





© Euroopan keskuspankki, 2004

**Käyntiosoite**

Kaiserstrasse 29  
D-60311 Frankfurt am Main  
Germany

**Postiosoite**

Postfach 16 03 19  
D-60066 Frankfurt am Main  
Germany

**Puhelinnumero**

+49 69 1344 0

**Internet**

<http://www.ecb.int>

**Faksi**

+49 69 1344 6000

**Teleksi**

411 144 ecb d

*Tämän julkaisun laatimisesta vastaa EKP:n johtokunta. Julkaisu on käännetty Suomen Pankissa.*

*Kaikki oikeudet pidätetään. Kopiointi on sallittu opetuskäyttöön ja ei-kaupallisiin tarkoituksiin, kunhan lähde mainitaan.*

*Julkaisun tilastot perustuvat kesäkuun lopussa 2003 käytettävissä olleisiin tietoihin.*

ISBN 92-9181-499-7 (painettu julkaisu)

ISBN 92-9181-500-4 (verkkojulkaisu)

# SISÄLLYS

<b>ESIPUHE</b>	<b>7</b>
<b>LUKU I</b>	
<b>Yhteisen rahapolitiikan institutionaaliset lähtökohdat</b>	<b>9</b>
<b>LUKU 2</b>	
<b>Euroalueen talouden ja rahoitusjärjestelmän rakenne</b>	<b>17</b>
2.1 Reaalitalouden keskeisiä piirteitä	17
2.2 Työmarkkinat	19
2.3 Julkinen sektori	20
2.4 Ulkomaankauppa	24
2.5 Rahoitusjärjestelmä	25
2.6 Rahoitusmarkkinat	30
2.7 Rahoituksen välittäjät	34
<b>LUKU 3</b>	
<b>EKP:n rahapolitiikan strategia</b>	<b>41</b>
3.1 Rahapolitiikan tehtävä ja hintavakauden edut	41
3.2 Rahapolitiikan välittymismekanismi	43
3.3 EKP:n rahapolitiikan strategia: yleisperiaatteet	49
3.4 EKP:n kvantitatiivinen määritelmä hintavakaudesta	50
3.5 Hintavakauteen kohdistuvien riskien analyysi EKP:n rahapolitiikan strategiassa	54
3.6 Tilivelvollisuus, avoimuus ja viestintä	64
<b>LUKU 4</b>	
<b>Rahapolitiikan toteuttaminen</b>	<b>69</b>
4.1 Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän suunnittelun yleiset periaatteet ja tavoitteet	69
4.2 Katsaus eurojärjestelmän rahapoliittiseen välineistöön	70
4.3 Vähimmäisvarannot	74
4.4 Avomarkkinaoperaatiot	77
4.5 Maksuvalmiusjärjestelmä	81
4.6 Keskuspankkirahoitus ja pankkijärjestelmän likviditeettitarpeet	82
4.7 Kokemukset tammikuusta 1999 kesäkuuhun 2003	86
<b>LUKU 5</b>	
<b>Rahapolitiikan harjoittaminen yhteisen rahapolitiikan ensimmäisinä vuosina</b>	<b>89</b>
5.1 Johdanto	89
5.2 Kehitys pääpiirteissään	90
5.3 Arvio ajanjaksona harjoitetusta rahapolitiikasta	96

## LIITE

Historia – kolmen vaiheen kautta EMUun	99
--	----

<b>SANASTO</b>	<b>103</b>
----------------	------------

<b>KIRJALLISUUTTA</b>	<b>119</b>
-----------------------	------------

<b>HAKEMISTO</b>	<b>123</b>
------------------	------------

## KEHIKOT

1.1 Perustamissopimuksen ja EKPJ:n perussäännön tärkeimmät määräykset	13
2.1 Säännökset terveen julkisen talouden turvaamiseksi EU:ssa	23
2.2 Rahoitusmarkkinat: keskeisiä termejä	30
2.3 Raha-aggregaatit	36
3.1 Empiirisiä havaintoja rahapolitiikan välittymisestä euroalueella	47
3.2 YKHIn muodostaminen ja ominaisuudet	51
3.3 EKP:n rahapolitiikan keskipitkän aikavälin mitoitus	53
3.4 Vaihtoehtoisia rahapolitiikan strategioita	55
3.5 Euroalueen talous- ja rahoitusmarkkinakehitystä kuvaavat tilastot	57
3.6 Rahan määrä ja hinnat pitkällä aikavälillä	61
3.7 EKP:n viitearvo rahan määrän kasvulle	63
3.8 EKP:n keskeiset viestintäkanavat	67
4.1 Vastapuolet ja vakuudet	72
4.2 Muutokset perusrahoitusoperaatioiden maturiteettiin ja vähimmäisvarantojen pitoajanjaksoon maaliskuusta 2004 alkaen	78
4.3 Avomarkkinaoperaatiotyyppejä	80

## TAULUKOT

2.1 Euroalueen reaalityövoiman keskeisiä tunnuslukuja vuonna 2002	18
2.2 Miesten ja naisten työvoimaosuudet ikäryhmittäin euroalueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2002	20
2.3 Euroalueen ulkomainen tavarakauppa vuonna 2002	25
2.4 Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoituksen käyttö ja hankinta vuoden 2002 lopussa	28
2.5 Euroalueella olevien liikkeeseen laskemien euromääräisten lyhytaikaisten velkapapereiden kanta	32
2.6 Euroalueella olevien liikkeeseen laskemien euromääräisten pitkäaikaisten velkapapereiden kanta	33
2.7 Euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa liikkeeseen laskettujen kansallisen valuutan määräisten velkapapereiden kanta vuoden 2002 lopussa	34
2.8 Osakkeiden markkina-arvo euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa	34
2.9 Pörssissä noteerattujen koti- ja ulkomaisten yritysten lukumäärä euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa	35

2.10	Rahalaitosten lukumäärä euroalueella	36
2.11	Euroalueen raha-aggregaattien määritelmät	37
2.12	Pankkitalletukset ja -lainat euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa vuoden 2002 lopussa	39
3.1	BKT:n määrän ja kuluttajahintojen arvioidut reaktiot euroalueen ohjauskoron 1 prosenttiyksikön nousuun	48
3.2	YKHI:n pääerien painot vuonna 2003	51
4.1	Eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatiot ja maksuvalmiusjärjestelmä	71
4.2	Varantopohjaan sisällytettävät luottolaitosten velkaerät	75
4.3	Keskuspankin taseen rakenne	84
4.4	Pankkijärjestelmän likviditeettiin vaikuttavat tekijät	85

## KUVIOT

1.1	EKP:n päätöksentekuelimet	10
2.1	Koko väestön ikäjakauma vuonna 2002	17
2.2	Työttömyys euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa	19
2.3	Julkisen talouden alijäämä ja velka euroalueella	22
2.4	Euroalueen 20 merkittävimmän kauppakumppanin kauppapainot	25
2.5	Rahoitusjärjestelmien toiminta	26
2.6	M3:n erien prosenttiosuudet vuoden 2002 lopussa	38
2.7	Euroalueen rahalaitosten konsolidoitu tase (ml. eurojärjestelmä) vuoden 2002 lopussa	39
3.1	Rahapolitiikan välittyminen koroista hintoihin	44
3.2	Vakauteen tähtäävä EKP:n rahapolitiikan strategia	65
4.1	EKP:n ohjauskorot ja eoniakorko	73
4.2	Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmän toiminta	76
4.3	Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö tammikuusta 1999 kesäkuuhun 2003	82
4.4	Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö pitoajanjakson aikana	83
4.5	Perusrahoitusoperaatioiden ja pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden määrä	86
4.6	Varantovelvoitteet ja autonomiset likviditeettitekijät	87
5.1	YKHI-inflaatio	90
5.2	Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi ja öljyn hinta	91
5.3	M1 ja lainat yksityiselle sektorille	91
5.4	M3:n kasvu ja viitearvo	92
5.5	BKT:n määrä, teollisuustuotanto ja teollisuuden luottamus euroalueella	93
5.6	Euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotusten indikaattoreita	94



## ESIPUHE

Euroalueella on harjoitettu yhteistä rahapolitiikkaa Euroopan keskuspankin (EKP) johdolla 1.1.1999 lähtien. Sopimuksessa Euroopan unionista eurojärjestelmän tärkeimmäksi tehtäväksi on määritelty hintavakauden ylläpitäminen. Tämä kuvastaa yhteiskunnassa laajalti vallitsevaa käsitystä, että pitämällä yllä hintatason vakautta rahapolitiikka voi parhaiten edistää talouskasvua, työpaikkojen syntyä ja sosiaalista yhteenkuuluvuutta.

EKP:n neuvosto julkisti valitsemansa rahapolitiikan strategian yleisölle lokakuussa 1998 eli hyvissä ajoin ennen yhteisen rahan käyttöönottoa. Strategian avulla on onnistuttu luomaan toimiva päätöksentekojärjestelmä ja vertailukohde yleisölle EKP:n vastuullisuuden arvioimiseksi. Tämä oli välttämätöntä, jotta EKP:n uskottavuus ja yleisön luottamus euroon voitiin varmistaa alusta lähtien.

Ensimmäisinä vuosina yhteiseen rahapolitiikkaan kohdistui monia haasteita. Öljyn hinta nelinkertaistui, ja valuuttasekä osakemarkkinoiden liikehdintä oli voimakasta. Lisäksi 11. syyskuuta 2001 tehdyt terrori-iskut ja niitä seuranneet geopoliittiset jännitteet lisäsivät maailmantalouden epävarmuutta huomattavasti. Näistä haasteista huolimatta EKP:n onnistui saavuttaa ja säilyttää niin yleisön kuin markkinoidenkin luottamus. Inflaatio on pysynyt hitaana voimakkaista epäsuotuisista sokeista huolimatta, ja pitkän aikavälin inflaatioindikaattorit ovat pysyneet EKP:n hintavakauseräätelmän mukaisina.

Lisäksi eurojärjestelmä on toiminut vaativien teknisten standardien mukaisesti. Yhteistä rahapolitiikkaa varten luotu operatiivinen kehikko on toiminut erittäin hyvin sitten euron käyttöönoton

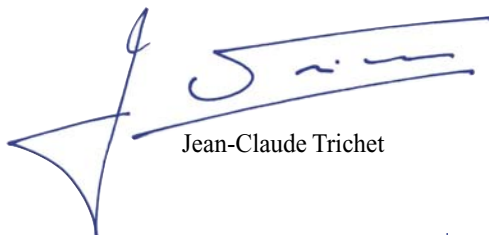
vuonna 1999, mistä syystä lyhyiden korkojen heilahtelu on tämän jälkeen ollut vähäistä.

Tämän kirjan tavoite on kuvata yhteisen rahapolitiikan tärkeimpiä piirteitä laajalle lukijakunnalle. Kirjassa luodaan yleiskatsaus EKP:n rahapolitiikkaan ja sen taloudelliseen sekä institutionaaliseen taustaan. Kirjan ensimmäinen painos valmistui vuonna 2001, ja se käännettiin useimmille Euroopan yhteisöjen virallisille kielille sekä kiinaksi, japaniksi ja koreaksi. Koska julkaisu on ollut suuren mielenkiinnon kohteena niin Euroopassa kuin sen ulkopuolellakin ja koska kehitys on mennyt eteenpäin kahden viime vuoden aikana, EKP on päättänyt julkaista kirjasta toisen, ajantasais-  
tetun painoksen.

Tämä toinen painos noudattaa rakenteeltaan ensimmäistä ja sisältää päivitettyt tiedot euroalueen talouden ja rahoitusjärjestelmän rakenteista. Kirjaa on tarkistettu niin, että se vastaa EKP:n neuvoston maaliskuussa 2003 vahvistamaa ja täsmentämää rahapolitiikan strategiaa. Lisäksi siinä on otettu huomioon eurojärjestelmän rahapolitiikan toimintakehikon muutoksia sekä käytännön rahapolitiikasta ensimmäisen painoksen julkaisemisen jälkeen saatuja kokemuksia.

Uskon tämän uuden painoksen parantavan edelleen osaltaan EKP:n rahapolitiikan ymmärrettävyyttä.

Frankfurt am Mainissa  
tammikuussa 2004



Jean-Claude Trichet





# I YHTEISEN RAHAPOLITIIKAN INSTITUTIONAALISET LÄHTÖKOHDAT

Tammikuun 1. päivänä 1999 Euroopan keskuspankille (EKP) siirtyi vastuu rahapolitiikasta euroalueella, joka on maailman toiseksi suurin talousalue Yhdysvaltojen jälkeen. Rahapolitiikan päätöksenteon siirtäminen yhdeltätoista kansalliselta keskuspankilta – Kreikan liittyttyä euroalueeseen 1.1.2001 näitä keskuspankkeja on 12 – uudelle ylikansalliselle toimielimelle oli merkittävä askel Euroopan maiden pitkässä ja monimutkaisessa lähentymisprosessissa. Ennen yhteisen rahan, euron, käyttöönottoa kaikkien maiden oli täytettävä lukuisia ns. lähentymiskriteereitä, joiden avulla pyrittiin varmistamaan, että mailla oli taloudelliset ja oikeudelliset edellytykset osallistua vakauteen tähtäävään rahaliittoon. Tässä luvussa käsitellään EKP:n rahapolitiikan ymmärtämisen kannalta keskeisimpiä institutionaalisia näkökohtia.

## EKP, EKPJ ja eurojärjestelmä

Yhteisen rahapolitiikan oikeudellinen perusta on perustamissopimus...

Yhteisen rahapolitiikan oikeudellinen perusta on Euroopan yhteisön perustamissopimus (jäljempänä perustamissopimus) sellaisena kuin se on muutettuna. Otteita rahapolitiikkaa koskevista keskeisistä määräyksistä on kehikossa 1.1.<sup>1</sup>

...jolla perustetaan EKP ja EKPJ

Perustamissopimuksella ja sen pöytäkirjaksi liitettyllä Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännössä (jäljempänä EKPJ:n perussääntö) perustetaan Euroopan keskuspankki (EKP) ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ) 1.6.1998 alkaen. EKPJ koostuu EKP:stä ja EU:n kaikkien jäsenvaltioiden kansallisista keskuspankeista (perustamissopimuksen artiklan 107 kohta 1).<sup>2</sup>

Termit ”eurojärjestelmä” ja ”euroalue”

Eurojärjestelmään kuuluvat EKP ja niiden maiden kansalliset keskuspankit, jotka ovat ottaneet euron käyttöön.<sup>3</sup> Niin kauan kuin on olemassa EU:n jäsen-

valtioita, jotka eivät ole vielä ottaneet euroa käyttöön, on välttämätöntä tehdä ero eurojärjestelmän ja EKPJ:n välillä. Euroalueella tarkoitetaan niitä EU:n jäsenvaltioita, jotka ovat ottaneet euron käyttöön.

## Yhteisen rahapolitiikan tavoite ja eurojärjestelmän tehtävät

Perustamissopimuksessa viitataan EKPJ:hin eikä eurojärjestelmään, koska sopimusta laadittaessa lähtökohtana oli, että kaikki EU:n jäsenvaltiot ottavat euron käyttöön. Perustamissopimuksen artiklan 105 kohdan 1 mukaan EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. Lisäksi EKPJ tukee yhteisön yleistä talouspolitiikkaa osallistuessaan artiklassa 2 määriteltyjen yhteisön tavoitteiden saavuttamiseen; näin tehdessään se kuitenkin huolehtii, että hintatason vakaus ei vaarannu. Perustamissopimuksen artiklassa 2 luetaan yhteisön tavoitteiksi mm. työllisyyden edistäminen, kestävä ja inflaatiota kiih-

Hintavakaus on kaikkein tärkeintä

<sup>1</sup> Kesäkuussa 2003 Euroopan tulevaisuutta käsittelevä valmistelukunta toimitti Eurooppa-neuvostolle luonnoksen perussopimukseksi Euroopan perustuslaista (perustuslakiluonnos). Vuoden 2003 lopussa käydyt hallitustenvälisen konferenssin neuvottelut unionin tulevaisuudesta perustuivat perustuslakiluonnokseen. Yhteistä rahapolitiikkaa koskevat määräykset liitettiin perustuslakiluonnokseen muuttamatta niiden sisältöä.

<sup>2</sup> Toisin kuin EKPJ kokonaisuutena, EKP on perustamissopimuksen määräysten mukaan oikeushenkilö. Myös EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit ovat oikeushenkilöitä kunkin maan kansallisen lainsäädännön mukaan.

<sup>3</sup> Niiden EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, jotka eivät ole ottaneet euroa käyttöön, eivät osallistu euroalueen rahapolitiikan päätöksentekoon eivätkä näiden päätösten toteuttamiseen.

dyttämätön talouskasvu, hyvä kilpailukyky ja talouksien lähentyminen. EKP:n tavoitteet asetetaan perustamissopimuksessa näin ollen selkeään arvojärjestykseen, ja ensisijaisena on hintavakaus. Suuntaamalla EKP:n rahapolitiikka tähän ensisijaiseen tehtävään perustamissopimuksessa tehdään selväksi, että rahapolitiikka voi parhaiten auttaa saattamaan suotuisan taloudellisen toimintaympäristön ja edistää työllisyyttä ylläpitämällä hintavakautta.

EKP kerää rahapolitiikan päätöksentekoon tarvittavaa tilastotietoa yhteistyössä kansallisten keskuspankkien kanssa joko kansallisilta viranomaisilta tai suoraan talouden toimijoilta. Lisäksi eurojärjestelmä tukee luottolaitosten toiminnan vakautta valvovien ja rahoitusjärjestelmän vakaudesta vastaavien kansallisten viranomaisten politiikan sujuvaa toteuttamista. EKP:n perussäännön artiklan 6 mukaan EKP ja sen suostumuksella myös kansalliset keskuspankit voivat osallistua kansainvälisten rahoituslaitosten toimintaan. EKP päättää, miten eurojärjestelmä on edustettuna kansainvälisessä yhteistyössä.

**Eurojärjestelmän perustehtävät**

Perustamissopimuksen (artiklan 105 kohta 2) mukaan eurojärjestelmän kautta toteutettavat perustehtävät ovat seuraavat:

- määritellä ja toteuttaa euroalueen rahapolitiikkaa
- toteuttaa valuuttamarkkinaoperaatioita
- pitää hallussa ja hoitaa jäsenvaltioiden virallisia valuuttavarantoja
- edistää maksujärjestelmien moitteetonta toimintaa.

EKP:llä on yksinoikeus antaa lupa setelien liikkeeseenlaskuun euroalueella.

**EKP:n päätöksentekolimet**

EKP:ssä on kaksi päätöksentekolintä, jotka ovat vastuussa yhteisen rahapolitiikan valmistelusta, harjoittamisesta ja toteuttamisesta: EKP:n neuvosto ja johtokunta (ks. kuvio 1.1). EKP:n kolmas päätöksentekolin on yleisneuvosto.

EKP:n neuvoston muodostavat EKP:n johtokunnan kuusi jäsentä ja euroalueen kansallisten keskuspankkien pääjohtajat

**EKP:n neuvosto**

**Kuvio 1.1 EKP:n päätöksentekolimet**



(12 pääjohtajaa vuonna 2003). Sekä EKP:n neuvoston että johtokunnan puheenjohtajana on EKP:n pääjohtaja tai hänen poissa ollessaan varapääjohtaja. EKP:n neuvosto

- antaa suuntaviivoja ja tekee tarvittavia päätöksiä EKPJ:lle uskottujen tehtävien suorittamiseksi
- määrittelee euroalueen rahapolitiikan. EKPJ:n perussäännön artiklan 12 kohdan 1 mukaan euroalueen rahapolitiikan määrittelyyn kuuluvat mm. päätökset rahapolitiikan välitavoitteista, ohjaukskorjoista ja varantojen hankkimisesta eurojärjestelmässä. EKP:n neuvosto antaa myös tarvittavat suuntaviivat päätösten täytäntöön panemiseksi.

#### EKP:n johtokunta

EKP:n johtokuntaan kuuluu pääjohtaja, varapääjohtaja ja neljä muuta jäsentä, jotka nimitetään euroalueen maiden valtion- tai hallitusten päämiesten yhteisellä päätöksellä. EKPJ:n perussäännön (artiklat 12.1 ja 12.2) mukaisesti johtokunta

- valmistelee EKP:n neuvoston kokoukset
- toteuttaa rahapolitiikkaa EKP:n neuvoston antamien suuntaviivojen ja päätösten mukaisesti; tässä yhteydessä johtokunta antaa tarvittavat ohjeet euroalueen kansallisille keskuspankeille
- vastaa EKP:n juoksevien tehtävien hoitamisesta
- käyttää EKP:n neuvoston sille tiettyissä asioissa siirtämää toimivaltaa, myös silloin kun on kyse säädösvallassa.

#### EKP:n yleisneuvosto

Yleisneuvoston muodostavat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja sekä kaikkien EU:n jäsenvaltioiden kansallisten keskuspankkien pääjohtajat (15 vuonna 2003 ja 25 EU:n laajennuttua 1.5.2004). Se on olemassa niin kauan kuin on sellaisia jäsenvaltioita, jotka eivät ole ottaneet euroa

käyttöön. Yleisneuvosto ei ole mukana euroalueen rahapoliittisessa päätöksenteossa. Yleisneuvostolle kuuluvat ne Euroopan rahapoliittiselta instituutilta (EMI)<sup>4</sup> peräisin olevat tehtävät, jotka on edelleen hoidettava, koska kaikki jäsenvaltiot eivät ole ottaneet euroa käyttöön. EKPJ:n perussäännön (artiklat 44, 45 ja 47) sekä perustamissopimuksen (artiklan 117 kohta 2) mukaisesti yleisneuvosto osallistuu

- rahapolitiikan koordinoiminnin vahvistamiseen (euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenvaltioiden ja EKP:n välillä) hintavakauden varmistamiseksi
- tilastotietojen keräämiseen
- EKP:n raportointitehtäviin
- valmisteluihin, jotka koskevat euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenvaltioiden valuuttakurssien lopullista kiinnittämistä.

#### EKP:n neuvoston äänestysmenettely

EKPJ:n perussäännössä todetaan, että EKP:n neuvoston tulee tehdä rahapolitiikkaa ja eurojärjestelmän muita tehtäviä koskevat päätökset yksinkertaisella enemmistöllä. Euroalueen rahapolittiset päätökset on tehtävä euroalueen näkökulmasta. Kullakin EKP:n neuvoston jäsenellä on yksi ääni. Jos äännet menevät tasan, EKP:n pääjohtajan ääni ratkaisee. Tehdessään päätöksiä EKP:n neuvoston jäsenet eivät ole maidensa edustajia vaan toimivat täysin itsenäisesti ja henkilökohtaisesti.

EKP:n neuvoston on tehtävä päätökset tehokkaasti ja joutuisasti myös euroalueen laajennuttua. Niinpä ennen kymmenen uuden maan liittymistä EU:hun 1.5.2004 Eurooppa-neuvosto hyväksyi 21.3.2003 EKPJ:n perussäännön muutoksen, joka koskee EKP:n neuvoston äänestyskäytäntöjen muuttamista.<sup>5</sup>

#### Peruseriaatteen

#### EKP:n neuvoston äänestysmenettelyn mukauttaminen

<sup>4</sup> EMI perustettiin 1.1.1994. Se asetettiin selvitystilaan, kun EKP perustettiin 1.6.1998. EMI:n tehtävänä oli hoitaa EKPJ:n perustamiseen liittyvät valmistelut sekä lujittaa keskuspankkien välistä yhteistyötä ja rahapolitiikan yhteensovittamista. Talous- ja rahaliiton (EMU) historiaa tarkastellaan yksityiskohtaisesti tämän kirjan liitteessä.

<sup>5</sup> Päätös annettiin kaikkien jäsenvaltioiden ratifioitavaksi niiden omien valtiosääntöjen mukaisesti.

Uudessa äänestysjärjestelmässä EKP:n johtokunnan jokaisella kuudella jäsenellä on edelleen pysyvä äänioikeus, mutta kun euroalueen valtioiden määrä ylittää 15, kansallisten keskuspankkien pääjohtajien äänioikeudet kiertävät eripituisin aikaväleihin. Kaikki pääjohtajat osallistuvat kuitenkin edelleen kaikkiin EKP:n neuvoston kokouksiin huolimatta siitä, onko heillä äänioikeus vai ei.

### Keskuspankin riippumattomuus

Toimielinjärjestelmässä yhteisen rahapolitiikan toteuttamisesta vastaa poliittisesta vaikuttamisesta riippumaton keskuspankki. Monet teoreettiset tutkimukset ja empiirinen aineisto osoittavat, että keskuspankin riippumattomuus edesauttaa hintavakauden ylläpitämistä.

Perustamissopimuksen artiklassa 108 määritellään keskuspankin riippumattomuuden periaate. EKP, kansalliset keskuspankit ja näiden päätöksentekielinten jäsenet eivät valtuuksiaan käyttäessään ja tehtäviään suorittaessaan saa pyytää tai ottaa vastaan ohjeita yhteisön toimielimiltä tai laitoksilta, jäsenvaltioiden hallituksilta tai miltaan muulta taholta. Yhteisön toimielinten ja laitosten sekä jäsenvaltioiden hallitusten on myös kunnioitettava tätä periaatetta, eivätkä ne saa yrittää vaikuttaa EKP:n päätöksentekielinten jäseniin.

EKP:n ja sen päätöksentekielinten riippumattomuutta turvaavat myös muut määräykset. Esimerkiksi EKP:n rahoitusjärjestelyt pidetään erillään Euroopan yhteisön taloudellisista järjestelyistä. EKP:llä on oma budjettinsa, ja kansalliset keskuspankit merkitsevät ja maksavat EKP:n oman pääoman. EKP:n neuvoston jäsenten toimikaudet ovat pitkä, ja johtokunnan jäseniä ei voida valita uudelleen. Nämä määräykset pienentävät osaltaan mahdollisuutta vaikuttaa poliittisesti EKP:n päätöksentekielinten yksit-

täisiin jäseniin. EKP:n riippumattomuutta turvaa myös se, että perustamissopimuksessa kielletään keskuspankkiluoton myöntäminen julkiselle sektorille (ks. kehikko 2.1).

Perustamissopimuksen määräykset varmistavat myös sen, että hintavakauden tavoite otetaan täysimääräisesti huomioon yhteisessä valuuttakurssipolitiikassa. Vaikka perustamissopimuksessa määrätään, että Ecofin-neuvosto ja EKP tekevät yhteistä valuuttakurssipolitiikkaa koskevat päätökset yhdessä, sopimuksen määräyksin myös varmistetaan, että valuuttakurssipolitiikka on täysin yhdenmukaista yhteisen rahapolitiikan ensisijaisen tavoitteen kanssa. Ensiksikin artiklassa 4 todetaan nimenomaisesti, että niin yhteisen rahapolitiikan kuin valuuttakurssipolitiikankin ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintavakautta. Toiseksi perustamissopimuksen määräyksissä edellytetään, että valuuttakurssipolitiittiset päätökset eivät saa vaarantaa tätä ensisijaista tavoitetta. Sopimuksessa määrätään myös, että eurojärjestelmällä on yksinomainen toimivalta päättää valuuttamarkkinaoperaatioista ja toteuttaa niitä.

### Raportointivelvoitteet

Säilyttääkseen oikeutuksensa riippumattoman keskuspankin on oltava tilivelvolinen toiminnastaan demokraattisesti valituille toimielimille ja suurelle yleisölle. EKP:n perussäännön artiklassa 15 EKP:lle asetetaan tarkat raportointivelvoitteet. Nämä velvoitteet eivät kuitenkaan kavenna eurojärjestelmän riippumattomuutta. EKP:n on julkaistava kertomus eurojärjestelmän toiminnasta neljännesvuosittain sekä eurojärjestelmän konsolidoitu tase viikoittain. Lisäksi EKP:n on julkaistava vuosikertomus toiminnastaan sekä edellisen ja kuluvan vuoden rahapolitiikasta. Vuosikertomus esitetään Euroopan parlamentille, EU:n

Myös valuuttakurssipolitiikassa on keskitettyä hintavakautteen

Tilivelvollisuutta koskevat määräykset

Riippumattomuus poliittisesta vaikuttamisesta

Riippumattomuus on turvattu määräyksin

neuvostolle, komissiolle ja Eurooppa-neuvostolle. Ollakseen mahdollisimman avoin EKP on päättänyt tiedottaa toimin-

nastaan laajemmin kuin tämän perussäännön vaatimukset edellyttävät (ks. luku 3).

## **Kehikko 1.1 Perustamissopimuksen ja EKPJ:n perussäännön tärkeimmät määräykset**

Tässä kehitössä on tärkeimmät perustamissopimuksen ja EKPJ:n perussäännön rahapolitiikkaa koskevat määräykset. Määräykset ovat saatavissa kokonaisuudessaan verkkosivuilta [www.eu.int](http://www.eu.int) ja [www.ecb.int](http://www.ecb.int).

### **1. OTEITA EUROOPAN YHTEISÖN PERUSTAMISSOPIMUKSESTA**

#### **2 artikla**

Yhteisön päämääränä on yhteismarkkinoiden toteuttamisella ja talous- ja rahaliiton perustamisella sekä 3 ja 4 artiklassa tarkoitetun yhteisen politiikan tai yhteisen toiminnan toteuttamisella edistää taloudellisen toiminnan sopusointuista, tasapainoista ja kestävästä kehitystä koko yhteisössä, työllisyyden ja sosiaalisen suojelun korkeaa tasoa, miesten ja naisten välistä tasa-arvoa, kestävästä kasvusta, joka ei edistä rahan arvon alenemista, edistää hyvää kilpailukykyä ja talouden suorituskyvyn korkeaa lähentymisastetta, ympäristönsuojelun korkeaa tasoa ja ympäristön laadun parantamista, elintason ja elämän laadun nousua sekä taloudellista ja sosiaalista yhteenkuuluvuutta ja yhteisvastaavuutta jäsenvaltioiden välillä.

#### **4 artikla**

1. Edellä 2 artiklassa mainittujen tavoitteiden toteuttamiseksi jäsenvaltioiden ja yhteisön toimintaan sisältyy tässä sopimuksessa määrätyn edellytyksin ja siinä määrättyssä aikataulussa sellaisen talouspolitiikan käyttöön ottaminen, joka perustuu jäsenvaltioiden talouspolitiikan tiiviiseen yhteensovittamiseen, sisämarkkinoihin ja yhteisten tavoitteiden määrittelemiseen ja jota harjoitetaan vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti.

2. Sen ohella tähän toimintaan sisältyy tässä sopimuksessa määrätyn edellytyksin ja siinä määrättyssä aikataulussa sekä siinä määrättyjä menetelmiä noudattaen valuuttakurssien peruuttamaton vahvistaminen, joka johtaa yhtenäisvaluutan, ecun, käyttöön ottamiseen sekä sellaisen yhtenäisen rahapolitiikan ja sellaisen yhtenäisen valuuttapolitiikan määrittelemiseen ja harjoittamiseen, joiden ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta, ja mainittua tavoitetta kuitenkin rajoittamatta tukea yleistä talouspolitiikkaa yhteisössä vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti.

3. Tämä jäsenvaltioiden ja yhteisön toiminta merkitsee, että seuraavia johtavia periaatteita noudatetaan: vakaa hintataso, terve julkistalous ja rahatalous sekä kestävä maksutase.

#### **105 artikla**

1. EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. EKPJ tukee yleistä talouspolitiikkaa yhteisössä osallistuakseen 2 artiklassa määriteltyjen yhteisön tavoitteiden saavuttamiseen, sanotun kuitenkin rajoittamatta hintatason vakauden tavoitetta. EKPJ toimii sellaiseen vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkina-

talouden periaatteen mukaisesti, joka suosii voimavarojen tehokasta kohdentamista, ja se noudattaa sopimuksen 4 artiklassa määrättyjä periaatteita.

2. EKPJ:n perustehtäviä ovat:

- yhteisön rahapolitiikan määrittelemine ja toteuttaminen;
- valuuttamarkkinatoimien suorittaminen 111 artiklan mukaisesti;
- jäsenvaltioiden virallisten valuuttavarojen hallussapito ja hoito;
- maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistäminen.

3. Mitä 2 kohdan kolmannessa luetelmakohdassa määrätään, sovelletaan sen kuitenkin rajoittamatta jäsenvaltioiden hallitusten mahdollisuutta pitää hallussaan ja hoitaa valuuttamääräisiä käyttövaroja.

4. EKP:a kuullaan:

- ehdotuksista yhteisön säädöksiksi EKP:n toimivaltaan kuuluvilla aloilla;
- suunnitelmista lainsäädännöksi EKP:n toimivaltaan kuuluvilla aloilla, mutta niissä rajoissa ja sellaisin ehdoin, jotka neuvosto vahvistaa 107 artiklan 6 kohdassa määrättyä menettelyä noudattaen; tällöin EKP:a kuulevat kansalliset viranomaiset. EKP voi toimivaltaansa kuuluvilla aloilla antaa lausuntoja asianomaisille yhteisön toimielimille ja laitoksille sekä kansallisille viranomaisille.

5. EKPJ myötävaikuttaa luottolaitosten toiminnan vakauden valvontaan ja rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyvän toimivaltaisten viranomaisten politiikan moitteettomaan harjoittamiseen.

6. Neuvosto voi yksimielisesti komission ehdotuksesta ja EKP:a kuultuaan sekä Euroopan parlamentin puoltavan lausunnon saatuaan antaa EKP:lle erityistehtäviä, jotka koskevat luottolaitosten sekä muiden rahoituslaitosten kuin vakuutusyritysten toiminnan vakauden valvontaan liittyvää politiikkaa.

### **107 artikla**

1. EKPJ:n muodostavat EKP ja kansalliset keskuspankit.
2. EKP on oikeushenkilö.
3. EKPJ:ää johtavat EKP:n päätöksentekuelimet, jotka ovat EKP:n neuvosto ja johtokunta. [...]

### **108 artikla**

Käyttäessään sille tällä sopimuksella ja EKPJ:n perussäännöllä annettuja valtuuksiaan tai suorittaessaan niillä sille annettuja tehtäviä ja velvollisuuksiaan EKP tai kansallinen keskuspankki taikka EKP:n tai kansallisen keskuspankin päätöksentekuelimen jäsen ei pyydä eikä ota ohjeita yhteisön toimielimiltä tai laitoksilta, jäsenvaltioiden hallituksilta eikä miltään muultakaan taholta. Yhteisön toimielimet ja laitokset sekä jäsenvaltioiden hallitukset sitoutuvat kunnioittamaan tätä periaatetta ja pidättymään yrityksistä vaikuttaa EKP:n tai kansallisten keskuspankkien päätöksentekuelinten jäseniin heidän suorittaessaan tehtäviä.

## **2. OTEITA EUROOPAN KESKUSPANKKIJÄRJESTELMÄN JA EUROOPAN KESKUSPANKIN PERUSSÄÄNTÖÄ KOSKEVASTA PÖYTÄKIRJASTA N:O 18**

### **12 artikla (Päätöksentekuelinten velvollisuudet)**

1. EKP:n neuvosto antaa suuntaviivat ja tekee tarvittavat päätökset EKPJ:lle tässä sopimuksessa ja tässä perussäännössä uskottujen tehtävien suorittamiseksi. EKP:n

neuvosto määrittelee yhteisön rahapolitiikan, mukaan lukien tarvittaessa päätökset, jotka koskevat rahapolitiikan välitavoitteita, virallisia korkoja ja varantojen hankkimista EKPJ:ssä, sekä antaa tarvittavat suuntaviivat niiden täytäntöön panemiseksi. Johtokunta toteuttaa rahapolitiikkaa EKP:n neuvoston antamien suuntaviivojen ja päätösten mukaisesti. Tässä yhteydessä johtokunta antaa tarvittavat ohjeet kansallisille keskuspankeille. Lisäksi EKP:n neuvoston päätöksellä voidaan johtokunnalle siirtää toimivaltaa tietyissä kysymyksissä. Siltä osin kuin se on mahdollista ja tarkoituksenmukaista, EKP käyttää kansallisia keskuspankkeja sellaisten toimien suorittamiseen, jotka kuuluvat EKPJ:n tehtäviin, edellä sanotun kuitenkin rajoittamatta tämän artiklan soveltamista.

2. Johtokunta vastaa EKP:n neuvoston kokousten valmistelusta. [...]

### **15 artikla (Velvollisuus laatia kertomuksia)**

1. EKP laatii ja julkaisee kertomuksia EKPJ:n toiminnasta vähintään neljännesvuosittain.
2. EKPJ:n konsolidoitu tase julkistetaan viikoittain.
3. Tämän sopimuksen 113 artiklan 3 kohdan mukaisesti EKP esittää vuosittain Euroopan parlamentille, neuvostolle ja komissiolle sekä Eurooppa-neuvostolle kertomuksen EKPJ:n toiminnasta sekä edellisen ja kuluvan vuoden rahapolitiikasta.
4. Tässä artiklassa tarkoitettut kertomukset ja tiedot toimitetaan kaikkien asiasta kiinnostuneiden käyttöön veloitusetta.

### **17 artikla (EKP:ssa ja kansallisissa keskuspankeissa olevat tilit)**

Toimiensa toteuttamiseksi EKP ja kansalliset keskuspankit voivat avata tilejä luottolaitoksille, julkisyhteisöille ja muille markkinaosapuolille ja hyväksyä vakuudeksi omaisuutta, mukaan luettuina arvo-osuusmuodossa olevat arvopaperit.

### **18 artikla (Avomarkkina- ja luottotoimet)**

1. EKPJ:n tavoitteiden saavuttamiseksi ja sen tehtävien hoitamiseksi EKP ja kansalliset keskuspankit voivat:
  - toimia rahoitusmarkkinoilla joko ostamalla ja myymällä suoraan (avistakauppana tai termiinkauppana) tai takaisinostosopimuksella taikka antamalla tai ottamalla lainaksi yhteisön tai kolmansien valtioiden valuuttojen määräisiä saatavia ja siirtokelpoisia arvopapereita sekä jalometalleja
  - tehdä luottotoimia luottolaitosten ja muiden markkinaosapuolten kanssa; luottoa annettaessa vakuuksien on oltava riittävät.
2. EKP määrittelee omien avomarkkina- ja luottotoimiensa sekä kansallisten keskuspankkien avomarkkina- ja luottotoimien yleiset periaatteet, mukaan lukien sellaisista edellytyksistä tiedottamisen periaatteet, joiden vallitessa ne ovat valmiita toteuttamaan kyseisiä toimia.

### **19 artikla (Vähimmäisvarannot)**

1. Jollei 2 artiklasta muuta johdu, EKP voi rahapolitiikan tavoitteiden saavuttamiseksi vaatia jäsenvaltioihin sijoittautuneita luottolaitoksia pitämään vähimmäisvarantoa EKP:ssa ja kansallisissa keskuspankeissa. EKP:n neuvosto voi vahvistaa vaadittujen vähimmäisvarantojen laskentaperustetta ja määräytymistä koskevat säännöt. Jollei näitä noudateta, EKP:lla on oikeus periä sakkokorko ja määrätä muita vaikutukseltaan vastaavia seuraamuksia.



2. Tämän artiklan soveltamiseksi neuvosto määrittelee 42 artiklassa määrätyn menettelyn mukaisesti perustan vähimmäisvarannolle ja suurimman sallitun varannon ja sen perustan välisen suhteen sekä aiheelliset seuraamukset määräysten noudattamatta jättämisestä.

## 2 EUROALUEEN TALOUDEN JA RAHOITUSJÄRJESTELMÄN RAKENNE

Hintavakauden tavoitteen toteuttaminen edellyttää hinnanmuodostukseen vaikuttavien tekijöiden, kuten rahapolitiikan välittymisen, ymmärtämistä. Tässä luvussa luodaan yleiskatsaus euroalueen talouden ja rahoitusjärjestelmän rakenteeseen. Aluksi tarkastellaan reaalityalouden tärkeimpiä piirteitä ja keskitytään tuotannon koostumukseen, väestörakenteeseen, työmarkkinoiden pääpiirteisiin ja finanssipolitiikkaan. Tämän jälkeen tarkastellaan euroalueen kauppaa muiden maiden kanssa. Luvun loppupuolella esitellään rahoitusjärjestelmän pääpiirteet ja tarkastellaan raha- ja pääomamarkkinoita ja merkittävimpiä niillä toimivia rahoituslaitoksia eli rahalaitoksia ja muita rahoituksen välittäjiä.

### 2.1 REAALITALOUDEN KESKEISIÄ PIIRTEITÄ

Euroalueen talous on maailman toiseksi suurin

Nykyisen euroalueen yksittäisten maiden taloudet ovat suhteellisen pieniä ja avoimia. Kokonaisuutena euroalue sen sijaan on suuri ja verrattain suljettu talous. Tämän vuoksi euroalueen talouden rakennetta on helpompi verrata Yhdysvaltain tai Japanin talouksien rakenteisiin kuin euroalueen yksittäisten maiden vastaaviin rakenteisiin. Taulukossa 2.1 esitetään euroalueen makrotalouden keskeisiä tunnuslukuja.

Väestömäärä

Väestömäärältään euroalue on yksi suurimmista kehittyneistä talouksista maail-

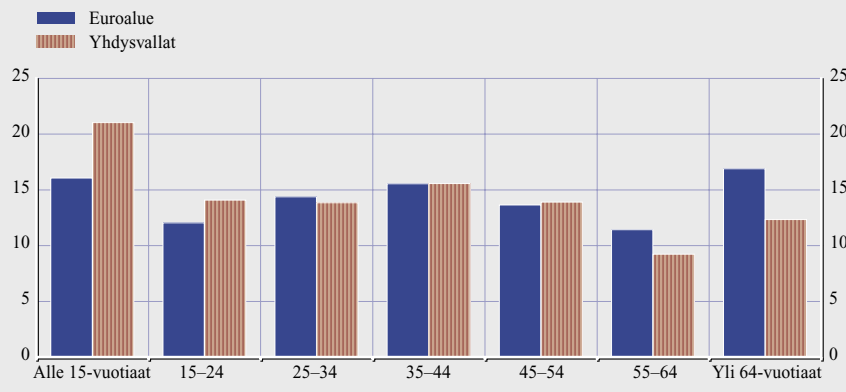
massa: vuonna 2002 sen väestömäärä oli 308 miljoonaa eli hieman suurempi kuin Yhdysvaltojen ja yli kaksi kertaa suurempi kuin Japanin. Kuviossa 2.1 esitetään euroalueen ja Yhdysvaltain väestön ikärakenteen erot. Euroalueen maissa hyvin nuorten osuus koko väestöstä on keskimäärin hieman pienempi ja iäkkäiden osuus selvästi suurempi kuin Yhdysvalloissa.

Euroalueen osuus koko maailmantalouden BKT:stä oli 15,7 % vuonna 2002 mitattuna ostovoimapariteettia käyttäen, kun Yhdysvaltojen osuus oli 21,1 % ja Japanin 7,1 %. Euroalueen yksittäisten

Osuus koko maailman BKT:stä

Kuvio 2.1 Koko väestön ikäjakauma vuonna 2002

(prosentteina koko väestöstä)



Lähteet: Eurostat ja US Census Bureau.

**Taulukko 2.1 Euroalueen reaalityalouden keskeisiä tunnuslukuja vuonna 2002**

	Yksikkö	Euro- alue	Yhdys- vallat	Japani
Väestömäärä <sup>1)</sup>	miljoonaa	307,8	287,5	127,3 <sup>2)</sup>
BKT (osuus maailmantalouden BKT:stä) <sup>3)</sup>	%	15,7	21,1	7,1
BKT asukasta kohden <sup>3)</sup>	tuhatta euroa	23,0	32,3	23,4 <sup>2)</sup>
Tuotantosektorit <sup>4)</sup>				
Maa-, kala- ja metsätalous	% BKT:stä	2,3	1,3	1,3 <sup>2)</sup>
Teollisuus (ml. rakentaminen)	% BKT:stä	27,4	21,6	29,4 <sup>2)</sup>
Palvelut (ml. julkiset ja muut ei-markkinaehtoiset palvelut)	% BKT:stä	70,6	77,1	69,3 <sup>2)</sup>
Työttömyysaste (osuus työvoimasta)	%	8,4	5,8	5,4
Työvoimaosuus	%	68,2	76,4	72,7 <sup>2)</sup>
Työllisyysaste <sup>5)</sup>	%	62,4	71,9	69,1 <sup>2)</sup>
Julkinen talous				
Ylijäämä (+) tai alijäämä (-)	% BKT:stä	-2,2	-3,4	-6,7
Bruttovelka <sup>6)</sup>	% BKT:stä	69,2	59,2	154,4
Tulot	% BKT:stä	46,1	30,8	33,5
joista välittömiä veroja	% BKT:stä	12,2	12,8	9,1
joista välillisiä veroja	% BKT:stä	13,4	7,7	8,5
joista sosiaaliturvamaksuja	% BKT:stä	16,0	7,2	10,8
Menot	% BKT:stä	48,4	34,2	40,2
joista kulutusmenoja	% BKT:stä	20,3	15,6	17,8
joista sosiaalisia tulonsiirtoja	% BKT:stä	17,0	12,1	10,7
Tavaravienti <sup>7)</sup>	% BKT:stä	15,0	6,5	8,7 <sup>2)</sup>
Tavaroiden ja palveluiden vienti <sup>7)</sup>	% BKT:stä	19,7	9,3	10,7 <sup>2)</sup>
Tavarantuonti <sup>7)</sup>	% BKT:stä	13,2	11,1	7,4 <sup>2)</sup>
Tavaroiden ja palveluiden tuonti <sup>7)</sup>	% BKT:stä	17,7	13,3	10,1 <sup>2)</sup>
Vienti (osuus maailman viennistä) <sup>8)</sup>	%	31,2	12,4	5,8
Vaihtotase <sup>7)</sup>	% BKT:stä	-0,3	-4,6	2,8

Lähteet: Eurostat, IMF, Euroopan komissio, OECD, Reuters, EKP ja EKP:n laskelmat.

Huom. Tässä taulukossa esitetyt euroalueen aggregaatit sisältävät Kreikan tiedot.

1) Euroalue: vuotuinen keskiarvo; Yhdysvallat: ensimmäinen vuosipuolisko; ja Japani: 1.10.

2) Tiedot vuodelta 2001.

3) Yhdysvaltojen ja Japanin tiedot on muunnettu euromääräisiksi OECD:n ostovoimapariteettikurssin mukaisesti.

4) Perustuu reaaliiseen arvonlisäykseen.

5) Osuus työikäisestä väestöstä (15–64 vuotiaat).

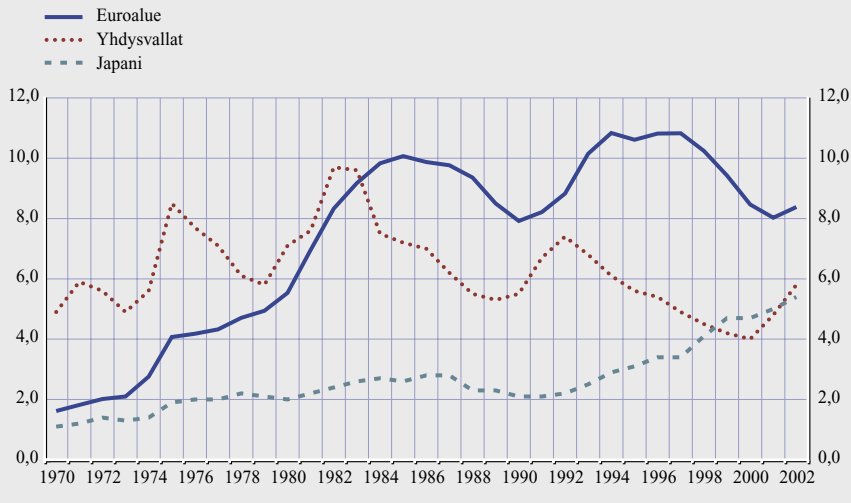
6) Euroalueen osalta julkisen talouden bruttovelka siten kuin se on määritelty neuvoston asetuksessa n:o 3605/93.

7) Maksutasetietoja: euroalueen tiedot sisältävät vain kaupankäynnin alueen ulkopuolisten maiden kanssa.

8) IMF World Economic Outlook; euroalueen osuus maailman viennistä sisältää euroalueen sisäisen kaupan, jonka osuus euroalueen kokonaisviennistä on noin 50 %.

## Kuvio 2.2 Työttömyys euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa

(prosentteina työvoimasta; vuositietoja)



Lähde: Euroopan komissio.

maiden osuudet olivat merkittävästi näitä pienempiä: suurimman yksittäisen maan osuus maailmantalouden BKT:stä oli 4,4 % vuonna 2002.

**Palvelualan osuus suurin euroalueen BKT:stä**

Tuotantorakenteeltaan euroalue muistuttaa suuresti Yhdysvaltoja ja Japania. Kaikissa kolmessa taloudessa palvelualan osuus kokonaistuotannosta on suurin. Yhdysvaltojen julkisten ja yksityisten palvelujen osuudet koko palvelualasta poikkeavat kuitenkin huomattavasti euroalueen osuuksista. Erityisesti Yhdysvalloissa julkisten palvelujen osuus on euroalueen osuuteen verrattuna pieni. Kaikissa kolmessa taloudessa teollisuus muodostaa toiseksi suurimman osan kokonaistuotannosta. Koska nämä taloudet ovat varsin pitkälle kehittyneet, maa-, kala- ja metsätalouden osuus on niissä verrattain pieni.

## 2.2 TYÖMARKKINAT

**Rakenteellinen työttömyysaste on euroalueella korkeampi kuin Yhdysvalloissa**

Euroalueen työttömyysaste eli työttömien osuus työvoimasta kasvoi hyvin suureksi 1980- ja 1990-luvuilla. Euroalueella työttömyysaste on ollut keski-

määrin huomattavasti korkeampi kuin Yhdysvalloissa (ks. kuvio 2.2). Tämä johtuu Yhdysvaltain ja euroalueen työmarkkinoiden rakenteellisista eroista. Näiden erojen vuoksi euroalueen rakenteellinen työttömyys on suurempi kuin Yhdysvaltain. Työmarkkinoiden rakenteita uudistettiin euroalueen maissa 1990-luvulla vaihtelevassa määrin. Joissakin tapauksissa työttömyys on merkittävästi vähentynyt uudistusten myötä. Euroalueen työmarkkinoilla on kuitenkin edelleen rakenteellisia jäykkyyksiä, joiden vuoksi työttömyys on edelleen tuntuva. Vuonna 2002 keskimääräinen työttömyysaste oli 8,4 %, eli euroalueella oli tuolloin noin 11,7 miljoonaa työttömää.

On merkille pantavaa, että suhteellisen korkean työttömyysasteen lisäksi euroalueella on myös verrattain pieni työvoimaosuus (ks. taulukko 2.2). Euroalueen ja Yhdysvaltojen työvoimaosuuksien ero on pienentynyt jonkin verran. Vuonna 2002 euroalueen työvoimaosuus (68,2 %) oli kuitenkin huomattavasti pienempi kuin Yhdysvaltojen (76,4 %).

**Työvoimaosuus on euroalueella verrattain pieni**

**Taulukko 2.2 Miesten ja naisten työvoimaosuudet ikäryhmittäin euro-alueella ja Yhdysvalloissa vuonna 2002**

	Euroalue			Yhdysvallat		
	Miehet	Naiset	Yht.	Miehet	Naiset	Yht.
Ikäryhmä	77,5	58,8	68,2	83,0	70,1	76,4
15–24 <sup>1)</sup>	47,7	40,2	44,0	65,5	61,1	63,3
25–34	91,6	74,8	83,3	92,4	75,1	83,7
35–44	95,3	74,1	84,7	92,1	76,4	84,1
45–54	90,7	66,7	78,7	88,5	76,0	82,1
55–59	68,4	42,7	55,4	78,0	63,8	70,7
60–64	31,2	14,3	22,5	57,6	44,1	50,5

Lähteet: Eurostat ja Bureau of Labour Statistics.

1) Yhdysvaltojen tiedot koskevat 16–24 -vuotiaita.

Naisten työvoimaosuuden ero Yhdysvaltoihin nähden oli vuonna 2002 noin 11 prosenttiyksikköä. Naisten työvoimaosuuden ero oli noin kaksi kertaa suurempi kuin miesten. Tämä euroalueen pienempi kokonaistyövoimaosuus johtuu pääasiassa nuorimpien ja vanhimpien ikäryhmien työvoimaosuuksien välisistä eroista. Nuorten työvoimaosuus on euroalueella merkittävästi pienempi kuin Yhdysvalloissa. Tämä saattaa johtua koulutus- ja yhteiskuntajärjestelmien perinteiden ja rakenteiden eroista. Euroalueella työntekijät myös poistuvat työvoimasta eli jäävät eläkkeelle nuorempina kuin Yhdysvalloissa. Sitä vastoin 25–44 -vuotiaiden työvoimaosuudet ovat jokseenkin yhtä suuret.

Myös euroalueen työttömyysaste on verrattain alhainen

Pienen työvoimaosuuden ja korkean työttömyysasteen yhdistelmästä seuraa, että euroalueen työllisyysaste (laskettuna työllisten osuutena 15–64-vuotiaista) on paljon alhaisempi kuin Yhdysvaltain tai Japanin. Euroalueen työllisyysaste oli vuonna 2002 hieman yli 62 %, kun se Yhdysvalloissa ja Japanissa oli noin 70 % (ks. taulukko 2.1). Verrattain pieni työllisyysaste yhdistettynä työntekijää kohden tehtyjen työtyötuntien alhaiseen määrään on yksi tärkeimpiä syitä siihen, miksi asukasta kohden laskettu BKT on euroalueella pienempi kuin Yhdysvalloissa.

Työmarkkinoiden institutionaaliset tekijät, kuten työsuhdeturvaa koskeva lainsäädäntö, työttömyyskorvausjärjestelmät, palkanmuodostus ja työhön kohdistuva verotus, vaikuttavat muiden tekijöiden ohella merkittävästi talouskehitykseen. Työmarkkinoiden rakenteelliset jäykkyydet voivat esimerkiksi hidastaa talouden sopeutumista negatiivisiin häiriöihin. Rakenteelliset jäykkyydet liittyvät siten yleensä verrattain suureen ja pysyvään työttömyyteen. Lisäksi työmarkkinoiden jäykkyys rajoittaa yleensä vauhtia, jolla talous voi kasvaa inflaatiopaineita aiheuttamatta.

