



EUROOPA KESKPANK

EUROSÜSTEM

EKP RAHAPOLIITIKA

2011



© Euroopa Keskpang, 2011

Address

Kaiserstrasse 29
60311 Frankfurt am Main
Saksamaa

Postiaadress

Postfach 160319
60066 Frankfurt am Main
Saksamaa

Telefon

+49 69 13440

Veebileht

<http://www.ecb.europa.eu>

Faks

+49 69 1344 6000

Teleks

411 144 ecb d

Käesolev väljaanne on valminud EKP juhatuse vastutusel.

Kõik õigused on kaitstud. Taasesitus õppe- ja mitteäriühistel eesmärkidel on lubatud, kui viidatakse algallikale.

Käesolevas aruandes sisalduvad statistilised andmed on esitatud 2011. aasta jaanuari lõpu seisuga.

ISBN 978-9949-493-20-3
(elektrooniline versioon)

SISUKORD

EESSÕNA	7
SISSEJUHATUS	9
I. PEATÜKK	
Ühtse rahapoliitika institutsiooniline raamistik	13
2. PEATÜKK	
Euroala majanduslik ja finantsstruktuur	27
2.1. Reaalmajanduse põhinäitajad	27
2.2. Tööturg	27
2.3. Valitsussektor	30
2.4. Väliskaubandus	35
2.5. Finantsstruktuur	37
2.6. Finantsturud	41
2.7. Finantsvahendajad	46
2.8. Majanduslik mitmekesisus	50
3. PEATÜKK	
EKP rahapoliitiline strateegia	53
3.1. Rahapoliitika roll ja hinnastabiilsusest tulenev kasu	53
3.2. Rahapoliitika ülekandemehhanism	56
3.3. EKP rahapoliitiline strateegia: üldpõhimõtted ja põhiosad	60
3.4. Hinnastabiilsus EKP kvantitatiivse määratluse järgi	61
3.5. Hinnastabiilsust ohustavate riskide analüüsimine EKP rahapoliitilises strateegias	66
3.6. Rahapoliitika, finantsstabiilsus ja varahinnad	80
3.7. Läbipaistvus ja avalikud suhted	82
3.8. EKP rahapoliitiline strateegia: teejuht finantskriisi ajal	86
4. PEATÜKK	
Rahapoliitika rakendamine	89
4.1. Operatsioonilise raamistiku eesmärgid ja üldpõhimõtted	89
4.2. Eurosüsteemi operatsioonilise raamistiku ülevaade	92
4.3. Kohustuslikud reservid	96
4.4. Avaturuoperatsioonid	100
4.5. Püsivõimalused	104
4.6. Keskpanga likviidsus ja pangandussüsteemi likviidsusvajadus	106
4.7. Kogemused alates 1999. aasta jaanuarist	110

5. PEATÜKK

Rahapoliitika rakendamine alates 1999. aastast	113
5.1. Sissejuhatus	113
5.2. Põhiareng	114
5.3. Hinnang alates euro kasutuselevõtust 1999. aastal teostatud rahapoliitikale	125

LISA

Ajalugu – majandus- ja rahaliidu kolm etappi	127
---	------------

SÕNASTIK	131
-----------------	------------

BIBLIOGRAAFIA	147
----------------------	------------

TAUSTINFOD

1.1. Aluslepingute ja EKPSi põhikirja tähtsaimad sätted	21
2.1. ELi institutsiooniline korraldus riikide rahanduse usaldusväärsuse ja jätkusuutlikkuse tagamiseks	33
2.2. Finantsturud – põhimõisted	40
2.3. Rahaagregaadid	48
3.1. Ühtlustatud tarbijahinnaindeksi ülesehitus ja omadused	63
3.2. EKP rahapoliitika keskendumine keskpikale perioodile	65
3.3. Alternatiivsed rahapoliitilised strateegiad	67
3.4. Statistika euroala majandusarengu kohta	69
3.5. Teabe tuletamine finantsturgude hindadest	71
3.6. Raha ja hinnad pikas perspektiivis	75
3.7. Monetaaranalüüsi vahendid	78
3.8. EKP peamised suhtluskanalid	85
4.1. Vastaspooled ja tagatised	92
4.2. Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide tähtaja ja kohustusliku reservi arvestusperioodi muutused (märts 2004)	98
4.3. Avaturutehingute liigid	103
5.1. Eurosüsteemi mittestandardised meetmed alates 2007. aasta augustist	122

TABELID

2.1. Euroala reaalmajanduse põhinäitajad aastal 2009	28
2.2. Tööjõus osalemise määr soo ja vanuserühma kaupa euroalal ja USAs aastal 2009	30
2.3. Euroala väliskaubandus aastal 2009	35
2.4. Euroala 20 tähtsama kaubanduspartneri osakaalud euroala väliskaubanduses	36
2.5. Mittefinantssektorite peamised finantsvarad ja -kohustused euroalal 2009. aasta lõpus	38
2.6. Euroala residentide emiteeritud ja eurodes nomineeritud lühiajaliste võlaväärtpaperite jäägid	43

2.7.	Euroala residentide emiteeritud ja eurodes nomineeritud pikaajaliste võlaväärtpaberite jäägid	43
2.8.	Euroala, USA ja Jaapani residentide emiteeritud omavääringus noteeritud võlaväärtpaberite jäägid 2009. aasta lõpus	44
2.9.	Aktsiaturu kapitalisatsioon euroalal, USAs ja Jaapanis	45
2.10.	Börsil noteeritud kodu- ja välismaiste ettevõtete arv euroalal, USAs ja Jaapanis	45
2.11.	Euroala rahaloomeasutuste arv	46
2.12.	Euroala rahaagregaatide määratlused	48
2.13.	Pangahoiused ja -laenud euroalal, USAs ja Jaapanis 2009. aasta lõpus	50
3.1.	Euroala ÜTHI põhikomponentide kaalud 2010	63
4.1.	Eurosüsteemi rahapoliitilised operatsioonid	91
4.2.	Reservibaasi kuuluvad krediitiasutuste kohustused	98
4.3.	Keskpannga bilansi struktuur	107
4.4.	Osatähtsus pangandussüsteemi likviidsuses	108

JOONISED

1.1.	EKP otsuseid tegevad organid	18
1.2.	EKP nõukogu kolme rühmaga rotatsioonisüsteem 27 riigiga euroalal	20
2.1.	Tööpuudus euroalal, USAs ja Jaapanis	29
2.2.	12 riigist koosneva euroala valitsussektori eelarve puudujääk ja võlg	35
2.3.	Finantssüsteemide funktsioonid	37
2.4.	Euroala rahaloomeasutuste (sh eurosüsteem) koondbilansi koosseis 2010. aasta lõpu seisuga	47
2.5.	M3 komponentide osatähtsused (%) 2010. aasta lõpu seisuga	49
2.6.	Aastainflatsiooni dispersioon euroalal ja USAs	51
2.7.	SKP reaalkasvu dispersioon euroalal ja USAs	52
3.1.	Intressimäärade hindadele ülekandumise mehhanism	57
3.2.	M3 ja ÜTHI sagedusjaotus	75
3.3.	EKP stabiilsusele suunatud rahapoliitika strateegia	79
3.4.	Inflatsiooniootused euroalal	87
4.1.	Tagatiseks esitatud varad	94
4.2.	EKP baasintressimäärad ja EONIA alates 1999. aastast	96
4.3.	Eurosüsteemi kohustusliku reservi süsteemi toimimine	99
4.4.	Püsivõimaluste kasutamine	104
4.5.	Püsivõimaluste kasutamine arvestusperioodi jooksul	105
4.6.	Põhiliste ja pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide maht	109
4.7.	Kohustuslikud reservid ja autonoomsed likviidsustegurid	110
5.1.	EKP baasintressimäärad kuues etapis	113
5.2.	ÜTHI-inflatsioon	115
5.3.	Euro nominaalne efektiivne vahetuskurss ja naftahind	115
5.4.	M1 ja laenud erasektorile	116
5.5.	M3 kasv	116
5.6.	Euroala reaalne SKP, tööstustoodang ja tööstuse kindlustunne	117
5.7.	Euroala pikaajaliste inflatsiooniootuste näitajad	118
5.8.	Kolme kuu EURIBORi ja OISi (üleöö intressi vahetustehing) intressivahe	122
5.9.	Valitud euroala riikide kümneaastaste võlakirjade erinevus Saksamaa võlakirjadest	124

EESSÕNA

1. jaanuaril 1999 loodi uus vääring – euro. Praegu on euro 17 Euroopa riigi ja nende 330 miljoni kodaniku ametlik vääring ning stabiilsuse ankur Euroopas.

Euroopa Liidu toimimise lepingu järgi on eurosüsteemi esmane eesmärk säilitada hinnastabiilsus, mis peegeldab ühiskonnas valitsevat üldist arusaama, et rahapoliitika saab kõige paremini toetada majanduskasvu, töökohtade loomist ja sotsiaalset ühtekuuluvust hinnastabiilsuse kaudu. EKP nõukogu seadis endale juba alguses selge, arvilise võrdlusaluse, mille põhjal saab igapäev hinnata ühtse rahapoliitika tulemuslikkust. EKP nõukogu eesmärk on hoida inflatsioon keskpikal perioodil alla 2%, kuid selle lähedal.

Eurosüsteemil on loomisest peale õnnestunud säilitada euroalal keskmise aja jooksul hinnastabiilsus. Esimesel 12 aastal pärast euro kasutuselevõttu on euroala keskmine aastane inflatsioonimäär olnud veidi alla 2% ning inflatsiooniootused on olnud kindlalt kooskõlas hinnastabiilsuse eesmärgiga. Lähtudes sellest, kuidas euro on suutnud säilitada euroala kodumajapidamiste ostujõudu, võib öelda, et euro usaldusväärsus on osutunud suuremaks kui eelnenud 50 aastal kasutatud vääringute oma.

Hinnastabiilsuse saavutamine ei ole olnud kerge ning ühtset rahapoliitikat on korduvalt proovile pandud. Euroala majandust on tabanud mitu negatiivset šokki. EKP-l on tulnud silmitsi seista perioodidega, mida iseloomustas ülemaailmsete toormehindade tugev kõi-

kumine, mis ei allu rahapoliitilisele kontrollile. Ta on pidanud toime tulema ebakindluse puhangutega maailmamaajanduses, sealhulgas geopoliitiliste pingetega, mis vallandusid pärast 2001. aasta 11. septembri terrorirünnakuid, ning tõsiseima finantskriisiga alates suurest depressioonist.

Hiljutine kriis on esile tõstnud vajaduse tugevdada märkimisväärselt majandus- ja rahaliidu (EMU) institutsioonilist raamistikku. EMU rahapoliitilised meetmed on küll osutunud vastupidavateks, kuid ilmnunud on mõned nõrkused liidu majanduslikus toimimises. Tugevdada tuleb euroala majanduse juhtimist, sealhulgas stabiilsuse ja kasvu paktis sätestatud eelarverežiimi ja riikide majanduspoliitika raamistike. Peale selle on meil vaja luua ja rakendada täpne ja usaldusväärne järelevalveraamistik.

Käesolevas raamatus antakse terviklik ülevaade EKP rahapoliitikast. Tegemist on 3. väljaandega, mis kajastab ka pärast eelmise, 2004. aasta väljaande avaldamist toimunut. Samuti on arvesse võetud Lissaboni lepingu jõustumisega 1. jaanuaril 2009 õigusraamistiku le kaasnenud mõju. Euroala majanduse ja rahanduse põhinäitajate ülevaatesse on lisatud andmed kuue aasta kohta. 2007. aasta keskel otsustas EKP nõukogu alustada teadusuuringute programmi EKP monetaaranalüüsi tõhustamiseks. Programmi põhitulemusi tutvustatakse käesolevas raamatus koos EKP rahapoliitilise strateegia aluseks oleva kahesambalise lähenemisviisiga. Eurosüsteemi operatsioonilise raamistiku paindlikkus ning vahendite ja

menetluste mitmekesisus on toetanud EKP julget reageerimist finantskriisile, sealhulgas mitme mittestandardse rahapoliitilise meetme kasutuselevõtmist, mida ka käesolevas väljaandes selgitatakse. Lõpetuseks antakse raamatus lühiülevaade rahapoliitika teostamisest EMU ligi 12aastase ajaloo vältel.

