

EU:N RAHAPOLITIIKKA

Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ) muodostuu Euroopan keskuspankista (EKP) ja kaikkien EU:n jäsenvaltioiden kansallisista keskuspankeista. EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. Saavuttaakseen tämän tavoitteen EKP:n neuvosto perustaa päätöksensä yhdistettyyn analyyttiseen kehykseen ja toteuttaa sekä tavanomaisia että epätavanomaisia rahapoliittisia toimia.

OIKEUSPERUSTA

- Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) 119–144, 219 ja 282–284 artikla
- Lissabonin sopimukseen liitetty pöytäkirja (N:o 4) Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) ja Euroopan keskuspankin (EKP) perussäännöstä

TAVOITTEET

SEUT:n 127 artiklan 1 kohdan mukaan EKPJ:n ensisijainen tavoite on pitää yllä hintatason vakautta. EKPJ tukee yleistä talouspolitiikkaa unionissa osallistuakseen unionin tavoitteiden saavuttamiseen, mikä ei kuitenkaan saa rajoittaa hintatason vakauden tavoitetta. EKPJ noudattaa avoimen markkinatalouden ja vapaan kilpailun periaatteita ja suosii voimavarojen tehokasta kohdentamista (SEUT:n 127 artiklan 1 kohta).

SAAVUTUKSET

A. Ohjaavat periaatteet

1. Riippumattomuus

Keskeinen periaate EKP:n riippumattomuudesta on vahvistettu SEUT:n 130 artiklassa: "Käyttäessään sille perussopimuksilla ja EKPJ:n ja EKP:n perussäännöllä annettuja valtuuksiaan tai suorittaessaan niillä sille annettuja tehtäviään ja velvollisuuksiaan Euroopan keskuspankki tai kansallinen keskuspankki taikka Euroopan keskuspankin tai kansallisen keskuspankin päätöksentekuelimen jäsen ei pyydä eikä ota ohjeita unionin toimielimiltä, elimiltä tai laitoksilta, jäsenvaltioiden hallituksilta eikä miltään muultakaan taholta." Riippumattomuutta ylläpidetään lisäksi SEUT:n 123 artiklassa säädetyillä keskuspankkirahoitusta koskevilla kielloilla, joita sovelletaan myös kansallisiin keskuspankkeihin. Perussopimuksessa määrätään perinteisten välineiden käytöstä (perussäännön 18 ja 19 artikla) ja annetaan EKP:n neuvostolle valtuudet päättää muiden ohjausmenetelmien käyttämisestä (perussäännön 20 artikla).

2. Avoimuus ja vastuuvollisuus

EKP:n uskottavuuden takaamiseksi perussopimuksessa (SEUT:n 284 artikla) ja perussäännössä (15 artikla) asetetaan sille velvollisuus laatia kertomuksia. EKP laatii

ja julkaisee kertomuksia EKPJ:n toiminnasta vähintään neljännesvuosittain. EKPJ:n konsolidoitu tase julkistetaan viikoittain. EKP julkaisi helmikuussa 2015 ensimmäisen selontekonsa neuvostonsa rahapoliittisesta kokouksesta ja ryhtyi näin noudattamaan muiden johtavien keskuspankkien viestintäpolitiikkojen mukaista linjaa.

Keskuspankin riippumattomuuteen liittyy vastuuvollisuus suurta yleisöä ja sen vaaleilla valittuja edustajia kohtaan. SEUT:n mukaan EKP on suoraan vastuussa Euroopan parlamentille (ks. jäljempänä kohta "Euroopan parlamentin rooli"). Näiden kahden toimielimen väliseen vastuukehykseen on tehty lisäparannuksia, jotka ylittävät perussopimuksen vaatimukset. EKP on tilivelvollinen myös Euroopan unionin neuvostolle.

B. EKP:n rahapoliittinen strategia

1. Yleiskatsaus

EKP:n neuvosto sopi lokakuussa 1998 seuraavista [rahapoliittisen strategiansa](#) tärkeimmistä asiakokonaisuuksista: i) hintavakauden kvantitatiivinen määrittely, ii) rahamäärän kasvun (raha-aggregaatilla mitattuna) seuraamisen tärkeys sekä iii) tulevan hintakehityksen laajapohjainen arviointi. EKP:n rahapoliittinen strategia perustuu kahteen pilariin (talouden analyysi ja rahatalouden analyysi), joihin liittyvät tehtävät saivat selkeämmät määritelmät rahapoliittisen strategian [uudelleenarvioinnissa](#) 8. toukokuuta 2003.