Rakenteelliset jäykkyydet voivat haitata työmarkkinoiden tehokkuutta

### 2.3 JULKINEN SEKTORI

Finanssipolitiikka vaikuttaa merkittävästi talouskasvuun ja inflaatioon. Tämän vuoksi on tärkeää, että rahapolitiikasta vastaavat viranomaiset seuraavat tarkasti finanssipolitiikan kehitystä. Finanssipolitiikka vaikuttaa talouteen ja hintoihin useiden kanavien kautta. Julkisen talouden menojen ja tulojen määrä ja rakenne sekä julkisen talouden alijäämä ja velka ovat merkittävimmät tekijät tässä prosessissa.

Finanssipolitiikka vaikuttaa talouteen

Budjettipolitiikka kuuluu jäsenvaltioiden yksinomaiseen toimivaltaan EMUn kolmannessa vaiheessa. EU-tasolla on kui-

Makrotalouden vakaus edellyttää tervettä finanssipolitiikkaa

tenkin eräitä institutionaalisia järjestelyjä, joilla pyritään turvaamaan terve julkinen talous (ks. kehikko 2.1). Erityisesti perustamissopimuksen liiallisia alijäämiä koskevalla menettelyllä, jota on kehitetty ja selkeytetty vakaus- ja kasvusopimuksessa, pyritään pienentämään vaaraa, että kansallinen finanssipolitiikka aiheuttaisi hintavakauteen kohdistuvia uhkia. Esimerkiksi julkisen talouden menojen liiallinen kasvu silloin, kun talous jo toimii miltei täydellä teholla, lisäisi kokonaiskysyntää, mikä voisi aiheuttaa tuotantokapeikkoja ja luoda inflaatiopaineita. Julkisen talouden epätasapaino eli suuri alijäämä ja julkisen velan kasvu ovat aiemmin liittyneet useisiin inflaatiokausiin. Kurinalainen finanssipolitiikka on siten yksi makrotaloudellisen vakauden perustekijöistä. Julkisen talouden alijäämän tavoin myös suuri julkinen velka voi heikentää makrotalouden vakautta. Jos julkista taloutta vuodesta toiseen rasittavat suuret korkomenot, tilanne voi käydä kestäättömäksi ja hintavakaus voi vaarantua. Suuri julkinen velka voi myös vaikuttaa kielteisesti reaali-talouteen ja rahoitusoloihin. Jos valtio hankkii runsaasti rahoitusta pääomamarkkinoilta, pääomakustannukset yleensä kasvavat, ja tämä saattaa vähentää (syrjäyttää) yksityisiä investointeja. Kun otetaan huomioon nämä julkisen talouden epätasapainoon liittyvät mahdolliset ongelmat, julkisen talouden alijäämien välttäminen merkitsee, että jäsenvaltiot ovat voimakkaasti sitoutuneet toteuttamaan makrotaloudellista vakautta edistävää finanssipolitiikkaa.

**Julkisten menojen verrattain suuri osuus...**

Julkisen talouden eli valtion-, osavaltio- ja paikallishallinnon sekä sosiaaliturvarahastojen osuus koko taloudesta on euroalueella suurempi kuin Yhdysvalloissa tai Japanissa. Vuonna 2002 julkisen talouden menot olivat euroalueella 48 % ja tulot 46 % BKT:stä, kun taas Yhdysvalloissa julkisen talouden menot

olivat noin 34 % ja tulot noin 31 % BKT:stä. Japanissa julkisen talouden menot vuonna 2002 olivat noin 40 % ja tulot 34 % BKT:stä, eli maan julkisen talouden alijäämä oli suuri (ks. taulukko 2.1).

Julkisen talouden menojen suhteellisen suuri osuus euroalueen BKT:stä johtuu erityisesti siitä, että niin julkisten kulumenoihin kuin kotitalouksille suunnattujen sosiaalisten tulonsiirtojenkin osuudet BKT:stä ovat suuria. Euroalueen ero Yhdysvaltoihin ja Japaniin verrattuna johtuu osaksi siitä, että yksityisen ja julkisen sektorin tehtävät jakautuvat näissä talouksissa eri tavoin. Euroopan sosiaaliturvajärjestelmien ominaisuuksien vuoksi myös euroalueen väestön ikärakenne vaikuttaa julkisten menojen suuruuteen. Euroalueen väestö on keskimäärin iäkkäämpää kuin Yhdysvaltain (ks. kuvio 2.1), mikä vaikuttaa eläke- ja terveydenhoitomaihin. Mikäli niissä euroalueen maissa, joita tämä erityisesti koskee, ei uudisteta politiikkaa, tilanne pahenee tulevaisuudessa väestön ikääntymisen myötä.

Julkisen talouden tulojen rakennetta tarkasteltaessa käy ilmi, että sosiaaliturvamaksujen osuus tuloista on euroalueella suurempi kuin Yhdysvalloissa tai Japanissa. Samoin myös välillisten verojen osuus tuloista on euroalueella suurempi kuin Yhdysvalloissa, kun taas Yhdysvalloissa välittömän verotuksen osuus kokonaisverokertymässä on suurempi kuin euroalueella.

Julkisen talouden menot olivat tuloja suuremmat euroalueella vuosina 1970–2002 eli julkisen talouden rahoitusasema oli alijäämäinen kaikkina noina vuosina. Alijäämä kasvoi miltei 6,0 prosenttiin BKT:stä vuonna 1993, mutta pieneni vähitellen tämän jälkeen, ja vuonna 2000 se oli enää 1,0 % (ks. kuvio 2.3). Tämän

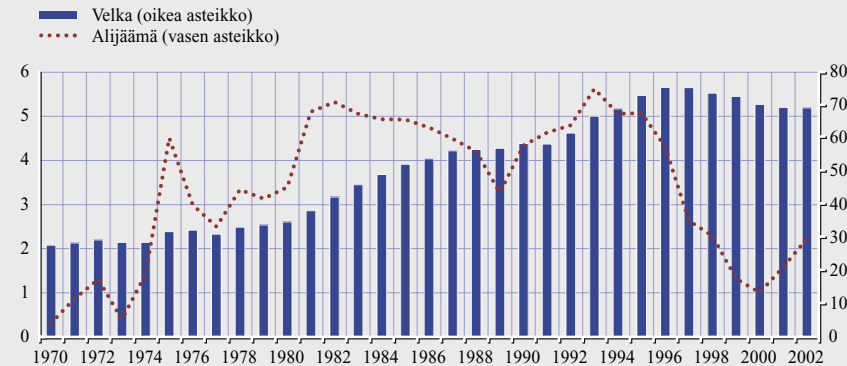
**...johtuu siitä, että julkisten kulutusmenojen ja kotitalouksille suunnattujen sosiaalisten tulonsiirtojen osuudet BKT:stä ovat suuria**

**Julkisen talouden tulot**

**Julkisen talouden alijäämä**

## Kuvio 2.3 Julkisen talouden alijäämä ja velka euroalueella

(prosentteina BKT:stä)



Lähteet: Euroopan komissio, OECD ja EKP:n laskelmat.

Huom. Euroalueen alijäämää koskevat tiedot eivät sisällä UMTS-toimilupien myynnistä saatuja tuloja, jotka olivat erityisen suuret vuonna 2000 (1,1 % BKT:stä).

jälkeen euroalueen julkinen talous heikkeni jälleen, minkä seurauksena julkisen talouden alijäämä kasvoi 2,2 prosenttiin BKT:stä vuonna 2002. Joidenkin maiden julkisen talouden alijäämä jopa ylitti perustamissopimuksessa määritellyn 3 prosentin viitearvon (ks. kehikko 2.1).

### Julkisen talouden bruttovelka

Euroalueen julkisen talouden bruttovelka oli suurimmillaan vuosina 1996 ja 1997, jolloin se oli 75,4 % BKT:stä. Bruttovelka oli kasvanut nopeasti kahden edellisen vuosikymmenen aikana. Vuoden 1997 jälkeen bruttovelka supistui koko ajan, ja vuonna 2002 se oli 69,2 % BKT:stä. Yhdysvaltojen julkisen talouden bruttovelka oli vuonna 2002 hieman pienempi eli 59 % BKT:stä, kun taas Japanissa se oli 154 %.

## Kehikko 2.1 Säännökset terveen julkisen talouden turvaamiseksi EU:ssa

Perustamissopimuksessa määrätään yhteisestä rahapolitiikasta, mutta vastuu talouspolitiikan muista osa-alueista (esim. finanssi- ja rakennepolitiikasta) on edelleen jäsenmailla. Perustamissopimuksen mukaan jäsenvaltioiden on kuitenkin pidettävä talouspolitiikkaa yhteistä etua koskevana asiana (artikla 99).

Perustamissopimuksessa on lisäksi useita määräyksiä, joiden tarkoitus on turvata terve julkinen talous EMUn kolmannessa vaiheessa, vaikka finanssipolitiikka onkin jäsenvaltioiden vastuulla. Yksi näistä määräyksistä liittyy liiallista alijäämää koskevaan menettelyyn, sellaisena kuin se on määritelty artiklassa 104 ja perustamissopimukseen liitettyssä pöytäkirjassa. Tässä menettelyssä määritellään terveen julkisen talouden edellytykset. Perustamissopimuksen artiklassa 104 todetaan, että ”jäsenvaltiot välttävät liiallisia julkistalouden alijäämiä”. Määräyksen noudattamista arvioidaan viitearvojen perusteella. Julkisen talouden on oltava alle 3 % BKT:stä ja julkisen velan on oltava alle 60 % BKT:stä. Alijäämä- tai velkasuhteen viitearvon ylittäminen sallitaan perustamissopimuksessa määriteltyjen ja vakaus- ja kasvusopimuksessa tarkennettujen olosuhteiden vallitessa, kuten silloin, kun BKT:n määrä pienenee vähintään 2 % vuodessa. Tällöin viitearvon ylittämisen ei katsota viittaavan siihen, että kyseessä on liiallinen alijäämä. Liiallisia alijäämiä koskevassa menettelyssä määrätään lisätoimista, kuten seuraamuksista, joihin ryhdytään, jos Euroopan unionin neuvosto antaa päätöksen, jonka mukaan tietyn jäsenvaltion alijäämä on liiallinen.

Vakaus- ja kasvusopimus hyväksyttiin vuonna 1997. Sopimus täydentää ja selkeyttää liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanoa. Se muodostuu vakaus- ja kasvusopimusta koskevasta Eurooppa-neuvoston päätöslauselmasta sekä kahdesta EU:n neuvoston asetuksesta. Toinen asetuksesta koskee julkisyhteisöjen rahoitusaseman valvonnan sekä talouspolitiikan valvonnan ja yhteensovittamisen tehostamista ja toinen liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttamista ja selkeyttämistä. Vakaus- ja kasvusopimuksessa jäsenvaltiot ovat sitoutuneet noudattamaan julkisen talouden rahoitusaseman keskipitkän aikavälin tavoitetta eli rahoitusasemaa, joka on lähellä tasapainoa tai ylijäämäinen. Tällöin jäsenvaltioilla on mahdollisuus reagoida normaaleihin suhdannevaihteluihin ilman, että BKT:hen suhteutettu alijäämä ylittää sille asetetun 3 prosentin viitearvon.

Monenvälisen valvonnan perusteella euroalueen maiden on toimitettava vakausohjelmia EU:n neuvostolle ja Euroopan komissiolle. Euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenvaltioiden on puolestaan toimitettava lähentymisohjelmia näille instituutioille. Sekä vakaus- että lähentymisohjelmien perusteella arvioidaan budjettien sopeuttamistoimia, joilla julkisen talouden rahoitusasema saataisiin keskipitkällä aikavälillä lähelle tasapainoa tai ylijäämäiseksi.

Keinoja edistää vakauteen tähtäävää finanssipolitiikkaa täydentää myös perustamissopimuksen määräyksissä oleva julkisen talouden avustamiskielto (ns. no bail-out -sääntö). Perustamissopimuksen artiklan 103 kohdassa 1 todetaan: ”Yhteisö ei ole vastuussa eikä ota vastatakseen sitoumuksista, joita jäsenvaltioiden keskushallinnoilla, alueellisilla, paikallisilla tai muilla viranomaisilla, muilla julkisoikeudellisilla laitoksilla tai julkisilla yrityksillä on – –. Jäsenvaltio ei ole vastuussa eikä ota vastatakseen sitoumuksista, joita toisen jäsenvaltion keskushallinnoilla, alueellisilla, paikallisilla tai muilla viranomaisilla, muilla julkisoikeudellisilla laitoksilla tai julkisilla yrityksillä on.” Tällä lausekkeella varmistetaan, että vastuu julkisen velan takaisinmaksusta pysyy jäsenvaltioilla. Siten se edistää kurinalaista kansallista finanssipolitiikkaa.



Perustamissopimuksessa on myös muita julkisen talouden kurinalaisuutta lisääviä määräyksiä. Näitä ovat julkisen sektorin keskuspankkirahoituksen ja julkiselle sektorille rahoituslaitoksissa annettavien erityisoikeuksien kieltäminen. Artiklassa 101 EKP:tä ja kansallisia keskuspankkeja kielletään rahoittamasta julkisen talouden alijäämää myöntämällä tilinylitysoikeuksia tai muita vastaavia luottojärjestelyjä. Artiklassa 102 kielletään erityisoikeuksien antaminen rahalaitoksissa valtionhallinnolle tai yhteisön toimielimille tai laitoksille. Sen lisäksi, että nämä määräykset kannustavat terveen julkisen talouden ylläpitämiseen ja kurinalaiseen finanssipolitiikkaan, ne edistävät hintavakauteen tähtäävän yhteisen rahapolitiikan uskottavuutta.

Perustamissopimuksessa määrätään myös, että EU:n neuvosto hyväksyy vuosittain komission suosituksesta talouspolitiikan laajat suuntaviivat (Broad Economic Policy Guidelines). Näiden perusteella määritellään EU:n ja sen jäsenvaltioiden talouspolitiikan yleiset tavoitteet ja linjaukset. Koska kaikkia jäsenvaltioita koskevat suurin piirtein samat haasteet ja talouspolitiikan tarpeet, laajoissa suuntaviivoissa on lukuisia yleisiä linjauksia, joita sovelletaan kaikkiin jäsenvaltioihin. Laajoissa suuntaviivoissa otetaan samalla myös huomioon erot jäsenvaltioiden talouskehityksessä ja -näkymissä sekä rakenteellisissa ja institutionaalisisissa tekijöissä ja annetaan maakohtaisia suosituksia. Perustamissopimuksen mukaisesti talouspolitiikan laajoissa suuntaviivoissa on kunnioitettava eurojärjestelmän riippumattomuutta sen toteuttaessa ensisijaista tehtävänsä eli hintavakauden ylläpitämistä eikä niissä saa pyrkiä vaikuttamaan sen rahapolitiikkaan.

## 2.4 ULKOMAANKAUPPA

Euroalueen talous ei ole läheskään yhtä avoin kuin alueen yksittäisten maiden taloudet

Vaikka maailmantalouden kehitys voikin vaikuttaa merkittävästi euroalueen talouteen, alueen talous on huomattavasti suljetumpi kuin euroalueen yksittäisten maiden taloudet. Tämä pienentää maailmantalouden vaikutusta euroalueen talouteen ja erityisesti alueen ulkopuolisen hintakehityksen vaikutusta euroalueen hintoihin. Euroalue on kuitenkin edelleen avoimempi kuin Yhdysvallat tai Japani. Tavaroiden ja palvelujen viennin ja tuonnin osuudet BKT:stä olivat euroalueella vuonna 2002 merkittävästi suuremmat kuin vastaavat osuudet Yhdysvalloissa ja Japanissa (ks. taulukko 2.1).

Tavarakaupan osuus on suurin euroalueen ulkopuolisten kauppakumppanien kanssa käydystä kaupasta

Ulkomaankaupan koostumuksen tarkastelu osoittaa, että euroalueella tavarakaupan osuus on noin 75 % sekä tuonnista että viennistä. Kaupan tavararyhmistä tärkein oli koneet ja kulkuneuvot, jonka

osuus viennistä vuonna 2002 oli miltei puolet. Myös euroalueen tuonnissa tämä oli suurin tavararyhmä (ks. taulukko 2.3). Toiseksi merkittävin tavararyhmä oli muut teollisuustuotteet, jonka osuus tuonnista ja viennistä oli kutakuinkin yhtä suuri. Kemikaalien osuus viennistä vuonna 2002 oli 14,8 %, mutta tuonnista vain 10,0 %, kun taas raaka-aineiden ja energian osuudet tuonnista olivat huomattavasti suuremmat kuin niiden osuudet viennistä. Tämä osoittaa, että euroalueelle tuodaan nettomääräisesti raaka-aineita ja väli tuotteita ja alue on erikoistunut viemään jalostettuja tavaroita. Tämä puolestaan johtuu kansainvälisestä työnjaosta ja raaka-aineiden saatavuudesta euroalueella.

Maantieteellisesti euroalueen ulkomaankauppa jakautuu siten, että suurimmat kauppakumppanit ovat Iso-Britannia ja Yhdysvallat. Niiden keskimääräisen

Euroalueen ulkomaankaupan maantieteellinen jakautuminen

**Taulukko 2.3 Euroalueen ulkomainen tavarakauppa vuonna 2002**

(prosentteina kokonaismäärästä)	Vienti	Tuonti
<b>Yhteensä</b>	100	100
<i>Siitä:</i>		
Koneet ja kulkuneuvot	45,8	36,5
Kemikaalit	14,8	10,0
Raaka-aineet	1,8	4,5
Energia	2,1	13,7
Elintarvikkeet, juomat ja tupakka	6,0	6,0
Muut teollisuustuotteet	26,4	26,0
Muut	3,1	3,3

Lähteet: Eurostat ja EKP:n laskelmat.

kauppavolyymin perusteella laskettu paino oli vuosina 1996–2002 yhteensä yli 30 % (ks. taulukko 2.4). Seuraavaksi suurimmat kauppakumppanit olivat Sveitsi (kauppapaino 5,9 %), Japani (4,9 %) ja Ruotsi (3,9 %). Alueellinen tarkastelu osoittaa, että EU:hun liittyvien maiden kanssa käydyin kaupan osuus oli

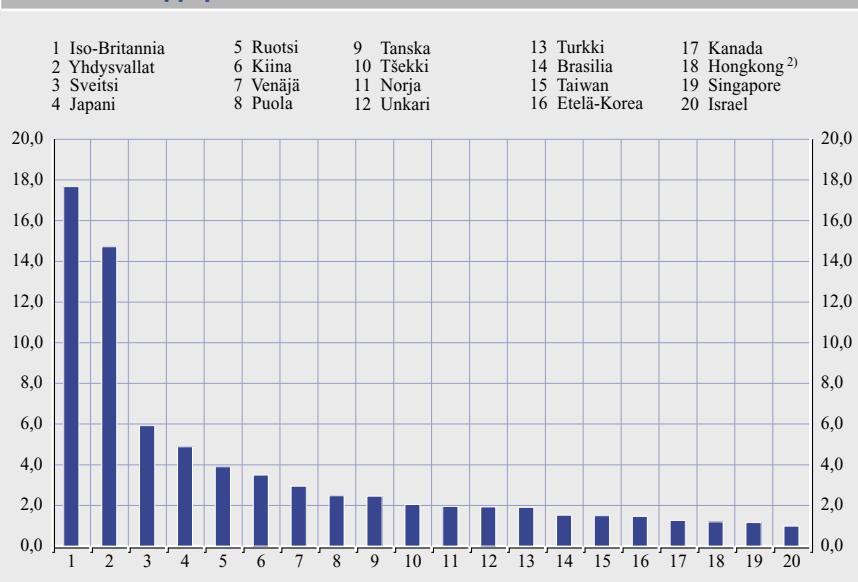
8,5 % ja Kiinan ja muiden Aasian maiden (ilman Japania) kanssa käydyin kaupan osuus oli hieman yli 13 %.

## 2.5 RAHOITUSJÄRJESTELMÄ

Rahoitusjärjestelmän keskeisenä tehtävänä taloudessa on kanavoida rahoitusta

Suora ja epäsuora rahoitus

**Kuvio 2.4 Euroalueen 20 merkittävimmän kauppakumppanin kauppapainot<sup>1)</sup>**

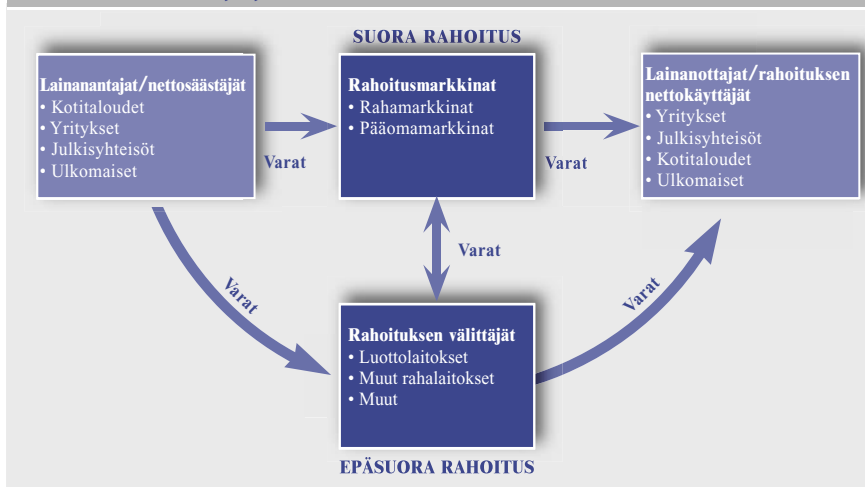


Lähteet: Eurostatin ulkomaankauppatilastoihin perustuvat EKP:n laskelmat.

<sup>1)</sup> Kunkin maan viennin ja tuonnin kokonaismäärän osuus prosentteina euroalueen koko viennistä ja tuonnista. Luvut ovat keskiarvoja vuosilta 1996–2002.

<sup>2)</sup> Erityishallintoalue.

**Kuvio 2.5 Rahoitusjärjestelmien toiminta**



säästäjiltä (ne, joiden menot ovat pienemmät kuin tulot) rahoituksen käyttäjille (ne, jotka haluavat kuluttaa enemmän kuin ansaitsevat). Tosin sanoen rahoitusjärjestelmän avulla säästäjät voivat lainata varoja rahoituksen käyttäjille. Rahoitusjärjestelmän toimintaa on havainnollistettu kuviossa 2.5. Tärkeimpiä lainanantajia ovat yleensä kotitaloudet, mutta myös yrityksillä, julkisyhteisöillä ja ulkomaisilla osapuolilla voi toisinaan olla ylijäämää ja ne voivat antaa lainaksi ylimääräisiä varojaan. Sitä vastoin pääasiallisia lainanottajia ovat yritykset ja julkisyhteisöt, mutta myös kotitaloudet ja euroalueen ulkopuolella olevat ottavat silloin tällöin lainaa hankintojensa rahoittamiseksi.

Varat ohjautuvat lainanantajilta lainanottajille kahta kautta. Suorassa eli markkinoiden kautta kanavoituvassa rahoituksessa (ks. kuvion 2.5 yläosa) lainanottajat hankkivat rahoitusta suoraan rahoitusmarkkinoilla toimivilta lainanantajilta myymällä näille rahoitusinstrumentteja eli arvopapereita (esim. velkapapereita tai osakkeita), jotka ovat lainanottajan tuleviin tuloihin tai varallisuuteen kohdistuvia vaateita. Jos varojen kanavoitu-

miseen osapuolelta toiselle osallistuu myös rahoituksen välittäjiä, on kyse epäsuorasta eli pankkijärjestelmään perustuvasta rahoituksesta (ks. kuvion 2.5 alaosaa). Rahoituksen välittäjät voidaan luokitella luottolaitoksiin, muihin rahalaitoksiin ja muihin rahoituksen välittäjiin.

Rahoitusmarkkinat ja rahoituksen välittäjät eivät toimi erillisinä rahoitusjärjestelmästä, vaan niiden toiminta kytkeytyy läheisesti toisiinsa. Varat voivat esimerkiksi ohjautua kahteen suuntaan suoran ja epäsuoran rahoituksen välillä (ks. kuvion 2.5 keskiosa). Varoja ohjautuu markkinoilta pankeille, kun rahoituksen välittäjät laskevat liikkeeseen osakkeita ja velkapapereita hankkiakseen varoja toimintansa rahoittamiseen. Sitä vastoin varoja ohjautuu pankeilta markkinoille esimerkiksi silloin, kun rahoituksen välittäjät ostavat joko omana sijoituksestaan tai osana rahamarkkinarahastoa valtioiden ja yritysten liikkeeseen laskevia arvopapereita. Toinen esimerkki rahoitusmarkkinoiden ja rahoituksen välittäjien keskinäisestä suhteesta on se, että arvopapereita liikkeeseen laskevat yritykset turvautuvat usein tilapäisrahoitukseen – eli tilapäisiin lainoihin, kunnes

arvopapereita liikkeeseen laskemalla saadut varat ovat saatavissa – ja ottavat neuvoja vastaan rahoituksen välittäjiltä.

#### Ei-rahoitussektorin rahoitusvarojen ja velkojen pääerät

Ennen kuin tarkastellaan yksityiskohtaisemmin rahoitusmarkkinoita, joilla suora rahoitus kanavoituu, sekä rahoituksen välittäjiä, jotka osallistuvat epäsuoraan rahoitukseen, on aiheellista tutustua taulukkoon 2.4, jossa esitetään pääpiirteittäin euroalueen ei-rahoitussektorin (eli julkisyhteisöjen, yritysten ja kotitalouksien) rahoitusvarat ja velat vuoden 2002 lopussa. Rahoitusvarojen ja velkojen varannot muodostavat neljännesvuositaisen rahoitustilinpidon kantatiedot.

Vuoden 2002 lopussa rahoitusvarojen pääerät (taulukko 2.4) olivat 14 689 miljardia euroa (noin 208 % euroalueen vuotuisesta BKT:stä). Lähes kaksi viidesosaa tästä määrästä oli arvopapereita ja niihin sisältyviä osakkeita, ja käteisen ja talletusten osuus oli myös kaksi viidesosaa. Vakuutustekninen vastuuelka, joka on eläkerahastojen, vakuutusyhtiöiden ja yritysten vastuuelkaa vakuutuksen ottajille, oli viidennes taulukossa esitetyistä rahoitusvaroista.

Velkojen pääerät olivat vuoden 2002 lopussa 15 557 miljardia euroa (220 % BKT:stä). Arvopaperit ja niihin sisältyvät noteeratut osakkeet käsittivät 45 % ei-rahoitussektorin rahoituksen hankinnasta, ja lainojen osuus oli yli puolet. Suurin osa rahoituksesta (lähes 86 % veloista) oli maturiteetiltaan yli vuoden pituista.

**Taulukko 2.4 Euroalueen ei-rahoitussektorin rahoituksen käyttö ja hankinta vuoden 2002 lopussa<sup>1)</sup>**

(kantatiedot)

<b>Keskeiset rahoitusvarat</b>	<b>Miljardia euroa</b>	<b>%</b>
Yhteensä	14 689	100,0
Käteinen ja talletukset	5 633	38,3
Käteinen	341	2,3
Talletukset	5 292	36,0
Euroalueen rahalaitoksissa	5 101	34,7
Muissa kuin rahalaitoksissa	191	1,3
Muut arvopaperit kuin osakkeet	2 071	14,1
Lyhytaikaiset	255	1,7
Pitkäaikaiset	1 816	12,4
Osakkeet <sup>2)</sup>	3 479	23,7
Noteeratut osakkeet	1 777	12,1
Rahasto-osuudet	1 702	11,6
Joista: Rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet	308	2,1
Vakuutustekninen vastuuelka	3 506	23,9
Kotitalouksien osuus henkivakuutus- ja eläkerahastoista	3 168	21,6
Vakuutusmaksu- ja korvausvastuu	338	2,3

Lähde: EKP.

<sup>1)</sup> Ei-rahoitussektori sisältää julkisyhteisöt, yritykset ja kotitaloudet mukaan lukien kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt.

<sup>2)</sup> Ei sisällä noteeramattomia osakkeita.

<sup>3)</sup> Sisältää kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt.

**Taulukko 2.4 (jatkoa)**

<b>Keskeiset velat</b>	<b>Miljardia euroa</b>	<b>%</b>
Yhteensä	15 557	100,0
Lainat	8 066	51,8
a) Lainanantaja		
Euroalueen rahalaitokset	7 131	45,8
Muut rahoituksen välittäjät	935	6,0
b) Lainansaaja		
Julkisyhteisöt	884	5,7
Lyhytaikaiset	61	0,4
Pitkäaikaiset	824	5,3
Yritykset	3 598	23,1
Lyhytaikaiset	1 173	7,5
Pitkäaikaiset	2 425	15,6
Kotitaloudet <sup>3)</sup>	3 584	23,0
Lyhytaikaiset	289	1,9
Pitkäaikaiset	3 295	21,2
Muut arvopaperit kuin osakkeet	4 656	29,9
Julkisyhteisöt	4 125	26,5
Lyhytaikaiset	480	3,1
Pitkäaikaiset	3 644	23,4
Yritykset	531	3,4
Lyhytaikaiset	140	0,9
Pitkäaikaiset	391	2,5
Noteeratut osakkeet		
Yritysten liikkeeseen laskemat	2 396	15,4
Talletukset		
Valtion talletusvelka	188	1,2
Vakuutustekninen eläkevastuuvelka		
Yritykset	251	1,6

## 2.6 RAHOITUSMARKKINAT

Tässä osassa tarkastellaan euroalueen raha-, velkapaperi- ja osakemarkkinoiden pääpiirteitä. Kehikossa 2.2 selostetaan joitakin keskeisiä rahoitusmarkkinoihin liittyviä termejä.

### Rahamarkkinat

Rahamarkkinoilla on ratkaiseva merkitys rahapoliittisten päätösten välityksessä, koska rahapolitiikan instrumentteja koskevat muutokset vaikuttavat ensin rahamarkkinoihin (ks. luku 4). Yhteiset syvät ja yhdyntyneet rahamarkkinat ovat

#### Kehikko 2.2 Rahoitusmarkkinat: keskeisiä termejä

Rahoitusmarkkinat voidaan luokitella useiden, markkinoiden erilaisia peruspiirteitä kuvaavien kriteereiden mukaan. Yksi mahdollinen luokittelu voidaan tehdä sen mukaan, liittyykö rahoitustaloustoimi arvopaperin ensimmäiseen ostoon osakeannin tai liikkeeseenlaskun yhteydessä vai arvopaperin haltijoiden väliseen kauppaan (ensi- tai jälkimarkkinat). Jälkimarkkinat voidaan puolestaan jaotella kahdella eri tavalla. Ensimmäinen kauppa voidaan käydä pörssiessä, jotka toimivat arvopapereiden ostajien ja myyjien keskitettyinä kaupankäyntipaikkoina (pörssimarkkinat). Toisaalta jälkimarkkinat voivat perustua myös ns. OTC-markkinoihin (over-the-counter market). Näillä markkinoilla eri paikoissa toimivat arvopaperivälittäjät, joilla on arvopapereita varastossa, ostavat ja myyvät niitä ”tiskin yli” keneltä tai kenelle tahansa, joka hyväksyy pyydetyn hinnan.

Toinen tapa luokitella rahoitusmarkkinat perustuu rahoitussopimuksen alkuperäisen maturiteetin mukaiseen jaotteluun. Yleensä erotetaan toisistaan alkuperäiseltä maturiteetiltaan alle ja yli vuoden pituiset rahoitussopimukset (raha- tai pääomamarkkinat). Rahamarkkinat eroavat jonkin verran muista rahoitusmarkkinoista siinä mielessä, että ne ovat tyypillisesti pankkien välisiä tukkimarkkinoita, joilla kaupat ovat suuria. Lisäksi eurojärjestelmä voi rahapoliittisilla operaatioillaan vaikuttaa rahamarkkinoihin (ks. luku 4). EKP:llä on yksinoikeus tarjota keskuspankkirahaa, ja tämän monopoliasemansa nojalla EKP voi määrätä euroalueen luottolaitosten saaman rahoituksen ehdot. Tämä puolestaan vaikuttaa niihin edellytyksiin, joilla luottolaitokset ja muut rahamarkkinaosapuolet toimivat euroalueen rahamarkkinoilla.

Rahoitusmarkkinat luokitellaan usein myös rahoitusinstrumentin tyyppin mukaan (osake- tai velkapaperimarkkinat). Pääasiallinen ero osakkeen ja velkapaperin välillä on se, että osaketta ei tarvitse maksaa takaisin, kun taas velkapaperi on rahoitusvaade, joka on normaalisti maksettava takaisin (tietyn suuruisina erinä tietyllä korolla).

Myös johdannaiset ovat tärkeitä rahoitusinstrumentteja. Ne ovat rahoitussopimuksia, joiden arvo perustuu niiden kohde-etuuden arvoon. Kohde-etuutena voivat olla arvopapereiden hinnat, korot, valuuttakurssit, markkinaindeksit tai hyödykkeiden hinnat. Johdannaisten perustyyppinä ovat futuurit, optiot, swapit ja korkotermiinit. Esimerkiksi osto-option (myyntioption) haltijalla on oikeus, mutta ei velvollisuutta, ostaa (myydä) rahoitusinstrumentti (esim. joukkovelkakirjalaina tai osake) tietyllä hinnalla tietynä aikana tulevaisuudessa. Johdannaisten perustyyppinä yhdistelemällä on kehitetty monia muita johdannaissopimuksia. Johdannaismarkkinoilla on keskeinen asema rahoitusmarkkinoiden toiminnassa, koska ne parantavat rahoitusriskien hinnoittelua ja kohdentamista.

**Raha-  
markkinoiden  
yhdyntyminen**

tehokkaan rahapolitiikan edellytys, koska niiden avulla voidaan varmistaa, että keskuspankin myöntämä likviditeetti jakaantuu tasaisesti ja että lyhyet korot ovat yhdenmukaiset koko yhteisen rahan alueella. Euroalueella tämä vaatimus täyttyi käytännöllisesti katsoen heti EMUn kolmannen vaiheen alkaessa, kun kansalliset rahamarkkinat yhdyntyivät ongelmitta tehokkaiksi euroalueen laajuisiksi rahamarkkinoiksi.

**Maksu-  
järjestelmien  
merkitys**

Euroalueen rahamarkkinoiden nopeaa yhdyntymistä on tukenut myös maksujärjestelmien perusrakenteen kehittyminen ja ennen kaikkea Euroopan laajuisen automatisoidun reaaliaikaisen bruttomaksujärjestelmän TARGETin (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer) perustaminen. TARGET mahdollistaa joustavan maksujen katteensiirron maasta toiseen. TARGET-järjestelmä kytkee toisiinsa EU:n kansallisten keskuspankkien ylläpitämät euromääräiset reaaliaikaiset bruttomaksujärjestelmät ja EKP:n maksumekanismien. TARGETin johdosta, hallinnosta ja valvonnasta vastaa EKP:n neuvosto.

**Raha-  
markkinoiden  
vakuudettomat  
sopimukset**

Euroalueen rahamarkkinoilla on erilaisia ns. käteismarkkinoita. Tärkeimmät näistä ovat vakuudettomien sopimusten markkinat. Vakuudettomien sopimusten markkinoilla hoidetaan lähinnä pankkien likviditeettitarpeita, ja näin ollen valtaosa transaktioista on yön yli -talletuksia tai -luottoja. Euromääräisillä rahamarkkinoilla on kaksi keskeistä vakuudettomien sopimusten markkinoiden viitekorkoa: eoniakorko (euro overnight index average) ja euriborkorko (euro interbank offered rate). Yhdessä ne kattavat eripituiset maturiteetit yön yli -korosta vuoden korkoon.

**Rahamarkkinoiden  
vakuudelliset  
sopimukset**

Rahamarkkinoiden kaksi muuta keskeistä käteismarkkina-alueetta ovat takai-

sinostosopimusten markkinat eli repomarkkinat ja valuuttaswapmarkkinat. Nämä molemmat ovat vakuudellisten sopimusten markkinoita, koska luottoa annetaan niillä vain vakuutena olevia arvopapereita vastaan. Repomarkkinoiden merkitys vaihtelee euroalueella maittain. Repokauppoja ja valuuttaswapeja tehdään lähinnä enintään yhden kuukauden pituisin sopimuksin.

Käteismarkkinoiden lisäksi euroalueen rahamarkkinoihin kuuluvat myös johdannaismarkkinat. Koronvaihtosopimusten markkinat ja futuurimarkkinat ovat niistä tärkeimmät. Näillä markkinoilla käydään vilkkaimmin kauppaa eoniaswapeilla ja euriborfutuureilla.

Euroalueen rahamarkkinoiden eri osaluista vakuudettomien sopimusten markkinat ovat alusta alkaen olleet erittäin aktiiviset ja likvidit. Sitä vastoin repomarkkinat kehittyivät verrattain hitaasti vuosina 1999–2000. Tämän jälkeen ne kuitenkin kasvoivat erittäin nopeasti, ja niiden vaihto ylitti vakuudettomien sopimusten vaihdon vuoteen 2002 mennessä. Vuonna 2002 vakuudettomien transaktioiden osuus euro-alueen koko käteismarkkinoiden vaihdosta oli 37 % ja repomarkkinoiden noin 46 %. Repomarkkinoiden yhdyntyminen on tiivistynyt viime vuosina, ja maasta toiseen ulottuva toiminta on viimeaikaisten tutkimusten mukaan lisääntynyt, sillä vastapuolet ovat lisänneet toisten euroalueen maiden vakuuksien käyttöä. Vaikka merkittävää edistystä onkin tapahtunut, useat tekniset tekijät, kuten erot euroalueen maiden lainsäädännössä, sopimuskäytännössä, selvitysjärjestelmien vaatimuksissa ja markkinakäytännössä, näyttävät olleen esteenä euroalueen laajuisen repomarkkinoiden täysimittaiselle kehitykselle. Johdannaismarkkinoista eoniaswapit ovat vuodesta 1999 lähtien kehittyneet nopeimmin. Näillä erittäin

**Johdannais-  
markkinat**

**Raha-  
markkinoiden  
kehitys tammi-  
kuusta 1999  
kesäkuuhun 2003**



**Taulukko 2.5 Euroalueella olevien liikkeeseen laskemien euromääräisten lyhytaikaisten velkapapereiden kanta**

(vuoden lopun tietoja; mrd. euroa; prosentteina BKT:stä)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Yhteensä	475 (11,6)	607 (11,4)	533 (9,1)	578 (9,0)	612 (8,9)	696 (9,9)
Rahalaitosten liikkeeseen laskemat	104 (2,6)	168 (3,2)	165 (2,8)	243 (3,8)	241 (3,5)	281 (4,0)
Muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemat	4 (0,1)	10 (0,2)	9 (0,2)	5 (0,1)	3 (0,0)	4 (0,1)
Yritysten liikkeeseen laskemat	44 (1,1)	34 (0,6)	46 (0,8)	86 (1,3)	96 (1,4)	85 (1,2)
Julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemat	322 (7,9)	396 (7,5)	313 (5,3)	244 (3,8)	272 (4,0)	325 (4,6)

Lähde: EKP.

aktiivisilla, syvillä ja likvideillä eonia-swapmarkkinoilla ei ole vastinetta euroalueen ulkopuolella.

### Velkapaperimarkkinat

Rahamarkkinoihin niiden laajassa merkityksessä sisältyvät myös lyhytaikaisten arvopapereiden markkinat. Euroalueella olevien liikkeeseen laskemien lyhytaikaisten velkapapereiden kanta oli vuoden 2002 lopussa lähes 10 % BKT:stä eli hieman pienempi kuin vuonna 1990 (ks. taulukko 2.5). Eri liikkeeseenlaskijoiden suhteellinen merkitys on kuitenkin muuttunut näiden 12 vuoden aikana. Vuonna 1990 suurin liikkeeseenlaskija oli julkinen sektori (lähes 70 % koko kannasta), kun taas vuonna 2002 yksityisen sektorin ja erityisesti rahalaitosten liikkeeseen laskemien euromääräisten lyhytaikaisten velkapapereiden kanta (53 %) oli hieman suurempi kuin julkisen sektorin liikkeeseen laskemien (47 %).

Velkapaperimarkkinoilla lyhytaikaisia velkapapereita tärkeämpiä ovat kuitenkin

euroalueella olevien liikkeeseen laskemat euromääräiset pitkäaikaiset velkapaperit. Niiden kanta oli vuoden 2002 lopussa noin 96 % BKT:stä, kun se vuoden 1990 lopussa oli ollut noin 57 % BKT:stä (ks. taulukko 2.6). Julkinen sektori (valtio ja muut julkisyhteisöt) on suurin pitkäaikaisten velkapapereiden liikkeeseenlaskija. Vuoden 2002 lopussa julkisen sektorin liikkeeseen laskemien euromääräisten pitkäaikaisten velkapapereiden osuus oli yli 50 %. Toiseksi suurin liikkeeseenlaskijaryhmä kannan mukaan laskettuna oli rahalaitossektori (36 % vuonna 2002). Yritysten ja muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien euromääräisten pitkäaikaisten velkapapereiden osuus velkapaperikannasta oli vuoden 2002 lopussa yhteensä noin 13 %. Kanta on kasvanut erityisesti EMUn kolmannen vaiheen alkamisen jälkeen. Kannan kasvuun EMUn kolmannen vaiheen alkamisen jälkeen on vaikuttanut erityisesti muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemien velkapaperei-

...suhteessa pitkäaikaisiin velkapapereihin

Lyhytaikaisten velkapapereiden merkitys vähentynyt...

**Taulukko 2.6 Euroalueella olevien liikkeeseen laskemien euromääräisten pitkäaikaisten velkapapereiden kanta**

(vuoden lopun tietoja: mrd. euroa; prosentteina BKT:stä)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Yhteensä	2 307 (56,5)	4 129 (77,8)	5 088 (86,5)	5 903 (91,5)	6 410 (93,7)	6 751 (95,6)
Rahalaitosten liikkeeseen laskemat	961 (23,5)	1 467 (27,6)	1 850 (31,4)	2 178 (33,7)	2 324 (34,0)	2 402 (34,0)
Muiden rahoituslaitosten kuin rahalaitosten liikkeeseen laskemat	54 (1,3)	83 (1,6)	121 (2,1)	254 (3,9)	365 (5,3)	472 (6,7)
Yritysten liikkeeseen laskemat	152 (3,7)	224 (4,2)	221 (3,8)	287 (4,5)	350 (5,1)	380 (5,4)
Julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemat	1 140 (27,9)	2 354 (44,3)	2 896 (49,2)	3 183 (49,3)	3 370 (49,3)	3 497 (49,5)

Lähde: EKP.

den määrä. Tämän sektorin emissiot ovat yleensä keskittyneet muutamaa maahan, joissa yritysten on verotuksellisista syistä kannattanut käyttää ns. erillisyyhtiöitä (special purpose vehicles, SPV) ja muita rahoituksen välittäjiä hankkiakseen pääomaa edullisesti yritysten joukkolainamarkkinoilta.

Rahoituksen hankkiminen velkapapereita liikkeeseen laskemalla on euroalueella vähäisempää kuin Yhdysvalloissa ja Japanissa. Liikkeeseen laskettujen velkapapereiden kanta oli vuoden 2002 lopussa euroalueella 105 % BKT:stä, kun vastaava osuus oli Yhdysvalloissa 154 % ja Japanissa 160 % (ks. taulukko 2.7). Velkapapereiden kannan suuruus Japanissa johtuu suurelta osin valtion liikkeeseen laskemien velkapapereiden voimakkaasta kasvusta 1990-luvun alusta lähtien, jolloin alkoi pitkittynyt heikon talouskasvun jakso. Yritysten (ilman rahoituslaitoksia) liikkeeseen laskemien velkapapereiden kanta oli vuoden 2002 lopussa euroalueella noin 7 % BKT:stä, kun se

Yhdysvalloissa oli noin 23 % ja Japanissa 18 %.

Vaikka euroalueen velkapaperimarkkinat ovatkin kasvaneet merkittävästi, jotkin markkinoiden osa-alueet, kuten luottoluokitukseltaan heikkojen tai luokittelemattomien velkapapereiden markkinat, ovat pysyneet verraten kehittymättöminä. Päinvastoin kuin Yhdysvalloissa euroalueella vain harvoilla yrityksillä oli vuonna 2002 luottoluokitus, mikä on rajoittanut näiden yritysten pääsyä yritysten joukkolainamarkkinoille.

### Osakemarkkinat

Yleensä osakemarkkinoiden merkitystä mitataan vaihdettavien osakkeiden BKT:hen suhteutetun markkina-arvon perusteella. Euroalueen osakkeiden markkina-arvon osuus BKT:stä kasvoi vuoden 1990 lopun 21 prosentista 47 prosenttiin vuoden 2002 lopussa (ks. taulukko 2.8). Kuten taulukosta 2.8 ilmenee, BKT:hen suhteutettu osakkeiden markkina-arvo oli kuitenkin vuoden 2000 lopussa lähes 87 %.

Rahoituksen hankinta velkapapereita liikkeeseen laskemalla euroalueella vähäistä Yhdysvaltoihin verrattuna

Euroalueen velkapaperimarkkinat osin heikosti kehittyneet

Euroalueen osakkeiden markkina-arvo kasvussa,...

**Taulukko 2.7 Euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa liikkeeseen laskettujen kansallisen valuutan määräisten velkapapereiden kanta vuoden 2002 lopussa**

(prosentteina BKT:stä)	<b>Yhteensä</b>	<b>Rahoituslaitosten liikkeeseen laskemat</b>	<b>Yritysten liikkeeseen laskemat</b>	<b>Julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemat</b>
Euroalue	105,4	44,7	6,6	54,1
Yhdysvallat	153,7	88,1	22,8	42,8
Japani	160,1	27,5	17,9	114,8

Lähteet: EKP ja BIS.

Osakkeiden markkina-arvon huomattavat muutokset johtuivat vuoden 2000 alkuun asti jatkuneesta osakkeiden hintojen tuntuva nousesta, jota seurasi osakkeiden hintojen huomattava lasku.

4 276 yhtiöstä 6 271 yhtiöön vuoden 2002 lopussa (ks. taulukko 2.9). Vertailun vuoksi mainittakoon, että vuoden 2002 lopussa pörssiyritysten lukumäärä oli Yhdysvalloissa 6 586 ja Japanissa 2 153.

...mutta edelleenkin pienempi kuin Yhdysvalloissa

Osakkeiden markkina-arvo pysyi euroalueella kuitenkin huomattavasti pienempänä kuin Yhdysvalloissa, ja BKT:hen suhteutetun markkina-arvon ero Yhdysvaltojen ja euroalueen välillä jopa kasvoi vuoden 1990 noin 30 prosenttiyksiköstä 60 prosenttiyksikköön vuonna 2002. Japanissa BKT:hen suhteutettu osakkeiden markkina-arvo, joka vuonna 1990 oli 90 %, sitä vastoin pieneni 58 prosenttiin vuonna 2002, mikä johtui pääasiassa osakkeiden hintojen huomattavasta laskusta kyseisenä ajanjaksona.

Euron käyttöönotosta lähtien on ollut useita liittouma- tai fuusiohankkeita yksittäisten euromaiden pörssitoimintojen yhdistämiseksi. Osakemarkkinoiden osapuolet näyttävät myös yhä enemmän kiinnittävän huomiota koko euroalueelle yhteisiin taloudellisiin tekijöihin. Yksi selkeä osoitus euroalueen osakemarkkinoiden integraation syvenemisestä on monien euroalueen laajuisten osakemarkkinaindeksien, kuten Dow Jones Euro Stoxx -indeksin, kehittäminen.

Euroalueen osakemarkkinoiden yhdyntymisen tiivistyminen edelleen

Yritysten listautuminen pörssiin lisääntymässä euroalueella

Osakemarkkinoiden merkityksestä kertoo myös pörssiyritysten lukumäärä. Euroalueella se kasvoi vuoden 1990 lopun

## 2.7 RAHOITUKSEN VÄLITTÄJÄT

### Luottolaitokset ja muut rahalaitokset

Tärkeimmät rahoituksen välittäjät euroalueella ovat luottolaitokset. Luottolai-

**Taulukko 2.8 Osakkeiden markkina-arvo euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa**

(vuoden lopun tietoja, prosentteina BKT:stä)	<b>1990</b>	<b>1995</b>	<b>1998</b>	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>
Euroalue	21	28	76	87	72	47
Yhdysvallat	53	92	141	153	136	104
Japani	90	73	54	67	56	58

Lähde: World Federation of Exchanges.

**Taulukko 2.9 Pörssissä noteerattujen koti- ja ulkomaisten yritysten lukumäärä euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa**

(prosentteina BKT:stä)	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Euroalue	4 276	5 106	4 546	5 516	6 357	6 271
Yhdysvallat	6 765	8 160	8 449	7 851	7 069	6 586
Japani	1 752	1 791	1 890	2 096	2 141	2 153

Lähde: World Federation of Exchanges.

Luottolaitosten ja rahalaitosten määritelmät

tokset on määritelty kahdessa pankkidi-  
rektiivissä<sup>1</sup>, ja niihin sovelletaan yhtei-  
siä, EU:n laajuisia valvontastandardeja.  
Luottolaitokset ovat keskuspankkien  
rahapoliittisten operaatioiden vastapuo-  
lia (ks. luku 4). Koska luottolaitokset  
myöntävät kotitalouksille ja yrityksille  
luottoa muun muassa keskuspankilta  
saamansa luoton turvin, niillä on keskei-  
nen asema rahapoliittisten toimenpitei-  
den välittymisessä talouteen (ks. luku 3).  
Termi ”rahailaitos” luotiin, koska yhä  
useammin muutkin kuin luottolaitokset  
– erityisesti rahamarkkinarahastot<sup>2</sup> –  
harjoittavat pankeille perinteisesti kuulu-  
nutta toimintaa ja tarjoavat pankkipalve-  
luita.

Rahalaitosten lukumäärä pienentynyt rahoitusmarkkinoiden keskittymisen myötä

Luottolaitosten osuus kaikista euro-  
alueen rahalaitoksista oli vuoden 2002  
lopussa 81 % (ks. taulukko 2.10). Raha-  
markkinarahastot ovat toiseksi suurin  
rahailaitosryhmä. Vuoden 2002 lopussa  
euroalueella oli 8 544 rahailaitosta. Tämä  
luku kertoo, että monissa maissa on suuri  
määrä usein vain paikallisesti toimivia  
säästö- ja osuuspankkeja ja erikoistu-  
neita luottolaitoksia. Rahailaitosten luku-  
määrä supistui huomattavasti vuodesta  
1998 vuoteen 2002, kun Euroopan pank-

kisektorin yhdentymisen jatkui. Luotto-  
laitossektorin yhdentymissuuntaus mer-  
kitsee pyrkimystä vastata markkinaedel-  
lytysten muutoksiin, jotka puolestaan  
johtuvat useista tekijöistä, kuten tekni-  
sestä kehityksestä, sääntelyn purkami-  
sesta, markkinoiden vapauttamisesta ja  
globalistumisesta. Euron käyttöönotto  
on todennäköisesti kiihdyttänyt tätä kehi-  
tystä lisäämällä avoimuutta yli kansallis-  
ten rajojen.

EKP ja kansalliset keskuspankit keräävät  
euroalueen rahailaitoksilta kuukausi- ja  
neljännesvuositilastoja ja laskevat näiden  
perusteella sekä yhteenlasketun että kon-  
solidoidun euroalueen rahailaitosten  
taseen. Rahailaitossektorin yhteenlaskettu  
tase on kaikkien euroalueella sijaitsevien  
rahailaitosten yhdenmukaistettujen tasei-  
den summa. Yhteenlasketusta taseesta  
ilmenevät rahailaitosten väliset bruttopo-  
sitiot. Siihen sisältyy rahailaitosten keski-  
näinen maidenvälinen toiminta sekä  
euroalueen sisällä että suhteessa muuhun  
maailmaan. Näistä tiedoista on hyötyä  
arvioitaessa rahoitusjärjestelmien yhden-  
tymistä ja pankkien välisten markkinoi-  
den merkitystä. Rahailaitossektorin kon-  
solidoitu tase saadaan nettouttamalla

Rahalaitosten yhteenlaskettu ja konsolidoitu tase

<sup>1</sup> ”Luottolaitos” tarkoittaa mitä tahansa laitosta, joka on luottolaitosten liiketoiminnan aloittamisesta ja harjoittamisesta 20. maaliskuuta 2000 annetun Euroopan parlamentin ja Euroopan unionin neuvoston direktiivin N:o 2000/12/EY, sel-  
laisena kuin se on muutettuna 18. syyskuuta 2000 annetulla direktiivillä 2000/28/E, artiklan 1 kohdassa 1 olevan mää-  
ritelmän mukainen laitos eli ”yritys, joka liiketoimintanaan vastaanottaa yleisöltä talletuksia tai muita takaisinmakset-  
tavia varoja ja myöntää luottoja omaan lukuunsa”. Ks. sanasto.

<sup>2</sup> Rahamarkkinarahastot määritellään yhteissijoitusyrityksiksi, joiden rahasto-osuudet ovat likvidiydeltään talletusten  
läheisiä vastineita ja jotka sijoittavat ensisijaisesti rahamarkkinainstrumentteihin tai muihin jälkimarkkinakelpoisiin  
velkapapereihin, joiden jäljellä oleva maturiteetti on enintään vuoden, tai pankkitalletuksiin, tai joiden tarkoituksena  
on saavuttaa tuotto prosentti, joka vastaa rahamarkkinainstrumenttien korkoja.

## Taulukko 2.10 Rahalaitosten lukumäärä euroalueella

(vuoden lopun tietoja)

	1998	2000	2001	2002
Luottolaitokset	8 320	7 464	7 218	6 906
Rahamarkkinarahastot	1 516	1 604	1 631	1 620
Keskuspankit ja muut rahalaitokset	20	20	19	18
Kaikki rahalaitokset	9 856	9 088	8 868	8 544

Lähde: EKP.

yhteenlaskettuun taseeseen sisältyvät euroalueen rahalaitosten väliset positiot. Konsolidoidun taseen perusteella on mahdollista arvioida säännöllisesti euroalueen rahatalouden ja luotonannon kehitystä ja muun muassa raha-aggregaatteja (ks. kehikko 2.3).

