttakurssimekanismissa (ERM II), jossa ne EU:n jäsenvaltiot, joita koskee poikkeus – nykyisin ainoastaan Tanska mutta vuoden 2000 loppuun saakka myös Kreikka – sitovat valuuttansa euroon.

Lopuksi kansainvälisen valuutan käyttö julkisella sektorilla arvon säilyttäjänä näkyy sen *valuuttavarannoissa*. IMF:n uusimman vuosikertomuksen mukaan Yhdysvaltain dollari on edelleen hallitseva varantovaluutta. Vuoden 2000 lopussa dollarin osuus valuuttavarannoista oli 68 prosenttia. Euro on dollarin jälkeen toiseksi tärkein varantovaluutta 13 prosentin osuudellaan valuuttavarannoista. Euron osuus pysyi lähes muuttumattomana vuodesta 1999. Kun tiedoissa otetaan huomioon ainoastaan euroalueen ulkopuolella olevat euroalueen maiden kansallisten valuuttojen varannot, IMF:n vuosikertomuksen mukaan näiden valuuttojen yhteenlaskettu osuus kaikista valuuttavarannoista vuonna 1998 oli lähes sama kuin euron osuus vuosina 1999 ja 2000.

5.4 Ehdokasvaltiot ja euron käyttöönotto

EY:n perustamissopimuksessa määrätään selkeästi ja ainutlaatuisesta institutionaalisesta tiestä, joka koskee yhteisen rahan käyttöönottoa ehdokasvaltioissa. Unioniin liittyttyään uudet jäsenvaltiot osallistuvat EMUun jäsenvaltioina, joita koskee poikkeus euron käyttöönotossa. Niille myönnetään tällainen asema liittymissopimuksissa. Uusien jäsenvaltioiden on pidettävä valuuttakurssipolitiikkaansa yhteistä etua koskevana asiana, ja niiden odotetaan liittyvän ERM II:een jossakin vaiheessa liittymisen jälkeen. Euron käyttöön ottamiseksi perustamissopimuksessa edellytetään, että uudet jäsenvaltiot saavuttavat kestävästä lähentymisen korkean tason. Ehdokasvaltioihin sovelletaan täysimääräisesti tasa-arvoisen kohtelun periaatetta. Näin suljetaan pois sekä euron käyttöönotto välittömästi liittymisen jälkeen että ennen liittymistä tapahtuva euron käyttöönotto, jota kutsutaan toisinaan *"euroistumiseksi"*.

Miten tämä vaikuttaa ehdokasvaltioiden talouspolitiikkaan? Keskeinen viesti on se, että liittymisen edellyttämien uudistusten on mentävä mahdollisen EMUun osallistumisen innoittamien poliittisten toimenpiteiden edelle myös niissä maissa, joiden liittymisvalmistelut ovat pisimmällä. Kööpenhaminan kriteereiden täyttäminen menee nimellisten lähentymisperusteiden noudattamisen ja näin ollen myös EMUun osallistumisen edelle ainakin kahdesta syystä. Ensiksikin reaalisen ja rakenteellisen lähentymisen olisi tapahduttava ennen nimellistä lähentymistä, vaikka ne voivatkin tukea toinen toisiaan. Toiseksi nimellistä lähentymistä voidaan arvioida ainoastaan niissä maissa, jotka ovat toimivia markkinatalouksia ja kykenevät selviytymään kilpailupaineista. Toisin sanoen lähentymisperusteita on sovellettava *"vertailukelpoisiin talouksiin"*.