Olen kindel, et „EKP rahapoliitika” 3. väljaanne aitab EKP rahapoliitikat veelgi paremini mõista.

Frankfurt Maini ääres, mai 2011

A handwritten signature in blue ink, consisting of a stylized initial 'J' followed by the name 'Trichet' in a cursive script.

Jean-Claude Trichet
EKP president

SISSEJUHATUS

1. jaanuaril 1999 võttis EKP enda peale rahapoliitika teostamise euroalal, mis on Ameerika Ühendriikide järel maailma suuruselt teine majanduspiirkond. Tegemist oli teetähisega Euroopa riikide lõimumise pikas ja keerukas ajaloos. Kaksteist aastat hiljem on EKP kogu maailma silmis usaldusväärne tänu oma tõhusale rahapoliitikale, mis on suunatud hinnastabiilsuse säilitamisele euroalal.

EKP rahapoliitilise raamistiku aluseks on paljude keskpankade kümnenditepikkused kogemused alates ebaõnnestunud püüetest majandust „peen-häälestada” ning sellele järgnenud stagflatsioonist, mis oli 1970. aastatel valdav paljudes tööstusriikides, kuni inflatsiooni eduka vähendamiseni hinnastabiilsusega kooskõlas oleva tasemeni 1980ndatel. Ühtse rahapoliitika institutsiooniline raamistik tugineb kahele aluspõhimõttele, mis on tugeva rahapoliitika jaoks hädavajalikud. Esiteks peab keskpanga mandaat olema üheselt ja selgelt hinnastabiilsuse tagamine. Teiseks peab keskpank olema sõltumatu. Lissaboni lepingu ratifitseerimisega kinnitati veelkord, et EKP ühene ja selge ülesanne on tagada hinnastabiilsus. Enamgi veel, EKP esmane eesmärk ehk hinnastabiilsus tehti kogu Euroopa Liidu eesmärgiks. Oma mandaadi täitmisel on EKP täiesti sõltumatu poliitilisest sekkumisest – see hõlmab ka keeldu anda riigiasutustele laenu.

EKP-l on alates asutamisest olnud selge rahapoliitiline strateegia, mis on osutunud tõhusaks nii rahututel kui ka rahulikumatel aegadel. Alates 1998. aastast

on hinnastabiilsus EKP nõukogu määratluse järgi olnud euroala ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) kasv, mis on keskpikas perspektiivis alla 2% aastas. Selle määratluse kohaselt ei ole 2% ületav inflatsioon hinnastabiilsuse ehk EKP peamise eesmärgiga kooskõlas. Samuti ei ole hinnastabiilsusega kooskõlas väga madal inflatsioon ja eriti deflatsioon. 2003. aastal, kui analüüsiti EKP rahapoliitilist strateegiat, kinnitas EKP nõukogu hinnastabiilsuse kvantitatiivse määratluse ja selgitas, et hinnastabiilsuse tagamisel on tema eesmärk hoida euroala inflatsiooni keskpikas perspektiivis alla 2% taset, kuid selle lähedal.

Üks EKP rahapoliitilise strateegia põhijoon on kahesambaline lähenemisviis, mida kasutatakse hinnastabiilsust ohustavate riskide analüüsimisel. Need sambad kujutavad endast kahte teineteist täiendavat lähenemisviisi hinnadünaamikat kujundavatele teguritele. Esimene on majandusanalüüs ja selle käigus hinnatakse hinnadünaamikat lühikeses ja keskpikas perspektiivis määravaid tegureid, keskendudes kõnealuste ajavahemike reaalmajanduse aktiivsusele ning kuluteguritele, mis kõik mõjutavad hindu. Arvesse võetakse asjaolu, et hinnaarengut mõjutab lühikeses ja keskpikas perspektiivis suures ulatuses kaupade, teenuste ja tootmistegurite turgudel kujuneva nõudluse ja pakkumise vahekord.

Ehkki lühiajaliselt võivad hinnadünaamikat mõjutada paljud tegurid, on vaieldamatult selge, et kestva kõrge inflatsiooni perioodid seonduvad rahapakkumise jõulise kasvuga ning et

lõppkokkuvõttes on inflatsioon rahapoliitiline nähtus. Seetõttu lähtub teine käsitusviis – monetaaranalüüs – rahapakkumise kasvu ja inflatsiooni seostest keskpikas kuni pikas perspektiivis, tuginedes asjaolule, et inflatsiooni arengut suunab rahapakkumise areng. Monetaaranalüüsiga kontrollitakse eelkõige majandusanalüüsiga saadud lühiajalisi kuni keskpikki rahapoliitilisi signaale keskpikast kuni pikast perspektiivist.

Erilist äramärkimist väärivad kaks tähtsat arengut, mis ilmsid pärast käesoleva raamatu 2. väljaande avaldamist.

Monetaaranalüüsi täiustamine

Kogemused on näidanud, et monetaaranalüüsi tulemuste edasiandmine võib mõnikord olla raske. Osaliselt võib seda seostada asjaoluga, et peavoolu majandusteaduses ei pööratud pikka aega tähelepanu rahapakkumise andmete analüüsile ning teoreetiliste käsitluste ja empiiriliste uuringute arengusuundadele, mis käsitlevad rahandluse ja rahaloome vastastikmõju ning selle mõju hindade arengule.

Nagu kõigi analüüsivormide puhul, tuleb ka monetaaranalüüsi vahendeid uute andmete kättesaadavaks muutumisel ja uurimismeetodite edasiarendamisel pidevalt täiustada, et need oleksid poliitikakujunduse seisukohast jätkuvalt olulised. Seistes silmitsi ülemäärase rahapakkumise kasvuga ja nähes ette tõsiseid probleeme, otsustas EKP nõukogu 2007. aasta kevadel juba käimasolevat protsessi hoogustada ning algatada EKP monetaaranalüüsi täiustamiseks uue teadusuuringute prog-

rammi. Uued majandusuuringud¹ on parandanud arusaamist rahapakkumise kasvu ja inflatsiooni pikemaajaliste arengusuundade seostest ning aidanud seda teadmist paremini kasutada rahapoliitiliste otsuste tegemisel. See on kinnitanud euro kasutuselevõttust alates rakendatud kahesambalisele lähenemisviisile tugineva rahapoliitilise strateegia usaldusväarsust, sealhulgas monetaaranalüüsi tähtsust rahapoliitiliste otsuste tegemisel.

EKP vastus finantskriisile

Teine probleem, millega EKP on pärast käesoleva raamatu 2. väljaande ilmutamist silmitsi seisnud, on 2007. aastal alanud ja 2008. aasta sügisel täies ulatuses avaldunud finantskriis. Sellistel ebakindlatel aegadel on ülioluline teetuda tõhusale rahapoliitilisele strateegiale. EKP kõikide otsuste keskmes on olnud selge ja ühene eesmärk tagada hinnastabiilsus ning seda eesmärki silmas pidades on koordineeritud ka erasektori ootusi. Tänu EKP usaldusväarsusele oli võimalik tagada hinnastabiilsus. Selles mõttes on meie rahapoliitiline strateegia ennast tõestanud.

Kogu kriisi ajal olid rakendatud rahapoliitilised meetmed suunatud majandust ja rahandust tabanud šokkide leevendamisele keskpikas vaates, et inflatsiooniootuste näitajad oleksid kindlalt kooskõlas EKP nõukogu eesmärgiga hoida inflatsioon keskmise aja jooksul 2%st allpool, kuid selle lähedal. Lähtumine keskpikast perspektiivist tähendas, et rahapoliitika kujundamisel ei olnud määravad lühiajaline hinnareng ning lühiajalised abinõud rahapoliitika ülekandemehhanismis ilm-

¹ Vt Papademos, L. ja Stark, J. (toim.), „Enhancing monetary analysis“, EKP, 2010.

nenud tõrgete parandamiseks. Sellise suuniluse tagas just monetaaranalüüs.

Majanduses valitsenud raskuste ja ebakindluse aegadel kasutas EKP oma likviidsusoperatsioone pragmaatiliselt. Lisaks sellele, et põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäära alandati rekordiliselt madalale tasemele, otsustas EKP nõukogu võtta rahapoliitika ülekandemehhanismi tõrgeteta toimimiseks mittestandardseid meetmeid, mida nimetatakse laiendatud krediitdivõimalusteks. Kõik mittestandardsed meetmed on vormilt ajutised ning on kujundatud järk-järgult automaatselt lõppema. Kõik need on suunatud hinnastabiilsuse jätkuvalle tagamisele keskmise aja jooksul.

Ülejäänud osa käesolevast raamatust on üles ehitatud järgmiselt. 1. peatükis kirjeldatakse ühtse rahapoliitika mõistmiseks vajalikke peamisi institutsioonilisi aspekte. EKP rahapoliitika mõistmiseks on vaja hästi tunda EMU institutsioonilist raamistikku. Peatükis käsitletaksegi selle põhiaspekte, nagu näiteks eurosüsteemi esmane eesmärk ja keskpanga sõltumatus.

2. peatükis antakse üldülevaade euroala peamistest majandus- ja finantsstruktuuridest. Esmalt käsitletakse reaalmajanduse olulisemaid näitajaid, keskendudes majanduse kogutoodangu komponentidele, rahvastiku ja tööturu põhijoontele, eelarvepoliitikale ning euroala ja ülejäänud maailma vahelise kaubanduse struktuurile. Samuti kirjeldatakse finantsstruktuuri põhinäitajaid,

vaadeldes finantsturge ja finantsasutusi.

3. peatükis kirjeldatakse EKP rahapoliitilist strateegiat, st seda, millist üldist lähenemisviisi EKP kasutab oma peamise eesmärgi saavutamiseks ehk hinnastabiilsuse tagamiseks. Selgitatakse rahapoliitika ülekandemehhanismi põhijooni ja nende mõju rahapoliitikale ning seejärel keskendutakse EKP strateegia peamistele osadele. Samuti vaadeldakse EKP rahapoliitilise strateegia rolli ülemaailmse finantskriisi ohjamiseks võetud poliitikameetmete rakendamisel.

4. peatükis selgitatakse, kuidas eurosüsteem viib rahapoliitiliste instrumentide abil ellu oma rahapoliitilisi otsuseid. Peatüki alguses antakse ülevaade eurosüsteemi operatsioonilise raamistiku eesmärkidest ja üldpõhimõtetest ning kirjeldatakse üksikasjalikumalt peamisi rahapoliitilisi instrumente (avaturuoperatsioonid, kohustuslik reserv ja püsivõimalused). Peatüki lõpus hinnatakse lühidalt operatsioonilise raamistiku tulemuslikkust ühtse rahapoliitika esimesel 12 aastal.

5. peatükis kirjeldatakse, kuidas on euroala rahapoliitikat alates 1999. aastast teostatud. See on olnud euroala jaoks keerukas aeg, arvestades et silmitsi on tulnud seista mitmete oma olemuse, suuruse ja kestuse poolest erinevate majandus- ja rahandusšokkidega. Nendes oludes keskendus EKP nõukogu rahapoliitiliste otsuste tegemisel selgelt hinnastabiilsuse tagamisele keskpikas perspektiivis.

Bibliograafia sisaldab viiteid täiendavatele allikatele teemade kohta, mida käesolevas väljaandes täies mahus ei käsitleta.

EKP rahapoliitilise strateegia uudsus ja rikkalikkus on nii majandusteadlaste kui ka turuosaliste seas sageli tekitanud ägedat arutelu. Käesolevat väljaannet tuleks käsitada osana meie pidevast tööst EKP rahapoliitilise lähenemisviisi selgitamisel.

Frankfurt Maini ääres, mai 2011

A handwritten signature in blue ink that reads "Jürgen Stark". The signature is written in a cursive, flowing style.