**Talletukset ja lainat rahalaitossektorin tärkeimmät taseerät**

Päerittäin tarkasteltuna talletusten osuus kaikista veloista euroalueen rahalaitosten konsolidoidussa taseessa (eurojärjestelmä mukaan lukien) oli 45 % vuoden 2002 lopussa (ks. kuvio 2.7). Muita merkittäviä velkaeria olivat ulkomaiset velat, joiden osuus rahalaitosten kaikista veloista oli 19 %, sekä velkapaperit 13 prosentin osuudellaan. Lainojen osuus kaikista saamisista oli suurin (56 % vuoden 2002 lopussa). Ulkomaisten saamisten osuus rahalaitossektorin kaikista saamisista oli 20 % ja velkapapereina, osakkeina ja osuuksina myönnettyjen lainojen osuus 15 %

**Pankkitalletukset ja -lainat euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa**

Pankkitalletusten osuus BKT:stä oli euroalueella vuoden 2002 lopussa 81 % (ks. taulukko 2.12). Tämä oli enemmän

kuin Yhdysvalloissa (44 % BKT:stä) mutta vähemmän kuin Japanissa (119 % BKT:stä). Pankkilainojen BKT:hen suhteutettu osuus oli euroalueella samaan aikaan 108 %, kun se Yhdysvalloissa oli 51 % ja Japanissa 101 %. Tämä kertoo pankkien asemasta rahoituksen välittäjinä euroalueella, erityisesti kun verrataan Yhdysvaltojen tilanteeseen.

Sekä euroalueella että Yhdysvalloissa yrityksille myönnettyjen pankkilainojen osuus oli noin 40 % BKT:stä vuoden 2002 lopussa. Sitä vastoin Japanissa yrityksille myönnettyjen pankkilainojen osuus BKT:stä oli 64 % vuoden 2002 lopussa. Tämä on osoitus pääomamarkkinoiden keskeisestä roolista yritysten rahoituspäätöksissä euroalueella ja Yhdysvalloissa. Sitä vastoin Japanissa yritykset käyttävät pankkilainoja rahoituslähteenä suhteellisesti enemmän.

## Kehikko 2.3 Raha-aggregaatit

Euroalueen raha-aggregaattien määrittelyn lähtökohtana on rahalaitossektorin konsolidoitu tase. Yleisesti ottaen raha-aggregaatin tarkoituksenmukainen määrittely riippuu pitkälti siitä, mihin tarkoitukseen aggregaattia aiotaan käyttää. Koska monet eri rahoitusvaateet ovat korvattavissa toisillaan ja koska rahoitusvaateiden, transaktioiden ja maksuvälineiden luonne ja ominaisuudet muuttuvat ajan myötä, ei aina ole selvää, miten raha pitäisi määritellä ja mitkä rahoitusvaateet kuuluvat mihinkin rahan määritelmään. Näistä syistä keskuspankit tavallisesti määrittelevät ja seuraavat useita raha-aggregaatteja.

## Taulukko 2.11 Euroalueen raha-aggregaattien määritelmät

Velat <sup>1)</sup>	M1	M2	M3
Liikkeessä oleva raha	X	X	X
Yön yli -talletukset	X	X	X
Enintään 2 vuoden määräaikaistalletukset		X	X
Irtisanomisajaltaan enintään 3 kk:n talletukset		X	X
Takaisinostosopimukset			X
Rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet			X
Enintään 2 vuoden velkapaperit			X

Lähde: EKP.

1) Rahalaitosten sekä joidenkin valtionhallintoon kuuluvien yksiköiden (kuten posti ja valtiokonttori) monetaariset velat muille euroalueella oleville kuin rahalaitoksille ja valtiolle.

EKP:n määritelmät euroalueen raha-aggregaateista perustuvat rahaa luovan sektorin, rahaa hallussa pitävän sektorin sekä rahalaitosten erilaisten velkojen yhdenmukaistettuihin määritelmiin. Rahaa luova sektori käsittää euroalueella sijaitsevat rahalaitokset. Rahaa hallussa pitävään sektoriin kuuluvat kaikki euroalueella olevat muut sektorit kuin rahalaitokset ja valtionhallinto. Vaikka valtiota ei katsota osaksi rahaa luovaa sektoria, valtionhallinnon monetaariset velat (esim. kotitalouksien talletukset postissa) sisältyvät erityiseränä raha-aggregaattien määritelmään, koska ne ovat erittäin likvidejä.<sup>1</sup>

Rahan käsitteitä koskevien näkökohtien ja empiiristen tutkimusten perusteella sekä kansainvälisen käytännön mukaisesti eurojärjestelmä on määritellyt suppean raha-aggregaatin (M1), ns. väliaggregaatin (M2) ja lavean raha-aggregaatin (M3). Nämä eroavat toisistaan niihin sisältyvien erien likvidiyyden suhteen. Erien likvidiyyttä arvioidaan niiden siirtokelpoisuuden, vaihtokelpoisuuden, hintavarmuuden ja jälkimarkkinakelpoisuuden perusteella. Taulukossa 2.11 on esitetty euroalueen raha-aggregaattien määritelmät.

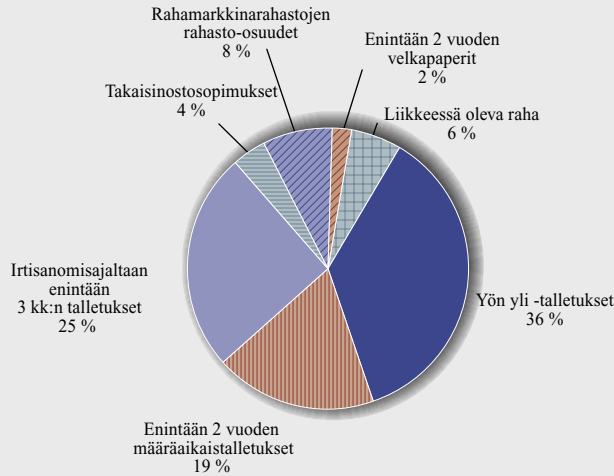
M1 sisältää yleisön hallussa olevan käteisen – eli setelit ja kolikot – sekä yön yli -talletukset. Yön yli -talletukset ovat välittömästi muutettavissa käteiseksi rahaksi tai käytettävissä käteisrahattomiin maksutapoihin.

M2 sisältää M1:n lisäksi yleisön enintään kahden vuoden määräaikaistalletukset ja irtisanomisajaltaan enintään 3 kuukauden talletukset. Nämä talletukset voidaan muuttaa käteiseksi eli suppean rahan eriksi, mutta muuttamiseen voi liittyä joitakin rajoituksia, kuten tarve ilmoittaa ennakkoon irtisanomisesta, sakkokorkoja ja toimituspalkkioita.

M3 sisältää M2:n erät sekä euroalueella sijaitsevien rahalaitosten liikkeeseen laskemia jälkimarkkinakelpoisia instrumentteja. Näitä ovat takaisinostosopimukset, rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet sekä enintään 2 vuoden velkapaperit (myös rahamarkkinapaperit). Koska nämä instrumentit ovat erittäin likvidejä ja koska niiden hinnasta voidaan pitkälti olla varmoja, ne vastaavat läheisesti talletuksia. Näiden instrumenttien sisältyminen laveaan rahaan merkitsee sitä, ettei eri likvidien vaateiden korvautuminen toisilla vaikuta laveaan rahaan niin paljon kuin suppeampiin raha-aggregaatteihin. Lavea raha on näin ollen muita aggregaatteja vakaampi (ks. myös luku 3).

<sup>1</sup> Rahalaitosten hallussa olevia valtion talletuksia ei lasketa mukaan, sillä valtionhallinto ei ole osa rahaa hallussa pitävää sektoria, koska sen hallussa pitämien rahan määrä ei liity läheisesti kulutussuunnitelmiin.

Kuvio 2.6 M3:n erien prosenttiosuudet vuoden 2002 lopussa



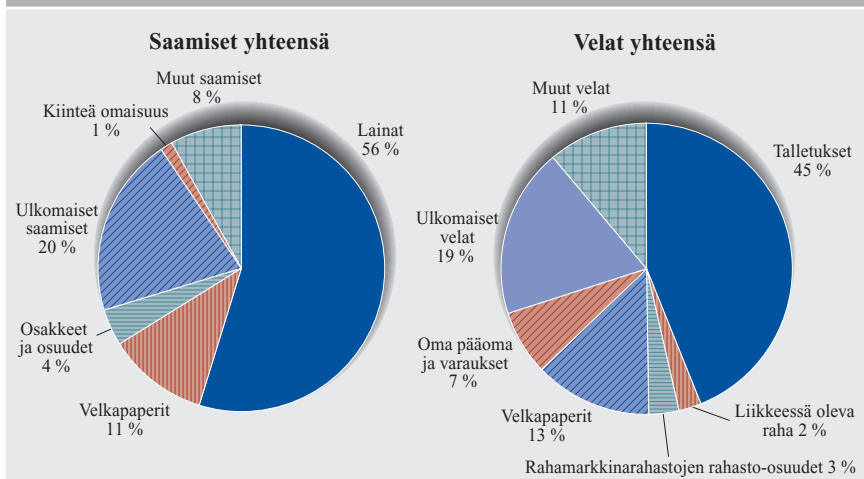
Lähde: EKP.

Euroalueella olevien hallussaan pitämien ulkomaan rahan määriäisten likvidien saamisten voidaan katsoa olevan helposti korvattavissa euromääräisillä saamisilla. Tästä syystä raha-aggregaatit sisältävät tällaisia saamisia, jos ne ovat euroalueella sijaitsevien rahalaitosten hallussa.

EKP:n määritelmä raha-agregaatista sisältää ainoastaan euroalueella sijaitsevien rahalaitosten euroalueella oleviin kohdistuvat velat. Tämän vuoksi määritelmään eivät sisälly euroalueen ulkopuolisten hallussa olevat 1) lyhytaikaiset talletukset euroalueen rahalaitoksissa, 2) euroalueella sijaitsevien rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet ja 3) euroalueella sijaitsevien rahalaitosten liikkeeseen laskemat rahamarkkinapaperit ja enintään kahden vuoden velkapaperit. Yleisön – sekä euroalueella olevien että euroalueen ulkopuolisten – hallussa oleva käteinen sisältyy kokonaisuudessaan raha-agregaatteihin. Tämä johtuu vaikeudesta laatia ajantasaisia ja tarkkoja mittareita, joilla voitaisiin arvioida euroalueen ulkopuolisten hallussa olevien seteleiden ja kolikoiden määrää.

M3:n erien suhteellisten osuuksien tarkastelu osoittaa, että joulukuussa 2002 yön yli -talletusten osuus oli suurin eli 36 % M3:sta (ks. kuvio 2.6). Irtisanomisajaltaan enintään 3 kuukauden talletusten osuus M3:sta oli 25 % ja enintään 2 vuoden määräaikaistalletusten 19 %. Rahamarkkinarahastojen rahasto-osuuksien osuus M3:sta oli 8 % ja liikkeessä olevan rahan 6 %. Takaisinosopimusten ja alkuperäiseltä maturiteetiltaan enintään kahden vuoden velkapaperien osuudet M3:sta olivat puolestaan 4 % ja 2 %.

**Kuvio 2.7 Euroalueen rahalaitosten konsolidoitu tase (ml. eurojärjestelmä) vuoden 2002 lopussa**



Lähde: EKP.

### Muut rahoituksen välittäjät

Muiden kuin rahalaitosten merkitys edelleenkin vähäinen

Epäsuorasta rahoituksesta julkiselle ja yksityiselle sektorille vastaavat paitsi rahalaitokset myös muut rahoituksen välittäjät, kuten vakuutuslaitokset ja eläkerahastot, rahoituksen ja vakuutuksen välitystä avustavat laitokset, sijoitusrahastot, arvopaperi- ja johdannaisvälittäjät ja lainanantoon erikoistuneet rahoituslaitokset. Yksi keskeinen ero luotto-laitoksiin verrattuna on se, että näiden muiden rahoituksen välittäjien taseiden velkapuolelta puuttuvat talletukset. Käytettävissä olevien arvioiden mukaan muiden rahoituksen välittäjien toiminta

tehostui 1990-luvulla, mutta silti niiden merkitys on yhä vähäinen rahalaitoksiin verrattuna. Vuoden 2002 lopussa euroalueen vakuutuslaitosten, sijoitusrahastojen ja eläkerahastojen saamiset olivat 90 % BKT:stä, kun taas rahalaitosten saamisten osuus oli 267 %. Näiden muiden rahoituksen välittäjien saamisten kokonaismäärä on kuitenkin kasvanut euroalueella huomattavasti erityisesti 1990-luvun lopusta lähtien.

**Taulukko 2.12 Pankkitalletukset ja -lainat euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa vuoden 2002 lopussa**

(prosentteina BKT:stä)

	Pankki-talletukset	Pankki-lainat	Pankkilainat yrityksille
Euroalue	81,3	107,9	42,1
Yhdysvallat	44,0	51,2	39,3
Japani	118,8	101,0	63,9

Lähteet: EKP, Yhdysvaltain keskuspankki ja Japanin keskuspankki.





## 3 EKP:N RAHAPOLITIIKAN STRATEGIA

Tässä luvussa kuvataan EKP:n rahapolitiikan strategiaa eli sitä yleistä lähestymistapaa, jota EKP noudattaa pyrkiessään ensisijaiseen tavoitteeseensa, hintavakauden ylläpitämiseen. Ensimmäisessä osassa keskitytään syihin, miksi rahapolitiikalle on asetettu tällainen tavoite. Toisessa osassa kuvataan rahapolitiikan välittymismekanismien keskeisiä piirteitä (miten rahapolitiikka vaikuttaa hintakehitykseen) ja pohditaan niiden vaikutuksia rahapolitiikan harjoittamiseen. Viimeisissä osissa kuvataan tarkemmin EKP:n strategian keskeisimpiä tekijöitä.

### 3.1 RAHAPOLITIIKAN TEHTÄVÄ JA HINTAVAKAUDEN EDUT

#### Mitä rahapolitiikalla voi tehdä ja mitä ei

Sääntelemällä rahaperustan tarjontaa...

Tapaa, jolla rahapolitiikka vaikuttaa talouteen, voidaan selittää seuraavasti: Keskuspankilla, joka yksin laskee liikkeen seteleitä ja tarjoaa pankeille varantoja, on rahaperustan luomisen monopoli. Monopoli asemansa ansiosta keskuspankki pystyy hallitsemaan rahamarkkinoiden olosuhteita ja ohjaamaan lyhyitä korkoja.

...keskuspankki voi vaikuttaa talouden kehitykseen

Lyhyellä aikavälillä keskuspankin aiheuttama rahamarkkinakorkojen lasku vaikuttaa useiden mekanismien liikkeiden ja talouden toimijoiden toiminnan kautta viime kädessä taloudellisten muuttujien, kuten tuotannon tai hintojen kehitykseen. Tämä prosessi – sitä kutsutaan myös rahapolitiikan välittymismekanismissä – on moniulotteinen, ja vaikka sen yleiset piirteet ymmärretäänkin, kaikista siihen liittyvistä tekijöistä ei ole yhtä yksimielistä käsitystä.

Pitkällä aikavälillä muutokset rahan tarjonnassa vaikuttavat yleiseen hintatasoon...

Taloustieteissä on laajasti hyväksytty oletus, että pitkällä aikavälillä ja kaikkien talouden sopeutumisprosessien jälkeen rahan määrän muutos (olettaen, että muut tekijät pysyvät ennallaan) heijastuu yleiseen hintatasoon eikä aiheuta pysyviä muutoksia reaalisissa muuttujissa,

kuten tuotannon määrässä tai työttömydessä. Liikkeessä olevan rahan määrän muuttuminen merkitsee viime kädessä laskentayksikön (ja siten myös hintatason) muutosta, joka ei vaikuta mihinkään muuhun tekijään. Sitä voidaan verrata esimerkiksi etäisyyden mittayksikön muuttamiseen (esimerkiksi kilometrien muuntamista maileiksi), mikä ei muuta kahden pisteen välistä todellista etäisyyttä mitenkään.

Tämä peruseriaate eli rahan neutraalisen pitkällä aikavälillä on kaiken tavanomaisen makrotaloudellisen ajattelun ja teorioiden taustaoletuksena. Talouden reaalitulot tai työllisyys määräytyvät pitkällä aikavälillä reaalisten (tarjontapuolen) tekijöiden pohjalta. Näihin kuuluvat teknologia, väestön kasvu, talouden toimijoiden preferenssit ja talousjärjestelmän institutionaaliset tekijät (omistusoikeus, veropolitiikka, hyvinvointipolitiikka ja muut säännökset, jotka vaikuttavat markkinoiden joustavuuteen sekä työn ja pääoman tarjonnan ja inhimilliseen pääomaan investoimisen kannustimiin).

...mutta eivät reaaliseen tulotasoon tai työllisyyteen

Pitkällä aikavälillä keskuspankki ei voi vaikuttaa talouskasvuun sääntelemällä rahan tarjontaa. Tämä liittyy näkemykseen, että inflaatio on viime kädessä rahataloudellinen ilmiö. Pitkäaikaiseen nopeaan inflaatioon liittyykin yleensä rahan määrän voimakas kasvu. Vaikka

Inflaatio on viime kädessä rahataloudellinen ilmiö

muut tekijät (kuten kokonaiskysynnän vaihtelu, teknologiset muutokset tai raaka-aineiden hintoihin liittyvät sokit) voivat vaikuttaa lyhyen aikavälin hintakehitykseen, pitkällä aikavälillä rahan määrän sopeutuminen voi tasoittaa niiden vaikutuksia. Tässä mielessä keskuspankit voivat kontrolloida pidemmän aikavälin hintatrendejä tai inflaatiota.

Hintavakaus parantaa talouskasvupotentiaalia

Rahan määrän kasvun ja inflaation läheinen yhteys taloudessa sekä rahapolitiikan neutraalius pitkällä aikavälillä on vahvistettu lukuisissa taloudellisissa tutkimuksissa eri ajanjaksoilla ja eri maissa. Lisäksi niin empiirisissä kuin teoreettisissa tutkimuksissa on vahvistettu, että inflaation (ja deflaation) kustannukset ovat huomattavia, ja nykyään vallitsee laaja yhteisymmärrys, että hintavakaus kohentaa taloudellista hyvinvointia ja talouden kasvupotentiaalia.

### Hintavakauden edut

Hintavakaus tukee elintason nousua...

Hintavakaustavoitteella viitataan talouden yleiseen hintatasoon ja sekä pitkäaikaisen inflaation että deflaation välttämiseen. Hintavakaus myötävaikuttaa taloudelliseen toimeliaisuuteen vilkastumiseen ja työllisyyteen monella tavoin.

...parantamalla suhteellisten hintojen vertailtavuutta,...

Ensinnäkin hintavakauden vallitessa suhteellisten hintojen muutokset ovat nähtävissä helpommin kuin muutoin, koska yleisen hintatason vaihtelut eivät peitä niitä näkyvistä. Tällöin yritykset ja kuluttajat eivät erehdy luulemaan yleisen hintatason muutoksia suhteellisten hintojen muutoksiksi, joten heillä on paremmat valmiudet tehdä kulutus- ja investointipäätöksiä. Sen ansiosta markkinat voivat kohdentaa resurssit tehokkaammin. Auttamalla markkinoita ohjaamaan resurssit kaikkein tuottavimpiin kohteisiin hintavakaus parantaa kotitalouksien hyvinvointia ja siten myös talouden tuotanto-  
potentiaalia.

Toiseksi, jos luotonantajat ovat vakuuttuneita hintavakauden säilymisestä tulevaisuudessa, he eivät vaadi inflaatoriskipreemiota kompensoidakseen pitkäaikaisiin nimellisarvoisiin sijoituksiin liittyviä riskejä. Pientämällä reaalikorkoihin sisältyviä riskipreemioita uskottava rahapolitiikka voi tehostaa pääomamarkkinoiden resurssien kohdentamista ja kannustaa sijoittamiseen. Tämä puolestaan edistää taloudellista hyvinvointia.

...pientämällä korkojen inflaatoriskipreemiota,...

Kolmanneksi, hintavakauden uskottava ylläpitäminen vähentää myös todennäköisyyttä, että yksityishenkilöt ja yritykset siirtävät resursseja pois tuottavista kohteista suojautukseen inflaatiolta. Esimerkiksi nopean inflaation oloissa halutaan kerätä reaaliomaisuutta, koska se säilyttää silloin arvonsa paremmin kuin raha tai tietyt rahoitusvaateet. Reaaliomaisuuden varastoiminen ei ole kuitenkaan tehokasta investoimista vaan talouskasvua jarruttavaa.

...estämällä tarpeetonta suojautumista,...

Neljänneksi, verotus- ja etuusjärjestelmät voivat luoda väärennlaisia kannustimia, jotka vääristävät taloudellista käyttäytymistä. Useimmissa tapauksissa inflaatio tai deflaatio pahentaa tällaisia vääristymiä, koska finanssipoliittiset järjestelmät eivät yleensä salli veroasteiden ja sosiaaliturvamaksujen indeksointia suhteessa inflaatioasteeseen. Hintavakauden oloissa voidaan eliminoida reaalikustannuksia, joita aiheutuu inflaation vahvistaessa verotus- ja sosiaaliturvajärjestelmien kannustinloukkujen vääristävää vaikutusta.

...vähentämällä verotus- ja sosiaaliturvajärjestelmien vääristymiä,...

Viidenneksi, inflaatio verottaa käteisvarojen hallussapitoa. Kotitaloudet vähentävät sen seurauksena käteisen rahan kysyntää, ja siten transaktiokustannukset kasvavat.

...kasvattamalla käteisvarojen hallussapidon etuja...

Kuudenneksi, hintavakauden ylläpitämisen ehkäisee inflatorisesta tai deflatori-

...ja ehkäisemällä varallisuuden ja tulojen mielivaltaista uudelleenjakoa

sesta kehityksestä johtuvan huomattavan ja mielivaltaisen varallisuuden ja tulojen uudelleenjaon esimerkiksi velallisten ja velkojien kesken hintakehityksen muuttuessa ennalta arvaamattomasti. Yleensä inflaatiosta kärsivät voimakkaimmin yhteiskunnan heikoimmassa asemassa olevat ryhmät, koska niiden keinot suojautua sitä vastaan ovat rajallisimmat. Vakaiden hintojen olot edistävät siten sosiaalista yhtenäisyyttä ja vakautta. Kuten moneen kertaan on 1900-luvulla nähty, nopea inflaatio tai deflaatio luo usein sosiaalista ja poliittista epävakautta.

Hintavakautta ylläpitämällä keskuspankki tukee laajempia taloudellisia päämääriä

Kaikki nämä seikat viittaavat siihen, että hintavakautta ylläpitävä keskuspankki edistää merkittävästi laajempia taloudellisia päämääriä, kuten elintason nousua, talouskasvua ja parempia työllisyysmahdollisuuksia. Tätä johtopäätöstä tukevat monia eri maita ja ajanjaksoja koskevat ja monin eri menetelmin laaditut selvitykset. Ne osoittavat, että talouksissa, joissa inflaatiouvauhti on hidas, reaalin kasvu näyttää pitkällä aikavälillä olevan keskimäärin nopeampaa kuin muualla.

### Perustamissopimuksessa määrätyt tehtävät

Perustamissopimuksessa määrätyt tehtävät heijastavat näitä peruseriaatteita,...

Edellä kuvatut ja yleisesti hyväksytyt periaatteet näkyvät tavassa, jolla perustamissopimuksessa määrätään politiikkaa toteuttavien eri viranomaisten tavoitteista ja vastuista. Eurojärjestelmän ja sen vastuulla olevan yhteisen rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on perustamissopimuksen mukaan pitää yllä hintavakautta. Lisäksi ”sanotun kuitenkin rajoittamatta hintatason vakauden tavoitetta”, eurojärjestelmän tulee myös tukea yleistä talouspolitiikkaa yhteisössä osallistuakseen yhteisön tavoitteiden saavuttamiseen. Tavoitteita ovat muun muassa ”työllisyyden korkea taso” ja ”kestävä kasvu, joka ei edistä rahan arvon alenemista” (ks. luku 1).

Perustamissopimuksessa hintavakaus määrätään eurojärjestelmän ensisijaiseksi tehtäväksi perustelluista taloudellisista syistä. Koska rahapolitiikalla voidaan viime kädessä vaikuttaa vain talouden hintatasoon, hintavakaus on sen ainoa luonnollinen tavoite. Reaalituloja tai työllisyyttä koskevien tavoitteiden määrittäminen keskuspankille olisi ollut ongelmallista, koska hintavakauden positiivista vaikutuksista huolimatta rahapolitiikalla ei voida hallita reaalisia muutujia kestävällä tavalla. Talouden kasvupotentiaalin parantaminen kuuluu muille talouden toimijoille eli niille, jotka ovat vastuussa finanssi- ja rakennepolitiikasta. Perustamissopimuksessa eurojärjestelmälle määrättyjen tavoitteiden selkeä hierarkia heijastaa vuosikymmenten käytännön kokemusta ja lukuisia taloustieteellisiä tutkimuksia, jotka osoittavat, että rahapolitiikka edistää parhaiten talouskasvua ja kansalaisten elintason nousua ylläpitämällä hintavakautta pysyvällä tavalla.

Perustamissopimuksessa määrättyissä tehtävissä kuitenkin todetaan, että pannessaan täytäntöön hintavakauteen tähtäviä rahapoliittisia päätöksiä eurojärjestelmän on otettava huomioon yhteisön laajemat taloudelliset tavoitteet, ilman että se rajoittaa hintatason vakauden tavoitetta. Koska rahapolitiikka voi vaikuttaa reaalitalouteen lyhyellä aikavälillä, EKP:n tulisi tyypillisesti välttää liiallisten tuotannon ja työllisyyden vaihteluiden aiheuttamista, jos tämä on sen ensisijaisen tavoitteen mukaista.

### 3.2 RAHAPOLITIIKAN VÄLITYSMEKANISMI

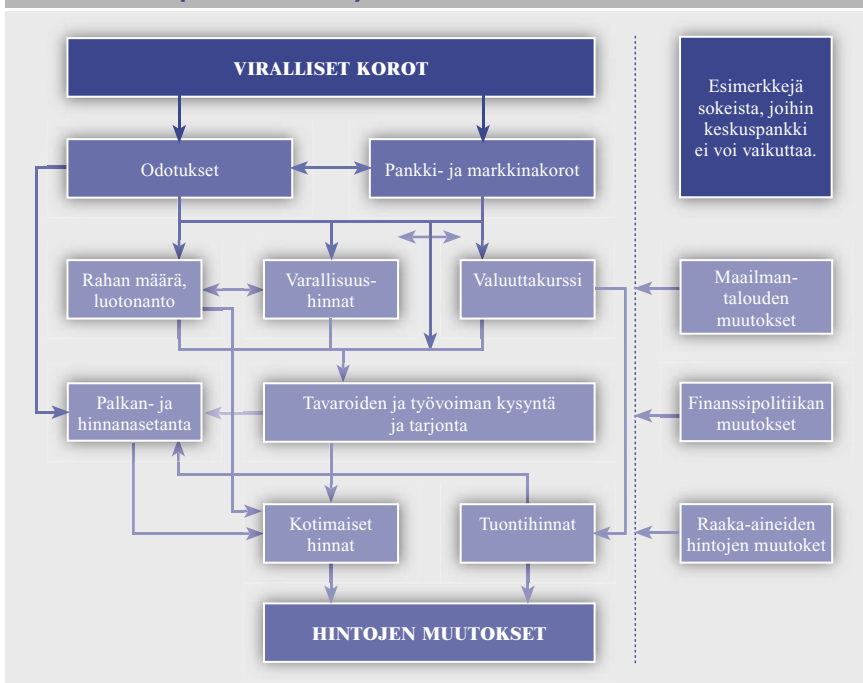
Koska EKP:n neuvosto on vastuussa hintavakauden ylläpitämiseen tähtävien rahapoliittisten päätösten teosta, on hyvin tärkeää, että EKP:ssä muodostetaan näkemys siitä, miten rahapolitiikka vaikuttaa hintatason muutoksiin. Proses-

...asettamalla hintavakauden rahapolitiikan ensisijaiseksi tavoitteeksi

Ensisijaista tavoitetta täyttäessään eurojärjestelmän on kuitenkin otettava huomioon yhteisön laajemat taloudelliset tavoitteet

Välitysmekanismi ja välitysmiskanavat

Kuvio 3.1 Rahapolitiikan välittyminen koroista hintoihin



sia, jonka kautta rahapoliittiset päätökset vaikuttavat koko talouteen ja erityisesti hintatasoon, kutsutaan rahapolitiikan välittymismekanismeiksi. Yksittäisiä yhteyksiä, joiden kautta rahapolitiikan impulssit (tyypillisesti) välittyvät, sanotaan välittymiskanaviksi.

### Rahapolitiikan välittymiskanavat

Pelkistetty kuvaus rahapolitiikan tärkeimmistä välittymiskanavista on kuvion 3.1 vasemmassa laidassa.

#### Välittymisprosessi

...alkaa ohjauskorkojen muutoksesta,...

Rahapoliittiset päätökset ja hintatason yhdistävä (pitkä) syiden ja seurausten ketju alkaa siitä, kun keskuspankki muuttaa omilla operaatioillaan käyttämää ohjauskorkoja. Näissä operaatioissa keskuspankki tyypillisesti tarjoaa pankeille rahoitusta (luvussa 4 on tarkka kuvaus eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä). Pankkijärjestelmä tarvitsee keskuspankin liikkeeseen laskemaa rahaa ("rahaperusta") vastatakseen ylei-

sön käteisrahan kysyntään, maksaakseen pankkien välisiä velkoja ja pitääkseen vaadittuja vähimmäisvarantoja keskuspankissa. Koska rahaperustan luominen on keskuspankin monopoli, keskuspankki voi määrittellä operaatioissaan käytetyt korot vapaasti. Koska keskuspankin toiminta vaikuttaa siten pankkien likviditeetin rahoituskustannuksiin, pankit joutuvat siirtämään nämä kustannukset asiakkailleen antaessaan niille lainaa.

Tämän prosessin avulla keskuspankilla on edellytykset hallita rahamarkkinoita ja siten säädellä rahamarkkinakorkoja. Rahamarkkinakorkojen muutokset puolestaan vaikuttavat muihin korkoihin, joskin eriasteisesti. Esimerkiksi rahamarkkinakorkojen muutokset vaikuttavat pankkien myöntämien lyhytaikaisten lainojen ja lyhytaikaisten talletusten korkoihin. Lisäksi tulevia ohjauskorkojen muutoksia koskevat odotukset vaikuttavat myös pidempiin markkina-

...mikä vaikuttaa markkina-korkoihin...

korkoihin, koska ne heijastavat odotuksia lyhyiden markkinakorkojen kehityksestä. Rahamarkkinakorkojen muutosten vaikutus erittäin pitkiin korkoihin (kuten valtion 10 vuoden joukkolainojen tuotot ja pitkäaikaisten pankkilainojen korot) on sitä vastoin epäsuorempi. Nämä korot riippuvat voimakkaammin markkinoiden pitkän aikavälin kasvua ja inflaatio-trendejä koskevista odotuksista taloudesta. Toisin sanoen keskuspankin ohjauskoron muutokset eivät yleensä vaikuta pitkiin korkoihin, paitsi jos ne muuttavat markkinoiden odotuksia pitkän aikavälin talouskehityksen trendeistä.

...ja  
varallisuushintoihin

Koska rahapolitiikka vaikuttaa talouden rahoitusoloihin sekä odotuksiin, sillä voi olla vaikutusta muihin rahoituksellisiin muuttujiin, kuten varallisuushintoihin (esimerkiksi osakkeiden hintoihin) ja valuuttakursseihin.

Nämä puolestaan  
vaikuttavat lainanottoa, säästämistä ja investointeja koskeviin päätöksiin...

Korkojen ja rahoitusvarallisuushintojen muutokset puolestaan vaikuttavat kotitalouksien ja yritysten säästämisen, kulutus- ja investointipäätöksiin. Esimerkiksi jos muut tekijät pysyvät ennallaan, korkojen nousu heikentää kotitalouksien ja yritysten lainanottohalukkuutta kulutuksen tai investointien rahoittamiseksi. Korkeamat korot niin ikään lisäävät nykyisten tulojen säästämisen kannattavuutta niiden kuluttamiseen verrattuna, koska säästämisestä saatava tuotto kasvaa. Lisäksi virallisten korkojen muutokset saattavat vaikuttaa luoton tarjontaan. Korkojen nousu myötä esimerkiksi riski, että jotkut lainanottajat eivät voi maksaa lainojaan takaisin, kasvaa siinä määrin, etteivät pankit myönnä niille lainoja. Tämän seurauksena tällaiset lainanottajat, olivatpa ne kotitalouksia tai yrityksiä, joutuisivat siirtämään kulutus- tai investointisuunnitelmiaan.

Lisäksi varallisuushintojen muutokset voivat vaikuttaa kulutukseen ja inves-

tointeihin tulo- ja varallisuusvaikutusten kautta. Kun esimerkiksi osakkeiden hinnat nousevat, osakkeita omistavat kotitaloudet tulevat vauraammiksi ja saattavat päättää lisätä kulutustaan. Kun taas osakkeiden hinnat laskevat, kotitaloudet saattavat vähentää kulutustaan. Toinen kanava, jota kautta varallisuushinnat voivat vaikuttaa kokonaiskysyntään, on niiden vakuuksien arvo, joita lainanottajat käyttävät saadakseen lisää lainaa ja/tai vähentääkseen lainanantajien/pankkien vaatimia riskipreemioita. Vakuuksien määrä vaikuttaa usein merkittävästi päätökseen antaa lainaa. Jos vakuuksien arvot pienenevät, lainoista tulee kalliimpia ja niiden saaminen ylipäätään voi vaikeutua, minkä seurauksena rahan käyttö vähenee.

Tällaisista muutoksista kulutuksessa ja investoinneissa seuraa, että tavaroiden ja palveluiden kotimainen kysyntä suhteessa kotimaiseen tarjontaan muuttuu. Kun kysyntä ylittää tarjonnan muiden olosuhteiden pysyessä ennallaan, syntyy todennäköisesti hintojen nousupaineita. Lisäksi kokonaiskysynnän muutokset voivat johtaa työmarkkinoiden ja väli-tuotemarkkinoiden kiristymiseen tai hölyntymiseen, mikä puolestaan voi vaikuttaa palkkojen ja hintojen asetantaan näillä markkinoilla.

...mikä johtaa kokonaiskysynnän ja hintojen muutokseen

Valuuttakurssivaihtelut vaikuttavat yleensä inflaatioon kolmella tavalla. Ensimmäinen valuuttakurssimuutokset voivat vaikuttaa suoraan tuontitavaroiden kotimaanhintoihin. Jos valuuttakurssi vahvistuu, tuontitavaroiden hinnat laskevat, millä on suora inflaatiota hidastava vaikutus siltä osin kuin nämä tavarat menevät suoraan kulutukseen. Toinen tapa liittyy tuotantopanosten hintoihin: jos tuontihyödykkeitä käytetään tuotantopanoksina, niiden hintojen aleneminen voi ajan mittaan välittyä myös lopputuotteiden hintoihin. Kolmanneksi valuuttakurssi-

Valuuttakurssivaihtelujen vaikutukset hintoihin

muutokset voivat vaikuttaa inflaatioon heikentämällä tai parantamalla kotimaassa tuotettujen tavaroiden kilpailukykyä kansainvälisillä markkinoilla. Jos valuuttakurssin vahvistuminen nostaa kotimaassa tuotettujen tavaroiden hintaa maailmanmarkkinoilla ja heikentää siten niiden kilpailukykyä, tämä vaimentaa ulkomaista kysyntää ja vähentää siksi kysyntäpainetta koko taloudessa. Jos kaikki muu pysyy ennallaan, valuuttakurssin vahvistumisella on täten inflaatiopaineita vähentävä vaikutus. Valuuttakurssivaikutusten merkitys riippuu siitä, miten avoin talous on ulkomaankaupan suhteen. Suurelle ja suhteellisen suljetulle valuutta-alueelle, kuten euroalue, valuuttakurssivaihtelujen merkitys ei ole yhtä suuri kuin pienelle avoimelle taloudelle. On selvää, että rahoitusomaisuuserien hinnat riippuvat muistakin tekijöistä kuin rahapolitiikasta ja että valuuttakurssivaihteluja usein dominoivat juuri nämä muut tekijät.

**Inflaatio-  
odotusten  
ankkuroiminen**

Muut kanavat, joiden kautta rahapolitiikka voi vaikuttaa hintakehitykseen, toimivat pääasiassa yksityisen sektorin pitkän aikavälin odotusten kautta. Jos keskuspankin pyrkimys tavoitteeseensa koetaan erittäin uskottavaksi, rahapolitiikalla voidaan vaikuttaa voimakkaasti hintakehitykseen suoraan ohjailemalla talouden toimijoiden inflaatio-odotuksia ja siten myös niiden käyttäytymistä palkkojen ja hintojen asetannassa. Tässä yhteydessä keskeistä on uskottavuus, jolla keskuspankki ylläpitää kestävä hintavakautta. Vain silloin, kun talouden toimijat uskovat keskuspankin kykyyn ja sitoutumiseen ylläpitää hintavakautta, inflaatio-odotukset ankkuroituvat tiiviisti hintavakauteen. Tämä puolestaan vaikuttaa palkkojen ja hintojen asetantaan taloudessa, sillä hintavakauden vallitessa palkkojen ja hintojen asettajien ei tarvitse nostaa hintojaan liikaa kiihtyvän inflaation pelossa. Tällä tavoin uskotta-

vuus helpottaa rahapolitiikan tehtävän hoitamista.

Edellä kuvattuun dynaamiseen prosessiin kuuluu monia eri mekanismeja ja talouden toimijoiden liikkeitä prosessin eri vaiheissa. Tästä syystä rahapolitiikka vaikuttaa yleensä verrattain hitaasti hintakehitykseen. Lisäksi vaikutusten laajuus ja voimakkuus saattaa vaihdella sen mukaan, mikä talouden tila on, joten tarkkaa vaikutusta on vaikea arvioida. Kaiken kaikkiaan keskuspankit joutuvat yleensä kohtaamaan rahapolitiikkaa hoitaessaan pitkiä, vaihtelevia ja epävarmoja viiveitä.

**Välittymiseen  
liittyviä pitkiä,  
vaihtelevia ja  
epävarmoja  
viiveitä...**

Rahapolitiikan välittymismekanismien yksilöintiä vaikeuttaa se, että käytännössä talouskehitykseen vaikuttavat koko ajan lukuisat erilaiset sokit. Esimerkiksi öljyn tai muiden raaka-aineiden hintojen ja hallinnollisesti määräytyvien hintojen muutokset voivat vaikuttaa lyhyellä aikavälillä suoraan inflaatioon. Vastaavasti maailmantalouden tai finanssipolitiikan kehitys voi vaikuttaa kokonaiskysyntään ja siten hintakehitykseen. Lisäksi rahoitusomaisuuden hinnat ja valuuttakurssit riippuvat monista muistakin tekijöistä kuin rahapolitiikasta. Siten rahapolitiikan muutosten välittymisen seuraaminen ei riitä, vaan rahapolitiikkaa toteutettaessa on otettava huomioon kaikki muutkin inflaatiokehityksen kannalta olennaiset tekijät, jotta voidaan välttyä näiden vaikutuksilta pitkän aikavälin inflaatiotrendeihin ja -odotuksiin tavoilla, jotka eivät ole hintavakauden mukaisia. Rahapolitiikan asianmukaiset toimenpiteet riippuvat aina taloutta koettelevien sokkien luonteesta, mittakaavasta ja kestosta. Keskuspankin pysyvä haaste on ymmärtää, mitkä tekijät ohjaavat hintojen kehitystrendejä, jotta se voisi reagoida rahapolitiikan keinoin asianmukaisesti.

**...ja ulkopuolisia  
sokkeja**

Näin ollen keskuspankkien on tyypillisesti käsiteltävä taloudellisten riippuvuuksien moniulotteista verkostoa. Ilmiöiden moniulotteisuuden vuoksi niiden on usein käytettävä toimintansa ohjauksessa ja arvioinnissa yksinkertaisettuja peukalosääntöjä. Eräs tällainen sääntö on se, että inflaatio on aina keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä rahataloudellinen ilmiö. Tämän säännön perusteella keskuspankkien on oltava perillä rahatalouden kehityksestä voidakseen arvioida inflaatiotrendejä.

Vaikka rahapolitiikan välittymismekanismien ja sen kanavoiden kvantifiointia koskeva empiirinen tutkimus on ollut viime vuosikymmeninä suureksi avuksi, sen tulokset ovat valaisseet moniulotteista prosessia vain osittain. Lisäksi

epävarmuus saattaa EKP:n kannalta olla vielä jonkin verran suurempi kuin monien muiden keskuspankkien kannalta, koska EKP on vastuussa aivan uudesta valuutta-alueesta. Sitä paitsi eri muuttujien väliset riippuvuus-suhteet ovat yhteisen rahan käyttöön otosta vuoden 1999 alussa seuranneiden instituutioiden ja käyttäytymismallien muutosten myötä saattaneet muuttua. Ajan myötä käyttöön on kuitenkin tullut lisää tietoa ja tutkimuksia, ja rahapolitiikan välittymisestä euroalueella on saatu aiempaa tarkempi käsitys (ks. tiivistelmä viimeaikaisista empiirisistä havainnoista rahapolitiikan välittymisestä euroalueella kehikossa 3.1). Kaikesta huolimatta edelleenkin tarvitaan lisää tietoa ja jatkuvaa tarkkailua.

### Kehikko 3.1. Empiirisiä havaintoja rahapolitiikan välittymisestä euroalueella

Rahapolitiikan kannalta on keskeistä ymmärtää sen välittymismekanismia. Näin ollen ei ole yllätys, että mekanismiin liittyvien ilmiöiden moniulotteisia riippuvuuksia on pyritty selvittämään lukuisissa tutkimuksissa niin akateemisessa maailmassa kuin eurojärjestelmässäkin. Vaikka tuloksiin liittyy edelleen huomattavaa epävarmuutta (liittyen esimerkiksi vuotta 1999 vanhempien tilastojen käyttöön), ne näyttävät vahvistavan, että lukuisat laajalti hyväksytyt ja vakiintuneet faktat pätevät myös euroalueeseen.

#### Empiirisiä arvioita lyhyiden korkojen muutosten vaikutuksista reaalityönteeseen ja hintoihin

Lyhyiden korkojen muutosten vaikutusta tuotantoon ja hintoihin on tutkittu useiden euroaluetta koskevien ekonometristen mallien avulla. Taulukossa 3.1 lyhyiden korkojen vaikutukset on havainnollistettu käyttäen kolmea euroaluetta koskevaa mallia, jotka perustuvat erilaiseen talouden rakenteeseen tai ekonometriseen metodologiaan. Taulukossa on esitetty BKT:n ja hintojen muutos, kun keskuspankki korottaa ohjaukorkoa 1 prosenttiyksiköllä kahden vuoden ajaksi.

BKT:n ja hintojen muutokset näissä kolmessa mallissa ovat kvalitatiivisesti yhtäpitäviä. Lyhyiden korkojen nostaminen aiheuttaa tuotannon tilapäisen supistumisen, joka on voimakkaimmillaan kaksi vuotta rahapoliittisen impulssin jälkeen ja palautuu sen jälkeen perustasolle. Samaan aikaan hinnat sopeutuvat asteittain pysyvästi aiempaa matalammalle tasolle.



**Taulukko 3.1. BKT:n määrän ja kuluttajahintojen arvioidut reaktiot euroalueen ohjauskoron I prosenttiyksikön nousuun**

	BKT:n määrä				Kuluttajahinnat			
	Vuosi 1	Vuosi 2	Vuosi 3	Vuosi 4	Vuosi 1	Vuosi 2	Vuosi 3	Vuosi 4
Malli 1	-0,34	-0,71	-0,71	-0,63	-0,15	-0,30	-0,38	-0,49
Malli 2	-0,22	-0,38	-0,29	-0,14	-0,09	-0,21	-0,31	-0,40
Malli 3	-0,34	-0,47	-0,37	-0,28	-0,06	-0,10	-0,19	-0,31

Lähde: "Rahapolitiikan välittyminen euroalueella", EKP:n Kuukausikatsaus, 10/2002.

Huom. Luvut ovat prosentuaalisia muutoksia BKT:n ja hintaindeksien alkuperäisestä tasosta. Malli 1 on EKP:n koko euroalueen kattava malli (Area-Wide Model, AWM). Malli 2 viittaa euroalueen kansallisten keskuspankkien makrotaloudellisten mallien yhdistelmään. Malli 3 on Isossa-Britanniassa sijaitsevan National Institute of Economic and Social Research -tutkimuslaitoksen monta maata käsittävä malli. Simulointien tulokset perustuvat oletukseen, että ohjauskorkojen nousu johtaa pitkien korkojen nousuun ja valuuttakurssin vahvistumiseen.

Monissa muissakin tutkimuksissa kuin taulukossa 3.1 esitetyissä on havaittu vastaavia riippuvuuksia, ja havainnot sopivat yksin myös muista maista saatujen tulosten ja välittymismekanismia koskevien teoreettisten mallien kanssa. Lyhyesti sanottuna, tutkimukset osoittavat rahapolitiikan olevan pitkällä aikavälillä neutraalia. Sen vaikutus tuotantoon on tilapäinen mutta hintoihin pysyvä.

Vaikutusten voimakkuus ja ajankohta ovat kuitenkin eri malleissa verrattain erilaiset, mikä kertoo välittymismekanismien tarkkoihin ominaisuuksiin liittyvästä epävarmuudesta. Esimerkiksi tuotannon voimakkaimmat muutokset taulukossa 3.1 esitetyissä malleissa vaihtelevat – 0,38 prosentista –0,71 prosenttiin, ja kaksi vuotta korkosokin jälkeen hintojen muutos vaihtelee –0,1 prosentista –0,30 prosenttiin. Ylipäätään arviot vahvistavat, että mekanismiin, jolla rahapolitiikka vaikuttaa hintatasoon, liittyy pitkiä ja epävarmoja viiveitä.

### **Näyttää rahapolitiikan välittymiskanavista euroalueelta**

Osa BKT:n yksittäisten osien reaktioista koronmuutoksiin tehdyistä tutkimuksista korostaa rahapolitiikan vaikutusta investointeihin enemmän kuin sen vaikutuksia kulutukseen ja muihin kokonaiskysynnän osatekijöihin. Liiketoimintainvestointeihin vaikuttavat erityisesti pääoman käyttökustannusten muutokset (muuttuja, joka liittyy tiiviisti korkoihin). Lisäksi siihen vaikuttaa – joskin vähemmän – likvidien varojen saatavuus tai kassavirtarajoitteet (yritysten mahdollisuus laskea liikkeeseen velkapapereita rahoitusmarkkinoilla tai lainata pankeilta).

Saatavilla olevat empiiriset tutkimukset viittaavat myös siihen, että valuuttakurssien vaikutukset saattavat olla euroalueella tärkeässä asemassa. Kuluttajahintojen reaktio keskuspankin virallisen ohjauskoron muutokseen riippuu myös muutoksen vaikutuksista valuuttakurssiin. Esimerkiksi mitä voimakkaampaan euron vahvistumiseen korkojen muutos johtaa, sitä nopeampi ja voimakkaampi on inflaation hidastuminen. Keskuspankki ei kuitenkaan voi pitää annettuna sen enempää koronmuutoksen aiheuttaman valuuttakurssireaktion voimakkuutta kuin suuntaakaan, koska vaikutus riippuu muista tekijöistä, kuten ulkomaisesta rahapolitiikasta, joihin keskuspankki ei voi vaikuttaa.

### 3.3 EKP:N RAHAPOLITIIKAN STRATEGIA: YLEISPERIAATTEET

#### Rahapolitiikan tehtävät

Rahapolitiikan välittymisprosessia koskevaa tietoa silmällä pitäen EKP:n haaste on seuraava: EKP:n neuvoston on vaikutettava rahamarkkinatilanteeseen ja sitä kautta lyhyisiin korkoihin niin, että hintavakaus pystytään parhaiten ylläpitämään keskipitkällä aikavälillä. Tässä tehtävässä keskuspankin on hyväksyttävä suuri epävarmuus, joka koskee sekä taloutta koettelevien sokkien luonnetta että makrotaloudellisten muuttujien keskinäisten riippuvuuksien olemassaoloa ja voimakkuutta. Tätä taustaa vasten voidaan määritellä joitakin menestyksellään rahapolitiikan keskeisiä piirteitä.

#### Rahapolitiikalla olisi ankkuroidava inflaatio-odotukset tukevasti

Ensinnäkin, kuten osassa 3.2 korostettiin, rahapolitiikka on huomattavasti tehokkaampaa, jos se ankkuroi inflaatio-odotukset pysyvästi. Näin ollen keskuspankin olisi yksilöitävä tavoitteensa tarkasti, luotava johdonmukaisen ja systemaattisen rahapolitiikan harjoittamisen menetelmät, pitäydyttävä niissä sekä viestittävä avoimesti. Nämä tekijät ovat avainasemassa vankan uskottavuuden saavuttamiselle, joka on välttämätön edellytys talouden toimijoiden odotuksiin vaikuttamiselle.

#### Rahapolitiikan pitää olla ennakoivaa,...

Toiseksi, koska rahapolitiikan välittymisessä on viiveitä, nyt tehdyt muutokset vaikuttavat hintatasoon vasta muutaman vuosineljänneksen tai jopa muutaman vuoden kuluttua. Tästä syystä keskuspankkien on varmistuttava siitä, minkälaista senhetkisen rahapolitiikan pitää olla, jotta hintavakautta voitaisiin ylläpitää tulevaisuudessa, kun välittymisen viiveet ovat kuluneet. Rahapolitiikan on oltava tässä suhteessa ennakoivaa.

#### ...suuntautua keskipitkään aikaväliin...

Välittymisviiveiden takia rahapolitiikan avulla ei pystytä torjumaan lyhyellä aikavälillä hintavakauteen kohdistuvia odot-

tamattomia sokkeja (kuten raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen muutosten aiheuttamia sokkeja). Näin ollen inflaatiiovauhdin vaihtelua lyhyellä aikavälillä ei voida estää. Välittymismekanismien moniulotteisuudesta seuraa lisäksi, että rahapolitiikan vaikutuksiin liittyy aina paljon epävarmuutta. Näistä syistä rahapolitiikkaa olisi suunniteltava keskipitkällä aikavälillä, jotta vältetään yliaktiivisuus sekä reaaliatalouden tarpeettomat heilahtelut.

Kuten kaikkien keskuspankkien, myös EKP:n on siedettävä huomattavaa epävarmuutta, joka koskee muun muassa talouden indikaattorien luotettavuutta, talouden rakennetta ja rahapolitiikan välittymismekanismeja. Hyvän rahapolitiikan tulee siksi olla laaja-alaista ja ottaa huomioon kaikki keskeinen informaatio eikä luottaa vain yhteen malliin taloudesta, jotta kaikki talouden kehitykseen vaikuttavat tekijät ymmärrettäisiin.

Varmistaakseen johdonmukaisen ja systemaattisen rahapolitiikan päätöksenteon EKP on ottanut käyttöön rahapolitiikan strategian ja julkistanut sen yleisölle. Tässä rahapolitiikan strategiassa ilmenevät edellä mainitut yleisperiaatteet, jotta sen avulla voitaisiin selviytyä keskuspankin kohtaamista haasteista. Strategia on tarkoitettu viitekehyyksi, jonka mukaisesti voidaan tehdä päätöksiä siitä, mikä lyhyiden korkojen taso olisi kulloinkin tarkoituksenmukaisin.

EKP:n rahapolitiikan strategian ensimmäinen tekijä on hintavakauden kvantitatiivinen määritelmä. Lisäksi strategiaan sisältyy viitekehys, jolla varmistetaan, että EKP:n neuvosto arvioi ennakoivalla tavalla kaikkia rahapolitiikan kannalta olennaisia tietoja ja analysoi ja takaa siten hintavakauden ylläpidon. Tässä mielessä strategia toimii lähtökohtana, jonka avulla rahapolitiittisia päätöksiä voi-

...ja olla laaja-alaista

Strategian rooli: kattava rahapolitiittisen päätöksenteon järjestelmä

EKP:n rahapolitiikan strategian keskeiset tekijät

daan selittää yleisölle selkeästi ja avoimesti. Luvun loppuosassa näitä tekijöitä käsitellään tarkemmin.

### 3.4 EKP:N KVANTITATIIVINEN MÄÄRITELMÄ HINTAVAKAUDESTA

EKP on määritellyt hintavakauden kvantitatiivisesti

Perustamissopimus asettaa hintavakauden ylläpitämisen selvästi eurojärjestelmän ensisijaiseksi tavoitteeksi, mutta ei määrittele tarkasti, mitä hintavakaudella tarkoitetaan. Täsmentääkseen tämän tavoitteen EKP:n neuvosto ilmoitti vuonna 1998 seuraavan kvantitatiivisen määritelmän: ”Hintavakaus tulee määritellä euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi. Hintavakauteen pyritään keskipitkällä aikavälillä.” Arvioidessaan perusteellisesti rahapolitiikan strategiaansa vuonna 2003 EKP:n neuvosto selvensi edelleen, että määritelmän puitteissa se pyrkii pitämään inflaatiiovauhdin alle 2 prosentin, mutta lähellä sitä, keskipitkällä aikavälillä.

Inflaatio-odotusten ankkuroiminen ja EKP:n avoimuuden ja tilivelvollisuuden korostuminen

EKP:n neuvostolla oli monia syitä ilmoittaa hintavakauden kvantitatiivinen määritelmä. Selventämällä, miten EKP:n neuvosto tulkitsee sille perustamissopimuksessa määrättyä tavoitetta, määritelmä ensinnäkin auttaa osaltaan ymmärtämään rahapoliittista päätöksentekoa (eli lisää rahapolitiikan avoimuutta). Toiseksi hintavakauden määritelmä on mittari, johon nähden yleisö voi pitää EKP:tä tilivelvollisena. Hintavakaudesta poikkeava hintakehitys voidaan todeta, ja EKP:n edellytetään tuolloin selittävän, mistä poikkeamat määritelmän mukaisesta kehityksestä johtuvat, sekä selostavan, miten hintavakaus voidaan saavuttaa uudelleen kohtuullisessa ajassa. Määritelmän on myös tarkoitus ohjata tulevaan hintakehitykseen kohdistuvia odotuksia. Kaikki nämä määritelmän positiiviset piirteet korostuivat edelleen, kun

EKP:n neuvosto selvensi, että se pyrkii määritelmän puitteissa pitämään inflaatiiovauhdin lähellä 2:ta prosenttia.