Liittymisen jälkeen ERM II on riittävän joustava, jotta eri järjestelmät voivat soveltua siihen, jos maiden sitoumukset ja tavoitteet ovat uskottavia sekä mekanismin sitoumusten ja tavoitteiden mukaisia. Tässä vaiheessa voidaan jo pitää ERM II:een selvästi soveltumattomina täysin kelluvia valuuttakursseja, liukuvia pariteetteja ja kiinnityksiä muihin ankkureihin kuin euroon. Periaatteessa europohjaisten valuuttakatejärjestelmien säilyttäminen on mahdollista tapauskohtaisesti ylimääräisenä yksipuolisena sitoumuksena suurempaan eurokiinnitykseen ERM II:n yhteydessä. Kun maa, jossa on valuuttakatejärjestelmä, haluaa liittyä ERM II:een, pyyntöä on kuitenkin tarkasteltava ERM II:n perustamisesta annetussa päätöslauselmassa tarkoitetun yhteisen menettelyn mukaisesti ja keskuskurssista/muutokurssista on sovittava monenvälisesti. Tämä tarkoittaa, että joissakin niissä maista, jotka voisivat pystyä käyttämään europohjaista valuuttakatejärjestelmää, ei välttämättä tarvitsisi toteuttaa kahta järjestelmän muutosta (siirtymistä ensin jonkinasteiseen joustavuuteen ja sitten voimakkaaseen kiinnitykseen ja myöhemmin peruuttamattomasti kiinnitettyyn muutokurssiin).

Yleisesti ottaen ehdokasvaltioiden on sovittava yhteen valuuttakurssin vakautta ja inflaation hidastamista koskevat tavoitteensa ennen unioniin liittymistä ja ERM II:een osallistumista.

5.5 Euroalueen panos maailmanlaajuiseen politiikan yhteensovittamiseen

Yhtenäiset raha- ja valuuttakurssipolitiikat sekä finanssi- ja rakennepolitiikkojen tehostettu yhteensovittaminen vaikuttavat merkittäväällä tavalla euroalueen ja muun maailman taloussuhteisiin. Raha- ja valuuttakurssipolitiikat kuuluvat nyt yhteisön yksinomaisen toimivallan piiriin, Euroopan rahoitusmarkkinat ovat vähitellen yhdentymässä, ja euroalueen yleisellä politiikan virityksellä on merkitystä muualla maailmassa, kun käsitellään talous- ja finanssiasioihin liittyviä kansainvälisiä kysymyksiä.

Monenvälisestä valvonnasta vastaavat kansainväliset instituutiot, kuten IMF ja OECD, ovat alkaneet tunnustaa näiden muutosten seuraukset, sillä ne arvioivat säännöllisesti euroalueen yleistä makrotalouspolitiikan viritystä. Muutos näkyy myös G7-maiden valtiovarainministereiden ja keskuspankkien pääjohtajien lausunnoissa, joissa ei enää viitata euroalueen tiettyjen jäsenvaltioiden makrotalouden kehitykseen ja näkymiin vaan koko euroalueen näkymiin.

Ulkoisten kantojen sisäinen yhteensovittaminen

EY:n perustamissopimuksessa määrätään, joskin hyvin lyhyesti, niistä menettelyistä, joiden avulla yhteisö vastaa EMUn kansainvälisistä (institutionaalisista) näkökohdista. Suurin osa näistä löytyy 111 artiklasta (entinen 109 artikla). Vaikka 111 artikla on menettelyä koskeva artikla ja selvä kompromissi erilaisten näkemysten välillä, se osoittaa selkeästi, että valuuttakurssipolitiikka (eli valuuttakurssijärjestelmää koskevat viralliset sopimukset ja valuuttakurssipolitiikan yleiset suuntaviivat) kuuluu neuvoston toimivaltaan (jolloin äänestykseen osallistuvat vain euroalueeseen kuuluvat jäsenvaltiot). Artiklassa määrätään myös menettelystä, jota noudattaen yhteisö päättää kannasta, joka sillä on kansainvälisissä keskusteluissa "talous- ja rahaliiton kannalta erityisen merkittävässä kysymyksissä". Saman artiklan mukaan neuvosto päättää komission ehdotuksesta yksimielisesti siitä, miten yhteisöä edustetaan kansainvälisellä tasolla, noudattaen 99 ja 105 artiklassa määrättyä toimivallanjakoa. Tällä ennakoitiin sitä, että EMUn kolmannessa vaiheessa Eurooppa ottaisi itselleen sen taloudellista painoarvoa vastaavan aseman kansainvälisessä rahoitus- ja rahajärjestelmässä.