EKP:n rahapoliittisen strategian uudelleenarviointi [valmistui](#) heinäkuussa 2021. EKP pyrki osallistamaan sidosryhmiään perustamalla "EKP kuuntelee mielipidettäsi" -portaalin ja järjestämällä sarjan koko euroalueen kansalaisille, kansalaisyhteiskunnan järjestöille ja tiedeyhteisölle tarkoitettuja kuulemistilaisuuksia. Nykyisessä strategiassa, jota on määrä arvioida säännöllisesti uudelleen (seuraavan kerran vuonna 2025), määritellään uudelleen hintavakaustavoite ja kahden pilarin analyysi. Siinä otetaan myös huomioon ilmastonmuutoksen ja rahoitusvakauden vaikutukset hintavakauteen.

2. Hintavakaustavoite

EKP:n neuvostolla on valta päättää hintavakaustavoitteensa tarkasta määritelmästä. Hintavakaus on heinäkuusta 2021 lähtien määritelty inflaatiövauhdiksi (euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) vuotuinen nousu), joka on keskipitkällä aikavälillä kaksi prosenttia. Tavoite on symmetrinen, mikä tarkoittaa, että sekä tavoitetta hitaampaa että nopeampaa inflaatiota pidetään yhtä kielteisinä. Inflaatio voi siirtymävaiheessa olla myös kahden prosentin tavoitetta jonkin verran nopeampaa.

3. Yhdistetty analyttinen kehys

Nykyistä kahden pilarin strategiaa tarkistettiin heinäkuussa 2021 ja siihen yhdistettiin [analyttinen kehys](#), joka koostuu i) taloudellisesta analyysistä sekä ii) rahatalouden ja rahoitusmarkkinoiden analyysistä.

Taloudellisessa analyysissä keskitytään reaali- ja nimellistalouden kehitykseen. Rahatalouden ja rahoitusmarkkinoiden analyysissä tarkastellaan raha- ja rahoitustalouden indikaattoreita, jolloin on mahdollista keskittyä rahapolitiikan

välittymismekanismin toimintaan ja siihen, miten rahoitusmarkkinoiden epätasapaino ja rahataloudelliset tekijät vaikuttavat keskipitkän aikavälin hintavakauteen.

4. Ilmastonmuutos

Vuosina 2020–2021 suoritettussa strategian uudelleenarvioinnissa todettiin, että ilmastonmuutos vaikuttaa hintavakauteen, joten EKP sitoutui ottamaan mandaattinsa rajoissa huomioon ilmastonmuutoksen ja vähähiiliseen talouteen siirtymisen vaikutukset. EKP:n neuvosto hyväksyi ilmastoaiheisen [toimintasuunnitelman](#), jonka tarkoituksena on sisällyttää ilmastotekijät rahapoliittisiin arvioihin, ohjata ilmastonmuutoksen analysointiin lisää kapasiteettia, muuttaa rahapolitiikan ohjausjärjestelmää sekä toteuttaa ympäristökestävyyteen liittyvien tietojen julkistamista ja raportointia. EKP on sittemmin [laajentanut](#) välineistöään edelleen sisällyttääkseen ilmastonäkökohdat rahapoliittisiin toimiinsa ja määrittänyt [keskeiset osa-alueet](#), jotka ohjaavat sen työtä ilmastonmuutoksen alalla vuosina 2024 ja 2025.

C. Rahapolitiikan toteuttaminen

1. Tavanomaiset välineet

EKP:n ensisijaisen rahapolitiikan välineen muodostavat sen kolme keskeistä ohjauksorkoa, joilla liikepankit voivat lainata varoja EKP:ltä tai tallettaa niitä EKP:hen. Ne ovat perusrahoitusoperaatioiden korko, talletuskorko ja maksuvalmiusluoton korko.

a. Avomarkkinaoperaatiot

[Avomarkkinaoperaatiot](#) ovat tärkeitä korkojen ohjauksessa, markkinoiden likviditeetin hallinnassa ja rahapolitiikan linjasta viestimisessä. Eurojärjestelmän säännölliset avomarkkinaoperaatiot muodostuvat viikoittaisista likviditeettiä lisäävistä operaatioista (perusrahoitusoperaatiot) ja likviditeettiä lisäävistä kolmikuisista operaatioista (pidempiaikaiset rahoitusoperaatiot). Perusrahoitusoperaatioita käytetään lyhyen aikavälin korkojen ohjaukseen, kun taas pidempiaikaisten rahoitusoperaatioiden avulla tarjotaan pidemmän aikavälin lisärahoitusta rahoitusosalalle.