Jürgen Stark
EKP juhatuse liige

I. ÜHTSE RAHAPOLIITIKA INSTITUTSIOONILINE RAAMISTIK

1. jaanuaril 1999 võttis Euroopa Keskpank (EKP) enda peale rahapoliitiliste otsuste tegemise euroalal – Ameerika Ühendriikide järel maailma suuruselt teine majanduspiirkond. Selle pädevuse üleminek algelt 11 liikmesriigi keskpangalt – pärast Eesti euroalaga ühinemist 1. jaanuaril 2011 on neid nüüd 17 – uuele rahvusülesele institutsioonile kujutas endast ajaloolist teetähist. Euroopa riikide lõimumise pikal ja keerukal teel. Kaksteist aastat hiljem on EKP tugev ja euroala hinnastabiilsuse säilitamisele suunatud rahapoliitika aluseks euroala usaldusväärsele maailmas. Käesolevas peatükis kirjeldatakse peamisi institutsioonilisi aspekte, mis aitavad kaasa ühtse rahapoliitika mõistmisele.

Ühtse
rahapoliitika
õiguslik alus

EKP, eurosüsteem ja EKPS

Ühtse rahapoliitika õiguslik alus on sätestatud Euroopa Liidu lepingus (ELL), Euroopa Liidu toimimise lepingus (ELTL) ning Euroopa Kesk-pankade Süsteemi ja Euroopa Kesk-panga põhikirjas (EKPSi põhikirj).¹ Väljavõtted peamistest õiguslikest sätetest on esitatud taustinfos 1.1.

EKP,
eurosüsteem ja
EKPS

Euroopa Liidu lepingu ja Euroopa Liidu toimimise lepinguga ning neile protokollina lisatud EKPSi põhikirjaga luuakse EKP, eurosüsteem ja Euroopa Keskpankade Süsteem (EKPS). EKP on ELi institutsioon (ELLi artikkel 13). Eurosüsteem koosneb EKPst ja nende ELi liikmesriikide keskpankadest, mille vääring on euro;² EKPS omakorda koosneb EKPst ja ELi kõigi liikmesriikide keskpankadest (ELTLi artikli 282 lõige 1).³ Eurosüsteemi ja EKPSi eristamine on vajalik seni, kuni kõik ELi liikmesriigid ei ole veel eurot kasutusele võtnud.

Euroala laienemine

Mõiste „euroala” hõlmab neid ELi liikmesriike, mille rahaühik on euro. Praegu ulatub euroala Küprosest Iiri-maani ja Portugalist Soomeni ning euro on ametliku vääringuna kasutusele võtnud üle poole ELi liikmesriikidest.

Euroala

Euroala
laienemine

Alates euro kasutuselevõtust 11 ELi liikmesriigis 1999. aastal on euroala viiel korral laienenud ja nüüdseks (aastal 2011) kuulub sellesse 17 riiki. Liikmesriike, kelle ametlik vääring ei ole euro, on praegu kümme (Bulgaaria, Tšehhi, Taani, Läti, Leedu, Ungari, Poola, Rumeenia, Rootsi ja Ühendkuningriik). Taanil ja Ühendkuningriigil on (nn loobumisklauslil põhinev) eristaatus, ülejäänud kaheksa riiki on võimalikud euroala kandidaadid (st liikmesriigid, mille suhtes on kehtestatud erand).

¹ Lissaboni leping jõustus 1. jaanuaril 2009 ning sellega muudeti Euroopa Liidu lepingut.

² Nende ELi liikmesriikide keskpankade presidendid, kus euro ei ole kasutusele võetud, ei osale euroala rahapoliitiliste otsuste tegemisel ega rakendamisel.

³ Erinevalt EKPSist kui tervikust on EKP-le aluslepingutega antud juriidilise isiku staatus. Igale liikmesriigi keskpangale on juriidilise isiku staatus antud vastava riigi seadustega.

Kui riik on euroalaga ühinenud, ei saa ta ühe poliitikavahendina enam kasutada riigisest intressi- ja vahetuskursipoliitikat. Kui lähenemine ei ole püsiv, võivad riigil tekkida probleemid konkurentsivõimega, mida ei saa enam lahendada vahetuskursi kohandamise kaudu. Et riigi lõimumine euroalaga kulgeks sujuvalt, peab ELi liikmesriik täitma mitu õiguslikku ja majanduslikku eeltingimust, mida nimetatakse lähenemiskriteeriumideks. Õiguslikud lähenemiskriteeriumid kohustavad lõimuda soovivaid riike viima oma seadused vastavusse eurosüsteemi õigusaktidega (nt keskpanga sõltumatus). Majanduslike lähenemiskriteeriumide eesmärk on tagada suur hinnastabiilsus, usaldusväärne eelarvepositsioon, vahetuskursi stabiilsus ning euroala keskmisele lähenevad pikaajalised intressimäärad.

Eurosüsteemi mandaat, sõltumatus ja aruandekohustused

Euroopa Liidu toimimise lepingu artikli 127 lõikes 1 (milles viidatakse pigem EKPSile kui euroalale, kuna lepingu koostamisel eeldati, et lõpuks võtavad euro kasutusele kõik ELi liikmesriigid) on sätestatud, et EKPSi esmane eesmärk on säilitada hindade stabiilsus ning, ilma et see piiraks eesmärki säilitada hindade stabiilsus, toetab EKPS liidu üldist majanduspoliitikat, selleks et kaasa aidata liidu eesmärkide saavutamisele, nagu need on esitatud Euroopa Liidu lepingu artiklis 3.

Euroopa Liidu lepingu artiklis 3 sätestatakse ELi eesmärgid, mille hulgas on Euroopa säästev areng, mis põhineb tasakaalustatud majanduskasvul, hindade stabiilsusel ja kõrge konkurentsivõimega sotsiaalsel turumajandusel, mille eesmärk on saavutada täielik tööhõive ja sotsiaalne progress. Seetõttu ei ole hinnastabiilsus üksnes EKP ra-

hapoliitika esmane eesmärk, vaid ka ELi kui terviku eesmärk. Seega määravad aluslepingud eurosüsteemi jaoks kindlaks selge eesmärkide hierarhia, milles hinnastabiilsus on kõige tähtsam panus, mille rahapoliitika saab anda soodsa majanduskeskkonna ja suure tööhõive saavutamisse.

Nii euro kui ka USA dollari puhul kasutatakse ujuva vahetuskursi režiimi. Seega ei ole vahetuskurss omaette poliitikavahend. Rahapoliitika teostamisel võtab EKP euro vahetuskursi arvesse sedavõrd, kuivõrd see mõjutab üldist majandusolukorda ja hinnastabiilsuse väljavaadet (vt 3. peatükk). Aluslepingute kohaselt vastutavad valutarezžiimi eest ühiselt ECOFINi nõukogu (*de facto* eurorühm) ja EKP ning nende sätted tagavad, et valuutakursipoliitika on ühtse rahapoliitika peamise eesmärgiga täielikus kooskõlas. ELTLi artiklis 119 on sõnaselgelt sätestatud, et nii ühtse rahapoliitika kui ka vahetuskursipoliitika esmane eesmärk on säilitada hindade stabiilsus. Vahetuskursipoliitika rakendamise üldise raamistiku osas näevad aluslepingud ette, et selle valdkonna otsused ei tohi kahjustada esmast eesmärki. Lisaks on välisvaluutatehingute üle otsustama ja neid tegema pädev ainult eurosüsteem.

Euroala iseloomustab ainulaadne kombinatsioon tsentraliseeritud *rahapoliitikast* ja suurel määral detsentraliseeritud, ehkki tihedalt koordineeritavast *eelarvepoliitikast*. Sellest joonest – ühtne rahapoliitika ja erinevad eelarvepoliitika – lähtub ka institutsiooniline raamistik, mille kaudu juhitakse rahaja eelarvepoliitika vastastikuseid mõjusid euroalal ning tagatakse majandus- ja rahaliidu (EMU) sujuv toimimine. Samal ajal peab iga liikmesriik oma

Vahetuskursi-
režiim toetab
hinnastabiilsust

Rahapoliitika ja
eelarvepoliitika

majanduspoliitikat käsitlema kui ühise huvi küsimust ning kooskõlastama selle Euroopa Liidu Nõukogus (ELTLi artikli 121 lõige 1). Selle raamistiku aluseks on selgelt määratletud eesmärgid ja pädevuste selge jaotus poliitika-valdkondade lõikes. Raha- ja eelarvepoliitika vastastikuste mõjude puhul viib see raamistik kooskõlastatud poliitikatulemini, eeldusel et kõik poliitika-kujundajad täidavad oma kohustused.

Usaldusväärse eelarvepoliitika korraldus

Eelarvepoliitikal on suur mõju majanduskasvule, makromajanduslikule stabiilsusele ja inflatsioonile. ELi tasandil on sõlmitud mitu institutsioonilist kokkulepet, selleks et tagada usaldusväärne eelarvepoliitika ning vähendada hinnastabiilsust ohustavaid riske (vt taustinfo 2.1). Need on:

- laenu andmise keeld (ELTLi artikkel 123);
- rahaasutustes eesõigusi andvate meetmete keeld (ELTLi artikkel 124);
- kohustuste ülevõtmise keeld (ELTLi artikkel 125);
- ülemäärasest riigieelarve puudujäägist hoidumise kohustus (ELTLi artikkel 126, millega nähakse ette ka ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlus);
- stabiilsuse ja kasvu pakt (ELTLi artiklitel 121 ja 126 põhinev teisene õigusakt).

Sõltumatus poliitilistest mõjudest

Ühtse rahapoliitika institutsiooniline raamistik on loonud poliitilistest mõjudest sõltumatu keskpanga. Paljud teoreetilised uurimused, mida toetab ka märkimisväärne hulk empiirilisi analüüse, näitavad, et keskpanga sõltumatus aitab kaasa hinnastabiilsuse säilitamisele. See oluline põhimõte on sätestatud ELTLi artiklis 130. Kasutades volitusi ning täites neile aluslepingutega pandud ülesandeid ja kohustusi, ei taotle ega saa Euroopa Keskpank, liik-

mesriikide keskpangad ega ükski nende otsuseid tegevate organite liige mingeid juhiseid ELi institutsioonidelt, organitelt või asutustelt, ühegi liikmesriigi valitsuselt ega üheltki teiselt organilt. Sama artikli kohaselt kohustuvad ELi institutsioonid, organid või asutused ning liikmesriikide valitsused seda põhimõtet austama ning ei püüa mõjutada EKP või liikmesriikide keskpangade otsuseid tegevate organite liikmeid nende ülesannete täitmisel.

On ka muid sätteid, mis toetavad eurosüsteemi ja EKP otsuseid tegevate organite sõltumatust. Näiteks on EKP rahalised vahendid lahus ELi finantsühendustest: EKP-l on oma eelarve ning selle kapitali on märkinud ja sissemakse teinud euroala riikide keskpangad. Võimalike poliitiliste mõjutuste eest kaitsevad EKP otsustusorganite liikmeid ka EKP nõukogu liikmete pikk ametiaeg ja reegel, mille järgi EKP juhatuse liikmeid ei saa uuesti ametisse määrata. Eurosüsteemi sõltumatuse tagab ka asjaolu, et aluslepingutega on keskpangal keelatud anda avalikule sektorile mis tahes laenu (vt taustinfo 2.1).

Aruandekohustus

Legitiimsuse kindlustamiseks on sõltumatu keskpank oma volituste kasutamisel aruandekohustuslik demokraatlike institutsioonide ja üldsuse ees. Eurosüsteemi sõltumatuse põhimõttest täielikult kinni pidades on EKPSi põhikirja artiklis 15 kehtestatud Euroopa Keskpanga täpne aruandekohustus. Näiteks peab EKP avaldama kord kvartalis eurosüsteemi tegevuse aruande ning igal nädalal konsolideeritud finantsaruande. Peale selle peab EKP esitama iga-aastase aruande eelmise ja jooksva aasta tegevuse ning rahapoliitika kohta; aruanne tuleb saata Euroopa Parlamendile, Euroopa Liidu

Muud sõltumatust tagavad sätted

Nõukogule, Euroopa Komisjonile ja Euroopa Ülemkogule. Kooskõlas ELTLi artikliga 284 kuulab EKP presidenti ja EKP juhatuse teisi liikmeid sageli ära Euroopa Parlamendi majandus- ja rahanduskomisjon. Tegelikult teeb EKP põhikirjajärgsest aruandekohustusest rohkemgi (vt 3. peatükk).