Vuodesta 1999 alkaen on otettu käyttöön käytännön järjestelyjä ulkoisten kantojen sisäistä yhteensovittamista varten. Erityisesti euroryhmässä/Ecofin-neuvostossa on tehty paljon työtä hyväksymällä yhteisiä kantoja ja tulkintoja. Kannoissa on käsitelty monenlaisia kysymyksiä, kuten kansainvälistä rahoitusjärjestelmää, kehitysrahoitusta ja taloustilannetta maailmassa tai useissa keskeisissä maissa. Ne antavat panoksen IMF:n johtokunnan eurooppalaisten jäsenten toimintaan ja ohjaavat puheenjohtajavaltiota ja Euroopan muita edustajia kansainvälisissä kokouksissa, kuten Kansainvälisen valuuttarahaston IMFC-komiteassa, G7-ryhmän kokouksissa ja OECD:n/EDRC:n euroalueella järjestämissä kuulemistilaisuuksissa.

Vaikka huomattavaa edistystä onkin tapahtunut, monet haasteet on vielä ratkaistava, ja on muun muassa varmistettava, että eurooppalainen periaatesopimus toteutetaan käytännössä. Tämä tarkoittaa esimerkiksi, että on varmistettava, että eurooppalaisia yhteisiä näkemyksiä yksityisen sektorin osallistumisen tarpeesta sovelletaan tiettyihin kriisinratkaisutilanteisiin. Yhteisiä kantoja on lisäksi kehitettävä ja muutettava hyödyntämällä uusia kokemuksia ja/tai vuoropuhelua kansainvälisten kumppaneidemme kanssa. Vastaavasti on varaa lisätä niitä kysymyksiä, joista voitaisiin hyväksyä yhteinen kanta, jotta Eurooppa voisi kehittää itselleen entistä ennakoivamman ja johdonmukaisemman aseman kansainvälisessä raha- ja rahoitusjärjestelmässä. Lopuksi sovituista eurooppalaisista yhteisistä kannoista on tiedotettava asianomaisille keskustelukumppaneille.

Euroalueen ulkoinen edustus

Nämä haasteet liittyvät läheisesti ulkoista edustusta koskevaan kysymykseen. Eurooppa-neuvoston eri kokouksissa on käsitelty kansainvälistä taloudellista yhteistyötä ja ulkoista edustusta (erityisesti Luxemburgin ja Wienin Eurooppa-neuvostoissa), mutta tulosten oikeudelliseksi tueksi ei ole vielä tehty neuvoston päätöstä. Sitä paitsi Eurooppa-neuvoston päätelmissä käsitellään ainoastaan yhteisön edustusta tietyissä kansainvälisissä kokouksissa. IMF:n osalta Wienin päätelmissä todetaan seuraavaa: *"EKP:lle olisi rahapolitiikan alalla toimivaltaisena yhteisön elimenä annettava tarkkailija-asema kansainvälisen valuuttarahaston johtokunnassa. Euroopan yhteisön / EMU:n näkemykset muista EMU:n kannalta erityisen tärkeistä kysymyksistä esittäisi kansainvälisen valuuttarahaston johtokunnassa euroalueen puheenjohtajana toimivan jäsenvaltion johtokunnan jäsenen toimiston asianomainen jäsen, jota komission edustaja avustaa."*