Muita avomarkkinaoperaatioita ovat hienosäätöoperaatiot ja rakenteelliset operaatiot. Hienosäätöoperaatioita käytetään markkinoiden likviditeetin odottamattomien heilahtelujen vaikutusten hallintaan, erityisesti korkovaikutusten tasaamiseen. Rakenteellisten operaatioiden tarkoituksena on lähinnä säädellä pitkällä aikavälillä eurojärjestelmän rakenteellista asemaa rahoitusalaan nähden.

b. Maksuvalmiusjärjestelmä

Eurojärjestelmä tarjoaa luottolaitoksille kaksi eri [maksuvalmiusjärjestelmää](#): maksuvalmiusluoton avulla keskuspankilta voidaan saada yön yli -likviditeettiä riittäviä hyväksytyjä vakuuksia vastaan, ja talletusmahdollisuutta käyttäen voidaan tehdä keskuspankkiin yön yli -talletuksia.

c. Vähimmäisvarannot

EKP voi perussäännön 19 artiklan 1 kohdan mukaan vaatia luottolaitoksia pitämään [vähimmäisvarantoa](#) EKP:ssä ja kansallisissa keskuspankeissa. Vähimmäisvarannon tehtävänä on tasata lyhyitä markkinakorkoja sekä luoda rakenteellista likviditeettivajetta pankkijärjestelmään (tai lisätä olemassa olevaa vajetta)

eurojärjestelmään nähden, mikä helpottaa rahamarkkinakorkojen ohjaamista likviditeetin säännöllisen jaon avulla.

2. Epätavanomaiset välineet

a. Omaisuuserien osto-ohjelmat

Vuodesta 2009 lähtien EKP on toteuttanut useita omaisuuserien osto-ohjelmia. Nyt jo päättyneisiin ohjelmiin kuuluvat seuraavat: katettujen joukkolainojen osto-ohjelma (CBPP) heinäkuusta 2009 kesäkuuhun 2010, toinen katettujen joukkolainojen osto-ohjelma (CBPP2) marraskuusta 2011 lokakuuhun 2012 ja arvopaperimarkkinaohjelma (SMP) toukokuusta 2010 syyskuuhun 2012.

Käynnissä oleviin ohjelmiin kuuluvat omaisuuserien osto-ohjelma (APP) ja pandemiaan liittyvässä poikkeustilanteessa toteutettava osto-ohjelma (PEPP).

[APP](#) koostuu neljästä erillisestä ohjelmasta, joita ovat yrityssektorin osto-ohjelma (CSPP), julkisen sektorin osto-ohjelma (PSPP), omaisuusvakuudellisten arvopaperien osto-ohjelma (ABSPP) ja kolmas katettujen joukkolainojen osto-ohjelma (CBPP3). Omaisuuserien ostot (nk. määrällinen keventäminen) aloitettiin APP-ohjelman puitteissa lokakuussa 2014. Kuukausittaisia omaisuuserien netto-ostoja tarkistettiin useita kertoja, ja niiden arvo on vaihdellut 15 miljardista eurosta kuukaudessa (lokakuusta joulukuuhun 2018) 80 miljardiin euroon kuukaudessa (huhtikuusta 2016 maaliskuuhun 2017). Omaisuuserien netto-ostot keskeytettiin kahdesti (tammikuusta lokakuuhun 2019 ja heinäkuusta 2022 helmikuuhun 2023). Näinä ajanjaksoina erääntyneiden arvopapereiden koko takaisinmaksettu pääoma sijoitettiin uudelleen, mikä säilytti eurojärjestelmän hallussa olevien omaisuuserien kokonaismäärän. Joulukuussa 2022 EKP:n neuvosto päätti ensimmäistä kertaa vähentää omaisuuserien omistusosuutta APP-ohjelmassa sijoittamalla uudelleen osan takaisinmaksetusta pääomasta. Maaliskuun ja kesäkuun 2023 välisenä aikana APP-omistusosuuksia vähennettiin 15 miljardia euroa kuukaudessa (nk. määrällinen kiristäminen). EKP:n neuvosto päätti toteuttaa APP-ohjelman omaisuuserien täysimääräisen passiivisen purkamisen lopettamalla takaisinmaksetun pääoman uudelleen sijoitukset, mikä vähentää APP-ohjelman omistusosuuksia vaihtelevalla kuukausivauhdilla, joka riippuu takaisinmaksujen määrästä tietynä kuukautena. Vuosina 2022–2023 eurojärjestelmällä oli APP-ohjelmassa enimmillään yli 3 200 miljardin euron arvosta omaisuuseriä.