Eurosüsteemi kaudu täidetavad ülesanded

ELTLi artikli 127 lõike 2 kohaselt on eurosüsteemil järgmised põhiülesanded:

- määratleda euroala rahapoliitika ja rakendada seda;
- sooritada välisvaluutatehinguid;
- hoida ja hallata liikmesriikide ametlike välisvaluutareserve;
- edendada maksesüsteemide tõrgeteta toimimist.

Lisaülesanded on järgmised. *Pangatähed*: EKP-l on ainuõigus anda luba europangatähtede emissiooniks liidu piires. *Statistika*: EKP kogub liikmesriikide keskpankade kaasabil eurosüsteemi ülesannete täitmiseks vajalikku statistilist informatsiooni kas riikide pädevatelt ametiasutustelt või otse majandussubjektidelt. *Finantsstabiilsus ja järelevalve*: eurosüsteem aitab kaasa krediitiasutuste usaldatavusnõuete täitmise järelevalve ning finantsüsteemi stabiilsusega seotud pädevate asutuste poliitika tõrgeteta teostamisele. *Koostöö rahvusvahelisel ja Euroopa tasandil*: EKP teeb seoses eurosüsteemile pandud ülesannetega koostööd asjakohaste institutsioonide, organite ja foorumitega nii ELis kui ka kogu maailmas.

muid eesmärke (vt ka 3. peatükk). Samas aga võib finantsüsteemi ebastabiilsus kahjustada keskpanga võimet säilitada keskpikas perspektiivis hinnastabiilsus. Avatud turumajanduse tingimustes vastutavad finantsstabiilsuse saavutamise ja säilitamise eest eeskätt turuosalisel – eeldatakse, et nad suudavad hinnata ja ohjata oma riske tõhusalt ning kanda oma tehingute rahalisi tagajärgi. Finantsstabiilsust peetakse n-ö avalikuks hüveks, kuid see eeldab siiski finantsstabiilsust kaitsva ja ebastabiilsuse mõjusid leevendava institutsioonilise raamistiku olemasolu.

Finantsstabiilsuse edendamiseks on aluslepingutega ette nähtud konkreetsed koostöömehhanismid. Esiteks aitab eurosüsteem vastavalt ELTLi artikli 127 lõikele 5 kaasa krediitiasutuste usaldatavusnõuete täitmise järelevalve ning rahandussüsteemi stabiilsusega seotud pädevate asutuste poliitika tõrgeteta teostamisele. Teiseks tuleb vastavalt EKPSi põhikirja artiklile 25.1 konsulteerida EKPga iga EKP pädevusse kuuluva ELi õigusakti eelnõu või riigi ametiasutuse õigusakti eelnõu puhul. Samamoodi võib EKP nõustada ja konsulteerida Euroopa Liidu Nõukogu, Euroopa Komisjoni ja liikmesriikide pädevaid asutusi küsimustes, mis on seotud krediitiasutuste usaldatavusnõuete täitmise järelevalvet ja rahandussüsteemi stabiilsust käsitlevate ELi õigusaktide ulatuse ja rakendamisega. ELTLi artikli 127 lõikes 6 nähakse ette võimalus anda EKP-le lihtsustatud korras järelevalvega seotud eriülesandeid, ilma et selleks oleks vaja õigusakte muuta.

Olemasolevad piiriülese koostöö mehhanismid

Finantsstabiilsuse jaoks on hinnastabiilsuse tagamine parim vahend, millega rahapoliitika saab aidata saavutada

Finantsturgudel valitsevate tõsiste pingete leevendamiseks loodi 2010. aastal järgmised uued programmid: Euroopa

finantsstabiilsusmehhanism (EFSM) ja Euroopa Finantsstabiilsuse Fond (EFSF). EFSM on toiminud alates 10. maist 2010 ja EFSF käivitus täies mahus 4. augustil 2010. EFSF on antud õigus emiteerida turul võlakirju, mida tagavad euroala riigid. EFSMi ja EFSFi kaudu raskustes riigile antavate laenudega peavad kaasnema üksikasjalikud ja ranged poliitilised tingimused. 2011. aasta märtsis otsustas Euroopa Liidu Nõukogu luua alalise kriisiohje- raamistiku – Euroopa stabiilsusmehhanismi (ESM). Euroopa stabiilsusmehhanism täiendab uut majanduse juhtimise tugevdamise raamistikku ja see käivitatakse 2013. aasta juunis.

**Usaldatavus-
nõuete täitmise
järelevalve
pädevus ei
hõlma kogu
euroala**

Institutsiooniline raamistik ei anna eurosüsteemile otsest järelevalvepädevust. Paljudes, kuid mitte kõigis euroala riikides vastutab keskpank usaldatavusnõuete täitmise järelevalve eest või on vähemalt selle teostamisega tihedalt seotud. Selline detsentraliseeritud korraldus on tingitud vajaduse tiheda koostöö järele a) eurosüsteemis EKP ja liikmesriikide keskpankade vahel, et monitoorida kogu euroala hõlmavaid ja finantsstabiilsust ohustavaid võimalikke riske, ning b) eurosüsteemi ja riiklike järelevalveasutuste vahel, et tagada finantsstabiilsuse kindlustamiseks keskpanganduse ja järelevalvega seotud ülesannete tihe koordineerimine.

Eurosüsteemil on nendes valdkondades kaks põhiülesannet. Esiteks jälgib ja hindab eurosüsteem peamisi euroala finantsüsteemi stabiilsust ohustavaid riske ning korraldab turuoperatsioone finantsüsteemi üldiste šokkide ja euroala rahaturu pingete leevendamiseks. Peale selle aitab eurosüsteem finantsstabiilsuse jälgimise ja hindamise, finantsregulatsiooni ja -järelevalve ning kriisiohje osas määratleda pädevate riiklike ja ELi

ametiasutuste finantsstabiilsuspoliitikat. Teiseks tegeleb eurosüsteem turutaristute jälgimisega, kuna loeb üheks oma peamiseks ülesandeks maksesüsteemide sujuva toimimise edendamist.

Nagu finantskriis on taas kord näidanud, ohustavad ülemaailmseid finantsurgete ja omavahel seotud finantsasutusi süsteemset riskid. Selleks et vähendada ohtu, et süsteemsetele komponentidele avalduvad riskid seavad ohtu kogu süsteemi, ning et parandada ELi finantsüsteemi üldist vastupidavust šokkidele, on tehtud olulisi institutsioonilisi muudatusi. Alates 1. jaanuarist 2011 on ELil uus finantsjärelevalve arhitektuur. Sellesse kuulub Euroopa kolm uut järelevalveasutust panganduse, kindlustuse ja väärtpaberiturigude valdkonnas, et edendada mikrotasandi usaldatavusjärelevalvet, ning Euroopa Süsteemsete Riskide Nõukogu (ESRN) kui sõltumatu ELi organ, mis vastutab ELi finantsüsteemi makrotasandi usaldatavusjärelevalve eest. EKP tagab ESRNile sekretariaaditeenused, pakub tuge analüüsi ja statistika valdkonnas ning toetab haldus- ja logistikaküsimustes.

ESRN aitab ennetada või leevendada ELi finantsstabiilsust ohustavaid süsteemset riske, mis tulenevad finantsüsteemi arengust. Sellel eesmärgil – ja pidades oluliseks eelkõige ulatuslike probleemide ärahoidmist – jälgib ESRN makromajanduslikke muutusi. Seeläbi toetab ESRN siseturu sujuvat toimimist ja tagab, et finantssektor annab jätkusuutliku panuse majanduskasvu. Nõukogu põhiülesanne on jälgida ja hinnata süsteemset riske, anda hoiatusi ja esitada vajaduse korral asjastajatele poliitikakujundajatele soovitusi, kusjuures asjakohase poliitilise meetme võtmiseks kehtestatakse täht-

**ELi uus
finantsjärele-
valve
arhitektuur**

ESRNi ülesanded

aeg. EKP toetab ESRNi, ilma et see piiraks keskpanga sõltumatus põhimõtet. Kõik EKP üldnõukogu liikmed on ESRNi haldusnõukogu hääleõiguslikud liikmed. EKP president on ESRNi esistuja ametiajaga viis aastat. Tema esimene asetäitja on EKP üldnõukogu liige, kelle ametiaeg on samuti viis aastat. ESRNi juhtkomiteesse kuuluvad EKP president, EKP asepresident ja veel neli EKP üldnõukogu liiget.

EKP otsuseid tegevad organid

EKP rahapoliitika põhineb kollektiivsel otsustamisel (ELTLi artiklid 129 ja 132). EKP-l on kaks otsuseid tegevat organit (ELTLi artikli 129 lõige 1), mis vastutavad ühtse rahapoliitika ettevalmistamise, elluviimise ja rakendamise eest: EKP nõukogu ja juhatus (vt joonis 1.1). EKP kolmas otsustusorgan on üldnõukogu.

- võtta vastu eurosüsteemile antud ülesannete täitmiseks vajalikke suuniseid ja otsuseid;
- määratleda euroala rahapoliitika.

Vastavalt EKPSi põhikirja artiklile 12.1 hõlmab euroala rahapoliitika määratlemine ka selliseid otsuseid, mis on seotud „rahapoliitiliste vaheeesmärkidega, põhiliste intressimääradega ja valuutareserve eraldamisega“ eurosüsteemis. Lisaks annab EKP nõukogu nende otsuste rakendamiseks vajalikud suunised.

EKP juhatusse kuuluvad EKP president, asepresident ja veel neli liiget, kelle (alates Lissaboni lepingu jõustumisest) määrab Euroopa Liidu Nõukogu soovitusel ametisse Euroopa Ülemkogu kvalifitseeritud häälteenamusega. Vastavalt EKPSi põhikirja artiklitele 12.1 ja 12.2 teeb EKP juhatus järgmist:

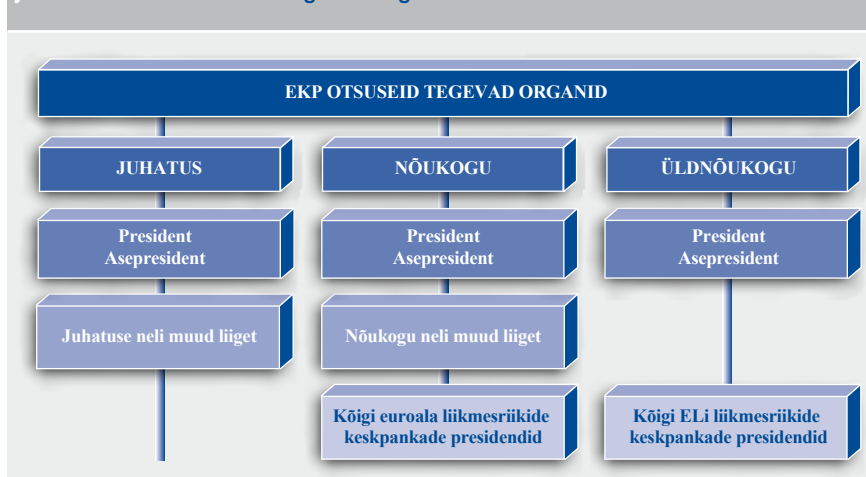
- valmistab ette EKP nõukogu istungeid;
- teostab rahapoliitikat kooskõlas EKP nõukogu suuniste ja otsustega ning annab seejuures vajalikke juhiseid euroala riikide keskpankadele;
- vastutab EKP jooksva töö eest;

EKP nõukogu

EKP nõukogusse kuuluvad kuus liiget EKP juhatuses ning euroala riikide keskpankade presidendid (2011. aastal 17 presidenti). Nii EKP nõukogu kui ka juhatuses istungeid juhatab EKP president või tema äraolekul asepresident. EKP nõukogu ülesanded on:

EKP juhatus

Joonis 1.1 EKP otsuseid tegevad organid



- kasutab talle EKP nõukogu poolt antud teatavaid õigusi, mis võivad hõlmata regulatiivseid õigusi.