Hintavakauden määritelmästä käy selvästi ilmi, että eurojärjestelmällä on euroalueen laajuinen toimivalta. Näin ollen hintavakautta arvioidaan koko euroalueen hintakehityksen perusteella, mikä osoittaa, että yhteistä rahapolitiikkaa koskevilla päätöksillä pyritään saavuttamaan hintavakaus koko euroalueella. Painopisteen asettaminen koko euroalueeseen on luonnollinen seuraus siitä, että rahaliitossa rahapolitiikalla voidaan ohjata ainoastaan alueen keskimääristä rahamarkkinakorkotasoa eli että on käytettävä välinettä, joka on yhdenmukainen koko alueella.

Määritelmässä osoitetaan myös tietty hintaindeksi eli euroalueen YKHI hintaindeksiksi, jota tulee käyttää arvioitaessa, onko hintavakaus saavutettu. Tämä indeksi on yhdenmukaistettu euroalueen eri maissa. YKHI on indeksi, joka tarkimmin kuvaa kuluttajien ostamista tavaroista ja palveluista muodostetun edustavan hyödykekorin hinnan muutoksia ajan kuluessa (ks. kehikko 3.2). Yhdenmukaistetun indeksin käytön myötä korostuu EKP:n avoin sitoutuminen rahan ostovoiman turvaamiseen täysipainoisesti ja tehokkaasti.

Viittaamalla ”YKHIn alle 2 prosentin nousuun” määritelmä ilmaisee selvästi, ettei yli 2 prosentin inflaatiiovauhti, muttei myöskään deflaatio (eli hintatason lasku), ole sopusoinnussa hintavakauden kanssa. Tässä mielessä EKP:n nimenomainen ilmoitus pyrkiä pitämään inflaatiiovauhti alle 2 prosentin, mutta lähellä sitä – eli lähellä määritelmän ylärajaa – viestii EKP:n sitoutumisesta riittävän marginaalin varaamiseen deflaation riskien välttämiseksi.

Painopiste koko euroalueessa

YKHI

Syyt, miksi inflaatiiovauhti pyritään pitämään alle 2 prosentin, mutta lähellä sitä:...

### Kehikko 3.2 YKHI:n muodostaminen ja ominaisuudet

EKP:n neuvosto on määritellyt hintavakauden euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) perusteella. Tämän hintaindeksin muodostamiseen liittyvästä käsitteiden määrittelystä on vastannut Euroopan komissio (Eurostat) läheisessä yhteistyössä kansallisten tilastolaitosten kanssa. YKHI:n keskeisinä käyttäjinä EKP ja aiemmin Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI) ovat olleet tiiviisti mukana tässä työssä.

Eurostatin julkaisemat YKHI-tilastot ovat saatavissa tammikuusta 1995 lähtien. Arvioitujen historiatiedot, jotka eivät ole täysin vertailukelpoisia vuodesta 1995 lähtien laadittujen YKHI-tilastojen kanssa, ovat saatavissa koko YKHIstä ja sen eristä vuodesta 1990 alkaen. Vuoden 2003 kulutusmenojen painojen perusteella tavaroiden osuus YKHIstä on 59,1 % ja palveluiden 40,9 % (ks. taulukko 3.2). Keskeinen syy koko YKHI:n erittelemiseen yksittäisiin eriin on, että halutaan tunnistaa ne erilaiset taloudelliset tekijät, jotka vaikuttavat kuluttajahintojen kehitykseen. Esimerkiksi energian hintaerän kehitys liittyy läheisesti öljyn hinnan muutokseen. Elintarvikkeiden hinnat taas jaotellaan jalostettujen ja jalostamattomien elintarvikkeiden hintoihin, koska jalostamattomien elintarvikkeiden hintoihin vaikuttavat sääolojen ja kausivaihtelun kaltaiset tekijät, joiden vaikutus jalostettujen elintarvikkeiden hintoihin on vähäisempi. Palveluiden hinnat jaetaan viiteen komponenttiin, joiden kehityksessä tyyppillisesti ilmenee eroja erilaisessa markkinatilanteessa.

YKHIin liittyvät eri maiden yhdenmukaistamistoimet ovat perustuneet useisiin jäsenvaltioiden kesken sovittuihin Euroopan yhteisön asetuksiin ja suuntaviivoihin. Nämä koskevat muun muassa indeksin kattavuutta, laadun muutokseen sovellettavia alustavia standardeja sekä uusien tavaroiden ja palveluiden käsittelyä ja painojen tarkistuksia. Standardit ovat vielä alustavia, koska yhdenmukaistamisen tarvetta on yhä monilla alueilla. Lisäksi on sovittu alaindeksien yksityiskohtaisesta, yhdenmukaisesta luokituksesta, jonka avulla tiettyjen kulutustavaroiden hintakehitystä voidaan vertailla maittain yhdenmukaisin perustein. Koska YKHI on yhdenmukaistettu ja koska siihen on tehty tarkkuutta, luotettavuutta ja ajantasaisuutta koskevia tilastollisia parannuksia, siitä on tullut laadukas, kansainvälisen standardin kaltainen hintaindeksi ja yleisesti vertailukelpoinen indikaattori maiden välillä. Parannuksia tehdään edelleenkin laadun muutoksia ja otantaa koskevien standardien sekä omistusasumisen kustannusten käsittelyn suhteen.

Taulukko 3.2 YKHI:n pääerien painot vuonna 2003

Koko YKHI	100,0
Tavarat	59,1
Jalostamattomat elintarvikkeet	7,6
Jalostetut elintarvikkeet	11,7
Muut teollisuustuotteet kuin energia	31,6
Energia	8,2
Palvelut	40,9
Asumiseen liittyvät palvelut	10,4
Kuljetus	6,3
Viestintä	2,9
Vapaa-ajan ja henkilökohtaiset palvelut	14,9
Muut	6,4

Lähde: Eurostat.

...deflaation  
kustannukset,...

Deflaatiosta koituu taloudelle samanlaisia kustannuksia kuin inflaatiostakin (ks. osa 3.1), ja deflaation välttäminen on tärkeää myös siksi, että kerran vauhtiin päästyään se saattaa pitkittyä, koska nimelliset korot eivät voi laskea alle nollan. Deflaatiotilanteessa rahapolitiikalla ei siten ehkä pystytäkään riittävästi elvyttämään kokonaisyksyntää korkoinstrumenttia käyttämällä. Mahdolliset yritykset laskea nimelliskorko alle nollan epäonnistuisivat, koska rahat kannattaa mieluummin pitää käteisenä kuin antaa lainaksi tai tallettaa negatiivisella korolla. Vaikka erilaiset rahapoliittiset toimet ovat mahdollisia – jopa silloin, kun nimelliskorot ovat nollassa – näiden vaihtoehtoisten toimenpiteiden tehokkuudesta ei ole varmuutta. Näin ollen rahapolitiikalla on vaikeampi taistella deflaatiota kuin inflaatiota vastaan.

... mahdollisen  
mittaamisharhan  
huomioon  
ottaminen...

Asettamalla inflaation ylärajan selvästi nollan yläpuolelle ja pyrkimällä pitämään inflaatiiovauhdin alle 2 prosentin, mutta lähellä sitä, EKP ottaa huomioon myös mahdollisuuden, että YKHI-inflaatio liioittelee hieman todellista inflaatiovuhtia YKHIin perustuvassa hintatason muutosten mittaamisessa esiintyvän pienen, mutta positiivisen mittaamisharhan vuoksi. Kuluttajahintaindekseihin voi eri syistä liittyä mittaamisvirheitä. Tällaisia virheitä saattaa syntyä, jos hintoja ei riittävästi mukauteta laadun muutosten seurauksena tai jos jotkin olennaiset transaktiot jäävät systemaattisesti pois otoksesta, jota käytetään indeksin muodostamiseen.

Lukuisissa taloudellisissa tutkimuksissa on aiemmin todettu, että kansallisten kuluttajahintaindeksien mittaauksissa on pieni, mutta positiivinen mittaamisharha. Tämä viittaa siihen, että (esimerkiksi tavaroiden laadunparannusten takia) nolaksi mitattu inflaatiovuhti voisi itse asiassa merkitä todellisen hintatason hie-

noista laskua. Euroaluetta tarkasteltaessa näyttö YKHIin liittyvästä mittaamisharhasta on vähäistä, koska historiatietoja ei ole kovin pitkältä ajalta. Jotkin tutkimukset kuitenkin osoittavat, että mittaamisharha on todennäköisesti pientä, vaikka näihin arvioihin liittyvä epävarmuus on yhä varsin suuri. Kun otetaan huomioon Eurostatin (näistä EU:n tilastoista vastaava Euroopan komission toimielin) jatkuvasti tekemät parannukset YKHIin ominaisuuksiin, mahdollinen mittaamisharha todennäköisesti vähenee edelleen vastaisuudessa.

Kun rahapolitiikalle asetetaan rahaliitossa täsmällinen tavoite, otetaan tällöin huomioon myös inflaatioerojen olemassaolo rahaliiton eri alueiden välillä, jotta tiettyjä alueita ei pakotettaisi rakenteellisesti toimimaan liian hitaan tai negatiivisen inflaatiovuhtin oloissa. Periaatteessa eri alueiden väliset inflaatioerot kuuluvat normaalina piirteenä mihin tahansa rahaliittoon. Ne ovat kiinteä osa sopeutumismekanismia, joka perustuu alueiden talouskehityksen eroihin. Rahapolitiikalla voidaan vaikuttaa ainoastaan koko euroalueen hintatasoon, mutta ei alueiden tai kaupunkien välisiin inflaatioeroihin.

Inflaatioerot saattavat liittyä siirtymävaiheisiin ja siten olla vain tilapäisiä. Tällaiset erot eivät anna aiheita kovin suureen huoleen talouden kannalta. Jos rahaliiton eri alueiden välinen reaalitynön lähentyminen on epätodellista, rahaliiton muodostavien alueiden välillä saattaa kuitenkin esiintyä rakenteellisia inflaatioeroja. Valuutta-alueella voi esimerkiksi olla eroja perustulotasossa ja siinä jatkuvassa prosessissa, jolla muun euroalueen elintaso pyritään saavuttamaan. Jos euroalueella on rakenteellisia inflaatioeroja, tämä saattaa aiheuttaa taloudellisia ongelmia maissa tai alueilla, joissa inflaatiovuhti on keskimääräistä hitaam-

... ja euroalueen  
inflaatioerojen  
vaikutukset

paa, etenkin jos näissä maissa joudutaan rakenteellisesti toimimaan negatiivisen inflaatiiovauhdin oloissa. (Tällaisia ongelmia voi syntyä esimerkiksi, jos taloudessa on rakenteellisia jäykkyyksiä, kuten vaikeus tai mahdottomuus laskea palkkoja ja hintoja. Tämä saattaa estää suhteellisten hintojen välttämättömät sopeutukset ja siten vaikeuttaa resurssien tehokasta kohdentumista.)

Koska tällaisia väistämättömiä inflaatioeroja on olemassa, on esitetty, että EKP:n rahapolitiikassa tulisi keskipitkällä aikavälillä pyrkiä saavuttamaan sellainen koko euroalueen inflaatiovuhti, joka on riittävän nopea sen estämiseksi, etteivät rakenteellisesti hitaamman inflaatiiovauhdin alueet joudu maksamaan rakenteellisista jäykkyyksistä tai ajaudu pitkittyvään deflaatioon. Kaikkien käytettävissä olevien tutkimusten mukaan euroalueen inflaatiovuhti, joka on alle 2 prosentin, mutta lähellä sitä, varmistaa myös tässä mielessä riittävän marginaalin.

Oleellinen osa EKP:n rahapolitiikkaa on pyrkimys säilyttää hintavakaus ”keskipitkällä aikavälillä”. Kuten edellä on todettu, tämä kuvastaa yksimielisyyttä siitä, ettei rahapolitiikalla voida hienosäätää – eikä siis pitäisi hienosäätää – hinta- tai inflaatioketjua niin lyhyellä aikavälillä kuin muutama viikko tai kuukausi. Rahapolitiikan muutokset vaikuttavat hintoihin vasta jonkin ajan kuluttua, eikä mahdollisen vaikutuksen voimakkuudesta ole varmuutta (ks. osa 3.2). Tämä merkitsee, ettei rahapolitiikalla voida tasoittaa kaikkia hintatasoon odottamatta kohdistuvia häiriöitä. Inflaation lyhytaikainen vaihtelu on sen vuoksi väistämätöntä. Kuten kehikossa 3.3 selitetään, keskipitkän aikavälin mitoitus sallii sen, että rahapolitiikassa otetaan huomioon myös tuotannon vaihteluun liittyvät kysymykset ilman, että se vaarantaisi ensisijaisen tavoitteen saavuttamisen.

### Kehikko 3.3 EKP:n rahapolitiikan keskipitkän aikavälin mitoitus

Talouteen kohdistuu jatkuvasti suureksi osaksi odottamattomia häiriöitä, jotka vaikuttavat myös hintakehitykseen. Samanaikaisesti rahapolitiikalla voidaan vaikuttaa hintakehitykseen ainoastaan huomattavien ja vaihtelevien sekä – useimpien taloudellisten suhteiden tapaan – erittäin epävarmojen viipeiden jälkeen. Tätä taustaa vasten keskuspankin olisi mahdotonta pitää inflaatio aina tietyssä pistetavoitteessa tai saattaa se takaisin halutulle tasolle erittäin lyhyessä ajassa. Näin ollen rahapolitiikassa joudutaan toimimaan ennakoivasti, ja sillä voidaan ylläpitää hintavakautta vain pidemmällä aikavälillä. Nämä ovat syyt, jotka ovat EKP:n keskipitkän aikavälin mitoituksen perusteena.

Keskipitkän aikavälin käsitteeseen sisältyy harkitusti tiettyä joustavuutta tarkkojen aikamäärien suhteen. Rahapolitiikan toteuttamiselle ei siis ole suotavaa määritellä etukäteen täsmällistä aikarajaa, koska välitysmekanismi ulottuu vaihtelevan, epävarman ajanjakson yli. Lisäksi optimaalinen rahapolitiikan reagointi hintavakauden varmistamiseksi riippuu aina talouteen vaikuttavien häiriöiden erityisluonteesta ja laajuudesta. Rahapolitiikan nopea reagointi useisiin häiriöihin (kuten tuotantoon ja hintoihin samansuuntaisesti vaikuttaviin kysynnän häiriöihin) on usein riittävä ja paitsi säilyttää hintavakauden myös osaltaan vakauttaa taloutta. On kuitenkin muuntyyppisiä talouden häiriöitä (esimerkiksi luonteeltaan kustannuksia kasvattavia, kuten öljyn hinnan nousu), jotka vaikuttavat tuotantoon ja hintoihin päinvastaisesti. Liian aggressiiviset rahapoliittiset reaktiot hintavakauden palauttamiseksi erittäin lyhyessä ajassa saattavat näissä oloissa aiheuttaa riskin merkittävästä kustannuksesta tuotannon

ja työllisyyden vaihteluna, mikä pidemmällä aikavälillä voi vaikuttaa myös hintakehitykseen. Tällaisissa tapauksissa on laajasti tunnustettu, että rahapolitiikassa on tarkoituksenmukaista reagoida asteittain sekä reaalityalouden tarpeettoman suuren vaihtelun välttämiseksi että hintavakauden ylläpitämiseksi pidemmällä aikavälillä. Näin ollen keskipitkän aikavälin mitoitukselta EKP:lle myös joustavuutta, jota se tarvitsee reagoidakseen tarkoituksenmukaisesti mahdollisesti esiintyviin erilaisiin talouden häiriöihin.

### 3.5 HINTAVAKAUTEEN KOHDISTUVIEN RISKIEN ANALYYSI EKP:N RAHAPOLITIIKAN STRATEGIASSA

Voidakseen parhaiten pyrkiä hintavakauden ylläpitämiseen tähtäävään tavoitteeseensa EKP:n kuten minkä tahansa muunkin keskuspankin on analysoitava perusteellisesti talouskehitystä.

#### EKP:n rahapolitiikan strategian kaksi pilaria

EKP:n lähestymistapa jäsentää, arvioida ja vertailla hintavakauteen kohdistuvien riskien analysoinnin kannalta olennaista informaatiota perustuu kahteen analyytiseen näkökulmaan, joita nimitetään kahdeksi ”pilariksi”. EKP:n neuvosto vahvisti tämän lähestymistavan ja selvensi sitä edelleen toukokuussa 2003.

EKP:n strategiassa rahapoliittiset päätökset perustuvat hintavakauteen kohdistuvien riskien kattavaan analyysiin. Tämän analyysin pohjana on kaksi toisiaan täydentävää näkökulmaa hintakehityksen määräytymisestä. Ensimmäisen näkökulman mukainen arviointi kohdistuu hintakehitykseen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä vaikuttaviin tekijöihin painopisteen ollessa reaalityalouden ja rahoitusmarkkinoiden kehityksessä. Tällöin otetaan huomioon, että hintakehitykseen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä vaikuttaa paljolti tavaroiden, palveluiden ja tuotannontekijämarkkinoiden kysynnän ja tarjonnan välinen vuorovaikutus. EKP käyttää tästä arvioinnista nimitystä ”taloudellinen analyysi”. Toi-

nen näkökulma, josta käytetään nimitystä ”rahatalouden analyysi”, keskittyy pidempään aikaväliin ja hyödyntää rahan määrän ja hintojen välistä pitkän aikavälin suhdetta. Rahatalouden analyysillä pyritään keskipitkän ja pitkän aikavälin näkökulmasta lähinnä vertailemaan taloudellisesta analyysistä saatuja, rahapolitiikan kannalta merkittäviä lyhyen ja keskipitkän aikavälin tietoja.

Kahden pilarin lähestymistapa on suunniteltu varmistamaan, ettei hintavakauteen kohdistuvien riskien arvioinnista jätetä pois olennaista tietoa ja että eri näkökulmat otetaan tarkoituksenmukaisesti huomioon samoin kuin tietojen vertailu, jotta hintavakauteen kohdistuvia riskejä voitaisiin arvioida kokonaisvaltaisesti. Lähestymistapa edustaa monipuolista analyysiä ja viestii siitä yleisölle. Se myös varmistaa vakaan päätöksenteon, joka perustuu erilaisiin analyytisiin näkökulmiin (ks. kehikko 3.4 vaihtoehtoisista strategioista).

#### Taloudellinen analyysi

Taloudellinen analyysi keskittyy lähinnä kulloisenkin talous- ja rahoitusmarkkinakehityksen sekä hintavakauteen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä kohdistuvien riskien arviointiin. Tähän analyysiin sisältyy reaalityaloutta ja rahoitusmarkkinoita kuvaavia muuttujia, kuten kokonaistuotannon kehitys, kokonaiskysyntä ja sen erät, finanssipolitiikka, pääoma- ja työmarkkinatilanne, laaja valikoima hinta- ja kustannusindikaattoreita, valuuttakurssikehitys, maailmantalous ja mak-

Kahden pilarin järjestelmä on väline, jonka avulla voidaan jäsentää informaatiota

Se perustuu kahteen analyytiseen näkökulmaan...

... ja varmistaa, ettei olennaista tietoa jää ottamatta huomioon

Hintavakauteen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä kohdistuvien riskien analyysi...

sutase, rahoitusmarkkinat sekä euroalueen sektoreiden tasetilanne. Kaikki nämä tekijät auttavat osaltaan arvioimaan reaali-talouden kehitystä ja hintojen todennä-

köistä kehitystä tavaroiden, palveluiden ja tuotannontekijämarkkinoiden kysynnän ja tarjonnan välisen lyhyen aikavälin vuorovaikutuksen näkökulmasta.

### **Kehikko 3.4** Vaihtoehtoisia rahapolitiikan strategioita

Muilla keskuspankeilla on ja on ollut monia muunkinlaisia rahapolitiikan strategioita. EMI ja EKP harkitsivat useita niistä ennen kuin päätös vakauteen tähtäävästä kahden pilarin strategiasta tehtiin.

Yksi tällainen vaihtoehtoinen strategia perustuu rahan määrän kasvutavoitteeseen. Tämä merkitsee käytännössä sitä, että keskuspankki muuttaa virallisia korkoja joko kiihdyttääkseen tai hidastaakseen rahan määrän kasvuvauhtia tietyn ennalta ilmoitetun tavoitevauhdin mukaiseksi. Tavoitevauhti on johdettu siten, että se on yhdenmukainen hintavakauden kanssa. Tällainen strategia edellyttää kahta asiaa. Ensiksikin rahan määrän ja hintatason välillä tulisi olla keskipitkällä aikavälillä vakaa suhde (esimerkiksi rahan kysyntäfunktion kautta). Jos näin on, rahan määrän kasvulle voidaan johtaa ura, joka on sopusuunnassa hintavakauden kanssa. Toiseksi rahapolitiikan avulla pitäisi pystyä kontrolloimaan rahan määrää myös suhteellisen lyhyen ajanjakson aikana. Jos molemmat ehdot toteutuvat, keskuspankki voi virallisten korkojen muutoksia hyväksi käyttäen menestyksellisesti ohjata rahan määrän kehityksen sille asetetulle uralle ja siten – rahan määrän ja hintojen välisen suhteen vakauden ansiosta – ylläpitää epäsuorasti hintavakautta.

Vaikka keskuspankkien kokemuksilla tällaisesta strategiasta oli vaikutusta EKP:n oman strategian suunnitteluun, EKP päätti olla ottamatta käyttöön rahan määrän kasvutavoitetta. Tätä päätöstä tehtäessä tunnustettiin, että muidenkin makrotalouden muuttujien kuin rahan määrän sisältämät tiedot ovat keskeisiä hintavakauteen tähtäävien rahapoliittisten päätösten kannalta. Euroalueen rahan määrän empiirisiin ominaisuuksiin liittyy lisäksi joitakin epävarmuustekijöitä. Ne johtuvat rahaliittoon siirtymiseen liittyneistä muutoksista instituutioissa ja käyttäytymismalleissa ja – yleisemmin – siitä, että erityistekijät voivat tilapäisesti vääristää rahan määrän kehitystä. Näistä syistä ei ole suotavaa tukeutua yksinomaan rahan määrän analyysiin.

Toinen strategia perustuu suoraan inflaatiotavoitteeseen. Rahapoliittisia päätöksiä ohjaavat tässä strategiassa rahan määrän sijasta itse inflaatiiovauhdin muutokset, joita verrataan julkistettuun inflaatiotavoitteeseen. Keskuspankit, jotka soveltavat tätä strategiaa, ilmaisevat rahapoliittiset päätöksensä enemmän tai vähemmän mekaanisina reaktioina tiettyä inflaatioindikaattoria koskevan ennusteen poikkeamiin asetetusta inflaatiotavoitteesta tietynä ajanjaksona. Tästä seuraa, että keskuspankin inflaatioennuste on rahapoliittisen analyysin ja keskustelun keskipisteenä sekä keskuspankissa että sen viestinnässä suurelle yleisölle.

Vaikka EKP:n strategian ja inflaatiotavoitetta käyttävien muiden keskuspankkien strategioiden välillä on monia yhtäläisyyksiä, EKP päätti useista syistä olla ottamatta käyttöön suoraan inflaatiotavoitteeseen perustuvaa strategiaa sellaisena kuin sitä on edellä kuvattu. Ensiksikään inflaatioennusteluku ei yksinomaisena tarkastelun kohteena tarjoa tarpeeksi kattavaa ja luotettavaa aineistoa sen havaitsemiseksi, minkä luonteisia uhkia hintavakauteen kulloinkin kohdistuu. Sopivan rahapolitiikkareaktion valinta riippuu kuitenkin yleensä siitä, mistä lähteistä hintavakautta uhkaavat riskit ovat peräisin. Sopivan reaktion valinta edellyttää vähintäänkin,



että taustalla olevaa taloudellista tilannetta ja talouden toimijoiden käyttäytymistä analysoidaan perusteellisemmin kuin pelkästään inflaatioennusteen sisältämän tiedon pohjalta. Toiseksi oppikirjamaisen inflaatiotavoitteeseen perustuvan lähestymistavan eri näkökohdat – kuten se, minkä pituiseksi asetetaan se ennustejakso, jona rahapoliittiset päätökset välittyvät talouteen (esimerkiksi kaksi vuotta) – ovat jokseenkin sattumanvaraisia eivätkä monissa tilanteissa näytä olevan optimaalisia (kulloisissakin rahapoliittisissa päätöksissä on ehkä otettava huomioon esimerkiksi tekijöitä, jotka saattavat vaikuttaa inflaatioon yli valitun ennustejakson, kuten rahamarkkinoiden tasapainottomuudet ja varallisuushintojen epäsuotuisa kehitys). Kolmanneksi raha-aggregaatteihin sisältyvää tietoa on vaikea sisällyttää inflaatioennusteisiin, jotka perustuvat tavanomaisiin makrotalouden malleihin. EKP myös arvioi, että tukeutuminen yhteen ainoaan ennusteeseen voisi olla harkitsematonta, kun otetaan huomioon euroalueen talouden rakenteeseen liittyvät merkittävät epävarmuustekijät. Suotavampana pidetään monipuolista strategiaa, jonka mukaan talouskehitystä koskevan tiedon arvioimiseen sovellettaisiin useita erilaisia analyysitapoja.

Kolmas vaihtoehtoinen strategia perustuu valuuttakurssitavoitteeseen. Monet Euroopan maat sovelsivat tällaista strategiaa ennen rahaliiton alkamista osallistuessaan Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssimekanismiin. Pienissä avoimissa talouksissa, joissa vientitavaroiden tuotanto ja tuontitavaroiden kulutus muodostavat suuren osan taloudesta, valuuttakurssimuutoksilla saattaa olla merkittävä vaikutus hintatasoon aiheuttamiensa tuontihintojen muutosten kautta. Valuuttakurssitavoitteeseen perustuvaa strategiaa ei pidetty euroalueen kannalta sopivana siksi, että alue on suuri ja suhteellisen suljettu talous, jossa valuuttakurssimuutosten vaikutus hintatasoon on vähäisempi kuin pienessä avoimessa taloudessa.

... auttaa osaltaan tunnistamaan häiriöiden luonteen

Tässä analysissa huomiota kiinnitetään tarpeeseen tunnistaa talouteen vaikuttavien häiriöiden luonne, häiriöiden vaikutukset kustannuksiin ja hintoihin sekä häiriöiden mahdollinen leviäminen taloudessa lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Pystyäkseen tekemään kulloiseenkin tilanteeseen sopivia päätöksiä EKP:n neuvostolla on oltava kattava käsitys valitsevastaloudellisesta tilanteesta sekä siitä, minkä luonteisia ja kuinka voimakkaita hintavakautta uhkaavat talouden häiriöt ovat. Tarkoituksenmukainen rahapolitiikan reaktio esimerkiksi öljyn maailmanmarkkinahinnan tilapäisestä noususta aiheutuviin inflaatioseuraamuksiin saattaa olla erilainen kuin tarkoituksenmukainen reaktio tilanteessa, jossa kuluttajahintojen nousu johtuu tuottavuuskehitystä vastaamattomista palkankorotuksista. Ensin mainitussa tapauksessa inflaatio kiihtyy tilapäisesti ja lyhytaikaisesti ja palautuu sitten nopeasti ennal-

leen. Ellei tämä sokki johda inflaatio-odotusten kasvuun, se ei ehkä juurikaan uhkaa hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. Liian suurten palkankorotusten tapauksessa on kuitenkin vaarana, että syntyy itseään ruokkiva yhä nousevien kustannusten ja hintojen ja yhä kovempien palkankorotusvaatimusten kierre. Sopivin reaktio tällaisen kierteen estämiseksi saattaa olla määrätietoinen rahapoliittinen toimenpide, jolla vahvistetaan, että keskuspankki on sitoutunut hintavakauden ylläpitämiseen, ja näin tasoitetaan inflaatio-odotuksia.

Tässä analysissa EKP tarkastelee säännöllisesti kokonaistuotannon, kysynnän ja työmarkkinoiden, useiden eri hinta- ja kustannusindikaattorien sekä finanssipoliitiikan ja euroalueen maksutaseen kehitystä. Muun muassa nämä indikaattorit auttavat osaltaan arvioimaan kokonaiskysynnän ja -tarjonnan muutoksia sekä

Reaalitalouden indikaattorien analyysi

kapasiteetin käyttöastetta. Kehikossa 3.5 tarkastellaan joitakin niistä talouden indikaattoreista, joita EKP analysoi. Siinä myös korostetaan, miten tärkeää on, että saatavissa on laadukkaita tilastoja.

### **Kehikko 3.5 Euroalueen talous- ja rahoitusmarkkinakehitystä kuvaavat tilastot**

Rahapoliittiset päätökset hintatasoon yhdistävä syiden ja seurausten ketju on monimutkainen, ja siihen liittyy viipeitä, jotka voivat olla merkittäviä (tarkemmin luvussa 3). Tämän vuoksi hintavakauskäytösten arvioimiseksi on seurattava suurta joukkoa talouden eri indikaattoreita.

Hinta- ja kustannuskehityksen tarkastelussa käytetään YKHI:n ja sen erien lisäksi lähteenä teollisuuden hintakehitystä kuvaavia tuottajahintoja. Niiden merkitys kuluttajahintojen tulevien muutosten merkinä voi olla keskeinen, sillä tuotantokustannusten muutokset välittyvät kuluttajahintoihin. Työvoimakustannukset ovat tuotantokustannusten tärkeä osa. Niillä on merkittävä vaikutus hinnanmuodostukseen. Työvoimakustannustilastot antavat tietoa myös euroalueen talouden kilpailukyvyistä.

Tuotantoa ja kysyntää kuvaavat indikaattorit (kansantalouden tilinpito, lyhyen aikavälin tilastot teollisuuden ja palvelujen kehityksestä, tilauskannat ja kvalitatiiviset suhdannekyselytiedot) antavat tietoa talouden suhdannevaiheesta, joka on keskeinen tekijä EKP:n hintakehitysnäkymiä koskevan analyysin kannalta. Työmarkkinatilastot (työllisyydestä, työttömyydestä, avoimista työpaikoista ja työmarkkinoille osallistumisesta) ovat niin ikään erittäin tärkeitä suhdannekehityksen seurannan sekä euroalueen talouden rakennemuutosten arvioinnin kannalta. Lisäksi julkisen sektorin osuus talouden kasvusta on huomattava, joten julkisen talouden rahoitustilinpito sekä reaali-aloutta koskeva tilinpito ovat keskeisiä tietoja.

Maksutasetilastoista sekä ulkomaankauppatilastoista saadaan tärkeitä tietoja viennin ja tuonnin kehityksestä, joka voi vaikuttaa inflaatiopaineisiin kysynnässä ilmenevien muutosten kautta. Näiden tietojen avulla voidaan seurata myös ulkomaankaupan hintoja, joiden korvikemuuttujina käytetään nykyisin viennin ja tuonnin yksikköarvoindeksejä. Indeksien avulla voidaan arvioida erityisesti, millainen vaikutus valuuttakurssimuutoksilla ja raaka-aineiden (esimerkiksi öljyn) hintojen muutoksilla voi olla tuontihintoihin. Vaikka euroalue on verrattain suljettu talous, kun sitä verrataan yksittäisiin euromaihin, tuonti-inflaatio kuitenkin vaikuttaa kotimaisiin tuottaja- ja kuluttajahintoihin.

Rahalaitossektorin tasetilastoista saadaan rahoitusmarkkinoiden kehitystä koskevaa tietoa, jota voidaan käyttää euroalueen raha-aggregaattien ja niiden vastaerien johtamiseen (ks. kehikko 2.3). Näistä tilastoista saadaan myös vähimmäisvarantojen laskemiseen tarvittava aineisto; rahalaitosten on pidettävä vähimmäisvarantoja euroalueen kansallisissa keskuspankeissa. Lisäksi EKP kerää tilastoja rahalaitosten antolainaus- ja talletuskoroista. Rahoitustaseessa esitetään kaikkien talouden sektoreiden, kuten kotitalouksien ja rahoituslaitosten sekä yritysten, rahoitustransaktiot ja taseet. Näistä tilastoista ilmenevät eri sektoreiden rahoitusinvestoinnit ja rahoituksen hankinta, varallisuuden ja velkojen kehitys sekä sektoreiden väliset rahoitussuhteet.

Saadakseen yksityiskohtaisempaa tietoa rahoitustilanteesta EKP on kehittänyt euroaluetta koskevan pankkien luotonantokyselyn. Kysely täydentää nykyisiä pankkien korko- ja luottotilastoja tiedoilla, jotka koskevat euroalueen luottomarkkinoiden kysyntä- ja tarjontatilannetta sekä euroalueen pankkien luotonantopolitiikkaa. EKP julkaisee myös kuukausitilastoja velkapapereista ja noteeratuista osakkeista sekä neljännesvuositilastoja euroalueen sijoitusrahoitusta ja euroalueen vakuutuslaitosten ja eläkerahastojen rahoituksen hankinnasta ja rahoitusinvestoinneista. Lisäksi EKP julkaisee rahoitusmarkkinoiden hintakehitystä koskevia tilastoja. Kaikkia näitä tilastoja hyödynnetään, kun pyritään systemaattisesti analysoimaan rahoitusmarkkinoiden rakennetta ja kehitystä ja myös talouden toimijoiden odotuksia tulevasta talouden ja rahoitusolojen kehittymisestä.

Laadukkaat tilastot ovat välttämättömiä, jotta taloudesta saadaan luotettava kuva. Epätäydellisiin tai epäluotettaviin tilastoihin perustuvat virheelliset rahapoliittiset päätökset voivat tulla kalliiksi, jos ne johtavat inflaation kiihtymiseen ja talouden kasvuvauhdin aiempaa suurempaan vaihtelevuuteen. Tilastojen laatuun liittyy useita näkökohtia, joiden tärkeysjärjestys vaihtelee tilastotyypin mukaan. Ensimmäkin tilastojen tulisi kattaa kaikki talouden sektorit. Tavanomaisten kauppaja- ja teollisuustilastojen lisäksi tarvitaan myös yhä tärkeämmäksi muuttuvaa palvelusektoria kuvaavia indikaattoreita. Toiseksi on yhdenmukaistettava käsitteet ja menetelmät sen varmistamiseksi, että kaikki kansallisista tilastotiedoista koottavat euroalueen indikaattorit antavat luotettavaa tietoa rahapoliittista päätöksentekoa varten. Kolmanneksi tilastojen ajantasaisuus ja riittävä laadintatiheys ovat välttämättömiä ennakoivan rahapolitiikan toteuttamisen kannalta. Neljänneksi historiatietoja tarvitaan ekonometrisessä analyysissä, joka omalta osaltaan edesauttaa euroalueen talouden ymmärtämistä.

Euroalueen tilastotuotantoa kehitetään ja parannetaan jatkuvasti. Useille euroalueen tilastojen osa-alueille on määritelty yhteiset metodologiset standardit. Asian tiimoilta on käynnistetty useita hankkeita. Useille tilastojen osa-alueille on viime vuosina kehitetty uusia euroalueen indikaattoreita, ja tilastojen ajantasaisuutta ja vertailukelpoisuutta on parannettu. Euroopan komissio (Eurostat) esimerkiksi laati tiiviissä yhteistyössä EKP:n kanssa EMUn tilastovaatimuksia koskevan toimintasuunnitelman syyskuussa 2000. Suunnitelmassa kuvattiin yksityiskohtaisesti taloustilastoihin tarvittavia keskeisiä parannuksia. Tämän lisäksi on laadittu luettelo euroalueen indikaattoreista, joiden katsotaan olevan välttämättömiä lyhyen aikavälin talousanalyysien kannalta. Indikaattoriluettelossa (Principal European Economic Indicators, PEEIs) esitetään myös euroalueen aggregaattitilastojen julkaisemisen ajantasaisuutta koskevia tavoitteita, jotka tulisi saavuttaa vuoteen 2005 mennessä.

#### Rahoitusmarkkinakehityksen analyysi

Myös rahoitusmarkkinoita kuvaavien indikaattorien ja varallisuushintojen kehitystä seurataan tiiviisti etenkin siksi, että ne voivat vaikuttaa hintakehitykseen (ks. osa 3.2). Varallisuushinnoista ja rahoitusinstrumenttien tuotoista voi myös johtaa tietoa rahoitusmarkkinoiden odotuksista muun muassa tulevan hintakehityksen suhteen. Kun rahoitusmarkkinoiden osapuolet esimerkiksi ostavat ja myyvät joukkovelkakirjoja, ne samalla

implisiittisesti ilmaisevat odotuksiaan reaalkorkojen ja inflaation tulevasta kehityksestä. Keskuspankki voi analysoida monin erilaisin teknikoin rahoitusinstrumenttien hintoja saadakseen niistä tietoa tulevaa kehitystä koskevista markkinoiden implisiittisistä odotuksista.

Varallisuusmarkkinat ja siten myös varallisuushinnat ovat perusluonteeltaan ennakoivia. Siksi varallisuushintojen

muutoksissa näkyvät suuressa määrin ”uutiset” eli tiedot kehityksestä, jota varallisuusmarkkinoilla ei ollut odotettu. Tässä mielessä varallisuushintojen seuraaminen saattaa osaltaan auttaa tunnistamaan talouteen kulloinkin kohdistuvia häiriöitä, myös sellaisia, jotka kohdistuvat odotuksiin tulevasta talouskehityksestä. Rahoitusmarkkinoita analysoidessa arvioidaan eri lähteistä saatuja tilastotietoja rahoitusinstrumenttien hinnoista. Tämän lisäksi EKP kerää itse tiettyjä tilastotietoja (ks. kehikko 3.5).

Valuuttakurssi-  
kehityksen  
analyysi

Myös valuuttakurssimuutoksia arvioidaan tarkkaan, jotta saataisiin selville niiden mahdolliset vaikutukset hintavakauteen. Kuten jo aiemmin todettiin (ks. osa 3.2), valuuttakurssimuutoksilla on suora yhteys hintakehitykseen, sillä ne vaikuttavat tuontihintoihin. Tämän lisäksi valuuttakurssimuutokset voivat muuttaa kotimaassa tuotettujen hyödykkeiden hintakilpailukykyä kansainvälisillä markkinoilla ja näin vaikuttaa kysyntään ja mahdollisesti hintakehitysnäkömiin. Jos tällaiset valuuttakurssivaikutukset muuttavat palkan- ja hinnanasetantaan osallistuvien odotuksia ja käyttäytymistä, on mahdollista, että valuuttakurssimuutoksista aiheutuu myös kerrannaisvaikutuksia.

Taloudellista  
analyysiä on  
parannettu ajan  
mittaan

EKP:n taloudellista analyysiä on laajennettu ja parannettu merkittävästi ajan mittaan. Tämä johtuu suureksi osaksi siitä, että euroalueen reaalitaloutta ja rahoitusmarkkinoita koskevien tilastojen tuotannossa ja näiden tilastotietojen analyttisessä käsittelyssä on edistytty. Lisäksi on kehitetty lukuisia analyttisiä ja empiirisiä malleja, joiden avulla voidaan entistä paremmin arvioida ja ymmärtää mennyttä ja nykyistä kehitystä, tehdä aiempaa luotettavampia lyhyen aikavälin ennusteita ja tukea säännöllistä makrotalouden arviointia euroalueen taloudesta. Kun seurataan

uusia tilastotietoja ja käytetään kaikkia saatavilla olevia analyttisiä välineitä, euroalueen taloudellista tilannetta ja näkymiä voidaan arvioida laajasti ja päivittää arvioita jatkuvasti.

Euroalueen talousnäkömiä koskevalla eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioilla on taloudellisessa analyysissä merkittävä asema. Eurojärjestelmän asiantuntijoiden vastuulla tuotetut arviot auttavat osaltaan jäsentämään ja yhdistelemään suurta määrää taloudellista tietoa ja varmistamaan eri lähteistä saadun taloudellisen tietoaineiston yhdenmukaisuuden. Niiden merkitys on siten keskeinen pyrittäessä tarkentamaan arviota talousnäkömistä ja inflaation lyhyen ja keskipitkän aikavälin vaihtelusta trendiinsä nähden.

Käyttämällä ilmaisua ”arvio” korostetaan, että julkistetut arviot perustuvat teknisten oletusten pohjalta muodostettuun skenaarioon. Yksi näistä teknisistä oletuksista on, että lyhyet korot eivät muutu. Tätä ennusteiden laatimistapaa käytetään monissa keskuspankeissa, jotta rahapolitiikan päätöksentekijöitä voitaisiin informoida parhaalla mahdollisella tavalla siitä, mitä rahapoliittisten korkojen jättäminen ennalleen merkitsisi.

Tästä syystä on selvää, etteivät arviot yleensä ole kaikkein parhaimpia ennusteita tulevasta talouskehityksestä etenkin pitkällä aikavälillä. Arviot ovat pikemminkin skenaarioita, jotka eivät todennäköisesti tule toteutumaan käytännössä, sillä rahapolitiikka reagoi aina torjuakseen hintavakauteen kohdistuvia uhkia. Niinpä ei missään tapauksessa pidä ajatella, että eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioihin sisältyvät inflaatioennusteet asettaisivat kyseenalaiseksi EKP:n neuvoston sitoutumisen hintavakauden ylläpitämiseen keskipitkällä aikavälillä. Palkan- ja hinnanasetantaan osallistuvien (eli julkisen sektorin, yri-

Euroalueen  
talousnäkömiä  
koskevat euro-  
järjestelmän  
asiantuntijoiden  
arviot...

... perustuvat  
tekniisiin  
oletuksiin,...

tysten ja kotitalouksien) tulisi pitää EKP:n kvantitatiivista hintavakauden määritelmää ja erityisesti tavoitetta pitää inflaatio alle 2 prosentin, mutta lähellä sitä, parhaana mahdollisena ”ennusteena” keskipitkän ja pitkän aikavälin hintakehityksestä.

...malleihin ja henkilökunnan tekniseen asiantuntemukseen

Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arvioiden laadinnassa käytetään monenlaisia välineitä ja monenlaista aineistoa. On olemassa useita erilaisia euroalueen sekä euroalueen yksittäisten maiden makrotaloutta kuvaavia malleja. Malleihin liittyvän epävarmuuden takia on suositeltavaa, että yhden, kaiken kattavan mallin sijasta käytetään useita eri malleja, joihin sisältyy erilaisia näkemyksiä talouden rakenteista ja jotka on estimoitu erilaisin menetelmin. Näiden mallien tuottamia arvioita sovitetaan sekä EKP:n että kansallisten keskuspankkien ekonomistien teknisen asiantuntemuksen pohjalta.

Arvioilla on kuitenkin joitakin rajoituksia,...

Vaikka asiantuntijoiden makrotaloudelliset arviot ovat hyödyllisiä, niillä on kuitenkin rajoituksensa. Lopullinen arvio riippuu myös suuresti sitä laadittaessa käytetyistä lähestymistavoista ja tekniikoista. Lähestymistavat ja tekniikat yksinkertaistavat aina todellisuutta, eikä niillä välttämättä aina tavoiteta rahapolitiikan kannalta keskeisiä elementtejä.

Lisäksi asiantuntijoiden arviot ovat vain yhteenvedonomainen kuvaus taloudesta, eikä niihin sisälly kaikkea asiaan liittyvää tietoa. Monia tärkeitä tietoja, kuten esimerkiksi raha-aggregaattien sisältämää informaatiota, ei ole helppoa sisällyttää arvioihin, tai tiedot voivat muuttua arvioiden valmistumisen jälkeen.

Lisäksi arvioihin liittyy luonnollisesti asiantuntijoiden omia näkemyksiä, ja joskus saattaa olla hyviä syitä olla eri mieltä jostakin tietystä näkemyksestä. Arviot perustuvat aina tiettyihin oletuk-

siin – esimerkiksi öljyn hinnasta tai valuuttakursseista – joista voidaan olla eri mieltä tai jotka voivat muuttua nopeasti, jolloin arviot vanhenevat.

Yksi näkökohta liittyy vielä siihen, että ennusteiden luotettavuus yleensä heikenee merkittävästi sitä mukaa kuin ennusteen kattama ajanjakso pitenee. Toisinaan ja erityisesti silloin, kun varallisuushintojen muutosten kestävydestä on epävarmuutta, keskuspankin ehkä kannattaa asettaa korot vastaamaan kehitystä, joka saattaa muutoin vaikuttaa hintavakauteen, kun ajanjakso on huomattavasti pitempi kuin tavanomainen ennustejakso.

Ennusteisiin käytettyjen mallien tavanomaisten oletusten näkökulmasta keskuspankin olisi viisainta arvioida ja vertailla eri lähteistä saatujen tietojen soveltuvuutta moniin olosuhteisiin. Voidakseen perusteellisesti arvioida taloustilannetta ja hintavakaushälytymiä EKP:n neuvoston on saatava käyttöönsä eri tekniikoihin perustuvaa aineistoa ja eri malleihin perustuvia politiikkasimulointeja. Sen on myös käytettävä omaa harkintaansa etenkin sen suhteen, miten todennäköisesti tietyt hypoteettiset skenaariot saattavat toteutua. Arvioiden käyttöön kuuluu siten aina selkeä ja laaja-alainen analyysi talouteen vaikuttavista tekijöistä.

Kaikkien näiden seikkojen vuoksi asiantuntijoiden arvioilla on tärkeä, mutta ei kaiken kattava merkitys EKP:n rahapolitiikan strategiassa. EKP:n neuvosto tarkastelee niitä yhdessä muiden, strategian kumpankin pilariin sisältyvien tietojen ja analyysien kanssa. Näitä ovat rahatalouden analyysi sekä rahoitusmarkkinainstrumenttien hintojen, yksittäisten indikaattoreiden ja muiden laitosten laatimien ennusteiden analyysi. EKP:n neuvosto ei vastaa asiantuntija-

...jotka kertovat tarpeesta käyttää erilaisia lähteitä ja tekniikoita

Arvioilla on tärkeä, mutta ei kaiken kattava merkitys

arvioista, eikä käytä niitä yksinomaisena välineenä omaa arviointiaan muodostaessaan ja siitä viestiessään.

### Rahataloudellinen analyysi

Rahan määrä  
nimellisenä  
ankkurina

EKP korostaa erityisesti rahan määrää niistä keskeisistä indikaattoreista, joita se seuraa ja arvioi tarkasti. Päätös tehtiin sen tosiasian perusteella, että rahan määrä ja inflaatio liittyvät kiinteästi toisiinsa keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä (kehikossa 3.6 on yhteenvedo joistakin tätä asiaa koskevista tutkimustuloksista). Tämä yleisesti hyväksytty riippuvuussuhde tarjoaa rahapolitiikalle vankan ja luotettavan nimellisen ankkurin, joka

ulottuu inflaatioennusteiden laatimiseen tavallisesti käytettyjen aikarajojen yli. Näin ollen se, että strategiassa rahan määrälle annetaan merkittävä asema, on myös väline, jolla tuetaan rahapolitiikan keskipitkän aikavälin mitoitusta. Kun keskuspankki tekee rahapoliittiset päätökset ja arvioi niiden seurauksia paitsi talouden ja rahoitusmarkkinoiden analyysistä saatujen lyhyen aikavälin tietojen perusteella myös rahan määrää ja likviditeettiä koskevien näkökohtien perusteella, se pystyy näkemään erilaisten häiriöiden tilapäisen vaikutuksen ja välttämään houkutuselta toimia liian aktiivisesti.

### Kehikko 3.6 Rahan määrä ja hinnat pitkällä aikavälillä

Euroalueen rahan määrän ja inflaation välistä suhdetta keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä on selvitetty monissa tutkimuksissa (ks. osa Kirjallisuutta). Näissä tutkimuksissa kysymystä lähestytään eri näkökulmista, ja niissä hyödynnetään erilaisia empiirisiä tekniikoita.

Osa tutkimuksista on keskittynyt rahan määrän ja inflaation väliseen suhteeseen eripituisina ajanjaksoina. Käyttämällä erilaisia tilastollisia menetelmiä ja suodatustekniikoita voidaan yleensäkin havaita, että rahan määrän pitkän aikavälin muutosten ja hintakehityksen pitkän aikavälin trendin välillä on erittäin kiinteä yhteys.

Toisissa tutkimuksissa on keskitytty kysymykseen siitä, voidaanko rahan määrän perusteella ennakoita hintoja (eli onko rahan määrällä ennakoivan indikaattorin ominaisuuksia). Monia ennustetekniikoita hyödyntämällä saadaan väistämättä näyttöä siitä, että lavean raha-aggregaatin kasvuvauhti auttaa osaltaan ennustamaan erityisesti yli kahden vuoden pituisten ajanjaksojen inflaatiota. Lisäksi erilaiset rahatalouden indikaattorit voivat epäsuorasti antaa tietoa hintavakauteen kohdistuvista riskeistä, koska ne vaikuttavat muihin talouden muuttujiin kuin hintoihin, ja nämä muuttujat voivat aikanaan vaikuttaa hinnanmuodostukseen. Esimerkiksi suppealla raha-aggregaatilla on ennakoivan indikaattorin ominaisuuksia kysyntäoloihin ja siten suhdannekehitykseen nähden. Myös rahan määrän ja luotonannon kasvuvauhti, joka on nopeampi kuin inflaatiota kiihdyttämättömän kasvun ylläpitämiseen tarvitaan, voi tietyissä olosuhteissa viestiä rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuudesta tai spekulatiivisista varallisuusmarkkinoiden hintakuplista. Tällaiset tiedot saattavat aikaisessa vaiheessa antaa viitteitä epävakautta aiheuttavista tekijöistä, joilla on epäedullisia vaikutuksia talouden aktiivisuuteen ja keskipitkällä aikavälillä hintoihin.

Joissakin tutkimuksissa on lisäksi pyritty selvittämään rahan määrän kehitystä tarkastelemalla sitä yhteydessä moniin talouden perusmuuttujiin, kuten BKT:n määrään (transaktioiden mittarina) ja erilaisiin korkoihin (rahan hallussapidon vaihtoehtoiskustannusten mittarina).

Vaikka tällaisia malleja voidaan yleensä käyttää mittaamaan edellä mainittujen tekijöiden vaikutusta rahan määrään ja määrittelemään kvantitatiivisesti vaikutuksen suunta ja laajuus, niiden perusteella voidaan usein tehdä myös ero dynaamisten tekijöiden ja pitkän aikavälin tasapainotekijöiden välillä. Nämä mallit sopivat siksi erityisen hyvin rahan määrään kohdistuvien häiriöiden luonteen ja vaikutuksen tutkimiseen.

Kaiken kaikkiaan tällaisten tutkimusten yleisesti suotuisten tulosten voidaan tulkita vahvistavan, että nimellisen rahan määrän ja hintojen välillä on euroalueella vakaa suhde keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä.

#### Rahan määrän kasvun viitearvo

Viestiäkseen sitoutumisestaan rahatalouden analyysiin ja asettaakseen vertailukohdan rahan määrän kehityksen arviointia varten EKP on ilmoittanut viitearvon lavean raha-aggregaatin M3:n kasvulle. Viitearvo tarkoittaa M3:n kasvuvauhtia, jonka katsotaan olevan sopuisuudessa hintavakauden kanssa keskipitkällä aikavälillä. (Kehikossa 3.7 selostetaan, miten viitearvo on johdettu.)

Siksi viitearvo edustaa ”luonnollista” vertailukohtaa analysoitaessa rahan määrän kehitykseen euroalueella sisältyvää tietoa. Viitearvo muistuttaa keskuspankia jatkuvasti siitä peruseriaatteesta, että talouskehitykseen reagoidessaan se ei saa koskaan sivuuttaa sitä tosiasiaa, että riittävän pitkänä ajanjaksoina rahan määrän kasvuvauhdin on oltava sopuisuudessa hintavakaustavoitteen kanssa. Rahapolitiikan keskipitkän ja pitkän aikavälin luonteen vuoksi rahan määrän lyhyen aikavälin kehityksen ja rahapolitiittisten päätösten välillä ei kuitenkaan ole suoraa yhteyttä. Näin ollen rahapolitiikalla ei reagoida mekaanisesti M3:n kasvuvauhdin poikkeamiin viitearvosta.

#### Erityistekijöiden analyysi

Yksi syy tähän on se, että toisinaan myös institutionaalisista muutoksista, kuten esimerkiksi korkotulojen tai myyntivoittoa verotuksen muutoksista, johtuvat erityistekijät voivat vaikuttaa rahan määrän kehitykseen. Tällaiset erityistekijät

voivat vaikuttaa talouden toimijoiden hallussaan pitämän rahan määrään, sillä yksityishenkilöt ja yritykset reagoivat, jos raha-aggregaatteihin sisältyvien pankkitalletusten houkuttelevuus muuttuu verrattuna vaihtoehtoihin rahoitusinstrumentteihin. Erityistekijöiden aiheuttamat muutokset rahan määrässä eivät kuitenkaan välttämättä ole kovin informatiivisia hintavakauskäytösten kannalta. Tämän vuoksi EKP:n rahatalouden analyysissä pyritään keskittymään rahan määrän kasvutrendeihin sisällyttämällä siihen yksityiskohtainen arvio erityistekijöistä ja muista rahan kysyntään vaikuttavista häiriöistä.

Kuten edellä on todettu, rahatalouden kehitystä koskeva analyysi on laajempi kuin pelkkä arvio M3:n kasvusta suhteessa viitearvoonsa. Rahatalouden analyysi perustuukin EKP:n asiantuntemukseen rahoitus- ja rahalaitossektorin institutionaalisista piirteistä. Euroalueen rahatalouden säännöllisessä seurannassa EKP käyttää myös monia pienimuotoisempia rahan kysynnän ja rahataloudellisten indikaattoreiden malleja, joita EKP:n asiantuntijat ja akateemiset tutkijat ovat kehittäneet ja julkaisseet.

Rahatalouden analyysiin sisältyy likviditeettitilanteen laaja arviointi niiden tasetietojen perusteella, joista ilmenee M3:n kasvu (esimerkiksi M3:n vastaerät rahalaitossektorin konsolidoidussa taseessa,

Kattava arvio likviditeetti- ja luottotilanteesta

erityisesti lainat yksityiselle sektorille) ja M3:n kasvun koostumus (eli M3:n erät). Tällaisen M3:n vastaeristä ja M3:n kasvun rakenteesta tehdyn yksityiskohtaisen analyysin perusteella voidaan rahatalouden kehityksestä saada signaaleja, jotka ovat olennaisen tärkeitä pitkän aikavälin inflaatiotrendin tunnistamisessa. Tässä yhteydessä huomiota kiinnitetään varsinkin M3:n likvideimpiin eriin – erityisesti M1:een –, koska niissä muita selvemmin näkyvät rahan hallussapidon syyt ja koska ne voivat siten kaikkein kiinteimmin liittyä kokonaiskulutukseen.