Covid-19-pandemian seurauksena maaliskuussa 2020 käynnistettiin väliaikainen [PEPP-ohjelma](#), jonka tarkoituksena oli tehdä julkisen ja yksityisen sektorin omaisuuserien ostoja. Ohjelman määrärahat olivat alun perin 750 miljardia euroa, mutta niitä kasvatettiin yhteensä 1 850 miljardiin euroon. PEPP-ohjelma salli ostovirtojen kohdentamisessa tapahtuvat vaihtelut ajan kuluessa, omaisuusluokkien kesken ja lainkäyttöalueiden välillä. PEPP-ohjelman netto-ostojen jakamista ohjasi pääoma kantojen mukaan laskettuna. PEPP-ohjelman omaisuuserien netto-ostot lopetettiin maaliskuussa 2022. Omaisuuskanta säilytettiin siten, että takaisin maksettu pääoma sijoitettiin uudelleen kokonaisuudessaan ”vähintään vuoden 2024 loppuun saakka”. EKP:n neuvosto päätti kuitenkin joulukuussa 2023, että heinäkuusta 2024 alkaen PEPP-ohjelmaan tehtäviä uudelleensijoituksia vähennettäisiin keskimäärin 7,5 miljardilla eurolla kuukaudessa ennen kuin ne lopetetaan kokonaan tammikuusta 2025 alkaen. Pääomaa sijoitettiin uudelleen joustavasti jäsenvaltioiden välillä, minkä

tarkoituksena oli torjua pandemiaan liittyviä rahapolitiikan välittymismekanismiin kohdistuvia riskejä.

b. Rahapoliittiset suorat kaupat (OMT)

Elokuussa 2012 EKP ilmoitti voivansa toteuttaa [OMT-ohjelmaa](#) valtion joukkovelkakirjojen jälkimarkkinoilla rahapolitiikan välittymismekanismiin tarkoituksenmukaisen toiminnan ja rahapolitiikan yhtenäisyyden turvaamiseksi. OMT-ohjelma suunniteltiin niin, että sen ehtona on Euroopan rahoitusvakaussäilytys tai Euroopan vakaussäilytysmekanismien makrotalouden sopeutusohjelma tai varautumisohjelma. OMT-ohjelmaa ei ole ilmoituksen jälkeen koskaan käytetty, mutta se on edelleen osa EKP:n välineistöä.

c. Väline rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi (TPI)

Heinäkuussa 2022 ilmoitettiin [TPI-välineestä](#), jolla on tarkoitus tukea rahapolitiikan tehokasta välittymistä samalla kun EKP jatkaa rahapolitiikan normalisointia. TPI on tarkoitettu käytettäväksi lisätoimenpiteenä PEPP-ohjelman uudelleensijoitusten jälkeen. Sen avulla voidaan ostaa jälkimarkkinoilta valikoivasti arvopapereita, jotka on laskettu liikkeeseen oikeudenkäyttöalueilla, joiden rahoitusolosuhteet ovat heikommat kuin mikä olisi perusteltavissa maakohtaisten perustekijöiden perusteella. Näin voidaan torjua välittymismekanismiin kohdistuvia riskejä tarpeen mukaan. TPI sisältää neljä kelpoisuusvaatimusta: 1) EU:n finanssipolitiikan kehityksen noudattaminen 2) ei vakavia makrotalouden epätasapainoja 3) kestävällä tasolla oleva julkinen velka ja 4) terve ja kestävä makrotalouduspolitiikka.