Praktikas tehakse rahapoliitilised otsused üldjuhul EKP nõukogu liikmete konsensusega.

EKP üldnõukogu

EKP üldnõukogusse kuuluvad EKP president, asepresident ning kõikide ELi liikmesriikide keskpankade presidendid (2011. aastal 27). EKP üldnõukogu jätkab tegevust seni, kuni ELis on liikmesriike, kes ei ole eurot kasutusele võtnud. EKP üldnõukogu ei vastuta euroala rahapoliitiliste otsuste eest. Üldnõukogul on Euroopa Rahainstituudilt (ERI) ülevõetud ülesanded, mida EKP peab täitma, kuna kõik ELi liikmesriigid ei ole veel eurot kasutusele võetud.⁴ Vastavalt EKPSi põhikirja artiklitele 43, 44 ja 46 ning ELTLi artikli 141 lõikele 2 aitab EKP üldnõukogu kaasa:

- nende liikmesriikide rahapoliitika koordineerimise tugevdamisele, kus euro ei ole kasutusele võetud, et tagada hinnastabiilsus;
- statistiliste andmete kogumisele;
- EKP aruandlusele;
- vajalike ettevalmistuste tegemisele nende liikmesriikide väeringute vahetuskursside tagasivõtmatuks fikseerimiseks euro suhtes, kus euro ei ole kasutusele võetud.

Hääletamine EKP nõukogus

Eurosüsteemi rahapoliitikat ja muid ülesandeid käsitlevad otsused peavad lähtuma euroala kui terviku vaatenurgast. Otsustamisel ei esinda EKP nõukogu liikmed oma riike, vaid teevad otsuseid ise ja täiesti sõltumatult. Igal liikmel on üks hääl. Häälte võrdse jaotumise korral on otsustav hääl EKP presidendil. Vastavalt EKPSi põhikirja artiklile 10.2 võtab EKP nõukogu otsused vastu lihthääaltenamusega.

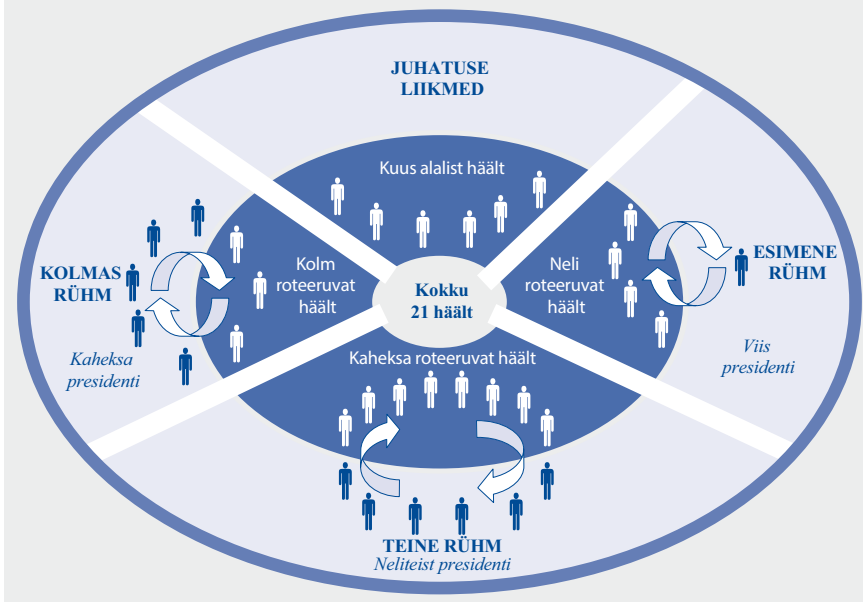
Ka euroala laienedes peab EKP nõukogu oma otsused tegema õigeaegselt ja tõhusalt, mistõttu oli vaja uut hääletussüsteemi. 21. märtsil 2003 kiitis Euroopa Ülemkogu heaks EKPSi põhikirja artikli 10.2 muudatuse, millega nähakse ette EKP nõukogu hääletamiskorra muutmine. Uus rotatsioonisüsteem järgib järgmisi põhimõtteid: üks liige = üks hääl, *ad personam* (isiklik) osalemine, representatiivsus, tugevus ja automaatsus, võrdne kohtlemine, läbipaistvus ja lihtsus. Otsuse hääleõiguste rotatsioonisüsteemi rakendamise kohta, nagu see on sätestatud EKP kodukorra uues artiklis 3a, tegi EKP nõukogu 19. märtsil 2009. Uue süsteemi kohaselt jääb kõigile kuuele EKP juhatuse liikmele alaline hääleõigus, kuid liikmesriikide keskpankade presidentide hääleõigused hakkavad roteeruma, kui euroala riikide arv ületab 18.⁵ Riikide keskpankade presidendid jaotatakse EKPSi põhikirja artiklis 10.2 sätestatud korras rühmadeks. Presidentide hääleõiguste rotatsioon toimub kord kuus. Esimeses rühmas on igal ühekuulisel perioodil roteeruvate hääleõiguste arvuks üks; teises ja kolmandas rühmas on igal ühekuulisel perioodil roteeruvate hääleõiguste arv võrdne rühma kuuluvate liikmete arvu ja rühmale antud häälte arvu vahega, millest on lahutatud kaks. Joonisel 1.2 on kujutatud kolme rühmaga rotatsioonisüsteem juhul, kui euroala koosneb 27 riigist. Rotatsioonisüsteem tagab liikmete suure osalemise ja samal ajal suhteliselt stabiilse hääleõigusliku liikmeskonna. Esiteks osalevad kõik keskpank

EKP nõukogu hääletamiskorra kohandamine

⁴ Lisateave majandus- ja rahaliidu ajaloo kohta: vt lisast

⁵ 18. detsembril 2008 otsustas EKP nõukogu jääda oma senise hääletuskorra juurde ning võtta rotatsioonisüsteem kasutusele alles siis, kui euroala riikide keskpankade juhtide ja presidentide arv on suurem kui 18, mitte 15, nagu algselt ette nähtud.

Joonis 1.2 EKP nõukogu kolme rühmaga rotatsioonisüsteem 27 riigiga euroalal



kade presidendid kõigil EKP nõukogu istungitel olenemata sellest, kas nad on hääleõiguslikud. Teiseks on rotatsioonisagedus selline, et iga president on hääleõiguseta lühikest aega.

Eurosüsteemi/EKPSi komiteed

EKP nõukogu rahapoliitiliste otsuste taga on eurosüsteemi/EKPSi töötajate hoolikas ettevalmistus- ja analüüsitöö. Euro kasutuselevõtmisel kohaldati ja täiustati senist detsentraliseeritud korraldust. Eurosüsteemi/EKPSi komiteed vastutavad nende eurosüsteemi/EKPSi ülesannete koordineerimise eest, mis hõlmavad nii EKPD kui ka liikmesriikide keskpanku.

Eurosüsteemi/ EKPSi komiteed

Eurosüsteemi/EKPSi komiteedesse kuuluvad EKP ja liikmesriikide keskpankade eksperdid ning need hõlmavad enamikku eurosüsteemi/EKPSi töövaldkondi. Ekspertid osutavad oma asjatundlikkuse ja tehniliste nõuannetega väärtuslikku abi EKP otsuseid tegevate-

le organitele. Komiteed võivad moodustada mitmesuguseid töö- ja rakkerühmi. Mitmel tasandil toimuv töö on abiks eurosüsteemi/EKPSi seisukohtade kujundamisel ja konsensuse loomisel.

Eurosüsteemil/EKPSil on praegu olemas järgmised komiteed: rahapoliitika komitee (MPC), rahvusvaheliste suhete komitee (IRC), turuoperatsioonide komitee (MOC), statistikakomitee (STC), makse- ja arveldussüsteemide komitee (PSSC), finantsstabiilsuse komitee (FSC), pangatähtede komitee (BANCO), kuluarvestuse meetodika komitee (COMCO), infotehnoloogia komitee (ITC), siseaudiitorite komitee (IAC), eurosüsteemi/EKPSi avalike suhete komitee (ECCO), õiguskomitee (LEGCO), raamatupidamise ja rahatulu komitee (AMICO), eelarvekomitee (BUCOM), personalikonverents (HRC), eurosüsteemi infotehnoloogia juhtkomitee (EISC) ja riskijuhtimise komitee (RMC).

Käesolevas taustinfos on esitatud Euroopa Liidu lepingu, Euroopa Liidu toimimise lepingu ja EKPSi põhikirja peamised sätted rahapoliitika kohta. Nende terviktekstid on avaldatud veebisaitidel www.europa.eu ja www.ecb.europa.eu.

I. VÄLJAVÕTTEID EUROOPA LIIDU LEPINGUST

Artikkel 3

3. Liit rajab siseturu. Liit taotleb Euroopa säästvat arengut, mis põhineb tasakaalustatud majanduskasvul, hindade stabiilsusel ja kõrge konkurentsivõimega sotsiaalsel turumajandusel, mille eesmärk on saavutada täielik tööhõive ja sotsiaalne progress, samuti kõrgetasemelisel keskkonnakaitset ja keskkonna kvaliteedi parandamisel. Liit edendab teaduse ja tehnoloogia arengut. [...]

4. Liit rajab majandus- ja rahaliidu, mille rahaühik on euro.

Artikkel 13

1. Liidu käsutuses on institutsiooniline raamistik, mille eesmärk on edendada liidu väärtusi, taotleda liidu eesmärke, teenida liidu, selle kodanike ja liikmesriikide huve ning tagada liidu poliitika ja meetmete kooskõla, tõhusus ning järjepidevus.

Liidul on järgmised institutsioonid:

- Euroopa Parlament;
- Euroopa Ülemkogu;
- nõukogu;
- Euroopa Komisjon (edaspidi „komisjon”);
- Euroopa Liidu Kohus;
- Euroopa Keskpank;
- kontrollikoda.

2. Iga institutsioon tegutseb talle aluslepingutega antud volituste piires ning vastavalt nendes sätestatud korrale, tingimustele ja eesmärkidele. Institutsioonid on omavahelises koostöös üksteise suhtes lojaalsed.

3. Euroopa Keskpanka ja kontrollikoda käsitlevad sätteid ning teisi institutsioone käsitlevad üksikasjalikud sätteid on esitatud Euroopa Liidu toimimise lepingus.

2. VÄLJAVÕTTEID EUROOPA LIIDU TOIMIMISE LEPINGUST

Artikkel 119

1. Euroopa Liidu lepingu artiklis 3 seatud eesmärkide saavutamiseks hõlmab liikmesriikide ja liidu tegevus aluslepingute kohaselt niisuguse majanduspoliitika kasutuselevõttu, mis rajaneb liikmesriikide majanduspoliitika tihedal koordineerimisel, siseturul ja ühiseesmärkide kindlaksmääramisel ning mida korraldatakse kooskõlas vabal konkurentsil põhineva avatud turumajanduse põhimõttega.

2. Rööbiti eespool märgituga ning aluslepingute kohaselt ja vastavalt neis esitatud menetlustele hõlmab see tegevus ühisraha, mille nimetus on euro, ning ühtse rahapoliitika ja vahetuskursipoliitika määramist ja teostamist; mõlema poliitika esmane eesmärk on säilitada hindade stabiilsus ning nimetatud eesmärki kahjustamata toetada liidu üldist majanduspoliitikat kooskõlas vabal konkurentsil põhineva avatud turumajanduse põhimõttega.

3. See liikmesriikide ja liidu tegevus tähendab kinnipidamist järgmistest juhtpõhimõtetest: stabiilsed hinnad, riigi rahanduse ja majanduse usaldusvärsus ning tasakaalustatud maksebilanss.