Kun M3:n ja sen vastaerien välisistä riippuvuusuhteista saadaan perusteellinen käsitys, voidaan sen pohjalta arvioida,

johtuvatko rahan määrän kasvun muutokset ”sijoitusten siirroista” ja onko niillä vaikutuksia hintakehitykseen.

Myös rahan määrän ja luotonannon kasvuvauhti, joka on nopeampi kuin inflaatiota kiihdyttämättömän kasvun ylläpitämiseen tarvitaan, voi tietyissä olosuhteissa antaa ennakkotietoa – tavanomaisempien indikaattorien ohella – kehitysmässä olevasta rahoitusmarkkinoiden epävakaudesta. Tällaiset tiedot ovat olennaisia rahapolitiikan kannalta, koska rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuuk-sien tai varallisuusmarkkinoiden hintakuplien ilmaantuminen voi tuoda epävakautta talouskehitykseen ja lopulta hintoihin keskipitkällä aikavälillä.

### Kehikko 3.7 EKP:n viitearvo rahan määrän kasvulle

Rahan määrän merkittävästä asemasta EKP:n strategiassa viestii viitearvon ilmoittaminen lavean raha-aggregaatin M3:n kasvuvauhdille. M3:n valinta perustuu useiden empiiristen tutkimusten tukemaan näyttöön, että tällä aggregaatilla on kaikki halutut ominaisuudet. Sillä on erityisesti vakaa rahan kysynnän suhde ja ennakoivan indikaattorin ominaisuudet euroalueen tulevan hintakehityksen suhteen. M3:n kasvun viitearvo on johdettu siten, että se on sopuisuudessa hintavakauden saavuttamisen kanssa. Rahan määrän kasvun huomattavat tai pitkäaikaiset poikkeamat viitearvosta ovat normaalioloissa merkki hintavakauteen keskipitkällä aikavälillä kohdistuvista riskeistä.

Viitearvo on johdettu rahan määrän kasvuvauhdin ( $\Delta M$ ), inflaation ( $\Delta P$ ), BKT:n määrän kasvuvauhdin ( $\Delta YR$ ) ja rahan kiertonopeuden muutosten ( $\Delta V$ ) välisestä suhteesta. Tämän ns. rahamääräsäännön mukaan taloudessa olevan rahan määrän muutos on yhtä suuri kuin taloustoimien nimellisen määrän muutos (jota kuvataan BKT:n määrän muutoksen ja inflaation muutoksen summana) vähennettynä rahan kiertonopeuden muutoksella. Rahan kiertonopeus voidaan määrittellä vauhdiksi, jolla raha siirtyy rahaa hallussa pitävien eri toimijoiden välillä. Se siis määrittää, kuinka paljon rahaa tarvitaan johonkin tiettyyn määrään nimellisiä taloustoimia.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Viitearvon johtaminen perustuu hintavakauden määritelmään, jonka mukaan hintavakaus on euroalueen YKHIn alle 2 prosentin vuotuinen nousuvauhti. Lisäksi viitearvo perustuu oletuksiin, jotka koskevat tuotannon määrän potentiaalista kasvua sekä M3:n kiertonopeuden trendiä keskipitkällä aikavälillä. Vuonna 1998 euroalueen BKT:n määrän vuotuisen trendikasvuvauhdin oletettiin olevan keskipitkällä aikavälillä 2–2½ %. Oletus perustui sekä kansainvälis-



ten järjestöjen että EKP:n omiin arvioihin. Rahan määrän kiertonopeutta koskeva oletus johdettiin eri lähestymistavoin ottaen huomioon sekä yksinkertaiset (yhden muuttujan) trendit että monimutkaisemmista rahan kysyntämalleista saatavat tiedot. Eri lähestymistavoin saadut tiedot viittasivat kaiken kaikkiaan siihen, että M3:n kiertonopeus hidastuisi ½–1 % vuosittain. Näiden oletusten perusteella EKP:n neuvosto asetti joulukuussa 1998 EKP:n viitearvon 4½ prosentiksi vuodessa. Lisäksi EKP:n neuvosto päätti arvioida rahan määrän kehitystä suhteessa viitearvoon lavean rahan 12 kuukauden kasvuvauhdin kolmen kuukauden liukuvan keskiarvon perusteella. Tämän lähestymistavan on tarkoitus tasoittaa kuukausivaihtelua, joka voi olla melko huomattavaa.

Vuodesta 1999 vuoteen 2002 EKP:n neuvosto arvioi joka vuoden lopussa uudelleen niitä M3:n viitearvon laskennassa käytettyjä oletuksia, jotka johdetaan tuotannon määrän potentiaalisen kasvun keskipitkän aikavälin trendeistä ja M3:n kiertonopeudesta. Koska ei ilmennyt uutta ratkaisevaa näyttöä, joka olisi aiheuttanut merkittävän muutoksen taustaoletuksissa, viitearvo pidettiin tuona ajanjaksona ennallaan. Toukokuussa 2003 EKP:n neuvosto päätti, ettei se enää tarkista M3:n viitearvoa vuosittain, koska kokemus oli osoittanut, että keskipitkän aikavälin oletusten ei voitu odottaa muuttuvan usein. Samalla EKP:n neuvosto selvensi, että se jatkaisi viitearvon perustana olevien olosuhteiden ja oletusten paikkansapitävyyden seurantaa ja tiedottaisi oletusten muutoksista heti, kun niitä joudutaan tekemään.

### Strategian kahdesta pilarista saadun informaation vertailu

#### Kahden analyysin vertailu

Rahapolitiikan tarkoituksenmukaista mitoitusta koskevissa EKP:n neuvoston päätöksissä kahden pilarin lähestymistapa antaa mahdollisuuden vertailla lyhyen aikavälin talusanalyysistä saatuja tietoja rahatalouden pitkän aikavälin analyysistä saatuun aineistoon. Kuten edellä on tarkemmin selostettu, tämä vertailu varmistaa, että rahapolitiikassa ei jätetä ottamatta huomioon tietoja, jotka ovat olennaisen tärkeitä tulevan hintakehityksen arvioinnissa. Kaikki kahden pilarin toisiaan täydentävät tiedot hyödynnetään, sillä tämä on paras tapa varmistaa, että kaikkia tulevan hintakehityksen kannalta olennaisia tietoja käytetään johdonmukaisesti ja tehokkaasti, mikä helpottaa sekä päätöksentekoa että viestintää (ks. kuvio 3.2). Tämä lähestymistapa vähentää riskiä, että tehdään virheellisiä politiikkapäätöksiä sen vuoksi, että luotetaan liikaa yhteen ainoaan indikaattoriin, ennusteeseen tai malliin. EKP:n strategiaan kuuluu mää-

rätietoisen rahapolitiikan harjoittaminen epävarmassa ympäristössä. Sitä tavoitellaan monipuolisella lähestymistavalla talouden tilan tulkintaan.

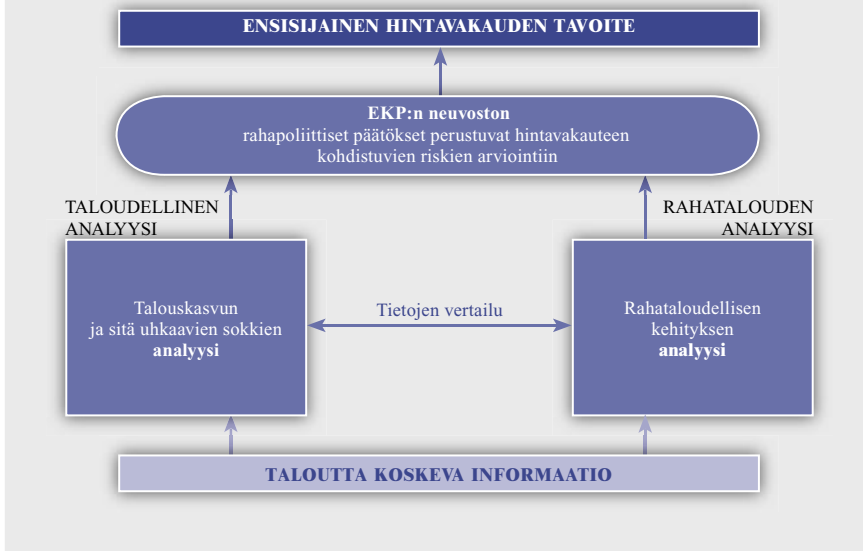
### 3.6 TILIVELVOLLISUUS, AVOIMUUS JA VIESTINTÄ

#### Keskuspankin riippumattomuus, tilivelvollisuus ja avoimuus

On perusteltua, että hintavakauden ylläpitämisestä eli rahan arvon turvaamisesta vastaa riippumaton keskuspankki, johon mahdolliset poliittiset paineet eivät vaikuta (tarkemmin luvussa 1). Demokraattisessa yhteiskunnassa keskuspankin on riippumattomuuden ohella oltava tilivelvollinen suurelle yleisölle ja sen valitsemille kansanedustajille. Tilivelvollisuutta voidaan pitää riippumattoman keskuspankin laillisena ja poliittisena velvollisuutena selittää ja perustella päätöksensä selkeästi kansalaisille ja heidän valitsemilleen kansanedustajille. Näin keskuspankki on vastuussa tavoitteidensa saavuttamisesta. Tilivelvollisuus on

Riippumattomuus  
ja tilivelvollisuus

Kuvio 3.2 Vakauteen tähtäävä EKP:n rahapolitiikan strategia



demokraattisen oikeutuksen peruselementti. Rahapoliittisen päättävällän luovuttaminen riippumattomalle keskuspankille on demokraattisesti oikeutettua, jos keskuspankin tehtävä eli mandaatti on selkeästi määritelty. Kun mandaattina on ennen kaikkea hintavakauden ylläpitäminen, suuren yleisön on helpompi nähdä riippumaton keskuspankki tilivelvollisena. Tilivelvollisuudesta seuraa, että keskuspankin on suoriuduttava tehtävistään mahdollisimman hyvin.

EKP on tilivelvollinen Euroopan unionin kansalaisille

Siihen, millä tavoin keskuspankki parhaiten varmistaa tilivelvollisuuden toteutumisen, vaikuttavat keskuspankin institutionaaliset lähtökohdat ja mandaatti. EKP on perustamissopimuksen nojalla luotu elin ja toimii sille sopimuksessa annettujen valtuuksien puitteissa. Sillä on lakisääteinen tehtävä ylläpitää hintavakautta sekä hoitaa muita koko euroaluetta koskevia keskuspankkitoimintoja. Näin ollen EKP on ensisijaisesti tilivelvollinen Euroopan unionin kansalaisille, joilta perustamissopimuksessa määritelty

laillinen oikeus on peräisin, sekä virallisemmin Euroopan parlamentille, joka on ainoa EU:n kansalaisten suoraan valitsema toimielin.

EKP:n tilivelvollisuus Euroopan parlamentille on määritelty perustamissopimuksessa eurojärjestelmän institutionaalista riippumattomuutta kunnioittaen. Perustamissopimuksen mukaan EKP:llä on useita raportointivelvollisuuksia (esimerkiksi vuosikertomuksen esittäminen Euroopan parlamentille, komissiolle ja EU:n neuvostolle), ja tilivelvollisuuden varmistamiseksi sen on selostettava toimintaansa säännöllisesti Euroopan parlamentille (ks. luku 1).

EKP:n suhteet Euroopan parlamenttiin

Keskuspankin avoimuus on tilivelvollisuuteen läheisesti liittyvä, mutta silti erillinen käsite. Avoimuus voidaan määritellä toimintatavaksi, jonka mukaan keskuspankki välittää suurelle yleisölle ja markkinoille olennaiset tiedot strategiastaan, arvioistaan sekä rahapoliittisista päätöksistään ja menettelytavois-

Avoimuus

taan tyhjentävästi, selkeästi ja ajantasaisesti. Nykyisin useimmat keskuspankit EKP mukaan lukien pitävät avoimuutta rahapolitiikan keskeisenä osatekijänä ja korostavat tehokkaan viestinnän tärkeyttä ja asianmukaista kanssakäymistä yleisön kanssa. Kaikilla toimilla pyritään viime kädessä lisäämään rahapolitiikan ymmärrettävyyttä yleisön keskuudessa ja sillä tavoin parantamaan rahapolitiikan uskottavuutta ja tehokkuutta.

**Mikä tekee keskuspankista avoimen?**

Avoimuus edellyttää ennen kaikkea, että keskuspankki ilmoittaa selvästi, miten se tulkitsee tehtävänsä ja kertoo avoimesti rahapoliittisista tavoitteistaan. Näin yleisön on helppo seurata ja arvioida keskuspankin toimintaa. Lisäksi keskuspankin on selostettava sisäisen päätöksentekonsa analyysijärjestelmää ja talouden tilaa koskevia arvioitaan sekä selvennettävä usein niitä taloudellisia syitä, joihin sen rahapoliittiset päätökset perustuvat. Näin ollen avoimuutta voidaan edistää luomalla järjestelmällinen rahapolitiikan sisäinen päätöksentekoprosessi sekä ulkoinen viestintä suurelle yleisölle erityisesti julkisesti ilmoitetun rahapolitiikan strategian avulla.

**Avoimuus lisää rahapolitiikan tehokkuutta, koska se...**

Avoimuuden kannalta pankille on kaikein tärkeintä toimiva rahapolitiikka, joka saavuttaa sille asetetut tavoitteet. Avoimuus lisää rahapolitiikan tehokkuutta monestakin syystä.

**...edistää uskottavuutta,...**

Ensinnäkin kertomalla selkeästi tehtävästään ja sen täyttämisestä keskuspankki pystyy lisäämään uskottavuutta. Kun keskuspankki mielletään kykeneväksi ja halukkaaksi täyttämään tehtävänsä, yleisön hintaodotuksilla on hyvä kiinnekohta. On erityisen hyödyllistä, että keskuspankki tiedottaa usein taloustilannetta koskevista arvioistaan. On myös hyvä, jos keskuspankit kertovat avoimesti ja realistisesti, mitä rahapolitiikalla voidaan saada aikaan ja, mikä

tärkeintä, mihin sillä ei voida vaikuttaa (ks. luku 3.1).

Toiseksi vahva sitoutuminen avoimuuteen velvoittaa rahapolitiikan päätöksentekijät itsekuriin, joka osaltaan varmistaa, että rahapoliittiset päätökset ja selvitukset tehdään ajan mittaan johdonmukaisesti. Koska yleisön mahdollisuudet arvioida rahapoliittisia toimia paranevat, tällainen sitoutuminen lisää päättäjien kannustimia täyttää tehtävänsä asianmukaisesti.

**...edellyttää päättäjiltä itsekuria**

Kolmanneksi ilmoittamalla julkisesti rahapolitiikan strategiansa ja tiedottamalla talouskehitystä koskevista säännöllisistä arvioistaan keskuspankki ohjaa markkinoiden odotuksia niin, että arviot voidaan muodostaa yhä tehokkaammin ja täsmällisemmin. Avoimuus auttaa markkinoita ymmärtämään rahapolitiikan systemaattista reagointia talouskehitykseen ja häiriöihin ja siten ennakoimaan rahapolitiikan yleistä suuntautumista keskipitkällä aikavälillä, mikä puolestaan lisää rahapoliittisten toimien ennustettavuutta.

**...ja ohjaa markkinoita**

Ennustettavuus on tärkeää rahapolitiikan toteuttamiselle. Koska keskuspankit voivat kontrolloida suoraan vain hyvin lyhyitä korkoja, lyhyiden korkojen odotetulla kehityksellä pitkän ajan kuluessa ja epävarmuuteen liittyvillä preemioilla on myös tärkeä merkitys rahapolitiikan välittymisessä talouteen. Jos markkinoiden toimijat pystyvät suurin piirtein ennakoimaan rahapoliittiset toimenpiteet, rahapolitiikan (odotetut) muutokset välittyvät rahoitusmarkkinoita kuvaaviin muuttujiin nopeasti. Tämä puolestaan voi nopeuttaa rahapolitiikan välittymistä sijoitus- ja kulutus päätöksiin ja kiihdyttää tarpeellisia taloudellisia tasapainottomistotoimia ja siten mahdollisesti parantaa rahapolitiikan toimivuutta.

## Rahapolitiikan strategian viestinnällinen tehtävä

Rahapolitiikan esittämisessä suurelle yleisölle...

Rahapolitiikan ymmärtämisen parantamiseksi rahapoliittisen päätöksenteon kaikki vaiheet pitäisi selostaa selkeästi suurelle yleisölle. Käytännössä on kuitenkin vaikeaa kertoa täysin tyhjentävästi ja ymmärrettävästi kaikista sisäisen rahapoliittisen päätöksenteon yksityiskohdista ja näkökohdista ja samalla varmistaa, että tiedot on ymmärretty oikein.

...täytyy ottaa huomioon päätöksenteon monimutkaisuus

Rahapolitiikan esittelemisessä suurelle yleisölle onkin tehtävä monia valintoja. Avoimuus on muutakin kuin tiedon välittämistä. Se edellyttää myös tiedon jäsentämistä suurelle yleisölle ymmärrettävään muotoon.

...ja olla yhdenmukainen sisäisen päätöksenteon kanssa

Pyrittäessä välittämään sanoma selkeästi ei kuitenkaan tulisi väheksyä tarvetta tuoda rehellisesti esiin rahapolitiikan päätöksenteon monimutkaisuus. Kaikessa viestinnässä täytyy näkyä se, että rahapolitiikan on oltava toimiva moni-

mutkaisessa, epävarmassa ja jatkuvasti muuttuvassa ympäristössä. EKP:n rahapolitiikan strategian ulkoisessa viestinnässä painotetaan tämän ympäristön kuvaamista todenmukaisesti. Strategian selostaminen yleisölle on melko hankalaa verrattuna muiden strategioiden selostamiseen (näitä ovat esimerkiksi rahan määrän kasvutavoitteeseen tai inflaatiotavoitteeseen perustuvat strategiat, ks. kehikko 3.2). EKP:n tapa selostaa strategiaansa kuvastaa kuitenkin hyvin sitä monimuotoista rahapolitiikan lähestymistapaa, jota EKP noudattaa sisäisessä päätöksenteossaan.

Toimiva viestintä edellyttää myös, että keskuspankki suuntaa viestinsä erilaisille yleisöille ja käyttää monenlaisia viestintäkanavia. EKP on täyttänyt raportointivelvoitteensa käytännössä laajemmin kuin perustamissopimuksessa edellytetään, sillä se on ottanut käyttöön muitakin keinoja tilivelvollisuuden ja avoimuuden varmistamiseksi (ks. kehikko 3.8).

### Kehikko 3.8 EKP:n keskeiset viestintäkanavat

Pääjohtajan ja varapääjohtajan heti joka kuukauden ensimmäisen EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen pitämät kuukausittaiset lehdistötilaisuudet sekä Kuukausikatsaus ovat kaksi tärkeintä EKP:n käyttämää viestintäkanavaa. Pääjohtaja pitää lehdistötilaisuudessa alustuspuheenvuoron, jossa hän ajantasaisesti ja perusteellisesti arvioi talouskehitystä rahapolitiikan näkökulmasta. Puheenvuoro on jäsennetty EKP:n rahapolitiikan strategian mukaisesti, ja sen sisältö on EKP:n neuvoston hyväksymä. Kuukausittaisissa lehdistötilaisuuksissa sekä euroalueen että sen ulkopuolisten tiedotusvälineiden edustajilla on mahdollisuus esittää kysymyksiä, ja rahapoliittisia päätöksiä voidaan tällöin selittää yleisölle välittömästi ja tasapuolisesti. Puheenvuorot kysymyksineen ja vastauksineen julkaistaan kirjallisina EKP:n verkkosivuilla vain muutamia tunteja myöhemmin. Lehdistötilaisuus on siten tehokas keino esitellä ja selittää EKP:n neuvoston käymää keskustelua ja rahapolitiikan päätöksentekoprosessia heti tuoreeltaan.

Kuukausikatsaus tarjoaa suurelle yleisölle ja rahoitusmarkkinoille yksityiskohtaisen ja perusteellisen analyysin taloustilanteesta. Katsaus julkaistaan tavallisesti viikon kuluttua EKP:n neuvoston kokouksesta, ja se sisältää ne tiedot, joiden perusteella neuvosto teki korkopäätöksensä. Kuukausikatsaus sisältää myös artikkeleita, jotka luotaavat pitkän aikavälin näkymiä ja

yleistä talouskehitystä sekä selittävät eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmässä käyttämiä analysivälineitä.

Neljännesvuosittain EKP:n pääjohtaja on Euroopan parlamentin talous- ja raha-asiain valiokunnan kuultavana. Kuulemisissa pääjohtaja selittää EKP:n politiikkapäätöksiä ja vastaa valiokunnan jäsenten kysymyksiin. Valiokunnan kokoukset ovat avoinna yleisölle, ja pääjohtajan puheenvuorot julkaistaan kuulemisten jälkeen sekä Euroopan parlamentin että EKP:n verkkosivuilla. EKP:n pääjohtajan lisäksi myös muut EKP:n johtokunnan jäsenet voivat olla talous- ja raha-asioiden valiokunnan kuultavana.

EKP:n neuvoston jäsenillä on runsaasti julkisia esiintymisiä. Pääjohtajan sekä muiden johtokunnan ja EKP:n neuvoston jäsenten puheilla on huomattava merkitys EKP:n näkökantojen selittämisessä suurelle yleisölle. EKP:n neuvoston jäsenten myöntämät haastattelut ovat myös tärkeä kanava tavoittaa kansainväliset ja paikalliset kohderyhmät. Lisäksi EKP ottaa vastaan paljon vierailijoita aina suuren yleisön edustajista eri laitosten asiantuntijoihin. EKP on myös sitoutunut olemaan avoimessa vuorovaikutuksessa akateemisen maailman edustajien kanssa. EKP:n asiantuntijoiden teknisten tutkimusten tuloksia ja rahapolitiikkaan liittyviä yleisluonteisia selvityksiä julkaistaan työpaperisarjassa (Working Paper Series) ja Occasional Paper Series -julkaisusarjassa.

Rahapolitiikan avoimuus edellyttää myös, että keskuspankin keräämät tilastotiedot julkistetaan kokonaisuudessaan ja ajantasaisesti heti, kun niiden luotettavuus on varmistettu. Kansallisten keskuspankkien avulla EKP kerää raha- ja pankkitilastoja ja muita vastaavia tilastoja, maksutasetilastoja ja ulkomaista varallisuutta koskevia tilastoja sekä laatii euroalueen rahoitustilinpitoa koskevia tilastoja (ks. kehikko 3.5). Julkaisemalla nämä tilastot ajantasaisesti EKP jakaa suurelle yleisölle käytössään olevaa informaatiota euroalueen talouskehityksestä ja tukee siten tiedottamista neuvoston tekemistä rahapoliittisista päätöksistä.

Koska eurojärjestelmä joutuu tiedottamaan monikulttuurisessa ja -kielisessä ympäristössä, kansallisilla keskuspankeilla on merkittävä asema eurojärjestelmän viestintästrategiassa. Niiden yhteydet suureen yleisöön kansallisella ja alueellisella tasolla ovat kiinteät, ja ne kääntävät rahapoliittiset signaalit eri kielille ja räätälöivät ne kansalliseen yhteyteen sopiviksi.

## 4 RAHAPOLITIIKAN TOTEUTTAMINEN

Tässä luvussa selostetaan, miten rahapoliittiset päätökset pannaan täytäntöön käytävissä olevien rahapolitiikan välineiden avulla. Ensimmäisessä osassa kerrotaan eurojärjestelmän rahapolitiikan välineiden käyttöä ohjaavista tavoitteista ja periaatteista. Toisessa osassa kuvataan lyhyesti keskeiset rahapolitiikan välineet eli avomarkkinaoperaatiot, maksuvalmiusjärjestelmä ja vähimmäisvarantojärjestelmä. Seuraavissa osissa kutakin näistä välineistä tarkastellaan lähemmin sekä esitetään keskuspankin taseen avulla rahapolitiikan välineiden ja pankkien likviditeetin keskinäinen yhteys. Viimeisessä osassa arvioidaan lyhyesti rahapoliittisen välineistön toimivuutta niiden neljän ja puolen vuoden aikana, jona euroalueella on harjoitettu yhteistä rahapolitiikkaa.

### 4.1 RAHAPOLITIIKAN OHJAUSJÄRJESTELMÄN SUUNNITTELUN YLEISET PERIAATTEET JA TAVOITTEET

Rahamarkkinat ja rahapolitiikan välittyminen

Lyhyillä rahamarkkinakoroilla on tärkeä tehtävä rahapolitiikan välittymisessä (tarkemmin luvussa 3). Rahapolitiikalla on merkittävä vaikutus lyhyihin nimellisiin markkinakorkoihin. Määräämällä korot rahapolitiikka vaikuttaa monin eri tavoin talouteen ja viime kädessä hintatasoon.

Rahapolitiikan ohjausjärjestelmä...

Ensisijaisen tavoitteensa saavuttamiseksi eurojärjestelmä käyttää erilaisia rahapolitiikan välineitä ja menettelytapoja. Yhdessä ne muodostavat ohjausjärjestelmän, jonka avulla yhteistä rahapolitiikkaa toteutetaan.

...ja rahapolitiikan strategia

Sekä rahapolitiikan ohjausjärjestelmällä että rahapolitiikan strategialla on oma tehtävänsä rahapolitiikan toteuttamisessa. Strategiassa määritellään, mikä on sopiva korkotasointensiteetti hintavakauden ylläpitämiseksi keskipitkällä aikavälillä. Ohjausjärjestelmässä puolestaan määritellään, kuinka tämä korkotasointensiteetti saavutetaan käytävissä olevien rahapolitiikan välineiden avulla.

Ohjausjärjestelmään kuuluu korkojen ohjaaminen, likviditeetin hallinta,...

Keskuspankki ohjaa lyhyitä rahamarkkinakorkoja viestittämällä rahapolitiikkansa mitoituksesta ja hallitsemalla raha-

markkinoiden likviditeettiä. Keskuspankilla, joka ainoana laskee liikkeeseen seteleitä ja tarjoaa pankeille reservejä, on rahaperustan luomisen monopoli. Euroalueen rahaperusta koostuu liikkeessä olevasta rahasta (seteleistä ja kolikoista), vastapuolten eurojärjestelmään tallettamista varannoista sekä eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmän talletuksista. Eurojärjestelmän taseen vastatavaa-puolella nämä erät ovat velkoja. Varannot voidaan jakaa edelleen vähimmäisvarantoihin ja varantovelvoitteen ylittäviin talletuksiin. Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmässä vastapuolten on talletettava vähimmäisvaranto kansalliseen keskuspankkiin (ks. osa 4.3). Tämän lisäksi luottolaitoksilla on tavallisesti vain vähäinen määrä vapaaehtoisia varantovelvoitteen ylittäviä talletuksia eurojärjestelmässä.

Monopoliasemansa nojalla keskuspankki pystyy hallitsemaan rahamarkkinoiden likviditeettiä ja vaikuttamaan rahamarkkinakorkoihin.

Sen lisäksi, että keskuspankki ohjaa korkotasoa likviditeettiä hallitsemalla, se voi myös viestiä rahapolitiikan mitoituksesta rahamarkkinoille. Tämän se tekee tavallisesti muuttamalla ehtoja, joilla se on valmis tekemään kauppvoja luottolaitosten kanssa.

...rahapolitiikan mitoituksesta viestittäminen...

...ja rahamarkkinoiden sujuvan toiminnan varmistaminen

Keskuspankki pyrkii myös varmistamaan rahamarkkinoiden sujuvan toiminnan ja auttamaan luottolaitoksia täyttämään likviditeettitarpeensa kitkattomasti ja hallitusti. Tämän vuoksi se tarjoaa luottolaitoksille säännöllisesti jälleenrahoitusta sekä maksuvalmiusjärjestelmän, jonka avulla luottolaitokset voivat huolehtia päivän lopun saldoista ja lieventää likviditeetin tilapäisten vaihtelujen vaikutuksia.

Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän perusteisiin kuuluu avoimen markkinatalouden periaate,...

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmä perustuu periaatteisiin, jotka on määritelty sopimuksessa Euroopan unionista. Sen artiklassa 105 määrätään, että pyrkiessään tavoitteisiinsa eurojärjestelmä ”...toimii sellaiseen vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti, joka suosii voimavarojen tehokasta kohdentamista,...”.

...toiminnan tehokkuus,...

Euroopan unionia koskevassa sopimuksessa määriteltyjen periaatteiden lisäksi ohjausjärjestelmä perustuu useisiin muihin periaatteisiin, joista kaikkein tärkein on toiminnan tehokkuuden periaate. Tällä tarkoitetaan ohjausjärjestelmän kykyä edistää rahapoliittisten päätösten siirtymistä mahdollisimman tarkasti ja nopeasti lyhyihin rahamarkkinakorkoihin. Rahamarkkinakorot puolestaan vaikuttavat hintatasoon rahapolitiikan välitysmekanismien kautta.

...rahoituslaitosten yhdenvertainen kohtelu sekä sääntöjen ja menettelytapojen yhdenmukaistaminen,...

Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän muita tärkeitä periaatteita ovat rahoituslaitosten yhdenvertaisen kohtelun turvaaminen sekä sääntöjen ja menettelytapojen yhdenmukaistaminen koko euroalueella. Luottolaitoksia on kohdeltava yhdenvertaisesti riippumatta niiden koosta ja sijainnista euroalueella. Sääntöjen ja menettelytapojen yhdenmukaistaminen auttaa turvaamaan yhdenvertaisen kohtelun, sillä pyrkimyksenä on luoda samantyyppiset olosuhteet kaikille euroalueen luot-

tolaitoksille, kun ne tekevät transaktioita eurojärjestelmän kanssa.

Yksi eurojärjestelmälle tyypillinen piirre on rahapolitiikan täytäntönnäpön hajauttaminen. Niinpä eurojärjestelmän rahapoliittisten operaatioiden täytäntönnäpöjiä ovat tavallisesti kansalliset keskuspankit. Toisin sanoen EKP koordinoi operaatiot, ja kansalliset keskuspankit toteuttavat niihin liittyvät transaktiot.

...täytäntönnäpön hajauttaminen...

Ohjausjärjestelmään kuuluu lisäksi selkeyden, avoimuuden, jatkuvuuden, turvallisuuden ja kustannustehokkuuden periaatteiden noudattaminen. Selkeyden ja avoimuuden periaatteilla pyritään varmistamaan, että rahapoliittisten operaatioiden tavoitteet ymmärretään oikein. Noudattamalla jatkuvuuden periaatetta pyritään puolestaan välttämään rahapoliittisten välineiden ja menettelytapojen suuria muutoksia, jotta keskuspankit ja niiden vastapuolet voivat hyödyntää aikaisempia kokemuksiaan osallistessaan rahapoliittisiin operaatioihin. Turvallisuuden periaate taas edellyttää, että eurojärjestelmän rahoitukselliset ja toiminnalliset riskit minimoidaan. Kustannustehokkuuden periaatteen tarkoituksena on pitää rahapolitiikan ohjausjärjestelmästä aiheutuvat toiminnalliset kustannukset pieninä niin eurojärjestelmälle kuin sen vastapuolillekin.

...sekä selkeys, avoimuus, jatkuvuus, turvallisuus ja kustannustehokkuus

## 4.2 KATSAUS EUROJÄRJESTELMÄN RAHAPOLIITTISEN VÄLINEISTÖÖN

Eurojärjestelmän rahapoliittinen välineistö on kuvailtu yksityiskohtaisesti EKP:n julkaisussa ”Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä”.

Eurojärjestelmällä on käytettävissä kahdentyyppisiä välineitä sen harjoittaessa

Avomarkkinoperaatiot

euroalueen yhteistä rahapolitiikkaa: avomarkkinaoperaatiot ja maksuvalmiusjärjestelmä (pääpiirteittäinen kuvaus on taulukossa 4.1). Tärkeimpiä ovat avomarkkinaoperaatiot, joita tehdään keskuspankin aloitteesta tavallisesti rahamarkkinoilla. Rahamarkkinoilla tarkoitetaan markkinoita, joilla transaktioiden maturiteetti on yleensä alle vuoden (tarkemmin osassa 2.5). Avomarkkinaoperaatioilla on tärkeä tehtävä korkojen ohjaamisessa, rahapolitiikan mitoituksen viestimisessä ja rahamarkkinoiden likviditeettitilanteen hallinnassa.

#### Perusrahoitusoperaatiot

Avomarkkinaoperaatioista tärkeimpiä ja eurojärjestelmän rahapolitiikan keskeisin väline ovat perusrahoitusoperaatiot. Niillä eurojärjestelmä lainaa varoja vas-

tapuolilleen. Luottoa annetaan aina vakuuksia vastaan, jotta suojataan eurojärjestelmää rahoitusriskeiltä. Eurojärjestelmän rahapoliittisten operaatioiden vastapuolista ja siitä, millaisia vakuuksia likviditeettiä lisäävissä operaatioissa tarvitaan, kerrotaan kehikossa 4.1.

Avomarkkinaoperaatioissa luotonanto tapahtuu tavallisesti käänteisoperaatioiden kautta. Niissä keskuspankki ostaa arvopapereita siten, että kauppaan liittyy takaisinostosopimus, tai myöntää lainan vakuuskelpoisia arvopapereita vastaan (ks. kehikko 4.3). Käänteisoperaatiot ovatkin määräaikaaisia avomarkkinaoperaatioita, joissa vastapuolet saavat varoja vain rajoitetusti ja ennalta ilmoitetuksi ajaksi.

#### Käänteisoperaatiot

**Taulukko 4.1 Eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatiot ja maksuvalmiusjärjestelmä**

Rahapoliittiset operaatiot	Toimenpidetyypit <sup>1)</sup>		Maturiteetti	Toteuttamistiheys
	Likviditeettiä lisäävät	Likviditeettiä vähentävät		
<b>Avomarkkinaoperaatiot</b>				
Perusrahoitusoperaatiot	• Käänteisoperaatiot	–	• 1 viikko <sup>2)</sup>	• Viikoittain
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	• Käänteisoperaatiot	–	• 3 kuukautta	• Kuukausittain
Hienosäätöoperaatiot	• Käänteisoperaatiot • Valuuttaswapit  • Suorat ostot	• Valuuttaswapit • Määräaikaistalletusten kerääminen • Käänteisoperaatiot • Suorat myynnit	• Ei vakio	• Satunnaisesti
Rakenteelliset operaatiot	• Käänteisoperaatiot • Suorat ostot	• Velkasitoumusten liikkeeseenlasku • Suorat myynnit	• Vakio / ei vakio –	• Säännöllisesti ja satunnaisesti • Satunnaisesti
<b>Maksuvalmiusjärjestelmä</b>				
Maksuvalmiusluotto	• Käänteisoperaatiot	–	• Yön yli	• Käytettävissä vastapuolten harkinnan mukaan
Talletusmahdollisuus	–	• Talletukset	• Yön yli	• Käytettävissä vastapuolten harkinnan mukaan

1) Avomarkkinaoperaatioiden toimenpidetyypit on kuvattu kehikossa 4.3.

2) 10.3.2004 alkaen. Siihen asti kaksi viikkoa (ks. kehikko 4.2).



### 1 Vastapuolet

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmä on suunniteltu siten, että laajalla joukolla vastapuolia olisi mahdollisuus osallistua eurojärjestelmän rahapoliittisiin operaatioihin. Vastapuolten on täytettävä tietyt kelpoisuusvaatimukset. Nämä vaatimukset on määritelty sitä silmällä pitäen, että koko euroalueen luottolaitoksia kohdeltaisiin yhdenvertaisesti ja varmistettaisiin, että vastapuolet täyttävät tietyt toiminta- ja vakavaraisuusvaatimukset. Yleiset kelpoisuusvaatimukset ovat samat kaikkialla euroalueella.

Tullakseen hyväksytyksi vastapuoleksi luottolaitoksen on kuuluttava eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmään ja oltava vakavarainen. Lisäksi vastapuolten on täytettävä oman kansallisen keskuspankinsa (tai EKP:n) soveltamissa sopimuksissa tai säännöissä määritetyt toimintavaatimukset, jotta eurojärjestelmän rahapoliittiset operaatiot voidaan toteuttaa tehokkaasti. Kesäkuun 2003 lopussa euroalueella oli 6 776 luottolaitosta. Näistä kuitenkin vain 2 243 täytti avomarkkinaoperaatioihin osallistumisen toimintavaatimukset, 2 749 maksuvalmiusluoton saannin toimintavaatimukset ja 3 188 talletusmahdollisuuden käytön toimintavaatimukset. Avomarkkinaoperaatioihin osallistuvien vastapuolten lukumäärä on käytännössä yleensä kuitenkin paljon pienempi kuin hyväksytyjen vastapuolten lukumäärä. Vuoden 2003 alkupuoliskolla perusrahoitusoperaatioiden huutokauppoihin osallistui keskimäärin 252 vastapuolta. Samana ajankohtana pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin osallistui keskimäärin 136 vastapuolta.

Yleiset kelpoisuusvaatimukset täyttävä luottolaitos voi käyttää eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmää ja osallistua vakiohuutokauppoina toteutettaviin avomarkkinaoperaatioihin sijoittautumisjäsenvaltionsa kansallisen keskuspankin välityksellä. Jos laitos on sijoittautunut (hallinnollisen päätoimipaikan ja sivukonttoreiden kautta) useampaan kuin yhteen jäsenvaltioon, kukin toimipaikka voi osallistua näihin operaatioihin sijaintijäsenvaltionsa kansallisen keskuspankin kautta. Laitoksen huutokaupparjoukset voi kuitenkin tehdä kussakin jäsenvaltiossa vain yksi toimipaikka (joko hallinnollinen päätoimipaikka tai nimetty sivukonttori).

Eurojärjestelmän rahapoliittiset operaatiot toteutetaan hajautetusti kansallisten keskuspankkien kautta. Hajautettu toteuttamistapa on ollut erittäin tehokas ja toiminut joustavasti, koska siihen valmistauduttiin huolella ja käytössä on tehokkaat tietojärjestelmät. Eurojärjestelmä hyötyy edelleen suuresti kansallisten keskuspankkien kymmenien vuosien kuluessa luomista läheisistä suhteista paikallisiin vastapuoliin.

### 2 Vakuudet

EKPJ:n perussäännön artiklan 18.1 mukaan EKP ja kansalliset keskuspankit voivat käydä kauppaa rahoitusmarkkinoilla ostamalla ja myymällä arvopapereita suoran kaupoin tai takaisinostosopimuksin, ja kaikkien eurojärjestelmän luotto-operaatioiden edellytetään perustuvan riittäviin vakuuksiin. Tämän vaatimuksen tarkoituksena on suojella eurojärjestelmää rahoitusriskiltä. Näin ollen kaikki eurojärjestelmän likviditeettiä lisäävät operaatiot perustuvat vastapuolten vakuuksiksi antamiin arvopapereihin.

Koska tavoitteena on suojata eurojärjestelmää tappioilta rahapoliittisissa operaatioissa, turvata vastapuolien yhdenvertainen kohtelu ja tehostaa toimintaa, arvopapereiden on täytettävä tietyt kriteerit tullakseen hyväksytyiksi eurojärjestelmän rahapoliittisiin operaatioihin. Yhdenvertaisen kohtelun periaatteen noudattamiseksi eurojärjestelmä hyväksyy vakuuksiksi sekä yksityisten että julkisten velallisten liikkeeseen laskemia arvopapereita.

Koska jäsenvaltioiden rahoitusrakenteissa on eroja, eurojärjestelmän rahapoliittisiin operaatioihin hyväksyttävät arvopaperit on erityisesti eurojärjestelmän omien lähtökohtien perusteella jaettu kahteen luokkaan, ykköslistan ja kakkoslistan arvopapereihin. Ykköslistan arvopapereita ovat jälkimarkkinakelpoiset velkainstrumentit, jotka täyttävät EKP:n määrittelemät koko euroalueen kattavat, yhdenmukaiset kelpoisuusvaatimukset. Kakkoslistan arvopapereita ovat sellaiset muut jälkimarkkinakelpoiset ja ei-jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit, joilla on erityistä merkitystä kansallisille rahoitusmarkkinoille ja pankkijärjestelmille. Kansalliset keskuspankit määrittelevät näiden kelpoisuusvaatimukset EKP:n asettamien vähimmäisvaatimusten mukaisesti. Eurojärjestelmän vastapuolet voivat käyttää vakuutena myös toisessa jäsenvaltiossa vakuuksiksi hyväksytyjä arvopapereita, eli ne voivat hankkia luottoa sijaintivaltionsa kansallisesta keskuspankista toisessa jäsenvaltiossa sijaitsevia arvopapereita vastaan. Tällä tavoin varmistetaan, että luottolaitokset kaikkialla euroalueella voivat käyttää kaikkia EKP:n ykköslistan ja kansallisten kakkoslistojen arvopapereita kokonaisuudessaan. Kaikkiin vakuuskelpoisiin arvopapereihin sovelletaan erityisiä riskienhallintamenetelmiä, joiden määrittelyssä markkinakäytännöt on otettu huomioon.

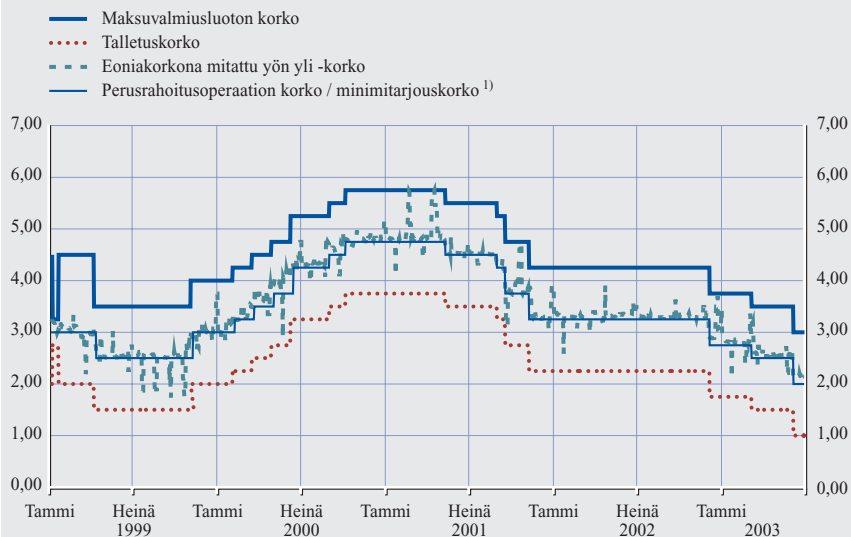
#### Maksuvalmiusjärjestelmä

Eurojärjestelmän vastapuolten käytössä on myös maksuvalmiusjärjestelmä, jolla säädellään rahamarkkinoiden lyhyitä korkoja ja etenkin rajoitetaan niiden heilahteluja. Maksuvalmiusjärjestelmä koostuu kahdesta osasta, maksuvalmiusluotosta ja talletusmahdollisuudesta, ja vas-

tapuolet voivat käyttää niitä omasta aloitteestaan. Sekä maksuvalmiusluottoihin että -talletuksiin sovelletaan yön yli -korkoa. Maksuvalmiusluoton korko on yleensä huomattavasti korkeampi kuin vastaava markkinakorko, kun taas talletusmahdollisuuden korko on yleensä

#### Kuvio 4.1 EKP:n ohjaukset ja eoniakorko

(vuotuinen korko; päivähavaintoja)



Lähde: EKP.

1) Ennen 28.6.2000 perusrahoitusoperaatiot toteutettiin kiinteäkorkoisina huutokauppoina. Alkaen operaatiosta, jonka maksut suoritettiin 28.6.2000, perusrahoitusoperaatiot ryhdyttiin toteuttamaan vaihtuvakorkoisina huutokauppoina ja korkotarjousten alaraja ryhdyttiin ilmoittamaan etukäteen. Korkotarjousten alaraja tarkoittaa alinta korkoa, jolla vastapuolet voivat tehdä tarjouksia vaihtuvakorkoisessa huutokaupassa (ks. osa 4.4).

huomattavasti alhaisempi kuin vastaava markkinakorko. Näin ollen luottolaitokset käyttävät maksuvalmiusjärjestelmää yleensä vain silloin, kun muut vaihtoehdot puuttuvat. Koska maksuvalmiusjärjestelmän käyttöä ei ole rajoitettu – lukuun ottamatta maksuvalmiusluoton käyttöön liittyviä vakuusvaatimuksia – niiden korot muodostavat normaalioloissa yön yli -markkinakoron ylä- ja alarajan. (Maksuvalmiusluottoa ja talletusmahdollisuutta tarkastellaan yksityiskohtaisesti osassa 4.5.)

Maksuvalmiusjärjestelmän korkokäytävä

Asettamalla maksuvalmiusjärjestelmän korot EKP:n neuvosto määrittelee käytävän, jonka sisällä yön yli -markkinakorko voi heilahdella. EKP:n ohjauskorkeiden kehitystä tammikuusta 1999 esittävästä kuviosta 4.1 ilmenee myös, kuinka maksuvalmiusluoton korko on muodostanut yön yli -markkinakoron (eoniakoron) ylä- ja alarajan.<sup>1</sup>

Eoniakorko, EKP:n ohjauskorot ja vähimmäisvarantojärjestelmä

Eoniakorko on yleensä ollut lähellä perusrahoitusoperaatioiden korkoa, mikä kuvaa perusrahoitusoperaatioiden merkitystä tärkeimpänä eurojärjestelmän rahapolitiikan välineenä (ks. kuvio 4.1). Kuviosta 4.1 käy myös ilmi, että eoniakorossa esiintyy ajoittaisia piikkejä. Nämä kaksi eoniakoron piirrettä liittyvät eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmään (tarkemmin osassa 4.3). Kuviosta 4.1 ilmenee myös, että maksuvalmiusjärjestelmän ja perusrahoitusoperaatioiden korkojen väliset erot pidettiin muuttumattomana huhtikuusta 1999 kesäkuuhun 2003 (vaihteluväli  $\pm 1$  prosenttiyksikköä).<sup>2</sup>

### 4.3 VÄHIMMÄISVARANNOT

#### Järjestelmän kuvaus

EKP velvoittaa luottolaitokset pitämään kansallisissa keskuspankeissa olevilla tileillä pakollisia talletuksia, joita kutsutaan vähimmäisvarannoiksi.<sup>3</sup> Kunkin luottolaitoksen vähimmäisvarantojen suuruus määräytyy sen varantopohjan perusteella. Varantopohja puolestaan määritellään suhteessa luottolaitoksen tase-eriin. Varantopohjaan sisällytettävät velkojen pääerät luetellaan taulukossa 4.2.<sup>4</sup>

Varantovelvoite ja varantopohja

Luottolaitoksen varantovelvoitteen määrä lasketaan kertomalla laitoksen varantopohja velvoiteprosentilla. EKP soveltaa yhdenmukaista nollaa suurempaa velvoiteprosenttia suurimpaan osaan varantopohjaan kuuluvista eristä. EMUn kolmannen vaiheen alussa tämän velvoitteen suuruudeksi asetettiin 2 %. Nollaa suurempaa velvoiteprosenttia sovelletaan suurimpaan osaan luottolaitosten lyhytaikaisista veloista. Sitä ei kuitenkaan sovelleta pitkäaikaisiin velkoihin eikä takaisinostosopimuksiin (ks. taulukko 4.2).

Velvoiteprosentti

Luottolaitokset saavat tehdä varantovelvoitteestaan konttäsummavähennyksen. Euron käyttöönotosta lähtien vähennyksen määrä on ollut 100 000 euroa. Konttäsummavähennyksellä halutaan pienentää hyvin pienten varantovelvoitteiden hallinnoinnista aiheutuvia kustannuksia.

Konttäsumma-vähennys

Varantovelvoitteiden täyttämiseksi luottolaitosten on pidettävä talletuksia kansallisissa keskuspankeissa olevilla sekki-

Keskiarvoistaminen

<sup>1</sup> Eoniakoron (EONIA, euro overnight index average) ilmoittaa European Banking Federation (EBF). Se on rahamarkkinoilla aktiivisimmin toimivien pankkien välisten kaikkien vakuudettomien yön yli -luottojen painotettu keskikorko.

<sup>2</sup> Korkokäytävän vaihteluväli pidettiin kapeana ( $\pm 0,25$  prosenttiyksikköä) 4.–21.1.1999. Tämän järjestelyn tarkoituksena oli helpottaa yhteisen rahapolitiikan ohjausjärjestelmän käyttöönottoa.

<sup>3</sup> Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmän oikeudellisesta perustasta säädetään EKPJ:n perussäännön artiklassa 19. Vähimmäisvarantojärjestelmän yksityiskohdista säädetään useissa säädöksissä. Näistä tärkeimmät ovat Euroopan unionin neuvoston asetus (EY) N:o 2531/98 EKP:n soveltamista vähimmäisvarannoista ja EKP:n asetus (EY) N:o 2818/98 vähimmäisvarantojen soveltamisesta (EKP/1998/15) sellaisena kuin se on muutettuna.

<sup>4</sup> Varantopohjaan ei sisällytetä luottolaitosten velkoja muille eurojärjestelmän vähimmäisvarantovelvoitteen alaisille luottolaitoksille eikä luottolaitosten velkoja EKP:lle tai kansallisille keskuspankeille.

tileillään. Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmässä vastapuolet voivat hyödyntää keskiarvoistamista. Tämä merkitsee, että varantovelvoitteen täyttyminen määritellään sen mukaan, mikä on vastapuolen varantotilin keskimääräinen päivittäinen saldo noin kuukauden pituisen pitoajanjakson aikana.

#### Pitoajanjakso

EKP:n neuvosto päätti vuonna 2003, että maaliskuusta 2004 alkaen pitoajanjakso alkaa sellaisen perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä, joka seuraa sitä EKP:n neuvoston kokousta, jossa on tarkoitus tehdä kuukausittainen arvio rahapolitiikan mitoituksesta (ks. kehikko 4.2). Pitoajanjakso päättyy vastaavaa maksujen suorituspäivää edeltävänä päivänä seuraavassa kuussa. Luottolaitosten varantojen hoidon helpottamiseksi EKP julkaisee kolme kuukautta ennen kunkin vuoden alkamista pitoajanjaksoja koskevan aikataulun (ja perusrahoitusoperaatioiden ohjeellisen aikataulun kalenterivuodeksi).

Tästä syystä luottolaitosten vähimmäisvarannoille maksetaan korkoa, joka on EKP:n perusrahoitusoperaatioiden (kalenteripäivien määrällä painotettu) keskimääräinen marginaalikorko pitoajanjakson aikana (ks. myös osa 4.4). Koska huutokauppojen marginaalikorot ovat yleensä hyvin lähellä lyhytaikaisia rahamarkkinakorkoja, vähimmäisvarannoille maksettava korko on lähes sama kuin markkinakorko.

Kuviossa 4.2 on esimerkki eurojärjestelmän varantovelvoitteen määräytymisestä. Tässä esimerkissä luottolaitosten varantopohja määräytyy niiden taseisiin 31.5.2003 kirjattujen velkaerien perusteella. Varantovelvoite seuraavalle, tässä tapauksessa 24.6. alkaneelle ja 23.7. päättyneelle, pitoajanjaksolle lasketaan siten, että asianomaisiin varantopohjan eriin sovelletaan velvoiteprosenttia 2, minkä jälkeen tehdään könttäsummavähennys.

#### Varantovelvoitteiden määräytyminen

Kuvion sinisestä katkoviivasta näkyy, miten keskiarvoistaminen toimii eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmässä: luottolaitosten sekkilitilalletukset voivat vaihdella vapaasti varantovelvoit-

#### Vähimmäisvarantojen korollisuus

Eurojärjestelmä pyrkii varmistamaan, ettei vähimmäisvarantojärjestelmä rasita euroalueen pankkijärjestelmää eikä haittaa resurssien tehokasta kohdentamista.

### Taulukko 4.2 Varantopohjaan sisällytettävät luottolaitosten velkaerät

(kannat kesäkuun 2003 lopussa; mrd. euroa)

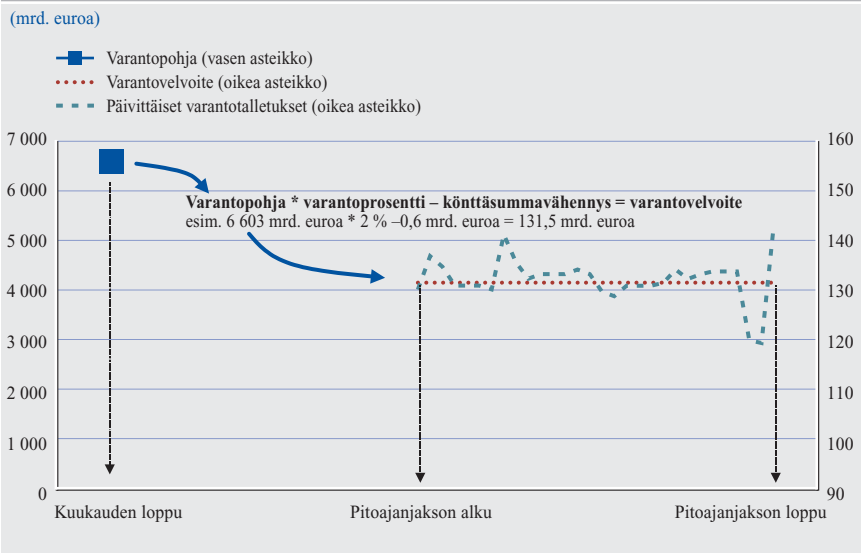
#### (A) Velkaerät, joihin sovelletaan nollaa suurempaa velvoiteprosenttia

Talletukset (ml. yön yli -talletukset, enintään kahden vuoden määräaikaistalletukset ja talletukset, joiden irtisanomisaika on enintään kaksi vuotta)	6 216
Enintään kahden vuoden velkapaperit (ml. rahamarkkinapaperit)	412
Yhteensä (A)	6 628

#### (B) Velkaerät, joihin sovelletaan velvoiteprosenttia 0

Talletukset (ml. yli kahden vuoden määräaikaistalletukset ja talletukset, joiden irtisanomisaika on yli kaksi vuotta)	1 421
Yli kahden vuoden velkapaperit	2 536
Takaisinostosopimukset	783
Yhteensä (B)	4 741
Varantopohja yhteensä (A)+(B)	11 369

## Kuvio 4.2 Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmän toiminta



Lähde: EKP.

teita suurempina ja pienempinä, mutta sekkitilitalletusten keskimäärän koko pitoajanjaksona on oltava vähintään yhtä suuri kuin varantovelvoitteen määrä. Esimerkissä luottolaitosten keskimääräiset sekkitilitalletukset eurojärjestelmässä olivat 132,1 miljardia euroa ja varantovelvoitteet 131,5 miljardia euroa, joten luottolaitokset pitivät vapaaehtoisesti 0,6 miljardia euroa varantovelvoitteen yllittäviä talletuksia.