d. Ennakoiva viestintä

Heinäkuusta 2013 lähtien EKP on kertonut ennakoivasti korkopolitiikkansa tulevasta suunnasta ja omaisuuserien ostoista. Ennakoiva viestintä on ollut merkittävä muutos EKP:n viestintästrategiassa, sillä sen mukaisesti tietoja on annettu paitsi siitä, miten EKP arvioi kulloistakin taloudellista tilannetta ja keskipitkän aikavälin hintavakausriskejä, myös siitä, mitä sen arviot merkitsevät sen tulevan rahapolitiikan suunnan kannalta. Vuosina 2022 ja 2023 vallinneen suuren epävarmuuden vuoksi EKP on käyttänyt vähemmän ennakoivaa viestintää. EKP on heinäkuusta 2022 alkaen soveltanut lähestymistapaa, jossa päätökset tehdään kokous kokoukselta ja datan pohjalta.

e. Pitkäaikaiset rahoitusoperaatiot

Kesäkuussa 2014 EKP ilmoitti kohdennetuista pidempiaikaisista rahoitusoperaatioista ([TLTRO](#)), joiden tarkoituksena oli parantaa pankkien luotonantoa euroalueen luottolaitoksille alun perin kahden vuoden ajan. Toinen sarja (TLTRO II) käynnistettiin maaliskuussa 2016 ja kolmas sarja (TLTRO III) maaliskuussa 2019. Lisäksi EKP:n neuvosto päätti covid-19-pandemian johdosta ottaa käyttöön yksitoista ylimääräistä pandemiaan liittyvää pidempiaikaista rahoitusoperaatiota (PELTRO). Saatuaan [ohjausjärjestelmänsä uudelleenarvioinnin](#) päätökseen maaliskuussa 2024 EKP ilmoitti ottavansa käyttöön uudet pidempiaikaiset rakenteelliset rahoitusoperaatiot sekä rakenteelliset arvopaperisijoitukset vastatakseen rakenteellisiin likviditeettitarpeisiin, joita pankkisektorilla syntyy riippumattomien tekijöiden ja vähimmäisvarantovelvoitteiden vuoksi. Nämä uudet välineet on tarkoitus ottaa käyttöön ”kun eurojärjestelmän tase alkaa jälleen tasaisesti kasvaa”.

EUROOPAN PARLAMENTIN ROOLI

EKP on suoraan vastuuvollinen Euroopan parlamentille. Tämä vastuuvollisuus toteutuu pääasiassa kolmella tavalla.

SEUT:n 284 artiklan 3 kohdan ja EKPJ:n perussäännön 15 artiklan 3 kohdan mukaisesti EKP:n pääjohtaja esittää vuosittain kertomuksen Euroopan parlamentille. Parlamentti antaa yleensä päätöslauselman EKP:n vuosikertomuksesta. EKP antaa parlamentin päätöslauselmista palautetta.

Pysyvä käytäntö on, että EKP:n pääjohtaja osallistuu neljä kertaa vuodessa parlamentin talous- ja raha-asioiden valiokunnan (ECON) kokoukseen tehdäkseen selkoa EKP:n rahapoliittisista päätöksistä ja vastataksaan valiokunnan jäsenten kysymyksiin ([rahapolitiikkaa koskeva vuoropuhelu](#)). Kokoukset ovat avoimia yleisölle, ja tarkat kirjalliset kokousselostukset julkaistaan parlamentin ja EKP:n verkkosivustoilla. ECON-valiokunnan ulkopuolinen rahapoliittinen asiantuntijaryhmä tarjoaa ennen kutakin rahapolitiikkaa koskevaa vuoropuhelua riippumatonta neuvontaa ja asiantuntijatietoa.

Euroopan parlamentin työjärjestyksen [140 artiklassa](#) määrätään, että jäsenet voivat esittää Euroopan keskuspankille enintään kuusi kirjallisesti vastattavaa kysymystä kuukaudessa.

Nämä käytännöt ja muut epäviralliset järjestelyt, kuten vuotuinen vierailu EKP:hen tai EKP:n antamat lausunnot lainsäädäntöehdotuksista, virallistettiin kesäkuussa 2023, kun Euroopan parlamentti ja EKP allekirjoittivat [kirjeenvaihdon](#) näiden kahden toimielimen vuorovaikutuksesta keskuspankkitoiminnan alalla.

Giacomo Loi / Dražen Rakić / Maja Sabol
04/2024