Artikkel 121

1. Liikmesriigid käsitlevad oma majanduspoliitikat kui ühise huvi küsimust ning kooskõlastavad selle nõukogus vastavalt artikli 120 sätetele.

Artikkel 127

1. Euroopa Keskpangade Süsteemi (edaspidi „EKPS“) esmane eesmärk on säilitada hindade stabiilsus. Ilma et see piiraks eesmärki säilitada hindade stabiilsus, toetab EKPS liidu üldist majanduspoliitikat, selleks et kaasa aidata liidu eesmärkide saavutamisele, nagu need on esitatud Euroopa Liidu lepingu artiklis 3. EKPS toimib kooskõlas vabal konkurentsil põhineva avatud turumajanduse põhimõttega, soodustades ressursside efektiivset jaotumist ning järgides artiklis 119 esitatud põhimõtteid.

2. EKPS põhiülesanded on:

- määratleda liidu rahapoliitika ja rakendada seda;
- sooritada välisvaluutahinguid vastavalt artikli 219 sätetele;
- hoida ja hallata liikmesriikide ametlikke välisvaluutareserve;
- edendada maksesüsteemide tõrgeteta toimimist.

3. Lõike 2 kolmas taane ei piira liikmesriikide valitsuste õigust hoida ja hallata välisvaluuta jooksvaid saldosisid.

4. Euroopa Keskpangaga tuleb konsulteerida:

- iga tema pädevusse kuuluva liidu õigusakti eelnõu puhul;
- riikide ametiasutustel iga Euroopa Keskpanga pädevusse kuuluva õigusakti eelnõu puhul, kuid nendes piirides ja tingimustel, mis nõukogu vastavalt artikli 129 lõikes 4 sätestatud menetlusele kindlaks määrab.

Euroopa Keskpank võib tema pädevusse kuuluvates küsimustes esitada arvamusi vastavatele liidu institutsioonidele, organitele või asutustele ning riikide ametiasutustele.

5. EKPS aitab kaasa krediidiastutuste usaldatavusnormatiivide täitmise järelevalve ning rahandussüsteemi stabiilsusega seotud pädevate asutuste poliitika tõrgeteta teostamisele.

6. Nõukogu võib seadusandliku erimenetluse kohaselt ja pärast konsulteerimist Euroopa Parlamendi ja Euroopa Keskvangaga anda Euroopa Keskvangale määruste abil ühehäälselt eriülesandeid, mis käsitlevad krediitiasutuste ja muude rahaasutuste, välja arvatud kindlustusseltsid, usaldatavusnormatiivide täitmise järelevalvega seotud poliitikat.

Artikkel 129

1. EKPSi juhivad Euroopa Keskpanga otsuseid tegevad organid, milleks on nõukogu ja juhatus.

Artikkel 130

Kasutades volitusi ning täites ülesandeid ja kohustusi, mis on neile pandud aluslepingutega ja EKPS ja EKP põhikirjaga, ei taotle ega saa Euroopa Keskpank ega ükski riigi keskpank ega ükski nende otsuseid tegeva organi liige mingeid juhiseid liidu institutsioonidelt, organitelt või asutustelt, ühegi liikmesriigi valitsuselt ega üheltki teiselt organilt. Liidu institutsioonid, organid või asutused ning liikmesriikide valitsused kohustuvad seda põhimõtet austama ega püüa mõjutada Euroopa Keskpanga või riikide keskpankade otsuseid tegevate organite liikmeid nende ülesannete täitmisel.

Artikkel 219

1. Erandina artiklist 218 võib nõukogu, tehes otsuse kas Euroopa Keskpanga soovitusel põhjal või komisjoni soovitusel põhjal ja pärast konsulteerimist Euroopa Keskvangaga hindade stabiilsuse eesmärgiga kooskõlas olevale konsensussele jõudmise üle sõlmida ametlikke kokkuleppeid euro vahetuskursisüsteemi kohta kolmandate riikide valuutade suhtes. Nõukogu teeb ühehäälselt otsuse pärast konsulteerimist Euroopa Parlamendiga ning kooskõlas lõikes 3 sätestatud menetlusega.

Nõukogu võib kas Euroopa Keskpanga soovitusel põhjal või komisjoni soovitusel põhjal ning pärast Euroopa Keskvangaga konsulteerimist, selleks et jõuda hindade stabiilsuse eesmärgiga ühtivale konsensussele, võtta vastu või kohandada euro keskkursse vahetuskursisüsteemi piires või neist loobuda. Nõukogu eesistuja informeerib Euroopa Parlamenti euro keskkursside kinnitamisest, korrigeerimisest või neist loobumisest.

2. Lõikes 1 märgitud vahetuskursisüsteemi puudumisel ühe või mitme kolmandate riikide valuuta suhtes võib nõukogu kas komisjoni soovitusel põhjal ja pärast konsulteerimist Euroopa Keskvangaga või Euroopa Keskpanga soovitusel põhjal sõnastada nende valuutade suhtes vahetuskursipoliitika üldsuunised. Need üldsuunised ei piira EKPS emast eesmärki säilitada hindade stabiilsus.

Artikkel 282

1. Euroopa Keskpank koos riikide keskpankadega moodustab Euroopa Keskpankade Süsteemi (EKPS). Euroopa Keskpank teostab koos euro kasutusele võtnud ja eurosüsteemi moodustavate liikmesriikide keskpankadega liidu rahapoliitikat.

2. EKPSi juhivad Euroopa Keskpanga otsuseid tegevad organid. EKPSi põhieesmärk on säilitada hindade stabiilsus. Ilma et see piiraks nimetatud eesmärgi taotlemist, toetab süsteem liidu üldist majanduspoliitikat, et aidata kaasa selle eesmärkide saavutamisele.

3. Euroopa Keskpank on juriidiline isik. Loa eurode emiteerimiseks võib anda ainult Euroopa Keskpank. Euroopa Keskpank on oma volituste teostamisel ja oma rahandusasjade haldamisel sõltumatu. Liidu institutsioonid, organid ja asutused ning liikmesriikide valitsused austavad seda sõltumatust.

3. VÄLJAVÕTTEID PROTOKOLLIST (NR 4) EUROOPA KESKPANKADE SÜSTEEMI JA EUROOPA KESKPANGA PÕHIKIRJA KOHTA

Artikkel 10 (EKP nõukogu)

10.2. Igal nõukogu liikmel on üks hääl. Alates kuupäevast, mil nõukogu liikmete arv ületab 21, on igal juhatase liikmel üks hääl ja hääleõiguslike nõukogu liikmeid on kokku 15. Viimatinimetatud hääleõigus jaotatakse ning selle rotatsioon toimub järgmiselt:

- alates kuupäevast, mil nõukogu liikmete arv ületab 15 kuni päevani, mil see jõuab 22ni, jagatakse nõukogu liikmed kahte rühma vastavalt järjekohale, mille määrab kindlaks nende keskpanga päritoluliikmesriigi osa suurus nende liikmesriikide, mille rahaühik on euro, kogu sisemajanduse kogutoodangus turuhindades ja monetaar-finantsasutuste kogu koondbilansis. Turuhindades sisemajanduse kogutoodangu ja monetaar-finantsasutuste kogu koondbilansi osade osakaal on vastavalt 5/6 ja 1/6. Esimese rühma moodustavad viis nõukogu liiget ja teise ülejäänud liikmed. Esimesse rühma määratud nõukogu liikmete hääleõiguse sagedus ei tohi olla väiksem teise rühma määratud hääleõiguse sagedusest. Kui eelmisest lausest ei tulene teisiti, antakse esimesele rühmale neli häält ja teisele üksteist häält;
- alates kuupäevast, mil nõukogu liikmete arv jõuab 22ni, jagatakse liikmed eespool kirjeldatud kriteeriumidel põhineva järjestuse alusel kolme rühma. Esimese rühma moodustavad viis nõukogu liiget ja sellele antakse neli häält. Teise rühma moodustavad pooled kõikidest nõukogu liikmetest, kusjuures murdarvud ümardatakse lähima täisarvuni, ning sellele antakse kaheksa häält. Kolmanda rühma moodustavad nõukogu ülejäänud liikmed ja sellele antakse kolm häält;
- iga rühmas on nõukogu liikmetel hääleõigus võrdsel osal ajast;
- turuhindades sisemajanduse kogutoodangu osade arvutamisel kohaldatakse artiklit 29.2. Monetaar-finantsasutuste kogu koondbilanss arvutatakse vastavalt liidus arvutamise ajal kehtivale statistilisele raamistikule;
- iga kord kui kogu sisemajanduse kogutoodangut turuhindades vastavalt põhikirja artiklile 29.3 kohandatakse või kui suureneb nõukogu liikmete arv, kohandatakse rühmade suurust ja koosseisu vastavalt eeltoodud põhimõtetele;
- nõukogu võtab kõikide oma hääleõiguslike ja hääleõiguseta liikmete kahe kolmandikulise häälteenamusega vastu eeltoodud põhimõtete rakendamiseks vajalikud meetmed ning võib otsustada rotatsioonisüsteemi kasutuselevõtu edasi lükata, kuni nõukogu liikmete arv ületab 18.

Hääleõigust teostatakse isiklikult. Erandina sellest normist võib artiklis 12.3 viidatud kodukorraga ette näha, et nõukogu liikmed võivad hääletada telekonverentsi vahendusel. Kodukorraga nähakse ka ette, et nõukogu liige, kes ei saa pikema aja jooksul nõukogu istungitest osa võtta, võib nõukogusse määrata asendusliikme.

Eelmiste lõikude sätted ei piira kõikide hääleõiguslike ja hääleõiguseta nõukogu liikmete hääleõigust artiklite 10.3, 40.2 ja 40.3 kohaldamisel.

Kui käesolevas põhikirjas ei ole sätestatud teisiti, teeb nõukogu otsused hääleõiguslike liikmete lihthälteenamusega. Häälte võrdse jagunemise korral otsustab eesistuja hääli.

Nõukogu on otsusevõimeline, kui kohal viibib kaks kolmandikku hääleõiguslikest liikmetest. Kui kvorumit ei ole, võib eesistuja kokku kutsuda erakorralise istungi, kus võib otsuseid vastu võtta kvorumist olenemata.

10.4. Istungid on kinnised. EKP nõukogu võib teha otsuse avaldada oma arutluste tulemus.

Artikkel 12 (otsuseid tegevate organite kohustused)

12.1. EKP nõukogu võtab vastu EKPSle aluslepingute ja käesoleva põhikirjaga antud ülesannete täitmiseks vajalikud suunised ja otsused. EKP nõukogu määratleb liidu rahapoliitika, vajaduse korral ka otsused, mis on seotud rahapoliitiliste vaheeesmärkidega, põhiliste intressimääradega ja valuutareservi eraldamisega EKPSle, ning annab nende rakendamiseks vajalikud suunised.

Juhatus teostab rahapoliitikat kooskõlas EKP nõukogu suuniste ja otsustega. Selleks annab juhatus riikide keskpankadele vajalikke juhiseid. Lisaks võib EKP nõukogu otsusega juhatusele delegerida teatud volitusi.

Võimalikuks ja kohaseks peetaval määral ning piiramata käesoleva artikli sätete kohaldamist võib EKP kasutada riikide keskpanku tehinguteks, mis moodustavad osa EKPS ülesannetest.

12.2. Juhatus vastutab EKP nõukogu istungite ettevalmistamise eest.

Artikkel 15 (aruandekohustus)

15.1. EKP koostab ja avaldab EKPS tegevuse aruande vähemalt kord kvartalis.

15.2. EKPS koondbilanss avaldatakse igal nädalal.

15.3. Vastavalt Euroopa Liidu toimimise lepingu artikli 284 lõikele 3 saadab EKP Euroopa Parlamendile, nõukogule ja komisjonile ning samuti Euroopa Ülemkogule igaaastase EKPS eelmise ja jooksva aasta tegevust ning rahapoliitikat käsitleva aruande.