### Järjestelmän tehtävät

#### Rahamarkkina- korkojen vakaut- taminen

Ensimmäinen vähimmäisvarantojärjestelmän keskeisistä tehtävistä on vakauttaa rahamarkkinakorkoja. Tähän käytetään keskiarvoistamista. Sen ansiosta luottolaitokset voivat tasoittaa likviditeetin päivittäisiä (esim. setelien kysynnän muutoksista johtuvia) vaihteluja, sillä tilapäiset varantovajeet voidaan saman pitoajanjakson aikana kumota varantoylijäämillä.

Keskiarvoistamisen ansiosta luottolaitokset voivat hyötyä luotonannosta markkinoilla pitämällä varantovajetta, kun

lyhyimmät rahamarkkinakorot ovat korkeammat kuin korot, joiden odotetaan vallitsevan pitoajanjakson loppuajana. Jos korot taas ovat alhaisemmat, luottolaitokset voivat lainata markkinoilta ja kerätä varantoylijäämää. Teoriassa tämän ns. yli ajan -arbitraasin pitäisi taata, että lyhyimpien rahamarkkinakorkojen taso olisi koko pitoajanjaksona sama kuin sen odotetaan olevan pitoajanjakson lopussa. Mekanismi vakauttaa pitoajanjakson yön yli -korkoa, ja tällöin keskuspankin ei tarvitse intervenoida rahamarkkinoilla usein.

Keskiarvoistaminen toimii hyvin joustavasti pitoajanjakson kuluessa, mutta jakson lopussa varantovelvoitteista tulee sitovia eivätkä pankit voi enää siirtää likviditeettiylijäämäänsä tai -vajettaan tulevaisuuteen. Tämä selittää kunkin pitoajanjakson lopussa ilmenevät eoniakoron piikit (ks. kuvio 4.1).

Vähimmäisvarantojärjestelmän toisena tärkeänä tehtävänä on lisätä pankkijärjestelmän rakenteellisen keskuspankki-

Rakenteellisen  
keskuspankkirahoituksen tarpeen  
lisääminen

rahoituksen tarvetta. Tarve pitää vähimmäisvarantoja kansallisissa keskuspankeissa kasvattaa luottolaitosten keskuspankkirahoituksen kysyntää, mikä auttaa EKP:tä ohjaamaan rahamarkkinakorkoja säännöllisillä likviditeettiä lisäävillä operaatioilla.

#### 4.4 AVOMARKKINAOPERAATIOT

Avomarkkinaoperaatioiden neljä ryhmää

Eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatiot voidaan jakaa tavoitteensa, säännöllisyytensä ja toteutustapansa mukaan neljään ryhmään: perusrahoitusoperaatioihin, pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin, hienosäätöoperaatioihin ja rakenteellisiin operaatioihin (ks. taulukko 4.1 ja kehikko 4.3).

##### Perusrahoitusoperaatiot

Perusrahoitusoperaatioiden tehtävät

Kuten jo todettiin, perusrahoitusoperaatiot ovat eurojärjestelmän kaikkein tärkeimpiä avomarkkinaoperaatioita. Niillä on keskeinen merkitys korkojen ohjaisessa, likviditeettitilanteen hallinnassa sekä viestittäessä rahapolitiikan mitoituksesta (EKP:n neuvoston asettamalla perusrahoitusoperaatioiden korolla). Niiden avulla myös tarjotaan suurin osa pankkijärjestelmän likviditeetistä. Perusrahoitusoperaatiot toteutetaan hajautetusti, eli kansalliset keskuspankit toteuttavat ne.

Toteuttamistiheys ja maturiteetti

Perusrahoitusoperaatiot ovat likviditeettiä lisääviä operaatioita, joita toteutetaan viikoittain. Vuonna 2003 EKP:n neuvosto päätti lyhentää perusrahoitusoperaatioiden maturiteetin kahdesta viikosta yhteen viikkoon maaliskuusta 2004 alkaen (ks. kehikko 4.2).

Vakiohuuto-kaupat

Perusrahoitusoperaatiot toteutetaan vakiohuutokauppoina, mikä eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmässä tarkoittaa ennakkoon ilmoitetussa aikataulussa toteutettavia huutokauppoja, joiden tulokset vahvistetaan 24 tun-

nin kuluttua siitä, kun huutokaupasta ilmoitettiin. Kaikki yleiset kelpoisuusvaatimukset täyttävät vastapuolet saavat osallistua näihin operaatioihin. Periaatteessa kaikki euroalueella sijaitsevat luottolaitokset voivat olla eurojärjestelmässä hyväksyttäviä vastapuolia (ks. kehikko 4.1).

Eurojärjestelmä voi toteuttaa huutokauppoja joko kiinteä- tai vaihtuvakorkoisina. Kiinteäkorkoisten huutokauppojen koron EKP:n neuvosto määrää ennakkoon, ja vastapuolet tekevät tarjouksen rahamäärästä, jolla ne haluavat tehdä kaupan tuolla kiinteällä korolla. Vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa vastapuolet tekevät tarjouksen rahamäärästä ja koroista, joilla ne haluavat tehdä kauppooja keskuspankin kanssa. EKP:n neuvosto voi asettaa vaihtuvakorkoisten huutokauppojen korkotarjouksille alarajan eli minimitarjouskoron, jolla se viestittää markkinoille rahapolitiikan mitoituksesta.

Molemmissa huutokauppenettelyissä EKP päättää tarjottavan likviditeetin määrän. Kiinteäkorkoisissa huutokaupoissa tarjoukset hyväksytään tavallisesti jaettavan likviditeetin määrän suhteessa tarjousten yhteismäärään. Vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa hyväksytään ensisijaisesti ne tarjoukset, joissa korkotaso on korkein. Tätä alemmat korkotarjoukset hyväksytään koron mukaan määräytyvässä järjestyksessä, kunnes likviditeetti on kokonaan jaettu. Alimmalla hyväksyttävällä korolla (marginaalikorko) tarjoukset hyväksytään sen mukaan, mikä on EKP:n päättämä jaettavan likviditeetin määrä suhteessa tarjousten yhteismäärään. Kuhunkin yksittäiseen kauppaan sovelletaan tarjouksessa tarjottua korkoa.

Vuoden 1999 alusta kesäkuun 2000 loppuun eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatiot toteutettiin kiinteäkorkoisina hu-

Kiinteä- ja vaihtuvakorkoiset huuto-kaupat

Huutokauppenettelyn soveltaminen vuodesta 1999

#### **Kehikko 4.2 Muutokset perusrahoitusoperaatioiden maturiteettiin ja vähimmäisvarantojen pitoajanjaksoon maaliskuusta 2004 alkaen**

Kuten osassa 4.4 todettiin, aikaisemmin on aika ajoittain ollut jännittyneitä tilanteita, jolloin korostunut spekulointi EKP:n ohjauskorkojen välittömistä muutoksista on vaikuttanut vastapuolten tarjouskäyttäytymiseen perusrahoitusoperaatioissa. Keväällä 2000 markkinoilla oli useaan otteeseen suuria odotuksia EKP:n ohjauskorkojen noususta. Näissä tilanteissa vastapuolet jättivät usein suhteettoman suuria ja kasvavia tarjouksia tuolloin kiinteäkorkoisina toteutetuissa perusrahoitusoperaatioissa (ylitarjoustilanne). Vastaavasti odotukset ohjauskorkojen välittömästä laskusta saivat vastapuolet toisinaan jättämään tarjouksia, joiden kokonaisuusmäärä jäi pienemmäksi kuin varantovelvoitteiden täyttämiseen olisi tarvittu (alitarjoustilanne).

Kummankin ongelmatilanteen syntyyn vaikutti lähinnä se, että varantojen pitoajanjaksojen ajoitus – pitoajanjakso alkoi kunkin kuukauden 24. kalenteripäivänä ja päättyi seuraavan kuukauden 23. kalenteripäivänä – oli riippumaton ajankohdasta, jolloin EKP:n neuvosto kokoontui päättämään ohjauskorkojen muuttamisesta. Näin ollen EKP:n ohjauskorot saattoivat muuttua kesken pitoajanjakson. Lisäksi viikoittaisten perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti oli tuolloin kaksi viikkoa, mikä merkitsi sitä, että ainakin kunkin pitoajanjakson viimeinen operaatio ulottui seuraavalle pitoajanjaksolle. Seurauksena oli, että odotukset EKP:n ohjauskorkojen muutoksista seuraavalla pitoajanjaksolla saattoivat vaikuttaa tarjouskäyttäytymiseen edeltävän pitoajanjakson lopussa toteutetuissa perusrahoitusoperaatioissa.

Estääkseen pitoajanjakson aikana ilmenevän korkospekulaation vaikutukset hyvin lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin EKP:n neuvosto päätti vuonna 2003 kahdesta toimenpiteestä, jotka tulisivat voimaan maaliskuussa 2004: 1) vähimmäisvarantojen pitoajanjakson ajoitusta muutettiin ja 2) perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti lyhennettiin yhteen viikkoon.<sup>1</sup> Maaliskuusta 2004 alkaen pitoajanjakso alkaisi aina sellaisen perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä, joka seuraa sitä EKP:n neuvoston kokousta, jossa on tarkoitus tehdä kuukausittainen arvio rahapolitiikan mitoituksesta. Pitoajanjakso loppuisi vastaavaa maksujen suorituspäivää edeltävänä päivänä seuraavassa kuussa. Suora yhteys EKP:n neuvoston kokousten ja pitoajanjakson alkamisen välillä takaa sen, että EKP:n ohjauskorkoihin ei pääsääntöisesti ole odotettavissa muutoksia pitoajanjakson aikana. Perusrahoitusoperaatioiden maturiteetin lyhentämisellä haluttiin poistaa korkospekuloinnin heijastusvaikutukset pitoajanjaksosta toiseen. Yhdessä näillä muutoksilla pyrittiin luottolaitosten tarjoustentekotilanteen vakauttamiseen perusrahoitusoperaatioissa.

<sup>1</sup> Ennen maaliskuuta 2004 pitoajanjaksot ajoittuivat kunkin kuukauden 24. kalenteripäivästä seuraavan kuukauden 23. kalenteripäivään.

tokauppoina. Kesäkuun 27. päivästä 2000 alkaen perusrahoitusoperaatiot on toteutettu vaihtuvakorkoisina huutokauppoina monikorkoista menettelyä käyttäen, ja niissä on sovellettu minimitarjouskorkoa. Muutoksen aiheuttivat kiinteäkorkoisissa perusrahoitusoperaatioissa ilmenneet ylitarjoustilanteet eli se,

että vastapuolet tekivät tarjouksia suhteettoman suurista rahamääristä. Suuria tarjouksia tehtiin, koska rahamarkkinakorkojen ja perusrahoitusoperaatioissa sovellettavan kiinteän koron välinen ero oli pysynyt suurena vuoden 2000 alusta lähtien. Korkeoero puolestaan johtui suurelta osin siitä, että markkinoilla odotet-

tiin etenkin keväällä 2000 EKP:n nostavan ohjauksen edelleen. Markkinakorkojen ja EKP:n perusrahoitusoperaatioiden välinen ero houkutteli pankkeja hankkimaan likviditeettiä keskuspankista ja johti erittäin suuriin tarjouksiin. Vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa pankeilla ei sen sijaan ole mitään syytä tehdä suhteettoman suuria tarjouksia, koska niiden olisi maksettava korkeampi hinta saadakseen lisää likviditeettiä.

Minimitarjouskorkoa soveltavissa vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa ilmeni kuitenkin toisenlainen ongelma. Joissakin huutokaupoissa tarjouksien yhteismäärä oli pienempi kuin varantovelvoitteiden kitkattomaan täyttämiseen olisi tarvittu (alitarjoustilanne). Koska myös nämä tilanteet olivat seurausta selvästä korkospekulaatiosta, EKP:n neuvosto päätti muuttaa rahapolitiikan ohjausjärjestelmää maaliskuusta 2004 alkaen (ks. kehikko 4.2).

Likviditeettitarpeiden julkistaminen

Kun eurojärjestelmä siirtyi vaihtuvakorkoisiin huutokauppoihin, se alkoi myös ilmoittaa viikoittain pankkijärjestelmän arvioidun likviditeettitarpeen seuraavan perusrahoitusoperaation maksujen suoritusta edeltävään päivään asti. Tämän arvion julkistaminen auttaa vastapuolia valmistelemaan tarjouksiaan seuraavaan perusrahoitusoperaatioon. (Osassa 4.6 kuvataan tekijöitä, joiden mukaan pankkijärjestelmän likviditeettitarpeet määrittyvät.)

### Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot

Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot

Viikoittaisten perusrahoitusoperaatioiden lisäksi eurojärjestelmä toteuttaa kuukausittain myös pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita, joissa sovellettava maturiteetti on kolme kuukautta. Näiden operaatioiden tarkoituksena on lisätä pankkijärjestelmän pitempiaikaista likviditeettiä. Tämän on katsottu olevan hyö-

dyllistä, jotta kaikkea rahamarkkinoiden tarvitsemää likviditeettiä ei tarvitse jakaa uudelleen joka viikko tai joka toinen viikko ja jotta vastapuolet saisivat pitempiaikaista keskuspankkirahoitusta. Perusrahoitusoperaatioiden tapaan pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toteutetaan hajautetusti vakiohuutokauppoina, joihin voivat osallistua kaikki yleiset kelpoisuusvaatimukset täyttävät vastapuolet (ks. kehikko 4.1).

Koska ei pidetty toivottavana, että eurojärjestelmä vaikuttaisi useampaan kuin yhteen eripituisista rahamarkkinakoroista, pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot suunniteltiin takaamaan, että eurojärjestelmällä on niissä hinnanottajan rooli. Jotta eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden signaali ei hämärtyisi, pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toteutetaan vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa jaettavana olevan likviditeetin määrä ilmoitetaan ennakkoon. EKP:n neuvosto kertoo etukäteen, kuinka paljon likviditeettiä tulevissa huutokaupoissa jaetaan.

Eurojärjestelmä hinnanottajana

Tammikuusta 1999 kesäkuuhun 2003 pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden osuus avoinna olevien avomarkkinaoperaatioiden kannasta oli keskimäärin 26 %. Vuoden 1999 kahden ensimmäisen kuukauden aikana pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toteutettiin vaihtuvakorkoisina huutokauppoina yksikorkoista menettelyä noudattaen, joten kaikkiin hyväksytyihin tarjouksiin sovellettiin samaa korkoa. Maaliskuun 1999 jälkeen ne on toteutettu vaihtuvakorkoisina huutokauppoina monikorkoista huutokauppanemettelyä käyttäen, eli tarjoukset on hyväksytty yksittäisten korkotarjousten perusteella.

Lisälikviditeetin tarjoaminen

### Hienosäätöoperaatiot

Eurojärjestelmä voi myös tehdä satunnaisia avomarkkinaoperaatioita eli ns.

Hienosäätöoperaatiot



### Kehikko 4.3 Avomarkkinaoperaatiotyyppejä

Eurojärjestelmän tärkein avomarkkinaoperaatioiden väline ovat käänteisoperaatiot, joita voidaan käyttää kaikissa likviditeettiä lisäävissä avomarkkinaoperaatioissa. Lisäksi eurojärjestelmällä on käytettävissään kolme muuta välinettä hienosäätöoperaatioiden toteuttamiseen: suorat kaupat, valuuttaswapit ja määräaikaistalletusten kerääminen. EKP voi myös laskea liikkeeseen velkasitoumuksia rakenteellisten operaatioiden yhtenä välineenä (ks. taulukko 4.1).

#### 1. Käänteisoperaatiot

Käänteisoperaatioissa eurojärjestelmä ostaa tai myy vakuuskelpoisia arvopapereita takaisinostositoumuksin tai tekee luotto-operaatioita, joiden vakuutena on vakuuskelpoisia arvopapereita. Käänteisoperaatioita käytetään sekä perusrahoitusoperaatioissa että pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa. Lisäksi eurojärjestelmä voi käyttää käänteisoperaatioita rakenteellisissa ja hienosäätöoperaatioissa.

Takaisinostosopimuksena toteutettavassa käänteisoperaatiossa ostohinnan ja takaisinostohinnan ero vastaa lainatulle rahamäärälle operaation ajalta kertynyttä korkoa eli takaisinostohinta sisältää maksettavan koron. Vakuudellisena luottona toteutettavassa käänteisoperaatiossa korko lasketaan luoton korkoprosentin mukaan operaatiossa sovellettavan maturiteetin ajalta.

#### 2. Suorat kaupat

Suurina kauppoina toteutettavilla avomarkkinaoperaatioilla tarkoitetaan toimenpiteitä, joissa eurojärjestelmä ostaa tai myy vakuuskelpoisia arvopapereita suoraan markkinoilla. Suoria kauppvoja tehdään vain rakenteellisista syistä ja hienosäätötarkoituksessa.

#### 3. Valuuttaswapit

Rahapoliittisissa valuuttaswapeissa euroja ostetaan ja myydään samanaikaisin avista- ja termiikaupoin ulkomaan valuuttaa vastaan. Valuuttaswapeja voidaan käyttää hienosäätötarkoituksessa, pääasiassa markkinoiden likviditeettitilanteen hallintaan ja korkojen ohjaamiseen.

#### 4. Määräaikaistalletusten kerääminen

Eurojärjestelmä voi tarjota vastapuolille mahdollisuutta tehdä korollisia määräaikaistalletuksia vastapuolen sijoittautumisjäsenvaltion kansalliseen keskuspankkiin. Määräaikaistalletuksia kerätään vain hienosäätötarkoituksessa markkinoiden likviditeetin vähentämiseksi.

#### 5. EKP:n velkasitoumusten liikkeeseenlasku

EKP voi laskea liikkeeseen velkasitoumuksia, kun se pyrkii vaikuttamaan eurojärjestelmän rakenteelliseen asemaan rahoitussektoriin nähden siten, että markkinoille luodaan likviditeettivaje tai lisätään olemassa olevaa vajetta.

hienosäätöoperaatioita. Näiden toteuttamistiheyttä ja maturiteettia ei ole vakioitu. Hienosäätöoperaatioilla voidaan vähentää tai lisätä likviditeettiä. Niiden tarkoituksena on hallita markkinoiden likviditeettitilannetta, ohjata rahamarkkinakorkoja ja etenkin lieven-

tää rahamarkkinoiden likviditeetin odottamattomien heilahtelujen vaikutuksia korkoihin. Hienosäätöoperaatiot ovat myös tärkeitä silloin, kun halutaan tukea markkinoiden normaalia toimintaa ja tarjota likviditeettiä erittäin poikkeuksellisissa tilanteissa (esim. Yhdysvaltoihin

11.9.2001 tehtyjen terrori-iskujen jälkeisenä aikana).

Hienosäätöoperaatiot voidaan toteuttaa käänteisoperaatioina, suorina kauppoina, valuuttaswappeina tai keräämällä määräraikaistalletuksia. (Näitä kaikkia tarkastellaan kehikossa 4.3). Koska eurojärjestelmällä on käytössään useita muitakin välineitä, hienosäätöoperaatioita toteutetaan vain harvoin. Kesäkuun 2003 loppuun mennessä eurojärjestelmä oli toteuttanut vain kahdeksan hienosäätöoperaatiota eli keskimäärin alle kaksi vuodessa.

Pikahuutokaupat ja kahdenväliset kaupat

Käyttötarkoituksensa vuoksi hienosäätöoperaatiot toteutetaan tavallisesti pikahuutokauppoina eli siten, että kaupan tulos vahvistetaan tunnin kuluessa siitä, kun huutokaupasta ilmoitettiin. Hienosäätöoperaatiot voidaan toteuttaa myös kahdenvälisinä kauppoina, joissa eurojärjestelmä tekee kaupan yhden tai muutamman vastapuolen kanssa ilman huutokauppaa.

Suuri joustavuus

Koska markkinoiden odottamattomien muutosten vuoksi voidaan tarvita nopeita toimia, on suotavaa, että eurojärjestelmä voi hyvin joustavasti valita hienosäätöoperaatioiden toteuttamistavan. Operaatiot toteutetaan tavallisesti hajautetusti kansallisissa keskuspankeissa, mutta EKP:n neuvosto voi päättää, toteuttaako EKP poikkeustilanteissa itse kahdenväliset hienosäätöoperaatiot. Toiminnallisista syistä hienosäätöoperaatioihin voi osallistua vain rajoitettu määrä valittuja vastapuolia.

### Rakenteelliset operaatiot

Rakenteelliset operaatiot

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmässä on mahdollista tehdä myös rakenteellisia operaatioita. Niiden tarkoituksena on säädellä eurojärjestelmän rakenteellista likviditeettiasemaa pankkijärjestelmään nähden eli vaikuttaa

keskuspankkirahoituksen kysyntään markkinoilla pitkällä aikavälillä. Nämä operaatiot voidaan toteuttaa käänteisoperaatioina, suorina kauppoina tai velkasitoumusten liikkeeseenlaskuna (ks. kehikko 4.3). Kesäkuuhun 2003 mennessä eurojärjestelmä ei ollut toteuttanut yhtään operaatiota, jolla olisi pyritty vaikuttamaan pankkijärjestelmän rakenteelliseen likviditeettiasemaan.

Rakenteelliset operaatiot voivat joko lisätä likviditeettiä tai vähentää sitä, ja niitä voidaan toteuttaa säännöllisesti tai epäsäännöllisesti. Ne voidaan toteuttaa vakiohuutokauppoina, eikä niissä sovellettavan maturiteetin tarvitse olla ennalta vakioitu. Rakenteellisia operaatioita voidaan toteuttaa hajautetusti, ja niihin voivat osallistua kaikki yleiset kelpoisuusvaatimukset täyttävät vastapuolet.

## 4.5 MAKSUVALMIUSJÄRJESTELMÄ

Kuten jo todettiin, eurojärjestelmä toteuttaa rahapolitiikkaa myös asettamalla maksuvalmiusjärjestelmän korot. Maksuvalmiusjärjestelmä antaa ja ottaa vastaan yön yli -likviditeettiä vastapuolten aloitteesta. Maksuvalmiusjärjestelmässä on kaksi osaa, joita hyväksytyt vastapuolet voivat käyttää: maksuvalmiusluotto ja talletusmahdollisuus. Maksuvalmiusjärjestelmän käytön houkuttelevuutta vähentää se, että sen korot ovat markkinakorkoihin verrattuna tavallisesti epäedulliset.

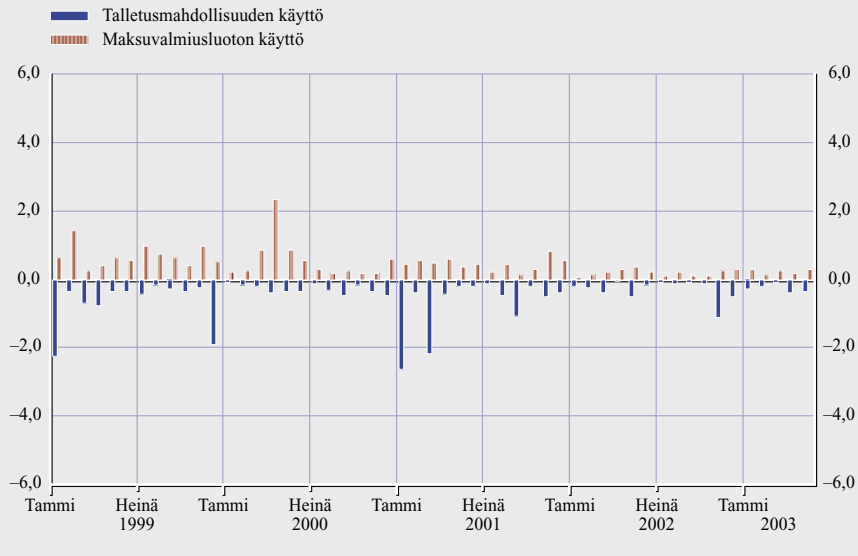
Maksuvalmiusluotto ja talletusmahdollisuus ovat...

Maksuvalmiusjärjestelmän keskimääräinen päivittäinen käyttö tammikuusta 1999 kesäkuuhun 2003 oli suurimman osan ajasta alle miljardi euroa, mikä osoittaa, että järjestelmän avulla lisätään tai vähennetään likviditeettiä ainoastaan poikkeustilanteissa (ks. kuvio 4.3). Tällaisia olivat esimerkiksi euron käyttöönotto vuoden 1999 alussa ja vuosituhanen vaihde. Niiden vuoksi maksuval-

...tärkeitä poikkeustilanteissa

### Kuvio 4.3 Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö tammikuusta 1999 kesäkuuhun 2003

(mrd. euroa; pitoajanjakson päivittäisten saldojen keskiarvoja)



Lähde: EKP.

miusluottoa käytettiin verrattain runsaasti helmikuussa 1999<sup>5</sup> ja tammikuussa 2000 päättyneinä pitoajanjaksoina.

... ja pitoajanjakson lopussa

Maksuvalmiusjärjestelmän tavanomaisen käytön tarkastelu pitoajanjaksoittain osoittaa, että järjestelmää käytetään eniten pitoajanjakson lopussa (ks. kuvio 4.4). Tämä johtuu keskiarvoistamisesta, jonka ansiosta luottolaitoksilla voi olla päivittäin likvideettivajeita tai -ylijäämiä ja jonka ansiosta ne voivat täyttää varantovelvoitteensa joko etuajassa tai vasta pitoajanjakson lopussa. Kuten jo todettiin, varantovelvoitteesta tulee sitova vasta pitoajanjakson viimeisenä päivänä, jolloin likvideettivajetta ei ole enää mahdollista kompensoida saman jakson aikana likvideettilyijämällä – tai päinvastoin.

#### 4.6 KESKUSPANKKIRAHOITUS JA PANKKI-JÄRJESTELMÄN LIKVIDITEETTITARPEET

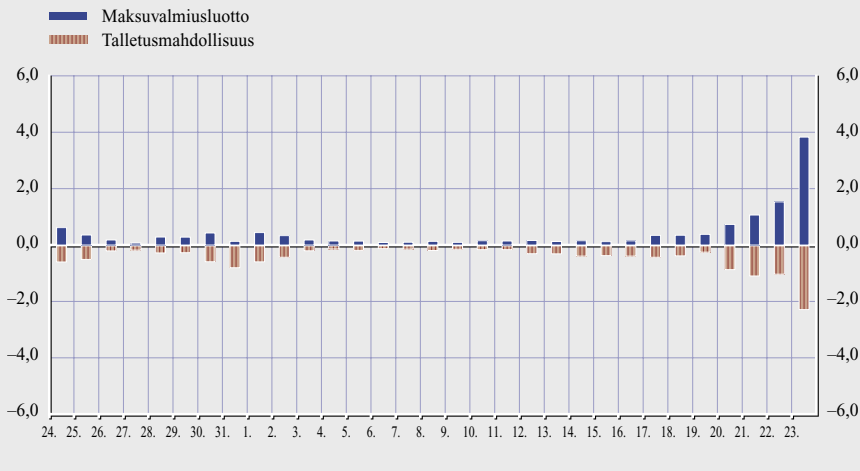
Kaiken kaikkiaan rahapolitiikan ohjausjärjestelmä käsittää välineet ja menetelmät, joita keskuspankki käyttää ohjatakseen korkoja, hallitakseen rahamarkkinoiden likvideettiä ja viestiäkseen rahapoliittisista aikomuksistaan (eurojärjestelmässä tämä tapahtuu EKP:n neuvoston asettamien ohjauskorkojen avulla). Setelirahantarpeen ja varsinkin vähimmäisvarantovelvoitteen täyttämisen vuoksi euroalueen pankkijärjestelmällä kokonaisuutena on likvideettivaje, joten se on riippuvainen eurojärjestelmän rahoituksesta. Tässä ympäristössä eurojärjestelmä toimii likvideettin tarjoajana ja voi näin ohjata rahamarkkinakorkoja ja välittää rahapolitiikan vaikutteita koko euroalueella.

Eurojärjestelmä likvideettin tarjoajana

<sup>5</sup> Vuoden 1999 ensimmäinen pitoajanjakso oli tavallista pidempi. Se alkoi 1.1.1999 ja päättyi 23.2.1999.

## Kuvio 4.4 Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö pitoajanjakson aikana

(mrd. euroa; pitoajanjakson kunkin päivän keskimääräinen saldo helmikuusta 1999 kesäkuuhun 2003)



Lähde: EKP.

### Eurojärjestelmän konsolidoitu tase

Eurojärjestelmän ja pankkijärjestelmän vuorovaikutusta voidaan kuvata eurojärjestelmän konsolidoidun taseen avulla. Taulukossa 4.3 esitetään yksinkertaistettu versio tavanomaisesta keskuspankin taseesta.

### Vastaavaa-puoli

Vastaavaa-puolella on kolme likviditeettiä lisäävää pääerää: ”luottolaitoksille myönnetty jälleenrahoitus”, ”maksuvalmiusluotto” ja ”ulkomaiset nettosaamiset”. Luottolaitoksille myönnetty jälleenrahoitus tarkoittaa avoimena olevien likviditeettiä lisäävien avomarkkinaoperaatioiden määrää. Eurojärjestelmän taseessa näihin operaatioihin sisältyvät aina perusrahoitusoperaatiot ja pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot. Likviditeettiä lisäävät hienosäätöoperaatiot ja rakenteelliset operaatiot kirjattaisiin niin ikään tähän erään. Maksuvalmiusluotto käsittää keskuspankin myöntämän yön yli -luoton niille luottolaitoksille, joilla on siihen oikeus. Ulkomaiset nettosaamiset viittaa keskuspankin valuuttamääräisiin saamisiin,

joista on vähennetty sen valuuttamääräiset velat.

Vastattavaa-puolella on viisi pääerää: ”luottolaitosten talletukset sekkitileillä”, ”talletusmahdollisuus”, ”liikkeessä olevat setelit”, ”valtion talletukset” ja ”muut tekijät (netto)”. Luottolaitosten talletukset sekkitileillä käsittää luottolaitosten saldot niiden keskuspankissa olevilla tileillä pankkien välisten maksujen selvitystä ja varantovelvoitteiden täyttämistä varten (lyhyemmin: varannot). Talletusmahdollisuus tarkoittaa maksuvalmiusjärjestelmässä tehtyjen yön yli -talletusten kokonaismäärää. Liikkeessä olevat setelit viittaa niiden seteleiden määrään, jotka keskuspankki on laskenut liikkeesen luottolaitosten pyynnöstä. Tämä on yleensä vastattavaa-puolen suurin erä. Valtion talletukset käsittää valtioiden kansallisissa keskuspankeissa olevien sekkitilien saldot. Muut tekijät (netto) sisältää taseen kaikkien muiden erien nettosumman.

### Vastattavaa-puoli

**Taulukko 4.3 Keskuspankin taseen rakenne**

<b>Vakiomuotoinen keskuspankin tase</b>	
<b>Vastaavaa</b>	<b>Vastattavaa</b>
Luottolaitoksille myönnetty jällelrahoitus	Luottolaitosten talletukset sekkitileillä (varannot)
Maksuvalmiusluotto	Talletusmahdollisuus
Ulkomaiset nettosaamiset	Liikkeessä olevat setelit Valtion talletukset Muut tekijät (netto)
<b>Uudelleen järjesteltynä:</b>	
Rahapoliittisilla operaatioilla tarjottu likviditeetti luottolaitoksille myönnetty jällelrahoitus plus maksuvalmiusluotto miinus talletusmahdollisuus	
<b>on yhtä kuin</b>	
Autonomiset tekijät liikkeessä olevat setelit plus valtion talletukset miinus ulkomaiset nettosaamiset plus muut tekijät (netto)	
<b>plus</b>	
Varannot luottolaitosten talletukset sekkitileillä	

**Likviditeetin tarjonta ja kysyntä**

Kirjanpidossa saamisten ja velkojen on aina vastattava toisiaan. Jotta keskuspankin toimintaa voisi ymmärtää paremmin, taseen voi jakaa kolmeen osaan (taulukon 4.3 kolme alinta palkkia).

Keskuspankin luottolaitoksille tarjoaman likviditeetin nettomäärä muodostuu kahdesta kokonaisuudesta. Ensimmäinen kokonaisuus käsittää ”autonomiset tekijät” (”liikkeessä olevat setelit” plus ”valtion talletukset” miinus ”ulkomaiset nettosaamiset” plus ”muut tekijät [netto]” – näistä viimeinen tarkoittaa kaikkien muiden rahamarkkinoiden likviditeettiin vaikuttavien tase-erien nettovaikutusta). Autonomiset tekijät vaikuttavat pankkijärjestelmän likviditeettiin, ja niitä kut-

sutaan keskuspankkikielessä autonomiksi, koska ne eivät yleensä perustu rahapoliittisten instrumenttien käyttöön.<sup>6</sup>

Toinen kokonaisuus muodostuu luottolaitosten ”varannoista” (”luottolaitosten talletukset sekkitileillä”). Autonomisten tekijöiden ja varantojen summa vastaa rahapoliittisilla operaatioilla jaetun likviditeetin määrää (”luottolaitoksille myönnetty rahoitus” plus ”maksuvalmiusluotto” miinus ”talletusmahdollisuus”).

Tämän kaavamaisen analyysin jälkeen voidaan tarkastella eurojärjestelmän todellista tasetta. Taulukossa 4.4 esitetään edellä selostettujen taseen pääerien vaikutusta pankkijärjestelmän likvidi-

**Pääerien vaikutus**

<sup>6</sup> Jotkin autonomisista tekijöistä eivät ole rahapolitiikasta vastaavien viranomaisten kontrolloitavissa (”liikkeessä olevat setelit” ja ”valtion talletukset”). Joitakin muita tekijöitä, kuten ”ulkomaisia nettosaamisia”, pystytään kontrolloimaan, mutta niillä tehtävät transaktiot eivät tavallisesti liity rahapoliittisiin operaatioihin (paitsi kun kyseessä ovat valuuttaswapit; ks. kehikko 4.2).

**Taulukko 4.4 Pankkijärjestelmän likviditeettiin vaikuttavat tekijät**

(mrd. euroa; kantojen päivittäisiä keskiarvoja 24.5.2003–23.6.2003)

	<b>Likviditeettiä lisäävät (vastaavaa)</b>	<b>Likviditeettiä vähentävät (vastattavaa)</b>	<b>Netto- vaikutus</b>
<b>Eurojärjestelmän rahapoliittiset operaatiot</b>			
Perusrahoitusoperaatiot	194,7	–	+ 194,7
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	45,0	–	+ 45,0
Muut avomarkkinaoperaatiot	0,0	0,0	0,0
Maksuvalmiusjärjestelmä	0,4	0,3	+ 0,1
<b>Yhteensä (a)</b>	<b>240,1</b>	<b>0,3</b>	<b>+ 239,8</b>
<b>Pankkijärjestelmän likviditeettiin vaikuttavat autonomiset tekijät</b>			
Liikkeessä olevat setelit	–	373,2	– 373,2
Valtion talletukset eurojärjestelmässä	–	52,6	– 52,6
Ulkomaiset nettosaamiset	331,3	–	+ 331,3
Muut tekijät (netto)	–	13,2	– 13,2
<b>Yhteensä (b)</b>	<b>331,3</b>	<b>439,0</b>	<b>– 107,7</b>
<b>Varannot = Luottolaitosten talletukset eurojärjestelmän sekkileillä</b>			
Varantovelvoite (c)			131,5
Varantovelvoitteen ylittävät talletukset (d)			0,6
<b>Yhteensä (a)+(b), (c)+(d)</b>			<b>132,1</b>

Lähde: EKP.

teettiin pitoajanjaksona 24.5.–23.6.2003. Suurin osa likviditeetistä tarjottiin perusrahoitusoperaatioilla. Pitempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla tarjottiin lisälikviditeettiä. Maksuvalmiusjärjestelmä ja muut operaatiot, kuten hienosäätöoperaatiot, vaikuttavat tavallisesti vain vähän pankkijärjestelmän likviditeettiin.

Autonomisista tekijöistä likviditeettiä vähentävät pääasiassa liikkeessä olevat setelit ja valtion talletukset eurojärjestelmässä (ks. taulukko 4.4). Liikkeessä olevat setelit vähentävät pankkijärjestelmän likviditeettiä, koska luottolaitosten on hankittava setelit keskuspankilta ja otettava tältä sitä varten lainaa. Vastakkainen vaikutus pankkijärjestelmän likviditeettiin tulee eurojärjestelmän ulkomaisista nettosaamisista. Kun eurojärjestelmä ostaa ulkomaisia saamisia, se lisää pankkijärjestelmän likviditeettiä, ja likvidi-

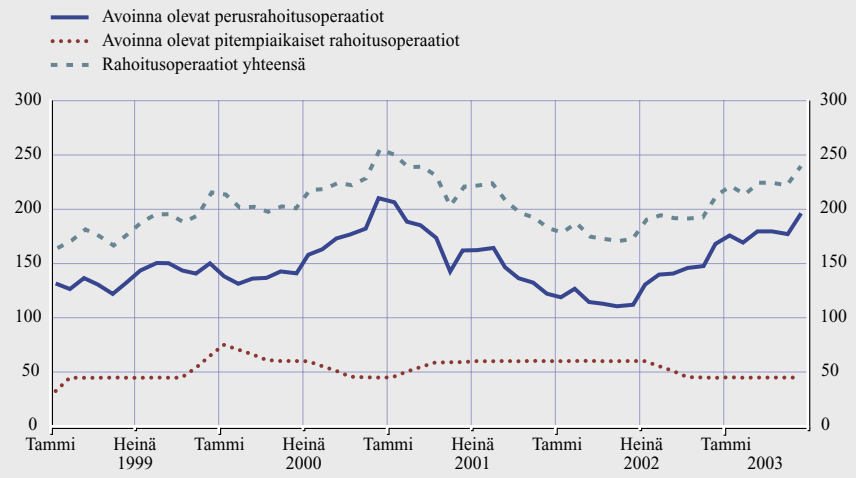
teettiä lisäävien rahapoliittisten operaatioiden tarve vähenee. Varantovelvoitteen likviditeettiä vähentävä vaikutus on jokseenkin yhtä suuri kuin kaikkien autonomisten tekijöiden yhteensä. ”Varantovelvoitteen ylittävät talletukset” muodostuvat eurojärjestelmän sekkileillä olevista luottolaitosten talletuksista, joista on vähennetty varantovelvoitteet (yleensä varantovelvoitteet ylittävät talletukset ovat olleet euroalueella hyvin vähäisiä eli noin 0,5 % varantovelvoitteesta).

Kun tarkastellaan likviditeettiä lisäävien ja vähentävien tekijöiden kehitystä tammiukuusta 1999 kesäkuuhun 2003, ilmenee, että suurin osa likviditeetistä jaettiin perusrahoitusoperaatioilla (ks. kuviot 4.5 ja 4.6). Tämä kuvastaa tämän välineen keskeistä asemaa rahapolitiikassa. Lisälikviditeettiä jaettiin pitempiaikaisilla

Likviditeettiä lisäävät tekijät

## Kuvio 4.5 Perusrahoitusoperaatioiden ja pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden määrä

(mrd. euroa; pitoajanjakson päivittäisiä keskiarvoja)



Lähde: EKP.

rahoitusoperaatioilla. Niillä jaetun likviditeetin määrä vaihteli tarkastelujakson aikana 45 miljardista eurosta 75 miljardiin euroon (ks. kuvio 4.5).

Likviditeettiä vähentävät tekijät

Pankkijärjestelmän rakenteellisen keskuspankkirahoituksen tarvetta luovasta kahdesta päätekijästä varantovelvoitteet ovat yleensä muodostaneet yli puolet pankkijärjestelmän koko likviditeetin tarpeesta (ks. kuvio 4.6). Autonomisten tekijöiden likviditeettiä vähentävä kokonaisvaikutus on vaihdellut enemmän ajan kuluessa, mikä on johtunut erityisesti liikkeessä olevien setelien määrän huomattavasta vähenemisestä ennen käteiseuron käyttöönottoa tammikuussa 2002 ja niiden merkittävästä lisääntymisestä käteiseuron käyttöönoton jälkeen.

### 4.7 KOKEMUKSET TAMMIKUUSTA 1999 KESÄKUUHUN 2003

Lyhyiden korkojen heilahtelu vähäistä

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmä on vuodesta 1999 alkaen toiminut hyvin. Sen ansiosta EKP on yleensä voinut ohjata likviditeettitilan-

netta ja lyhyitä korkoja sujuvasti. Ainoita poikkeuksia ovat olleet perusrahoitusoperaatioiden muutamat yli- ja alitarjous-tilanteet. Euroalueen rahamarkkinoiden lyhyet korot ovat kuitenkin kansainvälisesti katsottuna heilahdelleet vähän EMUn kolmannen vaiheen ensimmäisinä vuosina. Heilahtelut pystyttiin pitämään vähäisinä melkein ilman hienosäätöoperaatioita, siis melkein yksinomaan vähimmäisarantojärjestelmän ja siihen kuuluvan keskiarvoistamisen sekä viikoittaisten avomarkkinaoperaatioiden avulla.

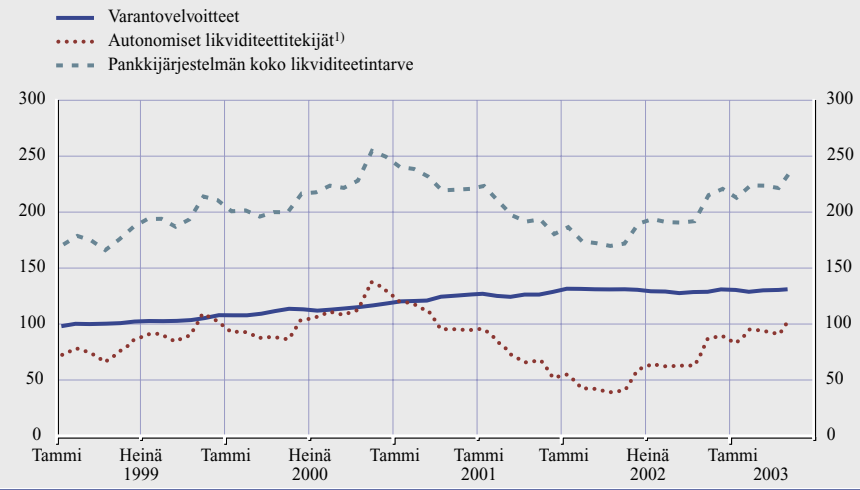
Rahamarkkinaolojen vakaus edistää rahapolitiikan tehokasta välittymistä talouteen. Lisäksi se osoittaa, että luottamus keskuspankin toimintakykyyn ja likviditeettinhallintaan on vahva.

Perusrahoitusoperaatioiden toteutus kesäkuuhun 2000 saakka kiinteäkorkoisina edisti selkeää viestimistä rahapolitiikan mitoituksesta. Viestintä on ollut selkeää myös vaihtuvakorkoisten huutokauppojen aikana eli kesäkuusta 2000 lähtien,

Selkeä viestimisen rahapolitiikan mitoituksesta

## Kuvio 4.6 Varantovelvoitteet ja autonomiset likviditeettitekijät

(mrd. euroa; pitoajanjakson päivittäisiä keskiarvoja)



Lähde: EKP.

<sup>1)</sup> Autonomisiin tekijöihin kuuluvat liikkeessä olevat setelit, valtion talletukset ja muut tekijät ilman ulkomaisia netto-saamisia.

jolloin korkotarjouksille asetettiin alaraja eli minimitarjouskorko. Uusi menettely on toiminut hyvin, mikä näkyy siinä, että marginaalikoron ja minimitarjouskoron ero on ollut suhteellisen pieni. Lisäksi lyhyiden rahamarkkinakorkojen heilahdelliset ovat olleet yhtä vähäisiä kuin kiinteäkorkoisten huutokauppojen aikana.

### Rahapolitiikan välineiden joustavuus

Rahapolitiikan välineet – niihin kuuluvat sekä viikoittaiset perusrahoitusoperaatiot että kuukausittaiset pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot – ovat täyttäneet tavoitteensa: niiden avulla luottolaitokset ovat saaneet pitkäaikaista likviditeettiä ja eurojärjestelmä on voinut ohjata likviditeettiä riittävän joustavasti ja tarkasti lyhyellä aikavälillä. Rahapolitiikan välineet ovat myös osoittautuneet toimiviksi poikkeuksellisen haasteellisissa tilanteissa, jollaisia olivat esim. siirtyminen vuoteen 2000 ja 11.9.2001 tapahtuneet terrori-iskut. Rahapolitiikan välineet ovat osoittautuneet erittäin joustaviksi odottamattomissa tilanteissa.





## 5 RAHAPOLITIIKAN HARJOITTAMINEN YHTEISEN RAHAPOLITIIKAN ENSIMMÄISINÄ VUOSINA

Tässä luvussa kuvaillaan, miten EKP toteutti rahapolitiikkaa euroalueella vuodesta 1999 vuoden 2003 puoliväliin asti ulottuvana ajanjaksona. Tänä ajanjaksona euroaluetta koettelivat useat talouden häiriöt, joiden luonne, voimakkuus ja kesto vaihtelivat ajan mittaan. Näissä olosuhteissa EKP:n neuvoston rahapolitiikasta päätösten selkeänä tavoitteena oli säilyttää hintavakaus keskipitkällä aikavälillä.

### 5.1 JOHDANTO

Ensisijainen tavoite hintavakauden säilyttäminen keskipitkällä aikavälillä

EMUn kolmannen vaiheen eli vuoden 1999 alusta lähtien euroalueen rahapolitiikan ensisijainen tavoite on ollut hintavakauden ylläpitäminen keskipitkällä aikavälillä. EKP:n neuvoston arvio euroalueen hintavakautta uhkaavista riskeistä ovat aina perustuneet EKP:n rahapolitiikan strategiassa määriteltyihin periaatteisiin. Periaatteiden mukaan EKP analysoi kattavasti euroalueen talouden ja rahatalouden kehitystä (ks. luku 3).

EKP:n neuvoston korkopoliittiseen päätöksentekoon liittyvää kokouskäytäntöä muutettiin

Rahaliiton ensimmäisinä vuosina EKP:n neuvosto arvioi rahapolitiikan mitoitusta joka toinen viikko pidetyissä kokouksissa. EKP:n neuvosto päätti kuitenkin marraskuussa 2001, että se arvioi rahapolitiikan mitoitusta vastedes säännömukaisesti vain kunkin kuukauden ensimmäisessä kokouksessa. EKP:n neuvosto ilmoitti tämän mukaisesti tekevänsä myös korkopäätökset yleensä kuukauden ensimmäisessä kokouksessa. Kunkin kuukauden toisessa kokouksessa EKP:n neuvosto sitä vastoin käsittelee enimmäkseen EKP:n ja eurojärjestelmän muihin tehtäviin liittyviä asioita.

Rahapolitiikka voidaan jakaa kolmeen jaksoon: rahaliiton kolmannen vaiheen alusta kesään 1999, ...

Tammikuun 1999 ja kesäkuun 2003 välillä harjoitettu rahapolitiikka voidaan jakaa kolmeen jaksoon (ks. kuvio 4.1). Useat tekijät, joilla jo vuonna 1998 oli ollut vaikutusta tuleviin euroalueen maihin, lisäsivät myös alkuvuodesta 1999 alueen hintavakauteen kohdistuvia riskejä

hintojen nousuvauhdin vaimenemisen kautta. Tämän seurauksena EKP:n neuvosto päätti huhtikuussa 1999 laskea perusrahoitusoperaatioiden kiinteän koron 2,5 prosenttiin.

Kesän 1999 ja vuoden 2000 lopun välisenä aikana inflaatiopaineet lisääntyivät vähitellen. Tähän vaikuttivat vahva talouskasvu, öljyn hinnan kallistumisen ja euron kurssin heikkenemisen aiheuttama tuontihintojen nousupaineiden lisääntyminen sekä rahan määrän nopea kasvu. Tässä tilanteessa EKP:n neuvosto nosti ohjauskorkoja vähitellen marraskuusta 1999 lokakuuhun 2000 yhteensä 2,25 prosenttiyksikköä.

Vuoden 2000 lopussa talouden tilaa kuvaavat tiedot olivat ristiriitaisia. Keväästä 2001 lähtien indikaattorien kehitys tuki yhä enemmän käsitystä, että inflaatiopaineet olivat vähitellen heikkenemässä. Inflaatiopaineita vähensivät erityisesti vaimea talouskasvu ja euron kurssin vahvistuminen tilanteessa, jossa rahoitusmarkkinat mukautuivat huomattavasti ja geopolitiittinen epävarmuus oli suuri. Näistä syistä EKP:n neuvosto laski vähitellen EKP:n ohjauskorkoja 2,75 prosenttiyksikköä toukokuun 2001 ja kesäkuun 2003 välisenä aikana. Yhteisen rahapolitiikan haasteita ensimmäisen neljän ja puolen vuoden aikana selostetaan yksityiskohtaisemmin seuraavassa osassa.

...kesästä 1999 vuoden 2000 loppuun...

...ja keväällä 2001 alkaneeseen kolmanteen vaiheeseen

## 5.2 KEHITYS PÄÄPIIRTEISSÄÄN

Vastuu rahapolitiikasta siirrettiin EKP:lle

EMUn kolmanteen vaiheeseen johtanut lähentymisprosessi saatiin onnistuneesti päätökseen, kun vastuu euroalueen rahapolitiikasta 1.1.1999 siirtyi EKP:lle. Euroalueen maat olivat saavuttaneet hintavakauden, joten EKP:n neuvosto saattoi aloittaa rahoitusoperaationsa tilanteessa, jossa korot olivat jo erittäin alhaiset. Ensimmäisten perusrahoitusoperaatioiden koroksi asetettiin 3 %, maksuvalmiusluoton koroksi 4,5 % ja talletuskoroksi 2 %. Nämä korot julkistettiin 22.12.1998. Euroalueeseen heti sen perustamisesta lähtien osallistuvien maiden kansalliset keskuspankit olivat tätä ennen yhteisesti laskeneet keskeisiä keskuspankkikorkojaan 3.12.1998.

Hintavakauden riskit hintojen laskun suuntaan vuoden 1999 alussa

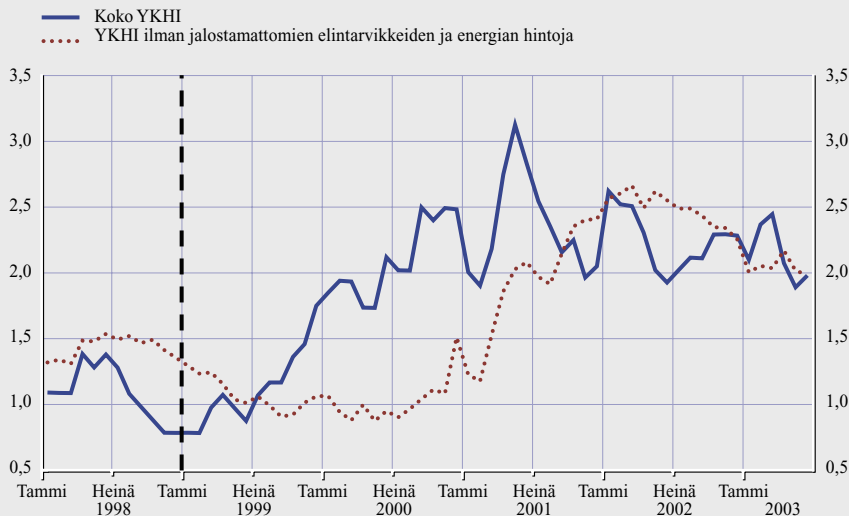
Vuoden 1999 ensimmäisellä neljänneksellä hintakehitys oli maltillista. Kehitykseen vaikuttivat pääosin aiemmat, myönteiset tarjontapuolen muutokset, jotka johtuivat erityisesti öljyn hinnan laskusta ja palvelusektorin sääntelyn purkamisesta. Vuoden 1999 alussa

YKHI-inflaatio oli alle 1 % (ks. kuvio 5.1). Hitaan inflaation oloissa alkoi näkyä merkkejä talouskasvua uhkaavista riskeistä. Ne johtuivat siitä, että Aasian kriisi vuoden 1997 lopussa oli vähentänyt ulkomaista kysyntää, sekä siitä, että kansainvälisten markkinoiden myllerrys Venäjällä kesällä 1998 koetun kriisin jälkeen oli heikentänyt luottamusta talouskasvuun. Tämän vuoksi kävi yhä ilmeisemmäksi, että hintavakauteen keskipitkällä aikavälillä tuolloin kohdistuneet riskit painottuivat pääasiassa inflaation väimenemisen suuntaan.

Samaan aikaan jotkin indikaattorit viittasivat kuitenkin vastakkaiseen kehitykseen. Talouskasvun hidastumisesta huolimatta kuluttajien luottamus pysyi verrattain vahvana. Öljyn hinta alkoi nousta helmikuun puolivälistä lähtien, ja euron efektiivinen kurssi heikkeni hieman vuoden ensimmäisten kuukausien aikana (ks. kuvio 5.2). Luotonanto yksityiselle sektorille kasvoi samana ajanjaksona noin 10 prosentin vuosivauhtia (ks. kuvio 5.3) ja myös M3:n

Kuvio 5.1 YKHI-inflaatio

(vuotuinen prosentimuutos)



Lähde: Eurostat.