G7-ryhmän osalta Wienin Eurooppa-neuvoston puheenjohtajan päätelmissä todetaan seuraavaa: *"Eurooppa-neuvosto hyväksyy yhteisön ulkoista edustusta koskevan neuvoston raportin, jonka mukaan Ecofin-neuvoston puheenjohtaja tai, jos puheenjohtaja on euroalueen ulkopuolinen jäsenvaltio, Euro 11-ryhmän puheenjohtaja komission avustamana osallistuu G7-ryhmän kokouksiin (Rahoitus)."* Päätelmien liitteessä II todetaan, että *"EKP:n pääjohtaja on läsnä niissä [G7-]ryhmän kokouksissa, joissa keskustellaan EMU:un liittyvistä kysymyksistä, esimerkiksi monenvälisestä valvonnasta ja vaihtokursseista, ja joissa hyväksytään julkaistavan lausunnon asiaa koskevat kohdat"*.

Itse asiassa Eurooppa-neuvoston päätelmät on pantu täytäntöön vain osittain. Toistaiseksi euroryhmän puheenjohtaja ja EKP:n pääjohtaja osallistuvat ainoastaan G7-ryhmän valtiovarainministereiden ja keskuspankkien pääjohtajien kokouksiin, joissa käsitellään monenvälistä valvontaa ja vaihtokursseja. Komission osallistuminenkaan ei täysin vastaa sovittuja päätelmiä.

Myös institutionaaliset muutokset IMF:ssä ovat olleet rajallisia. EKP on saanut tarkkailija-aseman IMF:n johtokunnassa ja oikeuden osallistua johtokunnan kokouksiin, joissa käsitellään euroalueen kannalta erityisen tärkeitä kysymyksiä.

Useat tekijät hankaloittavat edistymistä kohti asianmukaista eurooppalaista edustusta ja yhtä eurooppalaista ääntä. Yksi niistä on Euroopan maiden ryhmittäminen IMF:n päätöksentekoeleimissa yhteen EU:n ulkopuolisten maiden kanssa ja jopa joidenkin EU-maiden sisällyttäminen EU:n ulkopuolisten maiden johtamiin elimiin. Myös IMF:n jäsenyys perustuu "maan" käsitteeseen.

EMU-hanke on siis vielä keskeneräinen ulkoisten näkökohtien osalta. EMU on kuitenkin edistänyt yhteistä eurooppalaista kannanottoprosessia tärkeissä kansainvälisissä kysymyksissä. Näin yhteisö voi vähitellen ottaa itselleen sen rahoituksellista ja taloudellista painoarvoa vastaavan kansainvälisen aseman. Tätä on täydennettävä edistymällä lisää edustuksen kohdalla. EMUn kolmannen vaiheen alussa sovitut tilapäiset järjestelyt ovat osoittautuneet hyödyllisiksi, mutta ne vastaavat vain osittain niitä odotuksia, joita on asetettu yhtenäiselle ja vahvalle eurooppalaiselle läsnäololle kansainvälisissä asioissa. Järjestelyt ovat epämuodollisia, niitä ei ole virallistettu, niillä ei ole jatkuvuutta, ja muodollisella yhteensovittamisella on omat rajoituksensa, joten ne eivät mahdollista sitä, että yhteisön kanta voisi täysimääräisesti vaikuttaa kansainvälisellä tasolla käytäviin keskusteluihin.

Euroalueen asianmukainen edustus kansainvälisissä järjestöissä voisi merkittävästi parantaa monenvälistä yhteistyötä rahoitusympäristössä, joka näyttää siirtyvän kohti kolminapaista valuuttajärjestelmää. Haaste, joka koskee euroalueen asianmukaista edustusta ja osallistumista

kansainvälisiin päätöksentekomenettelyihin, on siis tärkeä muillekin kuin eurooppalaisille. Tämä näkyy muiden teollisuusmaiden ja kehittyvien markkinatalouksien taholta tulevista paineista EU:n edustuksen selkeyttämiseksi. Kysymyksen ratkaiseminen on elintärkeä haaste EU:n päätöksentekijöille, joiden on varmistettava, että EU:sta tulee tehokas toimija kansainvälisten etujensa edistämisessä.