15.4. Käesolevas artiklis nimetatud ettekanded ja aruanded tehakse huvitatud pooltele kättesaadavaks tasuta.

Artikkel 17 (kontod EKPs ja riikide keskpankades)

Oma operatsioonide tegemiseks võivad EKP ja riikide keskpangad avada krediidiasutustele, avalik-õiguslikele üksustele ja muudele turul osalejatele kontosid ning võtta tagatisena vastu vara, sealhulgas registreeritud väärtpapereid.

Artikkel 18 (vabaturu- ja krediiditehingud)

18.1. EKPS eesmärkide saavutamiseks ja ülesannete täitmiseks võivad EKP ja riikide keskpangad:

- tegutseda rahaturgudel, müües ja ostes otse (*spot-* ja *forward*-tehingud) või repolepinguga ning laenates nõudeid ja likviidseid väärtpapereid kas eurodes või teistes vääringutes, samuti väärismetalle;
- teha krediiditehinguid krediidiasutustega ja muude turul osalejatega, kusjuures laen peab olema piisavalt tagatud.

Artikkel 19 (miinimumreservid)

19.1. EKP võib nõuda, et liikmesriikide krediidiasutused hoiaksid EKP ja riikide keskpankade kontodel miinimumreserve vastavalt rahapoliitika eesmärkidele, arvestades artiklis 2 sätestatud. Nõutavate miinimumreservide arvutamise ja määramise eeskirjad võib kehtestada EKP nõukogu. Kui neist kinni ei peeta, on EKPI õigus sisse nõuda trahviintresse või kehtestada muid võrreldava toimega sanktsioone.

19.2. Käesoleva artikli kohaldamiseks määratleb nõukogu vastavalt artiklis 41 sätestatud menetlusele miinimumreservi arvestuse baasi ning miinimumreservi ja miinimumreservi arvestuse baasi maksimaalse lubatava suhte, samuti kohased sanktsioonid juhuks, kui neist kinni ei peeta.

2. EUROALA MAJANDUSLIK JA FINANTSSTRUKTUUR

Hinnastabiilsuse eesmärgi saavutamine eeldab hindade kujunemist mõjutavate tegurite, sealhulgas rahapoliitika ülekandemehhanismi tundmist. Käesolevas peatükis antakse ülevaate euroala majanduse peamistest majandus- ja finantsstruktuuridest. Esmalt käsitletakse reaalmajanduse põhijooni, keskendudes kogutoodangu komponentidele, rahvastiku ja tööturu põhinäitajatele, eelarvepoliitikale ning euroala kaubandustingimustele suhtes ülejäänud maailmaga. Edasi kirjeldatakse finantsstruktuuri põhijooni, käsitledes raha- ja kapitaliturge ning peamisi finantsasutusi, eristades rahaloomeasutusi ja muid finantsvahendajaid.

2.1. REAALMAJANDUSE PÕHINÄITAJAD

Euroala on maailmas suuruselt teine majanduspiirkond

Euroalasse kuuluva üksiku riigi majandus on suhteliselt väike ja avatud, kuid euroala majandus tervikuna on suur ja palju suletum. Seepärast on euroala struktuuri sobivam võrrelda pigem USA või Jaapani kui euroala üksikute riikide omaga. Tabelis 2.1 on esitatud rida euroala peamisi makromajanduslikke näitajaid.⁶

Rahvastik ja osatähtsus maailma SKPst

Rahvastiku poolest on euroala maailma suurim arenenud majandusega piirkond. 2009. aastal oli euroala elanikkond 330,5 miljonit, mis on pisut suurem kui USA ja üle kahe korra suurem kui Jaapani oma. Euroala osatähtsus maailma SKPst (ostujõu pariteetidena) oli 2009. aastal 15,1%, USA osatähtsus 20,4% ja Jaapani oma 6,0%. Euroala üksikute riikide osatähtsus oli märksa väiksem; euroala suurima riigi SKP moodustas 2009. aastal maailma SKPst 4,0%.

Suurima osa euroala SKPst moodustab teenindussektor

Euroala tootmisstruktuur on väga sarnane USA ja Jaapani omaga. Kõigis kolmes piirkonnas moodustab suurima osa kogutoodangust teenindussektor. Võrreldes avaliku ja erasektori osatäht-

sust teenindussektoris USAs ja euroalal, ilmnevad aga olulised erinevused. USAs on avaliku sektori teenuste osakaal suhteliselt väike, euroalal aga palju suurem. Kõigi kolme majanduse puhul on osakaalult kogutoodangus järgmine tööstussektor. Nende piirkondade kõrget arengutaset arvestades on põllumajanduse, kalanduse ja metsanduse osakaal suhteliselt väike.

2.2. TÖÖTURG

Alates 1999. aastast on euroalal loodud üle 13 miljoni töökohta, rahaliidule eelnenud kümnendil loodi aga 7 miljonit töökohta. Töötuse määr (ehk töötute osatähtsus tööjõus) on viimase kümnendi jooksul tsükliliselt kõikunud. 1980. ja 1990. aastatel oli see euroalal nii suurte šokkide kui ka struktuurse jäikuse tõttu väga kõrge (vt joonis 2.1). 2010. aastal oli keskmine töötuse määr 10,0% ehk kogu euroalal oli ligikaudu 15,8 miljonit töötut. 2010. aasta näitajad olid nii euroala kui ka USA puhul sarnased. Alates 1980. aastast on euroala töötuse määr aga olnud USA omast keskmiselt palju kõrgem. See lõhe kajastab USA ja euroala tööturgude struk-

Struktuurne tööpuudus euroalal

⁶ Mitut käesoleva jaotise tabelit ja joonist ajakohastatakse korrapäraselt EKP veebisaidil.

Tabel 2.1 Euroala reaalmajanduse põhinäitajad aastal 2009

	Ühik	Euroala	USA	Jaapan
Elanikkond ¹	miljonit	330,5	307,5	127,7
SKP (osa maailma SKPs) ²	%	15,1	20,4	6,0
SKP elaniku kohta ²	tuhat eurot	27,1	36,9	25,8
Majandustegevuse lisandväärtus				
Põllumajandus, kalandus, metsandus	% SKPst	1,6	1,1*	1,6*
Tööstus (k.a ehitus)	% SKPst	24,1	21,0*	27,3*
Teenused (k.a turuvälised teenused)	% SKPst	74,3	77,9*	71,1*
Töötuse määr (osa tööjõust)	%	10,0**	9,6**	5,1**
Tööjõus osalemise määr ³	%	71,5	74,6	74,0
Tööhõive määr ⁴	%	64,7	67,6	70,0
Valitsussektor				
Ülejääk (+) / puudujääk (-)	% SKPst	-6,3	-11,3	-8,7
Koguvõlg ⁵	% SKPst	79,2	68,6	180,4
Tulud	% SKPst	44,6	26,6	31,6
<i>millest: otsesed maksud</i>	% SKPst	11,4	9,7	7,8
<i>millest: kaudsed maksud</i>	% SKPst	13,1	7,3	8,2
<i>millest: sotsiaalkindlustusmaksed</i>	% SKPst	15,7	6,9	11,7
Kulud ⁶	% SKPst	50,8	37,9	40,4
<i>millest: lõpptarbimine</i>	% SKPst	22,2	17,1	20,1
<i>millest: sotsiaaltoetused</i>	% SKPst	24,3	15	25,0
Väliskaubandus ⁷				
Kaupade eksport	% SKPst	14,4	7,6	10,8
Kaupade ja teenuste eksport	% SKPst	19,7	11,1	13,3
Kaupade import	% SKPst	14,0	11,2	9,9
Kaupade ja teenuste import	% SKPst	18,9	13,8	12,9
Eksport (osa maailma ekspordis, k.a euroalasisene kaubandus)	%	29,1	8,6	4,7
Eksport (osa maailma ekspordis, v.a euroalasisene kaubandus)	%	16,9	10	5,5
Jooksevkonto saldo	% SKPst	-0,6	-2,7	2,8

Allikad: Eurostat, IMF, Euroopa Komisjon, OECD, Thomson Reuters, EKP, riikide andmed ja EKP arvutused. Märkused.

¹ Euroala, USA ja Jaapani andmed: aasta keskmised.

² USA ja Jaapani andmed konverteeritud eurodeks OECD ostujõu pariteetide abil.

³ Tööjõu osa tööealises elanikkonnas (15–64aastased). USA andmed: tsiviilelanikkond, v.a teatavates asutustes (nt karistusasutuses, vaimuhaiglas, vanadekodus) olevad inimesed või sõjaväes teenivad isikud (16–64aastased), kes töötab või otsib aktiivselt tööd. Aasta keskmine.

⁴ Töötavate inimeste ja tööealise elanikkonna (15–64aastased) suhe. USA andmed: töötav tsiviilelanikkond, v.a teatavates asutustes (nt karistusasutuses, vaimuhaiglas, vanadekodus) olevad inimesed või sõjaväes teenivad isikud (16–64aastased). Aasta keskmine.

⁵ Andmed vastavalt Maastrichti võlamõistetele ja -määratlustele. Valitsussektori võlg: hoiused, väärtpaberid (v.a aktsiad) ning laenude konsolideeritud nominaaljääk. Andmed aastalõpu seisuga.

⁶ Euroopa määratlused kehtivad ka USA ja Jaapani andmete puhul.

⁷ Euroala andmete aluseks on euroalavalised tehingud.

* 2008. aasta andmed.

** 2010. aasta andmed.

tuurseid erinevusi, mille tõttu on struktuurne tööpuudus olnud euroalal suurem. 1990. aastatel rakendati euroala riikide tööturgudel institutsioonilisi reforme, kuid erineval määral. Mõnel juhul aitasid need reformid tööpuudust märgatavalt vähendada. Samas ei ole struktuurne jäikus kadunud, tingides euroalal jätkuvalt suure tööpuuduse.

Suhteliselt madal
töötajate osalemise
määr euroalal

Suhteliselt kõrge töötuse määra juures on töötajate osalemise määr euroalal suhteliselt madal (vt tabel 2.2). Ehkki euroala ja USA töötajate osalemise määra erinevus on aja jooksul tunduvalt vähenenud, oli see euroalal 2009. aastal siiski madalam kui USA-s (vastavalt 71,5% ja 74,6%). Naiste puhul oli lõhe 2009. aastal ligikaudu 4 protsendipunkti, umbes kaks korda suurem kui meeste puhul. Madalam üldine töötajate osalemise määr euroalal tuleneb peamiselt erinevustest noorimas ja vanimas vanuserühmas. Üldiselt on noori-

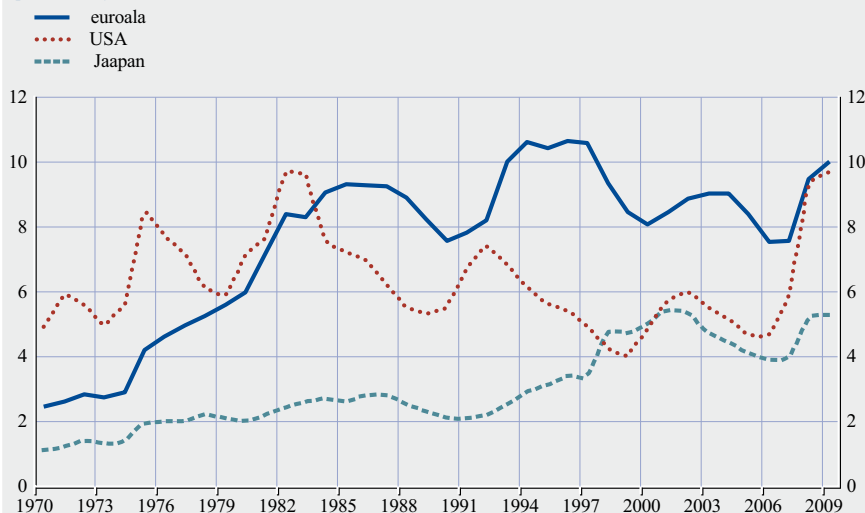
masse vanuserühma kuuluvate eurooplaste töötajate osalemise määr märkimisväärselt väiksem kui nende eakaaslaste oma USA-s. Seda võib seostada erinevustega haridus- ja sotsiaalsüsteemide traditsioonides ja struktuuris. Lisaks lahkutakse euroalal tööturult nooremana kui USA-s. Seevastu 25-64aastaste töötajate osalemise määra erinevus on mõnevõrra väiksem.