## Kuvio 5.2 Euron nimellinen efektiivinen valuuttakurssi ja öljyn hinta

(kuukausikeskiarvoja; 1/1999 = 100)



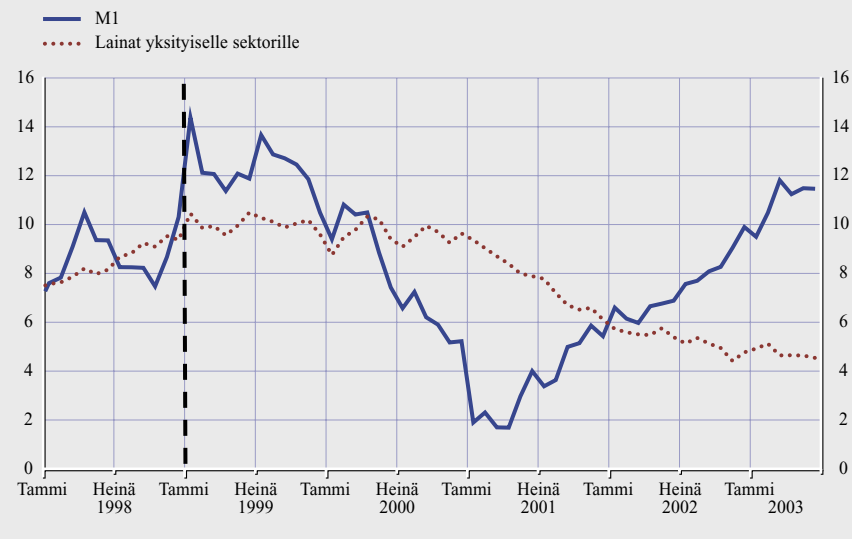
Lähteet: EKP ja Reuters.

kasvuvauhti oli selvästi EKP:n asettamaa 4,5 prosentin viitearvoa nopeampi (ks. kuvio 5.4). Rahan määrän kehitykseen ei tuolloin kuitenkaan katsottu liittyvän ris-

kiä että inflaation kiihtyminen uhkaisi hintavakautta. Tämä johtui osittain siitä, että poikkeamat viitearvosta eivät olleet merkittäviä eivätkä pitkäaikaisia.

## Kuvio 5.3 M1 ja lainat yksityiselle sektorille

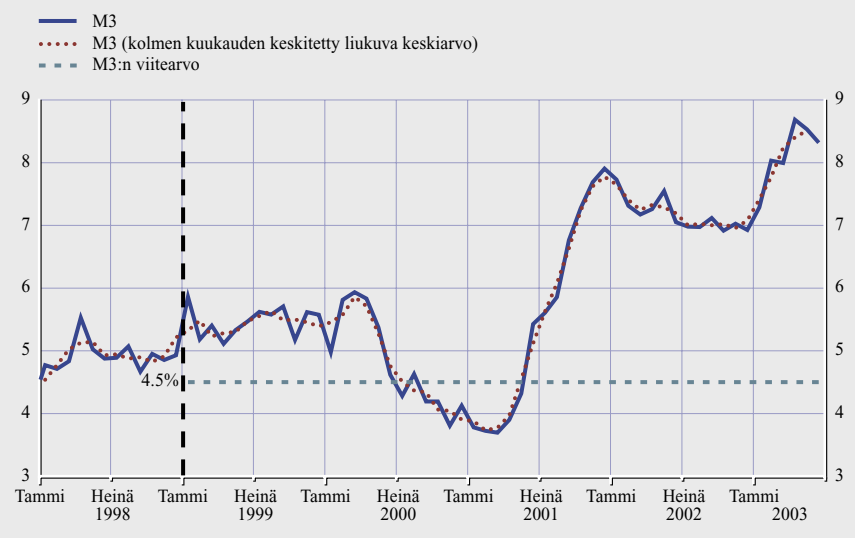
(vuotuinen prosentimuutos)



Lähde: EKP.

## Kuvio 5.4 M3:n kasvu ja viitearvo

(vuotuinen prosenttimuutos)



Lähde: EKP.

**EKP laski ohjaukorkoja huhtikuussa 1999**

Näin ollen EKP:n neuvosto päätti 8.4.1999 laskea perusrahoitusoperaatioiden korkoa 0,50 prosenttiyksikköä 2,5 prosenttiin. Samalla neuvosto laski maksuvalmiusluoton koron 3,5 prosenttiin ja talletuskoron 1,5 prosenttiin. Näiden päätösten katsottiin olevan tarkoituksenmukaisia varotoimenpiteitä hintavakauden ylläpitämiseksi keskipitkällä aikavälillä.

**Taloudellinen toimintaympäristö koheni vähitellen vuoden 1999 puolivälistä lähtien, ...**

Kesästä 1999 lähtien vaikutti ilmeiseltä, että talouskasvu nopeutuisi huomattavasti vuoden jälkipuoliskolla ja vuonna 2000. Useimmat reaalityöntekijät kuvaavat indikaattorit viittasivatkin tuolloin yhä vahvemmin talouden elpymiseen (ks. kuvio 5.5).

**...tuontihinnat lisäsivät hintojen nousupaineita...**

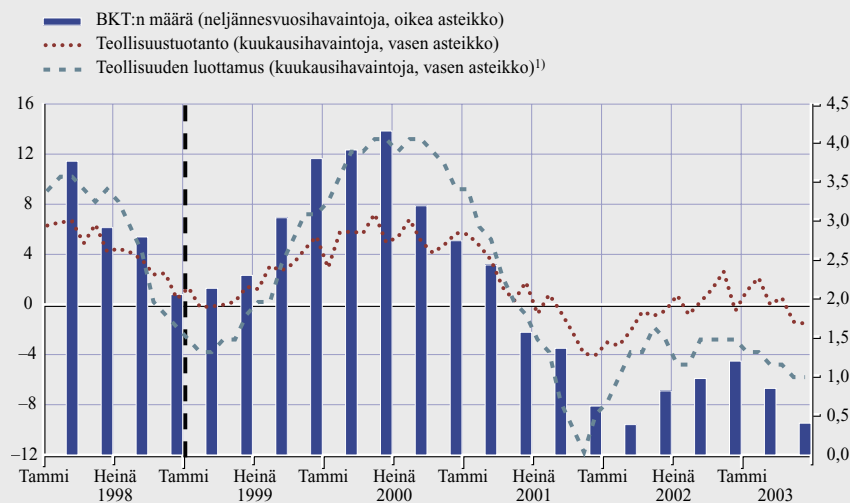
Tässä tilanteessa tuontihintojen kehitys lisäsi hintapaineita euroalueella. Öljymarkkinoiden kysynnässä ja tarjonnassa tapahtuneet muutokset johtivat öljyn hinnan tasaiseen nousuun vuoden 1999 puolivälin ja vuoden 2000 lopun välisenä aikana. Euron valuuttakurssi heikkeni

samaan aikaan huomattavasti. Tämän seurauksena euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatio nopeutui vähitellen ja ylitti 2 prosentin tason eli EKP:n hintavakauden määrittelemän mukaisen ylärajan. Ilman jalostamattomien elintarvikkeiden ja energian hintoja laskettu YKHI-inflaatio pysyi samana ajanjaksona verrattain hitaana huolimatta suhteellisen voimakkaasta talouskasvusta. Enenevää huolestuneisuutta aiheutti kuitenkin se, että tuontihintojen nousupaineilla saattaisi olla mahdollinen välillinen vaikutus palkan- ja hinnansetantaan, mikä saattaisi lisätä suuren yleisön pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia (ks. kuvio 5.6).

Toinen huolenaihe oli se, että rahan määrän vuotuinen kasvuvauhti nopeutui edelleen vuoden 1999 lopulla ja vuoden 2000 alussa. Kasvuvauhti oli nopeimmillaan yli 6%. Rahan määrän pitkäaikainen kasvu viittasi siihen, että likviditeettiä oli vähitellen kertynyt runsaasti. Lisäksi yksityiselle sektorille myönnet-

**... ja rahan määrä kasvoi jatkuvasti...**

**Kuvio 5.5 BKT:n määrä, teollisuustuotanto ja teollisuuden luottamus euroalueella**



Lähteet: Eurostat ja yrityksiä ja kuluttajia koskevat Euroopan komission suhdannekyselyt.

<sup>1)</sup> Poikkeamat tammikuusta 1985 alkaen lasketusta keskiarvosta.

tyjen luottojen vuotuinen kasvuvauhti vaihteli edelleen 10 prosentin tuntumassa.

...minkä seurauksena EKP:n ohjauksorkoja nostettiin vähitellen

Näistä syistä EKP:n neuvosto nosti ohjauksorkoja marraskuun 1999 ja loka-kuun 2000 välisenä aikana yhteensä 2,25 prosenttiyksikköä. Näiden päätösten jälkeen vuoden 2000 lopussa perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko<sup>1</sup> oli 4,75 %, maksuvalmiusluoton korko 5,75 % ja talletuskorko 3,75 %.

Valuuttainterventio syksyllä 2000

Euron valuuttakurssi oli laskenut jatkuvasti vuoden 1998 lopusta lähtien, minkä seurauksena se vastasi entistäkin vähemmän euroalueen talouden vahvoja perustekijöitä. Tämä uhkasi aiheuttaa huomattavia vääristymiä, joilla voisi olla haitallisia vaikutuksia maailmantalouteen ja euroalueen hintavakauteen. Tämän vuoksi G7-maat puuttuivat euron heikkenemiseen 22.9.2000, jolloin EKP:n aloitteesta toteutettiin yhteinen valuuttainterventio.

Siihen osallistuivat Yhdysvaltojen, Japanin, Ison-Britannian ja Kanadan keskuspankit. EKP intervenoi itse valuuttamarkkinoilla uudelleen marraskuun alussa. Interventioiden seurauksena euron kurssin heikkeneminen pysähtyi loppuvuodesta 2000.

YKHI-inflaatio nopeutui edelleen alkuvuodesta 2001 ja oli nopeimmillaan toukokuussa eli 3,4 % (luku tarkistettiin myöhemmin 3,1 prosenttiin). Inflaatiovauhdin nopeutuminen johtui pääasiassa jalostamattomien elintarvikkeiden hintojen noususta, joka liittyi eläintautien puhkeamiseen. Samaan aikaan palkkojen nousuvauhti kiihtyi, mikä puolestaan nopeutti ilman jalostamattomien elintarvikkeiden ja energian hintaa laskettua YKHI-inflaatiota.

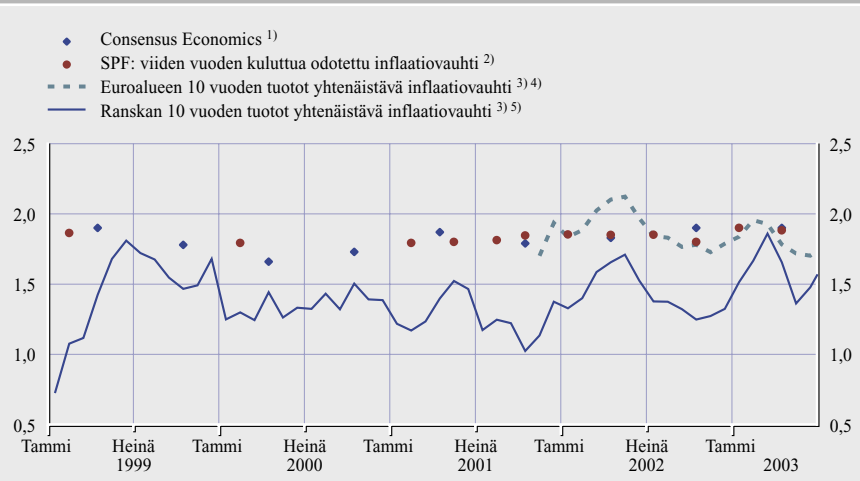
YKHI-inflaatiovauhti nopeutui edelleen vuoden 2001 alussa

Nämä lyhyen aikavälin hintapaineet poikkesivat jonkin verran reaalityön

Taluskasvu alkoi osoittaa hidastumisen merkkejä loppuvuonna 2000 ja vuonna 2001...

<sup>1</sup> EKP siirtyi kesäkuussa 2000 kiinteäkorkoisesta huutokauppanettelystä vaihtuvakorkoiseen huutokauppanettelyyn, jonka mukaan perusrahoitusoperaatioihin sovelletaan minimitarjouskorkoa.

**Kuvio 5.6 Euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotusten indikaattoreita**



Lähteet: Ranskan valtiovarainministeriö, Reuters, Consensus Economics ja EKP.

- 1) Rahoitusmarkkinoiden ja talouden kehitystä seuraavien huomattavien ennustelaitosten keskuudessa tehty tutkimus, jonka on julkaissut Consensus Economics Inc. Tämä pitkän aikavälin inflaatio-odotusten indikaattori viittaa vuotuista inflaatiovauhtia seuraavien 6–10 vuoden kuluttua koskeviin odotuksiin.
- 2) EKP:n tekemä Survey of Professional Forecasters -kyselytutkimus eri muuttujista eri aikoina. Kyselytutkimukseen osallistuvat ovat Euroopan unionin alueella toimivien ennustelaitoksien asiantuntijoita.
- 3) Tuotot yhtenäistävä inflaatiovauhti kuvaa inflaatio-odotusten keskiarvoa indeksiin sidotun joukkolainan juoksuajana, ja se lasketaan tavanomaisen joukkolainan nimellistuoton sekä indeksiin sidotun joukkolainan reaalityuoton erona silloin, kun joukkolainoilla on sama liikkeeseenlaskija ja juoksuajana.
- 4) Perustuu ilman tupakan hintaa laskettuun Ranskan kuluttajahintaindeksiin sidottuun Ranskan valtion liikkeeseen laskemaan joukkolainaan.
- 5) Perustuu ilman tupakan hintaa laskettuun euroalueen YKHLin sidottuun joukkolainaan.

kehityksestä. Maailmantaloudessa oli havaittavissa merkkejä heikkenemisestä jo vuoden 2000 lopussa. Epävarmuutta maailmantalouden kasvunäkymistä lisäsivät ensimmäiset viitteet Yhdysvaltain talouskasvun hidastumisesta, jotka ilmenivät osakekurssien laskettua voimakkaasti alkuvuoden 2000 huipputasosta, sekä Japanin taloustilanteen huonontuminen.

...myös euro-alueella...

Myös euroalueen talouskasvussa oli havaittavissa hidastumisen merkkejä vuoden 2001 alussa. Itse asiassa kaikki loppuvuonna 2000 ja alkuvuonna 2001 käytettävissä olleet ennusteet viittasivat siihen, että euroalueen BKT:n määrän kasvuvauhti hidastuisi loppuvuonna 2001 lähelle potentiaalisen trendikasvun mukaista tasoa. Lisäksi heikkenevien kansainvälisten talousnäkyvien vuoksi

oli hyvin todennäköistä, että nämä ennusteet olivat liian optimistisia.

Alkuvuonna 2001 M3:n vuotuinen kasvuvauhti heikkeni edelleen ja pysyi viitearvonsa alapuolella. Tämä kasvuvauhdin hitaus johtui M3:n likvideimpien, suppeaan raha-aggregaattiin M1:een sisältyvien erien kasvun huomattavasta hidastumisesta. Luultavasti tämä puolestaan heijasteli marraskuussa 1999 alkunutta EKP:n ohjauskorkojen nousua. Myös yksityiselle sektorille myönnettujen lainojen vuotuinen kasvuvauhti alkoi hidastua vuoden 2001 alussa.

...ja rahan määrän kasvu hidastui

Kaiken kaikkiaan rahan määrän kehitys ja talouden kasvunäkymien heikkeneminen oli osoitus inflaatiopaineiden vähenemisestä. Tästä syystä EKP:n neuvosto päätti laskea ohjauskorkoja 0,25 prosent-

EKP:n neuvosto laski ohjauskorkoja toukokuussa 2001

tiyksikköä 10.5.2001 ja uudelleen 30.8.2001.

**Yhdysvaltoihin  
tehdyt terrori-  
iskut aiheuttivat  
suuria häiriötä  
maailman-  
talouteen**

Yhdysvaltoihin 11.9.2001 tehdyt terrori-iskut lisäsivät epävarmuutta talouskehityksestä ja horjuttivat luottamusta. Niiden katsottiin siten voivan entisestään voimistaa talouden laskusuhdannetta. Näissä oloissa talouskasvun hidastumisen riskit lisääntyivät ja inflaatiopaineiden odotettiin vähenevän, koska euroalueen talouden kasvunäkymät olivat alkaneet huonontua jo ennen terrori-iskuja. EKP:n neuvosto piti 17.9.2001 ylimääräisen kokouksen puhelinneuvotteluna ja laski EKP:n ohjauskorkoja 0,50 prosenttiyksikköä. Myös Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitea ja muut keskuspankit ympäri maailmaa lasivat ohjauskorkojaan samana päivänä. Päätös oli poikkeuksellinen reaktio poikkeuksellisiin olosuhteisiin ja ilmensi vakuuttuneisuutta siitä, että koko maailmaa koskevaan häiriötilaan oli vastattava pikaisesti ja yhteisesti.

**Syyskuun 11.  
päivän jälkeen  
inflaatiopaineet  
vähenevät  
edelleen...**

Terrori-iskujen jälkeen näytti yhä ilmeisemmältä, että euroalueen talouskasvu pysyisi vaimeana vuoden 2001 jälkipuoliskolla ja vuoden 2002 alussa. Samaan aikaan tiettyjen häiriöiden vaikutukset hintatasoon olivat vähitellen häipymässä. Nämä häiriöt nostivat öljyn hintaa ja heikensivät euroa vuosina 1999 ja 2000 sekä nostivat elintarvikkeiden hintoja vuoden 2001 alussa.

**...ja likvidien  
instrumenttien  
kysyntä kasvoi  
epävarmuuden  
vuoksi**

Vaikka rahan määrä kasvoi voimakkaasti, sen ei kuitenkaan katsottu uhkaavan hintavakautta. Näytti todellakin siltä, että monet sijoittajat olivat siirtäneet sijoituksiaan turvallisiin ja likvideihin lyhytaikaisiin instrumentteihin, koska osakkeiden hinnat olivat laskeneet alkuvuoden 2000 huippulukemista. Tämä suuntaus jatkoi edelleen vahvistumistaan Yhdysvalloissa 11.9.2001 tapahtuneiden

terrori-iskujen jälkeen, sillä iskut lisäsivät rahoitusmarkkinoiden epävarmuutta. Myös yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen kasvuvauhdin hidastuminen lievensi pelkoa hintojen nousupaineista loppuvuonna 2001.

Tämän kehityksen seurauksena EKP laski ohjauskorkoja 0,50 prosenttiyksikköä 8.11.2001. Tämän päätöksen jälkeen perusrahoitusoperaatioiden korkotarjousten alaraja oli 3,25 %, maksuvalmiusluoton korko 4,25 % ja talletuskorko 2,25 %.

Syyskuun 11. päivän terrori-iskujen aiheuttamat maailmantalouden kasvua uhkaavat riskit näyttivät hälvenevän vuoden 2002 ensimmäisinä kuukausina. Jotkut indikaattorit enteilivät euroalueen ja maailmantalouden elpymistä. Vuoden 2002 alussa euroalueen BKT:n määrän kasvu todellakin elpyi hieman. Reaalisen talouskasvun odotettiin yleisesti saavutettavan potentiaalisen tason vuoden 2002 loppupuoliskolla. Talouskasvun elpymisen vahvuuteen liittyi kuitenkin epätavallisen suurta epävarmuutta, eikä vähiten siksi, että osakemarkkinoiden heikkous ja voimakkaat heilahtelut jatkuivat.

Huolestuneisuus talousnäkymistä lisääntyi vuoden 2002 jälkipuoliskolla. Talouden elpyminen osoittautui odotettua heikommaksi. Geopoliittiset jännitteet kasvoivat Lähi-idässä, mikä ilmeni öljyn hinnan nousuna. Samanaikaisesti markkinoilla oltiin yhä huolestuneempia yritysten tilinpäätöstietojen luotettavuudesta. Huolestuneisuus sekä yritysten odotettua heikommat tulostiedot laskivat osakekursseja edelleen tilanteessa, jossa osakekurssit vaihtelivat voimakkaasti. Kaikki nämä tekijät vaikuttivat siihen, että odotukset euroalueen talouskasvusta muuttuivat aiempaa synkemmiksi.

**EKP:n neuvosto  
laski ohjaus-  
korkoja jälleen  
marraskuussa  
2001**

**Talousnäkyvät  
näyttivät paran-  
tuvan alku-  
vuonna 2002...**

**...mutta heik-  
kenivät jälleen  
kesän jälkeen**



**YKHI-inflaatio pysytteli suhteellisen nopeana...**

YKHI-inflaatiovauhti pysytteli kuitenkin yli 2 prosentissa vuonna 2002. Tämä johtui osittain epäsuotuisan sään vaikutuksesta elintarvikkeiden hintoihin ja öljyn hinnan noususta. Käteisen euron käyttöön<sup>2</sup> aiheutti myös jonkin verran hintojen – erityisesti joidenkin palvelujen hintojen – nousupaineita. Kokonaisvaikutus hintoihin oli kuitenkin vähäinen. Keskipitkän aikavälin hintavakaussnäkyä synkensi jonkin verran se, että talouden toimeliaisuuden vaikeudesta huolimatta YKHI-inflaation vähemmän vaihtelevien erien hintojen nousuvauhti oli melko nopea ja että työttömyyden kasvusta huolimatta nimellisten palkkojen nousuvauhti oli edelleen suhteellisen voimakasta.

**...vaikka monet tekijät viittasivat keskipitkän aikavälin inflaatiopaineiden vähentymiseen**

Taloudellisen toimeliaisuuden vaikeuden katsottiin kuitenkin hillitsevän hintojen mahdollisia nousupaineita yhä enenevässä määrin, sillä palkkoihin liittyvät inflaatoriskit eivät todennäköisesti toteutuisi näissä olosuhteissa. Myös euron vahvistuminen keväästä 2002 lähtien vähensi osaltaan inflaatiopaineita.

**Rahan määrän kasvu jatkui voimakkaana vuosina 2002 ja 2003**

Rahan määrän kasvu jatkui voimakkaana vuonna 2002 ja vuoden 2003 alussa. Kuten vuonna 2001, tämä johtui osittain rahoitusmarkkinoiden voimakkaista vaihteluista, mikä lisäsi sijoittajien kiinnostusta lyhytaikaisiin sijoituskohteisiin, joiden riskejä pidetään vähäisinä. Rahan määrän kasvuun vaikutti kuitenkin myös se, että korot olivat euroalueella suhteellisen alhaiset vuonna 2002. Rahan määrän voimakkaan kasvun ei kuitenkaan katsottu juurikaan aiheuttavan inflaatoriskiä, koska euroalueen talouskasvu oli vaimeaa ja luottojen kasvu jatkui maltillisena.

Näistä syistä EKP:n neuvosto laski ohjauskorkoja edelleen joulukuusta 2002 kesäkuuhun 2003 yhteensä 1,25 prosenttiyksikköä. Ohjauskorkojen lasku toimi vastapainona talouskasvua haitanneille eri tekijöille ja kohensi tällä tavoin keskipitkän aikavälin hintavakaussnäkyä. Näiden päätösten seurauksena perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko oli 2 % kesäkuussa 2003. Tällöin maksuvalmiusluoton korko laskettiin 3,0 prosenttiin ja talletuskorko 1 prosenttiin.

**Tämäm seurauksena EKP laski ohjauskorot erittäin alas**

### **5.3 ARVIO AJANJAKSONA HARJOITETUSTA RAHAPOLITIIKASTA**

Yhteistä rahapolitiikkaa oli sen ensimmäisinä vuosina harjoitettava erittäin haasteellisissa oloissa, joissa monet eri häiriöt vaikuttivat merkittävästi hintojen kehitykseen lyhyellä aikavälillä. Tällaisia häiriöitä olivat öljyn hinnan kolminkertaistuminen alkuvuoden 1999 ja vuoden 2000 puolivälin välisenä aikana, euron kurssin huomattava heikentyminen samana ajanjaksona sekä karjatautien aiheuttama elintarvikkeiden hintojen nousu vuonna 2001. Oloissa, joissa uhkana oli yleinen hintojen nousun kiihtyminen, rahapolitiikalla oli pyrittävä estämään näiden häiriöiden välittyminen inflaatio-odotuksiin sekä palkan- ja hinnanmuodostukseen.

**Lyhyen aikavälin inflaatiopaineet haasteenaan...**

Samaan aikaan rahapolitiikan oli reagoitava näihin häiriöihin keskipitkän aikavälin suuntautumisella tuotannon vaihtelevien rajoittamiseksi. Keskipitkän aikavälin suuntautuminen tarkoitti myös sitä, että rahapolitiikassa tuli välttää kiinnittämästä liikaa huomiota lyhytaikaisiin hinnanmuutoksiin, jotta voitaisiin ohjata tarkoituksenmukaisesti hintojen pitkän aikavälin kehitystä.

**...EKP toimi keskipitkän aikavälin näkökulma lähtökohtanaan**

<sup>2</sup> EMUn kolmannen vaiheen alussa setelit ja kolikot olivat yhä kansallisen rahan määräisiä. Eurosetelit ja -kolikot otettiin käyttöön 1.1.2002.

Huolimatta useista epäsuotuisista inflaatio-osokeista euroalueen keskimääräinen vuotuinen YKHI-inflaatio oli tammikuun 1999 ja kesäkuun 2003 välisenä aikana vain hieman yli 2 prosentin eli EKP:n hintavakaudelle määrittelemän tason ylärajan. Tämän lisäksi on syytä panna merkille, että euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotusten indikaattorit pysyttelivät vuoden 1999 alusta vuoden 2003 puoliväliin asti lähes koko ajan alle 2 prosentissa mutta sen tuntumassa. Huomattavaa on myös, että inflaatio-odotukset pysyttelivät tällä tasolla sekä aikoina, jolloin inflaatiopaineet kasvoivat, että aikoina, jolloin ne hellittivät. Tämä ei käy ilmi ainoastaan yksityisen sektorin ekonomisteille tehdyistä pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia koskeneista kyselyistä, vaan myös pitkän aikavälin inflaatio-odotuksista, jotka ovat pääteltävissä joukkolainojen hinnoista (ks. kuvio 5.6). Tämä viittaa siihen, että suuri yleisö ja markkinat ovat luottaneet EKP:n määrätietoisuuteen ylläpitää hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. Nämä seikat osoittavat EKP:n pystyneen alusta lähtien lisäämään uskottavuuttaan ja vakuuttamaan suuren yleisön ja markkinat siitä, että se aikoo täyttää sitoumuksensa ylläpitää hintavakautta keskipitkällä aikavälillä.



# LIITE

## HISTORIA – KOLMEN VAIHEEN KAUTTA EMUUN

Eurooppa-neuvosto vahvisti kesäkuussa 1988 tavoitteeksi talous- ja rahaliiton asteittaisen toteuttamisen ja antoi Euroopan komission silloisen puheenjohtajan, Jacques Delorsin, johtamalle komitealle tehtäväksi ehdottaa konkreettisia vaiheita, joiden kautta liittoon edettäisiin. Komiteassa olivat mukana EY:n kansallisten keskuspankkien pääjohtajat sekä Kansainvälisen järjestelypankin johtajistoon tuolloin kuulunut Alexandre Lamfalussy, taloustieteen professori Niels Thygesen Kööpenhaminasta ja Banco Exterior de Españan silloinen pääjohtaja Miguel Boyer. Komitean työn tuloksena syntyneessä niin kutsutussa Delorsin raportissa esitettiin etenemistä rahaliittoon kolmen erillisen vaiheen kautta.

### **EMUn ensimmäinen vaihe**

Kesäkuussa 1989 Eurooppa-neuvosto päätti Delorsin raportin pohjalta, että talous- ja rahaliiton toteuttaminen alkaisi 1.7.1990, johon mennessä periaatteessa kaikki pääomanliikkeiden rajoitukset poistettiin jäsenvaltioiden väliltä. Tämä tiesi uusia velvollisuuksia myös Euroopan talousyhteisön jäsenmaiden keskuspankkien pääjohtajien komitealle, jonka merkitys valuuttayhteistyön edistäjänä oli kasvanut jatkuvasti aina sen perustamisesta 1964. Neuvoston päätöksessä 12.3.1990 säädettyihin komitean tehtäviin kuului mm. käydä neuvotteluja ja edistää jäsenvaltioiden rahapolitiikan yhdenmukaistamista, jotta hintavakaus voitaisiin saavuttaa. Koska käytettävissä oleva aika oli suhteellisen lyhyt ja monenlaisia toimenpiteitä oli vietävä läpi, keskuspankkien pääjohtajien komitea käynnisti myös talous- ja rahaliiton (EMU) kolmannen vaiheen valmistelut. Ensimmäiseksi oli ratkaistava, mitkä asiat täytyi selvittää jo varhaisessa vaiheessa, ja vahvistettava työohjelma vuoden 1993 loppuun mennessä sekä määriteltävä jo olemassa olevien alakomiteoiden ja erityisesti tähän tarkoitukseen perustettujen työryhmien tehtävät.

Toisen ja kolmannen vaiheen toteuttamiseksi Euroopan talousyhteisön perustamissopimusta (”Rooman sopimus”) oli tarkistettava, jotta voitiin luoda tarvittava institutionaalinen rakenne. Tätä tarkoitusta varten pidettiin vuonna 1991 talous- ja rahaliittoa käsitellyt hallitustenvälinen konferenssi yhtä aikaa poliittista unionia koskeneen hallitustenvälisen konferenssin kanssa. Keskustelut johtivat sopimukseen Euroopan unionista. Se hyväksyttiin joulukuussa 1991 ja allekirjoitettiin Maastrichtissa 7.2.1992. Ratifioimisprosessin viivästymisen johdosta sopimus kuitenkin tuli voimaan vasta 1.11.1993. Sillä muutettiin Euroopan talousyhteisön perustamissopimusta, vaihdettiin sen nimeksi Euroopan yhteisön perustamissopimus ja lisättiin siihen mm. pöytäkirjat Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännöstä sekä Euroopan rahapoliittisen instituutin perussäännöstä.

### **EMUn toinen vaihe – EMI ja EKP perustetaan**

EMUn toinen vaihe alkoi 1.1.1994, kun Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI) perustettiin ja keskuspankkien pääjohtajien komitea lakkautettiin. EMI:n tilapäisyys kuvasti hyvin yhteisön rahapoliittisen integraation tasoa vuosikymmenen puolivälissä. EMI ei ollut vastuussa rahapolitiikan harjoittamisesta Euroopan unionissa, koska kan-

sallisilla viranomaisilla oli edelleen yksinoikeus harjoittaa rahapolitiikkaa, eikä sillä myöskään ollut toimivaltaa suorittaa valuuttaoperaatioita.

EMIn kaksi päätehtävää olivat

- i. keskuspankkien välisen yhteistyön lujittaminen ja rahapolitiikan yhteensovittaminen
- ii. tarpeellisten valmistelujen hoitaminen Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) perustamiseksi sekä yhteisen rahapolitiikan harjoittamiseksi ja yhteisen rahan luomiseksi kolmannessa vaiheessa.

EMI toimi neuvottelufoorumina, siellä voitiin vertailla näkemyksiä ja vaihtaa tietoja politiikkaan liittyvissä kysymyksissä, ja se täsmensi lainsäädännöllisen, organisatorisen ja logistisen toimintakehikon, jonka EKPJ tarvitsi hoitaakseen tehtäviään kolmannen vaiheen aikana.

Joulukuussa 1995 Eurooppa-neuvosto hyväksyi kolmannen vaiheen alussa käyttöön otettavalle Euroopan rahayksikölle nimen ”euro” ja vahvisti, että EMUn kolmas vaihe alkaisi 1.1.1999. Euroon siirtymisen aikataulu julkistettiin hyvissä ajoin. Suunnitelma perustui pääasiassa EMIn yksityiskohtaisiin ehdotuksiin. Samassa yhteydessä EMille annettiin tehtäväksi valmistella euroalueen ja muiden EU-maiden tulevia keskinäisiä rahapoliittisia ja valuuttakurssisuhteita. EMI toimitti selontekonsa Eurooppa-neuvostolle joulukuussa 1996, ja se oli pohjana Eurooppa-neuvoston kesäkuussa 1997 antamalle päätöslauselmalle, joka koski uuden valuuttakurssimekanismin (ERM 2) periaatteita ja peruselementtejä.

Joulukuussa 1996 EMI toimitti Eurooppa-neuvostolle myös lopullisen suunnitelman 1.1.2002 liikkeeseenlaskettavien eurosetelien ulkoasuksi, ja suunnitelma julkaistiin pian sen jälkeen.

Perustamissopimuksen EMUa koskevien määräysten täydentämiseksi ja täsmentämiseksi Eurooppa-neuvosto antoi kesäkuussa 1997 kaksi päätöslauselmaa, jotka muodostavat vakaus- ja kasvusopimuksen ja joilla pyritään varmistamaan budjettikuri talous- ja rahaliitossa. Sopimusta täydennettiin EU:n neuvoston toukokuussa 1998 antamalla julistuksella, joka vahvisti sopimukseen liittyviä velvoitteita.

EU:n neuvosto päätti valtion- tai hallitusten päämiesten kokoonpanossa 2.5.1998 yksimielisesti, että 11 EU:n jäsenvaltiota (Belgia, Saksa, Espanja, Ranska, Irlanti, Italia, Luxemburg, Alankomaat, Itävalta, Portugali ja Suomi) täytti edellytykset yhteisen rahan käyttöönottamiseksi 1.1.1999. Nämä maat siis osallistuisivat EMUn kolmannen vaiheeseen. Valtion- tai hallitusten päämiehet saavuttivat myös poliittisen yhteisymmärryksen siitä, keitä suositeltaisiin nimitettäväksi Euroopan keskuspankin (EKP) johtokuntaan.

Samalla yhteisen rahan käyttöön ottavien jäsenmaiden valtiovarainministerit päättivät yhdessä näiden jäsenvaltioiden kansallisten keskuspankkien pääjohtajien, Euroopan komission ja EMIn kanssa, että euron peruuttamattomien muuntokurssien määrittämisessä käytettäisiin rahaliittoon osallistuvien jäsenvaltioiden valuuttojen tuolloin voimassa olleita kahdenvälisiä ERMin keskuskurseja.

Rahaliittoon osallistuvien 11 jäsenvaltion hallitukset nimittivät 25.5.1998 EKP:lle pääjohtajan, varapääjohtajan ja EKP:n johtokunnan neljä muuta jäsentä. Nimitykset tulivat voimaan 1.6.1998, jolloin EKP perustettiin. EKP ja rahaliittoon osallistuvien jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit muodostavat eurojärjestelmän, joka määrittelee yhteisen rahapolitiikan EMUn kolmannessa vaiheessa.

EKP:n perustaminen 1.6.1998 merkitsi, että EMIn tehtävä oli suoritettu. Euroopan yhteisön perustamissopimuksen 123 artiklan (ent. 1091 artikla) mukaisesti EMI asetettiin selvitystilaan, kun EKP oli perustettu. Kaikki EM:lle uskotut valmistelut saatiin ajoissa päätökseen, ja EKP käytti loppuvuoden 1998 järjestelmien ja menettelyjen lopulliseen testaamiseen.

### **EMUn kolmas vaihe – valuuttakurssit kiinnitetään peruuttamattomasti**

EMUn kolmas ja viimeinen vaihe alkoi rahaliittoon alkuvaiheessa osallistuneiden 11 jäsenvaltion valuuttakurssien peruuttamattomasta kiinnittämisestä 1.1.1999, jolloin EKP otti vastuulleen yhteisen rahapolitiikan harjoittamisen.

Rahaliittoon osallistuvien jäsenvaltioiden määrä kasvoi 12:een 1.1.2001, kun Kreikka siirtyi EMUn kolmanteen vaiheeseen. Siitä alkaen Kreikan keskuspankki on ollut osa eurojärjestelmää. Ennen Kreikan liittymistä rahaliittoon EU:n neuvosto valtion- tai hallitusten päämiesten kokoonpanossa totesi päätöksessään, että Kreikka täytti lähentymiskriteerit.



## SANASTO

**Alijäämäsuhte**, julkisen talouden alijäämän suhde BKT:hen (deficit ratio): Yksi **perustamissopimuksen** artiklan 104 kohdassa 2 määrätty julkisen talouden kriteeri, jonka perusteella määritellään liiallisen alijäämän olemassaolo. Alijäämäsuhte määritellään julkistalouden ennakoitun tai toteutuneen alijäämän suhteena käypähintaiseen bruttokansantuotteeseen. Julkisen talouden alijäämä määritellään (**liiallisia alijäämiä koskevasta menettelystä** tehdyssä) pöytäkirjassa n:o 20 **julkisyhteisöjen** netto-luotonottona.

**Asiantuntijoiden arviot**: Ks. **eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot**.

**Avomarkkinaoperaatio** (open market operation): Keskuspankin aloitteesta rahoitusmarkkinoilla toteutettava operaatio. Tarkoituksensa, säännöllisyytensä ja menettelyjensä mukaan **eurojärjestelmän** avomarkkinaoperaatiot voidaan jakaa neljään ryhmään: **perusrahoitusoperaatiot**, **pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot**, **hienosäätöoperaatiot** ja **rakenteelliset operaatiot**. Avomarkkinaoperaatio sisältää jonkin seuraavista transaktioista: 1) arvopaperien suora osto tai myynti (avista- tai termiinkauppana), 2) arvopaperien osto tai myynti **takaisinostosopimuksin**, 3) lainan antaminen tai ottaminen **vakuuksia** vastaan, 4) keskuspankin velkositoumusten liikkeeseenlasku, 5) määräaikaistalletusten kerääminen tai 6) **valuuttaswapit** kotimaisen ja ulkomaisen valuutan välillä.

**Deflaatio** (deflation): Yleisen hintatason, esim. kuluttajahintaindeksin, lasku.

**Ecofin-neuvosto** (ECOFIN Council): Ks. **Euroopan unionin neuvosto**.

**Ecu (Euroopan valuuttayksikkö)** (ECU, European Currency Unit): Ennen EMUn **kolmatta vaihetta** käytetty valuuttakori, joka oli muodostettu laskemalla yhteen vakioituiden määrät kahdestatoista EU:n jäsenvaltioiden kaikkiaan viidestätoista valuuttasta. Ecu:n arvo laskettiin koriin kuuluvien valuuttojen arvon painotettuna keskiarvona. **Euro** korvasi ecun 1.1.1999 yhden suhteessa yhteen.

**Efektiivinen valuuttakurssi (nimellinen tai reaalinen)** (effective nominal/real exchange rate, EER): Nimellinen efektiivinen valuuttakurssi on lukuisien kahdenvälisten vaihtokurssien painotettu geometrinen keskiarvo. Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi on nimellinen efektiivinen valuuttakurssi, joka on deflatoitu ulkomaisten hintojen tai kustannusten painotetulla keskiarvolla suhteessa kotimaisiin hintoihin tai kustannuksiin. Kummallakin valuuttakurssilla mitataan siten hinta- ja kustannuskilpailukykyä. **Euroopan keskuspankki (EKP)** laskee euron nimelliset efektiiviset valuuttakurssi-indeksit suhteessa euroalueen laajan kauppakumppanijoukon valuuttoihin. Tammikuusta 2001 alkaen suppeaan ryhmään on kuulunut euroalueen 12 kauppakumppania niin vanhoista kuin uusistakin teollisuusmaista ja laajaan 38 kauppakumppania. **Euron** reaaliset efektiiviset valuuttakurssi-indeksit lasketaan hintoja ja kustannuksia mittaavien vaihtoehtoisten muuttujien avulla.



**EKP:n neuvosto** (Governing Council): **Euroopan keskuspankin (EKP)** ylin päätöksentekoeelin. EKP:n neuvoston jäseninä ovat kaikki EKP:n **johtokunnan** jäsenet sekä **euron** käyttöön ottaneiden maiden kansallisten keskuspankkien pääjohtajat.

**EKP:n ohjauskorot** (key ECB interest rates): **Euroopan keskuspankin (EKP)** rahapolitiikan mitoituksen määrittelyssä käytettävät korot, jotka **EKP:n neuvosto** asettaa. EKP:n ohjauskorot ovat **perusrahoitusoperaatioiden** korko (**kiinteäkorkoisissa huutokaupoissa** kiinteä korko ja **vaihtuvakorkoisissa huutokaupoissa** minimitarjouskorko eli korkotarjousten alaraja), **maksuvalmiusluoton** korko ja talletuskorko (ks. **talletusmahdollisuus**).

**Eläkerahasto (pension fund)**: Varaukset tai rahastot, joita muut kuin rahoitusalan yritykset pitävät maksaakseen työntekijöidensä eläkkeit.

**EMUn ensimmäinen, toinen ja kolmas vaihe**: Ks. **talous- ja rahaliitto (EMU)**.

**Ennakoivat indikaattorit** (leading indicators): Talouden muuttujat, jotka ennakoivat muiden talouden muuttujien tulevaa kehitystä tai joista saa hyödyllistä tietoa tämän kehityksen ennustamiseksi.

**Eoniakorko** (EONIA, euro overnight index average): Pankkien välisten **euromääräisten** yön yli -markkinoiden efektiivinen korko. Eoniakorko lasketaan euromääräisillä rahamarkkinoilla toimivien suurten pankkien ilmoittamien vakuudettomien yön yli -talletusten korkojen painotettuna keskiarvona.

**ERM (valuuttakurssimekanismi)** (ERM, Exchange Rate Mechanism): **Euroopan valuuttajärjestelmän** valuuttakurssi- ja interventiomekanismi, jossa kunkin siihen osallistuvan valuutan vaihtokurssi määriteltiin keskuskurssina **ecuun** nähden. Näiden keskuskurssien perusteella määritettiin osallistuvien valuuttojen kahdenväliset keskuskurssit. Valuuttakurssit saivat vaihdella kahdenvälisen keskuskurssin ylä- tai alapuolella tietyn vaihteluvälin rajoissa. Keskuskurseja voitiin muuttaa kaikkien ERMiin osallistuvien maiden keskinäisellä sopimuksella. ERM lakkautettiin **talous- ja rahaliiton (EMU) kolmannen vaiheen** alkaessa, kun **ERM II** perustettiin.

**ERM II** (ERM II, exchange rate mechanism II): Valuuttakurssimekanismi, johon **euroalueen** jäsenvaltioiden ja sen ulkopuolelle **talous- ja rahaliiton (EMU) kolmannen vaiheen** alussa jääneiden **EU:n jäsenvaltioiden** välinen yhteistyö perustuu. ERM II:n jäsenyys on vapaaehtoinen, mutta niiden EU:n jäsenvaltioiden, joita koskee poikkeus, odotetaan liittyvän mekanismiin. Normaalialue ja kapea vaihteluväli tuetaan periaatteessa automaattisilla ja rajoittamattomilla valuuttainterventioilla vaihteluvälin rajoilla. Interventioihin on käytettävissä erittäin lyhyen ajan rahoitustukea. **Euroopan keskuspankki (EKP)** ja ERM II:een osallistuvat euroalueen ulkopuoliset kansalliset keskuspankit voivat kuitenkin keskeyttää automaattisen intervenoinnin, jos se olisi ristiriidassa niiden ensisijaisen tavoitteen eli **hintavakauden** säilyttämisen kanssa.

**EU:n jäsenvaltio** (EU Member State): Ks. **jäsenvaltio**.

**EU:n laajentuminen** (EU enlargement): Euroopan unionin laajentumisprosessi, jossa **Eurooppa-neuvosto** vuonna 2003 hyväksyi 13 Keski- ja Itä-Euroopan ja Välimeren maata Euroopan unionin (EU) hakijamaiksi. Seuraavat 10 maata allekirjoittivat liittymissopimuksen tarkoituksenaan liittyä EU:hun 1.5.2004: Tšekki, Viro, Kypros, Latvia, Liettua, Unkari, Malta, Puola, Slovenia ja Slovakia. Kaksi muuta maata eli Bulgaria ja Romania aloittivat liittymisneuvottelut vuonna 2003, ja niille on ennakoitu mahdollisuutta liittyä EU:hun vuonna 2007. Myös Turkki on virallisen hakijamaan asemassa.

**Euriborkorko** (EURIBOR, euro interbank offered rate): Korko, jolla parhaiksi luokitellut suuret pankit antavat toisilleen **euromääräisiä** luottoja. Euriborkorko lasketaan päivittäin näiden pankkien välisten talletusten korkojen keskiarvona kolmen desimaalin tarkkuudella. Talletusten maturiteetit ovat 1 viikosta 1–12 kuukauteen.

**Euro** (euro): **Eurooppa-neuvoston** kokouksessaan Madridissa 15. ja 16.12.1995 hyväksymä Euroopan yhteisen rahan nimi.

**Euroalue** (euro area): Ne EU:n **jäsenvaltiot**, jotka ovat ottaneet euron käyttöön yhteiseksi rahaksi **perustamissopimuksen** mukaisesti ja joissa harjoitetaan yhteistä rahoit politiikkaa **Euroopan keskuspankin (EKP) neuvoston** alaisuudessa. Vuonna 2003 euroalueeseen kuuluivat Belgia, Saksa, Kreikka, Espanja, Ranska, Irlanti, Italia, Luxemburg, Alankomaat, Itävalta, Portugali ja Suomi.

**Eurojärjestelmä** (Eurosysteem): **Euroalueen** keskuspankkijärjestelmä. Järjestelmä käsittää **Euroopan keskuspankin (EKP)** ja niiden **jäsenvaltioiden** kansalliset keskuspankit, jotka ovat ottaneet **euron** käyttöön **talous- ja rahaliiton (EMU) kolmannessa vaiheessa** (ks. myös **euroalue**). Vuonna 2003 eurojärjestelmässä oli 12 kansallista keskuspankkia.

**Eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot** (Eurosysteem staff projections): **Eurojärjestelmän** asiantuntijoiden tuottamat **euroalueen** kokonaistalouden näkymiä koskevat arviot, jotka ovat osa talousanalyysia.

**Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmä 1995 (EKT 95)** (European System of Accounts 1995, ESA 95): Yhdenmukaistettujen tilastollisten määritelmien ja luokitusten järjestelmä, jolla pyritään kuvaamaan EU:n **jäsenvaltioiden** talouksia kvantitatiivisesti yhdenmukaisella tavalla. EKT 95 on yhteisön versio YK:n kansantalouden tilinpitojärjestelmästä vuodelta 1993 (SNA 93) ja Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmän tuorein versio. Se otettiin käyttöön vuonna 1999 neuvoston asetuksen (EY) N:o 2223/96 mukaisesti.

**Euroopan keskuspankki, EKP** (European Central Bank, ECB): **Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ)** ja **eurojärjestelmän** ydin. Yhteisön lainsäädännön mukaan EKP on oikeushenkilö. EKP huolehtii, että eurojärjestelmälle ja EKPJ:lle annetut tehtävät suoritetaan osana Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännön mukaista toimintaa tai että kansalliset keskuspankit suorittavat ne.

**Euroopan keskuspankkijärjestelmä, EKPJ** (European System of Central Banks, ESCB): **Euroopan keskuspankki (EKP)** ja EU:n kaikkien **jäsenvaltioiden** kansalliset keskuspankit. Euroopan keskuspankkijärjestelmään kuuluvat siis **eurojärjestelmän** jäsenten lisäksi myös niiden jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, jotka eivät ole vielä ottaneet **euroa** käyttöön.

**Euroopan komissio** (European Commission): Euroopan yhteisön toimielin, joka varmistaa, että **perustamissopimuksen** määräyksiä sovelletaan. Komissio kehittää yhteisön politiikkaa, tekee ehdotuksia yhteisön lainsäädännöksi ja käyttää valtuuksia tietyillä aloilla. Talouspolitiikassa komissio antaa suosituksia yhteisön talouspolitiikan laajoiksi suuntaviivoiksi ja raportoi **Euroopan unionin neuvostolle** talouden kehityksestä ja talouspolitiikasta. Se seuraa julkisten talouksien tilaa monenvälisen valvonnan puitteissa ja raportoi siitä EU:n neuvostolle.

**Euroopan parlamentti** (European Parliament): **Jäsenvaltioiden** kansalaisten 626 edustajasta koostuva elin. Parlamentti toimii lainsäädäntöprosessin osana, joskin sen valtaoikeudet vaihtelevat sen mukaan, millaisin menettelyin EU:n säädöksiä annetaan. **Talous- ja rahaliitossa (EMU)** parlamentilla on pääasiassa neuvoa-antavat valtuudet. **Perustamissopimuksessa** määrätään tietyistä menettelyistä, jotka koskevat **Euroopan keskuspankin (EKP)** demokraattista tilivelvollisuutta parlamentille (vuosikertomuksen esittäminen, yleiskeskustelu rahapolitiikasta, kuuleminen parlamentin toimivaltaisissa valiokunnissa).

**Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI)** (European Monetary Institute, EMI): **Talous- ja rahaliiton (EMU)** toisen vaiheen alussa 1.1.1994 perustettu väliaikainen toimielin. EMI:n kaksi päätehtävää olivat lujittaa keskuspankkien välistä yhteistyötä ja rahapolitiikan yhteensovittamista ja hoitaa tarpeelliset valmistelut **Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ)** perustamiseksi sekä yhteisen rahapolitiikan harjoittamiseksi ja yhteisen rahan luomiseksi **talous- ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa**. EMI asetettiin selvitystilaan, kun **Euroopan keskuspankki (EKP)** perustettiin 1.6.1998.

**Euroopan unionin neuvosto, EU:n neuvosto** (EU Council): Euroopan yhteisön instituutio. **Jäsenvaltioiden** hallitusten edustajista koostuva neuvosto. Yleensä edustajat ovat kulloinkin käsiteltävinä olevista asioista vastaavia ministereitä (tästä syystä EU:n neuvostosta käytetään usein nimitystä ministerineuvosto). Talous- ja valtiovarainministerien kokoonpanossa kokoontuvasta EU:n neuvostosta käytetään usein nimitystä **Ecofin**-neuvosto. Lisäksi EU:n neuvosto voi kokoontua valtion- tai hallitusten päämiesten kokoonpanossa (ks. myös **Eurooppa-neuvosto**).

**Euroopan valuuttajärjestelmä (EMS)** (European Monetary System, EMS): Vuonna 1979 **Eurooppa-neuvoston** 5.12.1978 tekemän päätöslauselman mukaisesti perustettu valuuttakurssijärjestelmä. EMSin toimintamenettelyt määriteltiin Euroopan talousyhteisön (ETY) jäsenvaltioiden keskuspankkien 13.3.1979 tekemässä sopimuksessa. EMS pyrki tiivistämään yhteisöön kuuluvien valtioiden välistä rahapoliittista yhteistyötä tavoitteenaan luoda Eurooppaan rahataloudellisesti vakaa vyöhyke. EMSin tärkeimmät osat olivat **ecu**, valuuttakurssi- ja interventiomekanismi (**ERM**) ja erilaiset luottojärjestelyt. EMS lakkautettiin **talous- ja rahaliiton (EMU) kolmannen vaiheen** alkaessa, kun **ERM II** perustettiin.

**Eurooppa-neuvosto** (European Council): Euroopan unionille sen kehittämiseksi tarvittavat virikkeet antava ja sen yleiset poliittiset suuntaviivat määrittelevä elin. Eurooppa-neuvosto koostuu **jäsenvaltioiden** valtion- tai hallitusten päämiehistä sekä **Euroopan komission** puheenjohtajasta (ks. myös **Euroopan unionin neuvosto**).

**Eurostat** (Eurostat): Euroopan yhteisöjen tilastotoimisto. Eurostat on osa **Euroopan komissiota** ja vastaa yhteisön laajusten tilastojen tuotannosta.

**Futuuri** (futures contract): Sopimus arvopapereiden tai hyödykkeiden ostosta tai myynnistä ennalta sovittuun hintaan tietynä tulevana ajankohtana.

**Hienosäätöoperaatio** (fine-tuning operation): **Eurojärjestelmän** satunnaisesti toteuttama **avomarkkinaoperaatio**, jonka pääasiallisena tarkoituksena on tasoittaa markkinoiden likviditeetin odottamattomia vaihteluja.

**Hintavakaus** (price stability): **Eurojärjestelmän** ensisijainen tavoite. Lokakuussa 1998 EKP:n neuvosto julkisti hintavakauden kvantitatiivisen määritelmän viestiäkseen selkeästi tulevaa hintakehitystä koskevista odotuksista ja helpottaakseen tavoitteen toteutumisen seuraamista. EKP:n neuvosto on määritellyt hintavakauden **euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI)** alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi. Toukokuussa 2003 EKP:n neuvosto totesi, että hintavakauden tavoitteeseen pyrittäessä tähdätään inflaatiovauhdin säilyttämiseen alle 2 prosentissa, mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

**Inflaatio** (inflation): yleinen hintatason, esimerkiksi kuluttajahintaindeksin, nousu.

**Inflaatoriskipreemio** (inflation risk premium): Kompensaatio sijoittajille pitkäaikaisiin (nimellisarvoisiin) sijoituksiin liittyvistä riskeistä.

**Inflaatiotavoitteeseen perustuva strategia** (inflation targeting): Rahapolitiikan strategia, jossa **hintavakaus** pyritään säilyttämään tarkkailemalla inflaatioennusteiden poikkeamia julkistetusta inflaatiotavoitteesta.

**Irtisanomisehtoiset talletukset** (deposits redeemable at notice): Tietyn irtisanomisajan jälkeen nostettavissa olevat talletukset. Joissakin tapauksissa talletetuista varoista voidaan nostaa tietty kiinteä määrä tietyn ajanjakson aikana tai varat voidaan nostaa erillistä korvausta vastaan. Irtisanomisajaltaan enintään 3 kuukauden talletukset sisältyvät **M2**:een (ja siten myös **M3**:een) ja irtisanomisajaltaan yli 3 kuukauden talletukset rahalaitosten pitkäaikaisiin (muihin kuin monetaarisiin) velkoihin.

**Johdannaismarkkinat** (derivatives market): Rahoitus sopimusten liikkeeseenlasku ja kaupankäynti näillä sopimuksilla. Rahoitus sopimuksen arvo määräytyy sopimuksen kohteena olevien arvopapereiden hintojen, korkojen, valuuttakurssien, markkina-indeksien tai hyödykkeiden hintojen perusteella. Johdannaisten perustyyppiä ovat **futuurit, optiot, swapit ja korkotermiinit**.

**Johtokunta** (Executive Board): Yksi **Euroopan keskuspankin (EKP)** päätöksenteoelimitystä. Johtokunnan jäseninä ovat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja ja neljä

muuta **euron** käyttöön ottaneiden **jäsenvaltioiden** valtionpäämiesten tai hallitusten päämiesten nimeämää jäsentä.

**Joukkolainamarkkinat** (bond market): Pitkäaikaisten **velkapapereiden** liikkeeseenlasku ja kaupankäynti näillä papereilla.

**Julkisen talouden rahoitusasemaa koskeva viitearvo** (reference value for the fiscal position): **Perustamissopimuksen liiallista alijäämää koskevasta menettelystä** tehdystä pöytäkirjassa n:o 20 määrättyt täsmälliset viitearvot **julkisyhteisöjen alijäämäsuhteelle** (3 % BKT:stä) ja **velkasuhteelle** (60 % BKT:stä) (ks. myös **vakaus- ja kasvusopimus**).

**Julkisyhteisöt** (general government): **Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmässä 1995 (EKT 95)** määritelty sektori, joka koostuu valtionhallinnosta, osavaltiohallinnosta, paikallishallinnosta ja sosiaaliturvarahastoista.

**Jäsenvaltio** (Member State): Maa, joka on Euroopan unionin jäsen.

**Kakkoslistan arvopaperi** (tier two asset): Jälkimarkkinakelpoinen tai ei-jälkimarkkinakelpoinen arvopaperi, jonka erityiset kelpoisuusvaatimukset määrää kansallinen keskuspankki **Euroopan keskuspankin (EKP)** ohjeiden mukaisesti.

**Keskuspankin riippumattomuus** (central bank independence): Lainmääräys, jonka nojalla keskuspankki voi toteuttaa tehtäviensä ja velvollisuutensa poliittisesti riippumattomasti. Euroalueen keskuspankkien riippumattomuuden periaate määritellään **perustamissopimuksen** artiklassa 108.

**Kiinteäkorkoinen huutokauppa** (fixed rate tender): Huutokauppanenettely, jossa keskuspankki määrää koron etukäteen ja osallistuvat **vastapuolet** tekevät tarjouksen rahamäärästä, jonka ne haluavat tällä korolla.

**Korkotermiini** (forward rate agreement, FRA): Sopimus, jolla toinen osapuoli sitoutuu maksamaan toiselle osapuolelle tietyn koron tietystä pääomamäärästä tetyltä tulevalta ajanjaksolta.

**Kotitaloudet** (households): Yksi **Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmän 1995 (EKT 95)** institutionaalisista sektoreista. Kotitaloussektori kattaa henkilöt tai henkilöryhmät kuluttajina ja mahdollisesti myös yrittäjinä (esimerkiksi yksityiset elinkeinonharjoittajat sekä yhtiökumppanuudet). EKT 95:n mukaan kotitalouksia palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt ovat erillinen institutionaalinen sektori, joskin ne lasketaan tilastoissa usein yhteen kotitalouksien kanssa.

**Käänteisoperaatio** (reverse transaction): Toimenpide, jossa keskuspankki ostaa tai myy arvopapereita **takaisinostosopimuksen** perusteella, tai keskuspankin luotto-operaatio **vakuutta** vastaan.

**Lainat euroalueelle** (loans to euro area residents): **Rahalaitosten** myöntämiä lainoja, jotka eivät perustu jälkimarkkinakelpoiseen velkakirjoihin tai joihin liittyy vain yksi

velkakirja (vaikka se olisi muuttunut jälkimarkkinakelpoiseksi). Näihin lainoihin sisältyvät kotitalouksille, yrityksille ja julkisyhteisöille myönnettyt lainat. Lainat kotitalouksille voivat olla kulutusluottoja (henkilökohtaiseen käyttöön tulevien tavaroiden ja palveluiden hankkimiseksi myönnettyjä lainoja), asuntolainoja (lainat asunnon hankkimiseen ja myös rakentamiseen sekä peruskorjaukseen myönnettyt lainat) ja muita lainoja (esimerkiksi velkajärjestelyihin ja opiskelua varten myönnettyjä lainoja) (ks. myös **luotonanto euroalueelle**).

**Liiallisia alijäämiä koskeva menettely** (excessive deficit procedure): **Perustamisso-  
pimuksen** artiklassa 104 annetut ja liiallisia alijäämiä koskevaan menettelyyn liitty-  
vässä pöytäkirjassa n:o 20 täsmennetyt lausekkeet, jotka velvoittavat EU:n **jäsenval-  
tiot** noudattamaan budjettikuria sekä määrittelevät kriteerit, joiden perusteella julki-  
sen talouden rahoitusasemaa on pidettävä liiallisena alijäämänä, sekä toimet, joihin  
on ryhdyttävä, jos havaitaan, että julkisen talouden rahoitusaseman tasapainoa tai jul-  
kista velkaa koskevia vaatimuksia ei ole täytetty. Lausekkeita täydentää **EU:n neu-  
voston** asetus liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttami-  
sesta ja selkeyttämisestä. Asetus on osa **vakaus- ja kasvusopimusta**.

**Liikkeessä oleva raha** (currency in circulation): Liikkeessä olevien ja yleisesti mak-  
suvälineinä käytettyjen setelien ja kolikoiden määrä. Vuonna 2002 **euroalueella** liik-  
keessä olevaan rahaan laskettiin **eurojärjestelmän** ja joidenkin **rahalaitosten** liik-  
keeseen laskemat **euron** ja kansallisen rahan määrälliset setelit sekä euroalueen maiden  
valtionhallinnon liikkeeseen laskemat kolikot, vaikka euro on 1.3.2002 lähtien ollut  
kaikkien euromaiden ainoa laillinen maksuväline. Tammikuun 1. päivästä 2003 läh-  
tien euroalueen maiden kansallisten valuuttojen määrällisiä seteleitä ei ole enää las-  
kettu mukaan liikkeessä oleviin seteleihin **eurojärjestelmän** taseessa ja muussa tilas-  
toinnissa. Sama pätee kansallisen rahan määrällisiin kolikoihin. **M3**:een sisältyvä liik-  
keessä oleva raha on ilmoitettu nettomääräisenä, eli siihen kuuluvat ainoastaan mui-  
den kuin rahalaitosten hallussaan pitämät liikkeessä olevat setelit ja kolikot (eli raha-  
laitosten hallussa oleva käteinen raha on vähennetty). Liikkeessä olevaan rahaan eivät  
myöskään kuulu keskuspankin setelivarastot (koska varastoituja seteleitä ei ole las-  
kettu liikkeeseen) ja juhlarahat (joita ei yleensä käytetä maksuvälineenä).

**Luotonanto euroalueelle** (credit to euro area residents): Rahalaitosten muille euro-  
alueella oleville kuin **rahalaitoksille** (mm. **julkisyhteisöille** ja yksityiselle sektorille)  
myöntämä rahoitus. Luotonanto euroalueelle sisältää rahalaitosten **lainat euroalueelle**  
ja rahalaitosten hallussa olevat **euroalueella** sijaitsevien liikkeeseenlaskijoiden liik-  
keeseen laskemat arvopaperit. Jälkimmäisiin kuuluvat osakkeet, osuudet ja **velka-  
paperit**. Koska arvopaperit ovat rahoitusmuotona vaihtoehto lainanotolle ja koska jot-  
kin lainat voidaan muuntaa arvopapereiksi, tämän määritelmän mukaisista tilastoista  
saadaan tarkempia tietoja rahalaitossektorin koko taloudelle myöntämästä rahoituk-  
sesta kuin suppean määritelmän mukaisista tilastoista, joihin sisältyvät vain lainat.

**Luottolaitos** (credit institution): Luottolaitosten liiketoiminnan aloittamisesta ja har-  
joittamisesta 20. maaliskuuta 2000 annetun **Euroopan parlamentin** ja Euroopan uni-  
onin neuvoston direktiivin N:o 2000/12/EY, sellaisena kuin se on muutettuna 18.  
syyskuuta 2000 annetulla direktiivillä 2000/28/EY, artiklan 1 kohdassa 1 määritelty  
laitos. Näin ollen luottolaitos on 1) yritys, joka liiketoimintanaan vastaanottaa ylei-

söltä talletuksia tai muita takaisinmaksettavia varoja ja myöntää luottoja omaan lukuunsa, tai 2) muu kuin kohdassa 1 määritelty yritys tai oikeushenkilö, joka laskee liikkeeseen elektronisena rahana olevia maksuvälineitä. Elektroninen raha on määritelty rahalliseksi arvoksi, ”joka ilmenee liikkeeseenlaskijaan kohdistuvana saatavana, joka on a) talletettu sähköiseen välineeseen, b) joka on laskettu liikkeeseen varoja vastaan, joiden arvo on vähintään liikkeeseen laskettu rahallinen arvo ja c) jonka hyväksyvät maksuvälineenä muut yritykset kuin liikkeeseenlaskija”.

**Lähentymiskriteerit** (convergence criteria): **Perustamissopimuksen** artiklan 121 kohdassa 1 määritetyt ja pöytäkirjassa n:o 21 täsmennetyt kriteerit, joita käytetään perustana arvioitaessa, voiko jokin maa ottaa euron käyttöön. Kriteereillä mitataan jäsenvaltioiden suoriutumista **hintavakauden**, julkisen talouden rahoitusaseman, valuuttakurssien ja pitkien korkojen kehityksessä. Niillä mitataan myös, onko jäsenvaltion kansallinen lainsäädäntö, keskuspankin perussääntö mukaan lukien, perustamissopimuksen ja **Euroopan keskuspankkijärjestelmän** sekä **Euroopan keskuspankin** perussäännön mukainen.

**M1, M2, M3**: Ks. **raha-aggregaatit**.

**Maastrichtin sopimus**: Ks. **perustamissopimus**.

**Maksuvalmiusjärjestelmä** (standing facility): Keskuspankin järjestelmä, jota **vastapuolet** voivat käyttää omasta aloitteestaan. **Eurojärjestelmä** tarjoaa käyttöön kaksi yön yli -maksuvalmiusjärjestelyä: **maksuvalmiusluoton** ja **talletusmahdollisuuden**.

**Maksuvalmiusluotto** (marginal lending facility): Osa **eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmää**, jossa **vastapuolet** voivat saada kansallisesta keskuspankista yön yli -luottoa etukäteen vahvistetulla korolla hyväksyttävää vakuutta vastaan (ks. **EKP:n ohjauskorot**).

**Minimitarjouskorko** (minimum bid rate): Alin korko, jolla **vastapuolet** voivat tehdä tarjouksia **vaihtuvarkoisissa huutokaupoissa** (ks. **EKP:n ohjauskorot**).

**Määräaikaistalletukset** (deposits with an agreed maturity): Tietyksi määräajaksi tehdyt talletukset, jotka kansallisten käytäntöjen mukaan saattavat olla nostettavissa ennen erääntymistä vain korvausta vastaan. Näihin talletuksiin kuuluu myös joitakin ei-jälkimerkkinakelpoisia velkapapereita, kuten ei-siirtokelpoiset talletustodistukset. Enintään kahden vuoden määräaikaistalletukset sisältyvät **M2**:een (ja siten myös **M3**:een) ja yli kahden vuoden määräaikaistalletukset sisältyvät rahalaitossektorin pitkäaikaisiin (muihin kuin monetaarisiiin) rahoitusvelkoihin.

**Neuvosto** (council): Ks. **EU:n neuvosto**.

**Nimellinen efektiivinen valuuttakurssi**: Ks. **efektiivinen valuuttakurssi (nimellinen tai reaalin)**.

**Optio** (option): Rahoitusinstrumentti, jonka haltijalla on oikeus muttei velvollisuutta ostaa tai myydä tietty kohde-etuus (esim. joukkovelkakirja tai osake) ennalta määrät-



tyyn hintaan (toteutushinta) tiettyinä päivinä tai tiettyyn päivään mennessä tulevaisuudessa (toteutus- tai eräpäivä). Osto-optio oikeuttaa haltijan ostamaan kohde-etuuden sovittuun toteutushintaan, kun taas myyntioptio oikeuttaa haltijan myymään sen sovittuun toteutushintaan.

**Osakemarkkinat** (equity market): Osakkeiden liikkeeseenlasku ja kauppa. Osakkeet ovat yrityksen omistukseen kohdistuvia vaateita. Tärkein ero osakkeen ja velkapaperin välillä on se, että osakkeen liikkeeseenlaskijan ei tarvitse maksaa osakepääomaa takaisin.

**Perusrahoitusoperaatio** (main refinancing operation): Säännöllinen **avomarkkinaoperaatio**, jonka **eurojärjestelmä** toteuttaa **käänteisoperaationa**. Perusrahoitusoperaatiot toteutetaan viikoittaisina **vakiohuutokauppoina**. Vuonna 2003 EKP:n neuvosto päätti, että maaliskuusta 2004 alkaen näiden operaatioiden maturiteetti lyhennetään kahdesta viikosta yhteen.

**Perustamissopimus** (Treaty): Euroopan yhteisön perustamissopimus. Sopimus allekirjoitettiin Roomassa 25.3.1957, ja se tuli voimaan 1.1.1958. Sopimuksella perustettiin Euroopan talousyhteisö (ETY), nykyään Euroopan yhteisö (EY), ja siitä käytetään usein nimitystä Rooman sopimus. Sopimus Euroopan unionista allekirjoitettiin Maastrichtissa 7.2.1992, minkä vuoksi sitä sanotaan usein Maastrichtin sopimukseksi, ja se tuli voimaan 1.11.1993. Euroopan unionista tehdyllä sopimuksella muutettiin Euroopan yhteisön perustamissopimusta ja perustettiin Euroopan unioni. Sekä Euroopan yhteisön että Euroopan unionin perustamissopimusta on myöhemmin muutettu ns. Amsterdamin sopimuksella, joka allekirjoitettiin Amsterdamin 2.10.1997 ja joka tuli voimaan 1.5.1999. Vastaavasti vuonna 2000 pidetyn hallitusten välisen kokouksen tuloksena syntyneellä, 26.2.2001 allekirjoitetulla ns. Nizzan sopimuksella muutettiin Euroopan yhteisön ja Euroopan unionin perustamissopimuksia edelleen.

**Pitempiaikainen rahoitusoperaatio** (longer-term refinancing operation): Säännöllinen **avomarkkinaoperaatio**, jonka **eurojärjestelmä** toteuttaa **käänteisoperaationa**. Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toteutetaan kuukausittaisina **vakiohuutokauppoina**, ja niissä sovellettava maturiteetti on yleensä kolme kuukautta.

**Pitoajanjakso** (maintenance period): Ajanjakso, jolta **luottolaitosten varantovelvoitteiden** täyttäminen lasketaan. **Eurojärjestelmän** vähimmäisvarantojen pitoajanjakso on kuukauden pituinen. Vuonna 2003 EKP:n neuvosto päätti, että maaliskuusta 2004 alkaen pitoajanjakso ei enää ala kunkin kuukauden 24. kalenteripäivänä ja päätty seuraavan kuukauden 23. kalenteripäivänä. EKP:n päätöksen mukaan pitoajanjakso alkaa sellaisen perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä, joka seuraa sitä EKP:n neuvoston kokousta, jossa on tarkoitus tehdä kuukausittainen arvio rahapolitiikan mitoituksesta, ja päättyy maksujen suorituspäivää edeltävänä päivänä seuraavassa kuussa.

**Raha-aggregaatit** (monetary aggregates): Suureita, jotka sisältävät **liikkeessä olevan rahan** määrän ja eräitä **rahalaitosten** suhteellisen likvidejä velkoja muille **euroalueella** oleville kuin rahalaitoksille ja valtionhallinnolle. Suppea raha-aggregaatti **M1** sisältää liikkeessä olevan rahan ja **yön yli -talletukset**. Väliaggregaatti **M2** sisäl-



tää M1:n sekä enintään kahden vuoden **määräaikaistalletukset** ja irtisanomisajaltaan enintään 3 kuukauden talletukset. Lavea raha-aggregaatti **M3** sisältää M2:n, **takaisinostosopimukset, rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet** sekä enintään 2 vuoden **velkapaperit**. **EKP:n neuvosto** on ilmoittanut M3:n kasvuvauhdin viitearvon (ks. myös **rahan määrän kasvun viitearvo**).

**Rahalaitokset** (Monetary Financial Institutions, MFIs): **Euroalueen** rahaa luovaan sektoriin kuuluvat rahoituslaitokset. Rahalaitoksia ovat **eurojärjestelmä**, euroalueella olevat **luottolaitokset**, siten kuin ne on määritelty yhteisön lainsäädännössä, ja kaikki muut euroalueella olevat rahoituslaitokset, jotka ottavat vastaan talletuksia tai niiden läheisiä vastineita muilta kuin rahalaitoksilta ja myöntävät luottoja tai tekevät arvopaperisijoituksia omaan lukuunsa (ainakin taloudellisessa mielessä). Viimeksi mainittuun ryhmään kuuluvat lähinnä **rahamarkkinarahastot**.

**Rahalaitossektorin konsolidoitu tase** (consolidated MFI balance sheet): Tase, joka saadaan nettouttamalla **rahallaitosten** väliset positiot (esim. rahalaitosten väliset lainat ja talletukset) rahalaitosten yhteenlasketussa taseessa. Siitä saadaan tietoja **euroalueen** rahalaitossektorin saamisista ja veloista muihin kuin rahalaitossektoriin (eli **julkisyhteisöihin** ja muihin euroalueella oleviin) ja euroalueen ulkopuolisiin nähden. Konsolidoitu tase on tärkein tilastolähde **raha-aggregaattien** laskemisessa. Siihen myös perustuu **M3:n** vastaerien säännöllinen arviointi.

**Rahamarkkinarahasto** (money market fund): Yhteissijoitusyritys, joka sijoittaa ensisijaisesti rahamarkkinainstrumentteihin tai muihin siirtokelpoisiin velkapapereihin, joiden jäljellä oleva maturiteetti on enintään vuoden, tai joiden tarkoituksena on saavuttaa tuotto prosentti, joka vastaa rahamarkkinainstrumenttien korkoja.

**Rahamarkkinat** (money market): Lyhytaikaisen rahoituksen hankinnan ja lyhytaikaisten sijoitusten markkinat, joilla käydään kauppaa alkuperäiseltä maturiteetiltaan yleensä alle vuoden instrumenteilla.

**Rahan kysyntä** (money demand): Keskeinen taloudellinen riippuvuusuhde, joka liittyy muiden kuin **rahallaitosten** rahan kysyntään. Rahan kysyntä ilmaistaan usein funktiona, jossa muuttujina ovat hinnat, taloudellinen toimeliaisuus – jota käytetään kuvaamaan taloudessa tapahtuvien transaktioiden määrää – ja tietyt korkomuuttujat, jotka mittaavat rahan hallussapidon **vaihtoehtokustannuksia**.

**Rahan määrän kasvun viitearvo** (reference value for monetary growth): **EKP:n neuvoston** ilmoittama lavean raha-aggregaatin **M3:n** kasvuvauhdin viitearvo, jonka avulla arvioidaan rahan määrän kehitystä. Viitearvo viittaa rahan määrän vuotuisen kasvuvauhtiin, joka on sopusoinnussa keskipitkän aikavälin hintavakauden kanssa. Viitearvo johdetaan tavalla, joka on sopusoinnussa **EKP:n neuvoston** määritelmän mukaisen **hintavakauden** kanssa ja edesauttaa sen saavuttamista. Tämä määritelmä perustuu arvioihin BKT:n määrän kasvuvauhdin ja M3:n kiertonopeuden keskipitkän ajan kehityksestä. Rahan määrän kasvun pitkäaikaiset tai huomattavat poikkeamat viitearvosta ovat normaalioloissa merkki hintavakauteen keskipitkällä aikavälillä kohdistuvista riskeistä. Rahapolitiikalla ei kuitenkaan reagoida mekaanisesti M3:n kasvuvauhdin poikkeamiin viitearvosta.

**Rahan määrän kasvutavoitteeseen perustuva strategia** (monetary targeting): Rahapolitiikan strategia, jossa **hintavakaus** pyritään säilyttämään tarkkailemalla rahan määrän kasvuvauhdin poikkeamia ennalta ilmoitetusta tavoitteesta.

**Rahan neutraalius** (neutrality of money): Talouden peruserä, jonka mukaan rahan määrän muutoksista seuraa pitkällä aikavälillä vain nimellisten muuttujien muutoksia, ei reaali-erien. Rahan määrän muutoksilla ei siis ole pitkäaikaisia vaikutuksia esimerkiksi tuotannon määrään, työttömyyteen tai reaalikorkoihin.

**Rahaperusta** (monetary base): Liikkeessä olevasta rahasta (seteleistä ja kolikoista), vastapuolten **eurojärjestelmään** tallettamista varannoista sekä eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmän talletuksista koostuva euroalueen rahaperusta. Eurojärjestelmän taseen vastattavaa-puolella nämä erät ovat velkoja. Varannot voidaan jakaa edelleen vähimmäisvarantoihin ja varantovelvoitteen ylittäviin talletuksiin. Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmässä vastapuolten on talletettava vähimmäisvaranto kansalliseen keskuspankkiin. Tämän lisäksi luottolaitoksilla on tavallisesti vain vähäinen määrä vapaaehtoisia varantovelvoitteen ylittäviä talletuksia eurojärjestelmässä.

**Rahapolitiikan strategia** (monetary policy strategy): Rahapolitiikan harjoittamisessa noudatettava yleinen lähestymistapa. EKP:n rahapolitiikan strategia perustuu hintavakauden ensisijaisen tavoitteen kvantitatiiviseen määrittelyyn ja analyysikehikkoon, joka perustuu kahteen pilariin eli reaali- ja rahatalouden analyysiin. Se muodostaa perustan **EKP:n neuvoston** arvioille hintavakauteen kohdistuvista riskeistä sekä sen rahapoliittisille päätöksille. Rahapolitiikan strategia toimii myös välineenä, jonka avulla rahapolitiikkaa selitetään yleisölle.

**Rahapolitiikan välitysmekanismi** (monetary policy transmission mechanism): Prosessi, jonka kautta rahapoliittiset päätökset vaikuttavat koko talouteen ja erityisesti hintatasoon.

**Rahoitusmarkkinat** (financial markets): Markkinat, joilla toiset antavat ylimääräisiä varojaan lainaksi toisille, jotka tarvitsevat rahaa.

**Rakenteellinen operaatio** (structural operation): **Avomarkkinaoperaatio**, jonka **eurojärjestelmä** toteuttaa pääasiassa säädellyksen rahoitussektorin rakenteellista maksuvalmiusasemaa **eurojärjestelmään** nähden.

**Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi**: Ks. **efektiivinen valuuttakurssi (nimellinen tai reaalin)**.

**Repo-operaatio** (repurchase operation, repo): Likviditeettiä lisäävä **takaisinostosopimukseen** perustuva **käänteisoperaatio**.

**Suora kauppa** (outright transaction): Menettely, jossa arvopapereita ostetaan tai myydään suoraan markkinoilla (avista- tai termiinkauppana).

**Swap** (swap): Sopimus tulevien kassavirtojen vaihtamisesta ennalta sovitun kaavan mukaan (ks. **valuuttaswap**).

**Takaisinostosopimus** (repurchase agreement): Järjestely jonkin vaateen myymiseksi ja sen takaisinostamiseksi tiettyyn hintaan ennalta määrättyinä päivinä tai vaadittaessa. Takaisinostosopimus vastaa lainanottoa vakuutta vastaan, paitsi että arvopapereiden omistus siirtyy pois myyjältä. Takaisinostokaupat sisältyvät **M3:een**, jos myyjä on **rahalaitos** ja **vastapuoli** on **euroalueella** oleva muu kuin rahalaitos.

**Talletusmahdollisuus** (deposit facility): Osa **eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmää**, jossa **vastapuolet** voivat tehdä kansallisiin keskuspankkeihin **yön yli -talletuksia** etukäteen vahvistetulla korolla (ks. **EKP:n ohjauskorot**).

**Talouden avoimuus** (degree of openness): Mittari, joka kuvaa talouden riippuvuutta muiden maiden tai alueiden kanssa käytävästä kaupasta, esim. BKT:hen suhteutettun kokonaisviennin ja -tuonnin summa.

**Talous- ja rahaliitto (EMU)** (Economic and Monetary Union, EMU): **Perustamis-****sopimuksessa** kuvattu Euroopan unionin talous- ja rahaliiton toteutumisen kolmivaiheinen prosessi. EMUn ensimmäinen vaihe alkoi heinäkuussa 1990 ja päättyi 31.12.1993. Tässä vaiheessa oli keskeisintä se, että kaikki pääomien vapaan liikkuvuuden sisäiset esteet EU:n alueella purettiin. EMUn toinen vaihe alkoi 1.1.1994. Sen aikana mm. perustettiin **Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI)**, kiellettiin julkisen sektorin keskuspankkirahoitus ja rahoituslaitoksiin liittyvät erityisoikeudet sekä annettiin ohjeet liiallisten julkisen talouden alijäämien välttämiseksi. Kolmas vaihe alkoi 1.1.1999. Tuolloin rahapoliittinen toimivalta siirtyi **Euroopan keskuspankille (EKP)** ja **euro** otettiin käyttöön.

**Talous- ja rahoituskomitea** (Economic and Financial Committee, EFC): Neuvoaantava yhteisön elin, joka perustettiin **talous- ja rahaliiton (EMU) kolmannen vaiheen** alkaessa. **Jäsenvaltiot, Euroopan komissio** ja **Euroopan keskuspankki (EKP)** nimeävät kukin enintään kaksi komitean jäsentä. Kunkin jäsenvaltion komiteaan nimeämistä johtavista virkamiehistä toisen on oltava valtionhallinnosta ja toisen kansallisesta keskuspankista. Kansallisten keskuspankkien edustajat osallistuvat kuitenkin talous- ja rahoituskomitean kokouksiin vain silloin, kun kokouksissa käsitellään heidän keskuspankkinsa asiantuntemukseen tai toimivaltaan liittyviä kysymyksiä. **Perustamissopimuksen** artiklan 114 kohdassa 2 luetellaan talous- ja rahoituskomitean tehtävät.

**Talouspolitiikan laajat suuntaviivat** (Broad Economic Policy Guidelines, BEPGs): **EU:n neuvoston** hyväksymät talouden linjaukset, joiden perusteella määritellään **jäsenvaltioiden** ja Euroopan yhteisön talouspolitiikan yleiset tavoitteet ja painotukset.

**TARGET-maksujärjestelmä** (Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system, TARGET): Maksujärjestelmä, johon kuuluu yksi bruttoperiaatteella toimiva maksujärjestelmä (RTGS-järjestelmä) kustakin **jäsenvaltiosta** ja Euroopan keskuspankin (EKP) maksumekanismi. Kansalliset RTGS-järjestelmät ja EKP:n maksumekanismi on kytketty toisiinsa (Interlinking-kytkentäverkosto), jotta maasta toiseen suoritettavat maksut voidaan siirtää järjestelmästä toiseen koko EU:n alueella.

**Tilivelvollisuus** (accountability): Riippumattoman instituution oikeudellinen ja poliittinen velvoite selittää ja perustella päätöksensä kansalaisille ja heidän demokraattisesti valituille edustajilleen. Riippumaton instituutio on näin vastuussa tavoitteidensa saavuttamisesta. **Euroopan keskuspankki (EKP)** on tilivelvollinen suurelle yleisölle, ja perustamissopimuksen mukaisesti **Euroopan parlamentille**.

**Tuotantokuilu** (output gap): Talouden tosiasiallisen ja potentiaalisen tuotannon ero prosentteina potentiaalisesta tuotannosta. Potentiaalinen tuotanto on tuotanto, joka voidaan saavuttaa hyödyntämällä tuotantopanoksia inflaatiota kiihdyttämättömällä tavalla.

**Työvoimaosuus** (labour force participation rate): Työvoiman osuus työikäisestä väestöstä eli 15–64-vuotiaista. Työvoimaan kuuluvat sekä työlliset että työttömät.

**Vaihtoehtokustannukset** (opportunity cost): Varojen hallussapidon kustannuksia kuvaava muuttuja. Vaihtoehtokustannukset määritellään yleensä vaihtoehtoisten sijoituskohteiden ja oman sijoituskohteen tuoton erona.

**Vaihtuvakorkoinen huutokauppa** (variable rate tender): Huutokauppenettä, jossa **vastapuolet** tarjoavat sekä sen rahamäärän, josta ne haluavat tehdä kaupan keskuspankin kanssa, että rahamäärälle haluamansa koron.

**Vakaus- ja kasvusopimus** (Stability and Growth Pact): Sopimus, joka muodostuu kahdesta **EU:n neuvoston** asetuksesta sekä vakaus- ja kasvusopimusta koskevasta **Eurooppa-neuvoston** päätöslauselmasta, joka annettiin Amsterdamin huippukokouksessa 17.6.1997. Toinen asetuksesta koskee julkisyhteisöjen rahoitusaseman valvonnan sekä talouspolitiikan valvonnan ja yhteensovittamisen tehostamista ja toinen **liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn** täytäntöönpanon nopeuttamista ja selkeyttämistä. Lähellä tasapainoa oleva tai ylijäämäinen julkisen talouden rahoitusasema on keskipitkän aikavälin tavoite. Saavuttamalla sen **jäsenvaltiot** voivat selviytyä normaaleista suhdannevaihteluista niin, että niiden julkisen talouden alijäämä pysyy pienempänä kuin julkisen talouden rahoitusasemaa koskeva **viitearvo**, joka on 3 % BKT:stä. Vakaus- ja kasvusopimuksen mukaan EMUun osallistuvat maat laativat **vakaushjelmia**, ja ne jäsenvaltiot, jotka eivät siihen osallistu, laativat edelleen lähentymishjelmia.

**Vakaushjelmat** (stability programmes): Hallitusten keskipitkän aikavälin suunnitelmat ja arviot, joita **euroalueen** maiden on laadittava keskeisten taloudellisten muuttujien kehityksestä. Niillä asetetaan keskipitkän aikavälin budjettipoliittiset tavoitteet budjetin pitämisestä lähellä tasapainoa tai ylijäämäisenä **vakaus- ja kasvusopimuksen** mukaisesti. Ohjelmissa esitetään julkisen talouden rahoitusasemaa vakauttavia toimia ja näiden perustana olevia talousskenaarioita. Vakaushjelmat on tarkistettava vuosittain. **Euroopan komissio** ja **talous- ja rahoituskomitea** tarkastavat ohjelmat. Euroopan komission ja talous- ja rahoituskomitean antamien lausuntojen perusteella **Ecofin-neuvosto** arvioi etenkin, vastaako julkisen talouden keskipitkän aikavälin tavoite julkisen talouden rahoitusasemaa, joka on lähellä tasapainoa tai ylijäämäinen, ja onko siinä otettu huomioon riittävä turvamarginaali, jolla liiallinen alijäämä voidaan välttää. Euroalueen ulkopuolisten jäsenvaltioiden on laadittava vuosittain **vakaus- ja kasvusopimuksen** mukaisia lähentymishjelmia.

**Vakiohuutokauppa** (standard tender): Huutokauppien menettely, jota **eurojärjestelmä** käyttää säännöllisissä **avomarkkinaoperaatioissaan**. Vakiohuutokaupat käydään 24 tunnin kuluessa. Kaikilla yleiset kelpoisuusvaatimukset täyttävillä **vastapuolilla** on oikeus tehdä tarjouksia vakiohuutokaupoissa.

**Vakuus** (collateral): Arvopaperit, jotka pantataan lainojen takaisinmaksun vakuudeksi (esimerkiksi **luottolaitosten** keskuspankeille panttaamat arvopaperit), sekä **takaisinostosopimusten** perusteella myydyt arvopaperit (esimerkiksi luottolaitosten keskuspankeille myymät arvopaperit).

**Valuuttakurssitavoitteeseen perustuva strategia** (exchange rate targeting): Rahoitustalouden strategia, jonka tavoitteena on pitää valuuttakurssi vakaana johonkin toiseen valuuttaan tai valuuttaryhmään nähden (tai jopa siihen kiinteästi sidottuna).

**Valuuttaswap** (foreign exchange swap): Samanaikainen avista- ja termiini- ja termiini-kauppa kahden eri valuutan välillä. **Eurojärjestelmä** voi toteuttaa rahapoliittisia avomarkkinaoperaatioita valuuttaswapeina, joissa kansalliset keskuspankit (tai **Euroopan keskuspankki [EKP]**) ostavat tai myyvät **euroa** avistakauppana jotakin muuta valuuttaa vastaan ja samanaikaisesti myyvät tai ostavat sitä takaisin termiini-kauppana.

**Varantopohja** (reserve base): Niiden tase-erien (erityisesti velkojen) summa, joiden perusteella lasketaan **luottolaitoksen varantovelvoite**.

**Varantovelvoite** (reserve requirement): Varantojen vähimmäismäärä, jonka **luottolaitoksen** edellytetään pitävän keskuspankissa. **Eurojärjestelmän** vähimmäisvarantojärjestelmässä **luottolaitoksen** varantovelvoite lasketaan kertomalla sen **varantopohjaan** sisältyvien tase-erien ryhmien summat sillä **velvoiteprosentilla**, joka on määritelty kullekin ryhmälle. Luottolaitokset saavat tehdä varantovelvoitteestaan könttäsummavähennyksen.

**Vastapuoli** (counterparty): Rahoitustransaktion (esimerkiksi keskuspankin kanssa tehtävän transaktion) vastakkainen osapuoli.

**Velkapaperit** (debt securities): Liikkeeseenlaskijan (lainansaajan) lupaus suorittaa maksu tai maksuja velkapaperin haltijalle (lainanantajalle) ennalta sovittuna päivänä tai päivinä. Velkapaperin haltijan velkapaperista saama tuotto käsittää näin ollen mahdolliset korot sekä osto- ja myyntihinnan tai ostohinnan ja eräpäivän markkinahinnan erotuksen. Velkapaperit ovat jälkimarkkinakelpoisia, mutta niihin ei sisälly omistusoikeutta liikkeeseenlaskijaan nähden. Rahamarkkinapaperit ja periaatteessa myös private placement -lainat sisältyvät **Euroopan keskuspankin (EKP)** velkapaperitilastoihin.

**Velkasuhde** (debt ratio): Yksi **perustamissopimuksen** artiklan 104 kohdassa 2 mainittu julkisen talouden kriteeri, jonka perusteella määritellään liiallisen alijäämän olemassaolo. Velkasuhde määritellään julkisen velan suhteena käypähintaiseen bruttokansantuotteen, jolloin julkinen velka määritellään (**liiallisia alijäämiä** koskevasta menettelystä tehdystä) pöytäkirjassa n:o 20 bruttomääräiseksi nimellisarvoiseksi kokonaisvelaksi vuoden lopussa ja konsolidoituna julkisen hallinnon (**julkisyhteisöjen**) aloilla.

**Velvoiteprosentti** (reserve ratio): Keskuspankin kullekin **varantopohjaan** sisältyvälle tase-erien ryhmälle määrittelemä suhdeluku. Näiden suhdelukujen perusteella lasketaan **varantovelvoitteet**.

**Välittymismekanismi**: Ks. **Rahapolitiikan välittymismekanismi**.

**Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI)** (Harmonised Index of Consumer Prices, HICP): Tilastolliselta laskentamenetelmältään kaikissa EU-maissa yhdenmukainen kuluttajahintaindeksi.

**Ykköslistan arvopaperi** (tier one asset): Jälkimarkkinakelpoinen arvopaperi, joka täyttää tietyt yhdenmukaiset **Euroopan keskuspankin (EKP)** määäämät **euroalueen** laajuiset kelpoisuusvaatimukset.

**Yleisneuvosto** (General Council): Yksi **Euroopan keskuspankin (EKP)** päätöksentekuelimistä. Yleisneuvoston jäseninä ovat EKP:n pääjohtaja ja varapääjohtaja sekä EU:n kaikkien kansallisten keskuspankkien pääjohtajat.

**Yritykset** (non-financial corporations): Yksi **Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmän 1995 (EKT 95)** institutionaalisista sektoreista. Sektori käsittää institutionaaliset yksiköt, joiden jako- ja rahoitustaloustoimet ovat erillään omistajiensa taloustoimista. Määritelmän mukaan yrityssektori tarkoittaa kaikkia itsenäisinä oikeushenkilöinä pidettäviä yksiköitä, jotka ovat markkinatuottajia ja joiden pääasiallista toimintaa on tavaroiden ja palvelujen (paitsi rahoituspalveluiden) tuotanto.

**Yön yli -talletukset** (overnight deposits): Seuraavana päivänä erääntyvät talletukset. Yön yli -talletuksia ovat pääasiassa sellaiset avistatalletukset ja vaadittaessa maksettavat talletukset, jotka ovat täysin siirtokelpoisia (sekillä tai vastaavalla instrumentilla). Yön yli -talletuksia ovat myös talletukset, jotka eivät ole siirtokelpoisia, mutta jotka voidaan lunastaa vaadittaessa tai seuraavan pankkipäivän loppuun mennessä. Yön yli -talletukset sisältyvät M1:een (ja siten myös M2:een ja M3:een).



# KIRJALLISUUTTA

## LUKU 1

### **EKP:n virallisia julkaisuja**

- EKP (1999) Eurojärjestelmä ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ). *Kuukausikatsaus*. Tammikuu.
- EKP (1999) Euroopan keskuspankkijärjestelmän institutionaalinen rakenne. *Kuukausikatsaus*. Heinäkuu.
- EKP (2003) Äänestysmenettelyn mukauttaminen EKP:n neuvostossa. *Kuukausikatsaus*. Toukokuu.
- EKP (1999–2003) *Vuosikertomukset*.

### **Muuta aineistoa**

- EMI (1998) *Lähentymisraportti* 1998. Maaliskuu.
- Padoa-Schioppa T. (2002) The euro goes East. Esitelmä konferenssissa ”8<sup>th</sup> Dubrovnik Economic Conference” 29.6.2002.
- Papademos L. (2001) The completion of the changeover to the euro. Puhe konferenssissa ”Euro Information Conference” Ateenassa 17.10.2001.
- Zilioli C. ja Selmayr M. (2001) *The law of the European Central Bank*. Oxford Press.

## LUKU 2

### **EKP:n virallisia julkaisuja**

- EKP (1999) Euroalue kolmannen vaiheen alussa. *Kuukausikatsaus*. Tammikuu.
- EKP (1999) *Possible effects of EMU on the EU banking systems in the medium to long term*. Helmikuu.
- EKP (1999) Euroalueen pankkitoiminta: rakenteellisia piirteitä ja kehitysnäkymiä. *Kuukausikatsaus*. Huhtikuu.
- EKP (1999) Vakaus- ja kasvusopimuksen täytäntöönpano. *Kuukausikatsaus*. Toukokuu.
- EKP (1999) Euroalueen rahalaitosten taseet vuoden 1999 alkupuolella. *Kuukausikatsaus*. Elokuu.
- EKP (2000) Euroalue vuosi euron käyttöönoton jälkeen: rahoitusrakenteen tärkeimmät piirteet ja muutokset. *Kuukausikatsaus*. Tammikuu.
- EKP (2000) Euroalueen ulkomaankauppa: tyypilliset piirteet ja viimeikainen kehitys. *Kuukausikatsaus*. Elokuu.
- EKP (2001) Euroalue Kreikan liittymisen jälkeen. *Kuukausikatsaus*. Tammikuu.
- EKP (2001) Yritysrahoitus euroalueella. *Kuukausikatsaus*. Helmikuu.
- EKP (2001) Ei-rahoitussektorin rahoituksen hankinta ja käyttö euroalueella. *Kuukausikatsaus*. Toukokuu.
- EKP (2002) Euroalueen säästäminen, rahoitus ja investoinnit. *Kuukausikatsaus*. Elokuu.
- EKP (2002) *Report on financial structures*. Lokakuu.
- EKP (2003) *Structural factors in the EU housing markets*. Maaliskuu.
- EKP (2003) *Money market study 2002*. Marraskuu.



## **Muuta aineistoa**

- Buldorini L., Makrydakis S. ja Thimann C. (2002) The effective exchange rates of the euro, *ECB Occasional Paper No 2*. Helmikuu.
- Gaspar V., Hartmann P. ja Sleijpen O. (toim.) (2003) *The transformation of the European financial system*. EKP:n toinen keskuspankkikonferenssi. Kesäkuu.
- Genre V. ja Gómez-Salvador R. (2002) Labour force developments in the euro area since the 1980s. *ECB Occasional Paper No 4*. Heinäkuu.
- Tumpel-Gugerell G. (2003) The volatility of financial markets. Puhe konferenssissa ”Third Encuentro Financiero Internacional” Madridissa 1.–2.7.2003.
- Santillán J., Bayle M. ja Thygesen C. (2000) The impact of the euro on money and bond markets. *ECB Occasional Paper No 1*. Heinäkuu.

## **LUKU 3**

### **EKP:n virallisia julkaisuja**

- EKP (1999) Vakauteen tähtäävä eurojärjestelmän rahapolitiikan strategia. *Kuukausikatsaus*. Tammikuu.
- EKP (1999) Euroalueen raha-aggregaatit ja niiden merkitys eurojärjestelmän rahapolitiikan strategiassa. *Kuukausikatsaus*. Helmikuu.
- EKP (2000) *EKPJ:n kokoamat tilastotiedot*. Toukokuu.
- EKP (2000) Rahapolitiikan välitysmekanismi euroalueella. *Kuukausikatsaus*. Heinäkuu.
- EKP (2000) *Yleisiä taloustilastoja koskevat Euroopan keskuspankin tilastovaatimukset*. Elokuu.
- EKP (2000) EKP:n rahapolitiikan strategian kaksi pilaria. *Kuukausikatsaus*. Marraskuu.
- EKP (2001) Euroalueen yleiset taloustilastot. *Kuukausikatsaus*. Huhtikuu.
- EKP (2001) Rahatalouden analyysin välineet ja menetelmät. *Kuukausikatsaus*. Toukokuu.
- EKP (2001) *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*. Kesäkuu.
- EKP (2001) Rahapolitiikan säännöt. *Kuukausikatsaus*. Lokakuu.
- EKP (2002) Osakemarkkinat ja rahapolitiikka. *Kuukausikatsaus*. Helmikuu.
- EKP (2002) Rahapolitiikan välittyminen euroalueella. *Kuukausikatsaus*. Lokakuu.
- EKP (2002) EKP:n tilivelvollisuus. *Kuukausikatsaus*. Marraskuu.
- EKP (2002) EKP:n rahapolitiikan avoimuus. *Kuukausikatsaus*. Marraskuu.
- EKP (2003) EKP:n arvio rahapolitiikan strategiasta. *Kuukausikatsaus*. Kesäkuu.
- EKP (2003) *Inflation differentials in the euro area: potential causes and policy implications*. Syyskuu.

## **Muuta aineistoa**

- Angeloni I., Kashyap A. K. ja Mojon B. (toim.) (2003) *Monetary policy transmission in the euro area*. Cambridge University Press.
- Brand C., Gerdesmeier D. ja Roffia B. (2002) Estimating the trend of M3 income velocity underlying the reference value for monetary growth, *ECB Occasional Paper No 3*. Toukokuu.

- Camba-Mendez G., Gaspar V. ja Wynne M. (2002) *Measurement issues in European consumer price indices and the conceptual framework of the HICP*. Center for Economic Policy Research -tutkimuslaitoksen ja EKP:n järjestämän hintaindeksien laskemista koskevan workshopin yhteenveto ja päätelmät. Heinäkuu.
- Duisenberg W. (2001) The ECB's quantitative definition of price stability and its comparison with such definitions or inflation targets applied in other large economic areas. EKP:n pääjohtajan kirje talous- ja raha-asioiden valiokunnan puheenjohtajalle Christa Randzio-Plathille. 16.10.2001.
- Duisenberg W. (2001) The ECB's monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability. EKP:n pääjohtajan kirje talous- ja raha-asioiden valiokunnan puheenjohtajalle Christa Randzio-Plathille. 13.12.2001.
- Domingo-Solans E. (2003) The importance of Eurostat for the monetary policy of the European Central Bank. Puhe Euroopan komission tilastotoimiston (Eurostat) 50-vuotisjuhlien yhteydessä pidetyssä asiantuntijakokouksessa Luxemburgissa 16.5.2003.
- Domingo-Solans E. (2003) Official statistics for a global economy. Puhe kansainvälisen tilastolaitoksen (International Statistical Institute) 54. kokouksessa Berliinissä 20.8.2003.
- Herrero A., Gaspar V., Hoogduin L., Morgan J. ja Winkler B. (toim.) (2001) *Why price stability?* EKP:n ensimmäinen keskuspankkikonferenssi. Kesäkuu.
- Issing O. (1999) The Eurosystem: Transparent and Accountable. *Journal of Common Market Studies*, vol. 37 (3), s. 503–519.
- Issing O. (2000) The monetary policy of the European Central Bank: strategy and implementation. *Kredit und Kapital*, vol. 15, s. 353–388.
- Issing O. (toim.) (2003) Background studies for the ECB's evaluation of its monetary policy strategy. Marraskuu.
- Issing O., Gaspar V., Angeloni I. ja Tristani O. (2001) *Monetary policy in the euro area: Strategy and decision-making at the European Central Bank*.
- Klößers H.-J. ja Willeke C. (toim.) (2001) *Monetary analysis: Tools and applications*. EKP:n seminaarijulkaisu. Elokuu.
- Trichet J.-C. (2002) Asset price bubbles and their implications for monetary policy and financial stability. Alustus Yhdysvaltain keskuspankin konferenssissa Chicagossa 23.4.2002.
- Trichet J.-C. (2003) The ECB monetary strategy after the evaluation and clarification of May 2003. Puhe Center for Financial Studies -tutkimuslaitoksen tilaisuudessa Frankfurtissa 20.11. 2003.

## LUKU 4

### EKP:n virallisia julkaisuja

- EKP (1999) Eurojärjestelmän toimintakehikko: kuvaus ja ensimmäinen arviointi. *Kuukausikatsaus*. Toukokuu.
- EKP (2000) Siirtyminen vaihtuvakorkoisina huutokauppoina toteutettaviin perusrahoitusoperaatioihin. *Kuukausikatsaus*. Heinäkuu.
- EKP (2001) Eurojärjestelmän vakuuskäytäntö. *Kuukausikatsaus*. Huhtikuu.
- EKP (2001) Vastapuolten tarjoukset eurojärjestelmän säännöllisissä avomarkkinaoperaatioissa. *Kuukausikatsaus*. Lokakuu.
- EKP (2002) EKP:n likviditeetin hallinta. *Kuukausikatsaus*. Toukokuu.

EKP (2003) Muutoksia eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmään. *Kuukausikatsaus*. Elokuu.

EKP (2004) *Rahapolitiikan toteuttaminen euroalueella: Yleisasiakirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä*. Helmikuu.

### **Muuta aineistoa**

Bindseil U. ja Seitz F. (2001) The supply and demand for Eurosystem deposits – the first 18 months. *ECB Working Paper No 44*. Helmikuu.

Blenck D., Hasko H., Hilton S. ja Masaki K. (2001) The main features of the monetary policy frameworks of the Bank of Japan, the Federal Reserve System and the Eurosystem. *BIS papers No 9*.

Ejerskov S., Martin Moss C. ja Stracca L. (2003) How does the ECB allot liquidity in its weekly main refinancing operations? A look at the empirical evidence. *ECB Working Paper No 244*. Heinäkuu.

Manna M., Pill H. ja Quirós G. (2001) The Eurosystem's operational framework in the context of its monetary policy strategy. *International Finance*, issue 4(1).

## **LUKU 5**

### **EKP:n virallisia julkaisuja**

Seuraavissa virallisissa julkaisuissa on yksityiskohtaista tietoa EKP:n rahapoliittisista päätöksistä:

- EKP:n pääjohtajan alustuspuheenvuorot lehdistötilaisuuksissa
- Kuukausikatsauksen pääkirjoitukset
- EKP:n pääjohtajan puheenvuorot Euroopan parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan kuulemisissa
- EKP:n vuosikertomukset

### **Muu aineisto**

IMF (useita), Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries.

Issing O. (2000) The ECB's Monetary Policy: Experience after the First Year. *Journal for Policy Modelling*, vol. 22(3), s. 325–343.

Issing O. (2001) The euro – the experience of the past 2 years. *Journal of Asian Economics*, vol. 12, s. 1–20.

OECD (useita) Economic Surveys: Euro Area.

# HAKEMISTO

- alijäämäsuhte 103
- avoimuus 13, 50, 65–68
- avomarkkinaoperaatiot 70–71, 77–81, 103
- deflaatio 42, 43, 50, 52–53, 103
- Ecofin-neuvosto 12, 103
- efektiivinen valuuttakurssi 91, 103
- EKP:n neuvosto 10–11, 43, 49, 104
- EKP:n ohjauskorot 74, 89–97, 104
- eläkerahasto 27–29, 39, 104
- EMUn kolmas vaihe 11, 103–105, 104
- ennakoiva indikaattori 63, 104
- ennustettavuus 66
- eoniakorko 31, 74, 76, 104
- ERM 104, 106
- ERM II 100, 104
- EU:n laajentuminen 105
- EU:n neuvosto 12, 23–24, 65, 67–68, 100–101, 106, 109–110, 114–115
- euriborkorko 31, 105
- euro 9, 105
- euroalue 9, 105
- eurojärjestelmä 9–12, 105
- eurojärjestelmän asiantuntijoiden arviot 59–60, 105
- Euroopan kansantalouden tilinpitojärjestelmä 1995 (EKT 95) 105
- Euroopan keskuspankki (EKP) 9–13, 99, 101, 105
- Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ) 9, 100, 106
- Euroopan komissio 12, 23–24, 65, 99–100, 106–107, 114
- Euroopan parlamentti 12, 65, 68, 106
- Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI) 11, 51, 99–100, 106, 114
- Euroopan talousyhteisö (ETY) 99, 106, 111
- Euroopan valuuttajärjestelmä (EMS) 106
- Euroopan valuuttayksikkö (ecu) 13, 103–104, 106
- Eurooppa-neuvosto 9, 11, 15, 23, 99–100, 105–107, 115
- Eurostat 51–52, 58, 107
- futuuri 107
- hienosäätöoperaatio 71, 79–81, 107
- hintavakaus 9–12, 50–56, 65, 89, 107
- hintavakauteen kohdistuvat riskit 54–56, 65, 89–97
- inflaatio 42, 43, 45–46, 50–53, 107
- inflaatio-odotukset 50, 92, 94
- inflaatoriskipreemio 42, 107
- inflaatiotavoitteeseen perustuva strategia 55, 67, 107
- investoinnit 45
- irtisanomisehtoiset talletukset 107
- johdannaismarkkinat 30, 107
- johtokunta, EKP:n 11, 101, 107
- joukkolainamarkkinat 33, 108
- julkinen talous, julkisyhteisöt 21–24, 108
- julkisen talouden rahoitusasemaa koskeva viitearvo 108, 115
- jäsenvaltio 9, 11, 99–101, 108
- kakkoslistan arvopaperi 73, 108
- keskuspankin riippumattomuus 12, 64–65, 108
- kiinteäkorkoinen huutokauppa 77–79, 87, 108
- korkotermiini 108
- kotitaloudet 21, 42, 45, 108
- käänteisoperaatio 71, 80–81, 108
- lainat 26–29, 35–39, 91, 108
- liiallisia alijäämiä koskeva menettely 23, 109
- liikkeessä oleva raha 37–38, 109
- luotto/luotonanto 35–36, 44, 58, 61–62, 109
- luottolaitos 35–39, 69–87, 109
- lähentymiskriteerit 9, 101, 110
- M1 37, 63, 91, 94, 110
- M2 37, 110
- M3 37–38, 62–64, 94, 97, 110
- Maastrichtin sopimus 9–16, 23–24, 43–44, 50–51, 67, 69, 103–105, 110
- maksuvalmiusjärjestelmä 72–74, 83, 110
- maksuvalmiusluotto 71, 73–74, 110
- minimitarjouskorko 78–79, 87, 93, 96, 110

määräaikaistalletukset 37–38, 110  
 nimellinen efektiivinen valuuttakurssi 93, 110  
 optio 30, 110  
 osakemarkkinat 33–34, 111  
 perusrahoitusoperaatio 71, 77–79, 111  
 perustamissopimus 9–16, 23–24, 43, 50, 65, 103–105, 111  
 pitempiaikainen rahoitusoperaatio 71, 79, 82, 111  
 pitoajanjakso 75, 78, 111  
 raha-aggregaatit 36–38, 61–64, 111  
 rahalaitokset 35–39, 112  
 rahalaitossektorin konsolidoitu tase 35–39, 112  
 rahamarkkinarahastot 35–36, 39, 112  
 rahamarkkinat 26, 30–32, 112  
 rahan kysyntäfunktio 55, 112  
 rahan määrän kasvutavoitteeseen perustuva kasvustrategia 55, 67, 113  
 rahan määrän kasvutavoitteeseen perustuva strategia 62–64, 113  
 rahan neutraalius 41, 113  
 rahaperusta 41, 44, 69, 113  
 rahapolitiikan strategia 41–68, 113  
 rahapolitiikan välittymismekanismi 44–49, 113  
 rahoitusmarkkinat 26–27, 30–35, 58–59, 89, 113  
 rakenteellinen operaatio 71, 81, 113  
 rakenteelliset jäykkyydet 53  
 reaalin efektiivinen valuuttakurssi 93, 113  
 repo-operaatio 113  
 suora kauppa 80–81, 113  
 takaisinostosopimus 37–38, 71–72, 80, 114  
 talletuskorko 93–96, 104  
 talletusmahdollisuus 71, 73, 81–82, 104, 114  
 talouden avoimuus 114  
 talouden häiriöt/sokit 46, 49, 53, 89  
 talous- ja rahaliitto (EMU) 99–101, 114  
 talous- ja rahoituskomitea 114  
 talouspolitiikan laajat suuntaviivat 24, 114  
 TARGET 31, 114  
 tilivelvollisuus 12, 50, 64–65, 115  
 tuotantokuilu 115  
 työvoimaosuus 20, 115  
 uskottavuus 42, 46, 49, 66, 97  
 vaihtoehtokustannukset 61, 115  
 vaihtuvakorkoinen huutokauppa 77–79, 86, 115  
 vakaus- ja kasvusopimus 23, 108–109, 115  
 vakaushjelmat 23, 115  
 vakiohuutokauppa 72, 77, 79, 81, 116  
 vakuus 45, 71–73, 80, 116  
 valuuttakurssitavoitteeseen perustuva strategia 56, 116  
 valuuttaswap 80–81, 116  
 varantopohja 74–75, 116  
 varantovelvoite 74–76, 116  
 vastapuoli 35, 71–73, 80, 116  
 velkapaperimarkkinat 32–33  
 velkapaperit 32–39, 116  
 velkasuhde 23, 116  
 velvoiteprosentti 74–75, 117  
 yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI) 50–52, 117  
 ykköslistan arvopaperi 73, 117  
 yleisneuvosto, EKP:n 11, 117  
 yritykset 32–33, 117  
 yön yli -talletukset 37–38, 117