Euroala tööhõive
on suhteliselt
madal

Madal töötajate osalemise määr euroalal tingib madalama tööhõive määra (töötavate isikute osatähtsus 15-64aastaste hulgas) kui USA-s või Jaapanis. Jaapani puhul tuleneb see ka euroalaga võrreldes madalamast töötajate määrest. Euroala tööhõive määr oli 2009. aastal ligikaudu 65%, mis on väiksem kui USA-s ja Jaapanis (vt tabel 2.1). Euroala suhteliselt madal tööhõive määr, millele lisandub väiksem töötajate arv töötaja kohta, on üks peamisi põhjusi, miks SKP elaniku kohta on euroalal väiksem kui USA-s.

Joonis 2.1 Tööpuudus euroalal, USA-s ja Jaapanis

(protsent töötajast, aastased andmed)



Allikas: Euroopa Komisjon.

Tabel 2.2 Tööjõus osalemise määr soo ja vanuserühma kaupa euroalal ja USA-s aastal 2009

(protsent tööealisest elanikkonnast)

	Euroola			USA		
	Mehed	Naised	Kokku	Mehed	Naised	Kokku
Kõik vanuserühmad	78,5	64,6	71,5	80,4	69,0	74,6
15–24 ¹	46,9	40,8	43,9	58,5	55,2	56,9
25–34	91,2	78,8	85,1	90,3	75,0	82,7
35–44	94,7	79,6	87,2	91,7	75,9	83,7
45–54	91,7	75,1	83,3	87,4	76,0	81,6
55–59	74,4	55,5	64,8	78,0	68,5	73,1
60–64	38,2	22,4	30,1	60,9	49,9	55,1

Allikad: Eurostat ja USA tööjõustatistika büroo.

¹ USA andmed 16–24aastaste kohta.

Struktuurne jäikus võib takistada tööturu tõhusat toimimist

Majanduse arengusuundade määratlemisel on olulised tööturgude institutsioonilised aspektid, näiteks töökohtade säilitamist reguleerivad õigusaktid, töötushüvitiste süsteemid, palgakujundus ja tööjõumaksud. Näiteks vähendab tööturu struktuurne jäikus majanduse negatiivsete šokkidega kohanemise kiirust. Seetõttu seostatakse struktuurset jäikust harilikult suhteliselt kõrge ja püsiva töötuse määraga. Peale selle kipub tööturu jäikus vähendama tempot, milles majandus saab kasvada, ilma et suureneks inflatsioonisurve.

2.3. VALITSUSSEKTOR

Eelarvepoliitika mõjutab majandust

Eelarvepoliitika mõjutab mitmel viisil märkimisväärselt majanduskasvu ja inflatsiooni. Eriti tähtsad on seejuures valitsussektori kulude ja tulude tase ja koostis, aga ka eelarve puudujääk ja valitsussektori võlg. Riigi rahanduse tasakaalustamatus võib tekitada nõudlus- ja inflatsioonisurve, sundides keskpanka hoidma lühiajalisi intressimäärasid kõrgemal, kui see muidu vajalik oleks. Näiteks valitsussektori kulutuste ülemäärane kasv, mis ergutab kogunõudlust, võib põhjustada inflatsioonisurve, kui see toi-

mub ajal, mil majandus on peaaegu saavutanud oma täisvõimsuse. Eelarve tasakaalustamatus võib kahjustada ka stabiilsusele suunatud rahapoliitika usaldusväärsust, kui ilmnevad ootused, et valitsussektori ülemäärane laenuvõtu katab lõpuks keskpank. Peale selle võib valitsussektori suur võlg ohustada finantsstabiilsust, sundides keskpanka turgude ja rahapoliitika ülekandemehhanismi tõrgeteta toimimise tagamiseks sekuma. Valitsussektori suur võlg võib mõjuda halvasti ka reaalmajandusele. Näiteks kui valitsussektor pöördub ülemäära palju kapitaliturgude poole, kipub selle tõttu suurenema kapitalikulu ja vähenema võivad hakata ka erainvesteeringud (seda nimetatakse n-õ väljatõrjumiseks). Euroopa Liidu toimimise lepingu mitu sätet käsitlevad nende ohtude vältimist, kuid sellegipoolest on tähtis, et EKP jälgiks tähelepanelikult euroala riikide eelarvepoliitika arengut.

Eelarvedistsipliin on sujuvalt toimiva rahaliidu peamine eeldus. Lõimunud finantsturgude korral mõjutab eelarvepoliitika ühisraha kasutavas piirkonnas ka teisi liikmesriike. Ehkki

Makromajandusliku ja finantsstabiilsuse tagab usaldusväärne eelarvepoliitika

majandus- ja rahaliidu (EMU) kolmandas etapis on eelarvepoliitika jätkuvalt täielikult liikmesriikide pädevuses, tagavad mitmed ELi tasandil sõlmitud institutsioonilised kokulepped kõigi riikide ja seega kogu euroala rahanduse usaldusväärsuse ja jätkusuutlikkuse (vt taustinfo 2.1). Euroopa Liidu toimimise lepinguga sätestatud ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse eesmärk on piirata hinnastabiilsust ohustavaid riske, mis võivad tuleneda riikide ebausaldusväärsest eelarvepoliitikast. Menetlusi arendati edasi ja täpsustati 1997. aastal sõlmitud stabiilsuse ja kasvu paktis. Pakti nõrgestas märkimisväärselt 2005. aasta reform, mis tõi kaasa suurema paindlikkuse ja poliitilise kaalutusõiguse. Muudetud stabiilsuse ja kasvu pakt annab igale liikmesriigile õiguse määrata ise kindlaks oma keskpika perspektiivi eesmärk, mida seejärel hindab Euroopa Liidu Nõukogu. Pidades silmas struktuurireformide elluviimisest tulenevaid võimalikke eelarvekuluseid, määratakse paktis võrdlusaluseks struktuurse eelarve iga-aastane kohandamine 0,5% ulatuses SKPst.

Kuna eelarvelise tasakaalustamatusega on seotud võimalikud probleemid, aitab ülemäärase eelarvepuudujäägi vältimise ja keskpikas perspektiivis kindla eelarveseisundi säilitamise kohustus tagada, et riigi eelarvepoliitika toetab üldist makromajanduslikku ja finantsstabiilsust. EMU-le eelnenud kümnenditel iseloomustas mitme Euroopa riigi eelarvepoliitikat kulutuste mittejätkusuutlik kasv, järjest suurenev maksukoormus ning valitsuse võlakooormuse pidev kasv. Alates EMU loomisest on intressimäär võlaäägilt märgatavalt langenud, eriti riikides, mis said kõige enam kasu vahetuskursiriski kadumisest ning

üleminekust rohkem stabiilsusele suunatud poliitikale. EMU esimestel aastatel oli stabiilsuse ja kasvu paktis sätestatud raamistik ülemäärase eelarvepuudujäägi korrigeerimise tagamisel üsnagi tulemuslik, ehkki see toimus soodsate majandustingimuste toel ning mõningate liigsete viivitustega. Usaldusväärsete keskpika perspektiivi eelarve-eesmärkide järgimine liikmesriikide poolt valmis- tas aga üldiselt pettumuse. Seetõttu on Euroopa institutsioonid asunud finantskriisi taustal tegema ettevalmistusi pakti tugevdamiseks ning makromajandusliku tasakaalustamatuse jälgimist võimaldava raamistiku loomiseks.

Valitsussektori (s.o keskvalitsus ja kohalikud omavalitsused ning sotsiaalkindlustussektor) osakaal on euroala majanduses suurem kui USA-s või Jaapanis. Valitsussektori kulutused euroalal tervikuna moodustasid 2009. aastal 50,8% SKPst, USA-s aga ligikaudu 37,9% ja Jaapanis umbes 40,4% SKPst.

Euroala valitsussektori kulude suhteliselt suur osatähtsus SKPs kajastab eelkõige nii valitsussektori lõpptarbimise kui ka kodumajapidamistele makstavate sotsiaaltoetuste kõrget taset. Majanduspiirkondadevahelised erinevused tulenevad osaliselt sellest, et ülesanded on avaliku ja erasektori vahel erinevalt jaotatud. Euroopa sotsiaalkindlustussüsteemide omadusi arvestades on valitsussektori kulutuste kõrge tase tingitud ka euroala elanikkonna vanuselisest struktuurist. Kui asjaomased liikmesriigid ei vii ellu poliitilisi reforme, halveneb olukord tulevikus veelgi, kuna oodata on rahvastiku vananemist. Euroopa Komisjoni ja majanduspoliitika komitee lähtestsenaariumis (2009)

Valitsussektori kulude suhteliselt suur osatähtsus euroala SKPs ...

... kajastab valitsussektori lõpptarbimise ja kodumajapidamistele makstavate sotsiaaltoetuste kõrget taset

prognoositakse, et juhul kui poliitika-
muudatusi ei tehta, kasvab rahvastiku
vananemisega seotud avaliku sektori
kulutuste ja SKP suhe euroalal ajava-
hemikus 2007–2060 5,2 protsendi-
punkti võrra. Peale selle kiireneb
prognoosi kohaselt alates 2020. aastast
tõenäoliselt euroala avaliku sek-
tori pensionikulutuste kasvutempo,
mis aeglustub mõnevõrra alles pärast
2050. aastat.

nud kümnendi jooksul pidevalt suu-
renenud. Mõnel järgmisel aastal muu-
tus olukord üldjoontes stabiilsemaks
ning euroala valitsussektori võlg hak-
kas aeglaselt vähenema, jõudes 2007.
aasta lõpuks 66%ni SKPst. Samas oli
mitme riigi puhul valitsussektori eel-
arve puudujäägi ja võla suhe SKPsse
jätkuvalt liiga kõrge, arvestades rah-
vastiku vananemisest tulenevaid
probleeme.

Valitsussektori tulud

Valitsussektori tulude struktuuris lae-
kub euroalal võrreldes USA või
Jaapaniga märksa suurem osa tuludest
sotsiaalkindlustusmaksetest. Peale sel-
le on euroalal tuluallikaks kaudsed
maksud, USAs seevastu on kogumak-
sutulus suurem osakaal otsestest mak-
sudel.

Koos 2008.–2009. aastal puhkenud
seninägematu finants- ja majandus-
kriisiga suurenes euroala eelarve
puudujäägi suhtarv märkimisväärselt,
ulatudes 2009. aastal 6,3%ni SKPst.
Ka euroala valitsussektori koguvõla
suhe SKPsse kasvas kiiresti ja jär-
sult – kahe aasta jooksul ligikaudu
13 protsendipunkti, ulatudes 2009.
aastal 79,1%ni. 14 euroala riigis oli
eelarve puudujääk 2009. aastal suu-
rem kui kontrollväärtuseks olev 3%
SKPst või sellega võrdne ning 10
euroala riigis oli valitsussektori võlg
suurem kui kontrollväärtuseks olev
60% SKPst (vt taustinfo 2.1). USAs
kasvas eelarve puudujäägi suhe
SKPsse 2009. aastal märkimisväärselt
ning ulatus 11,3%ni, Jaapanis oli
see aga 8,7%. USA valitsussektori
koguvõla suhe SKPsse oli 2009. aastal
siiski mõnevõrra väiksem kui eu-
roalal ja ulatus 68,6%ni, Jaapanis oli
see aga palju suurem: 180,4%.

Valitsussektori eelarveseisund ja koguvõlg

Euroalal tervikuna ületasid valitsus-
sektori kogukulud terve aastast 1970
kuni aastani 2009 kestnud ajavahe-
miku jooksul kogutulused. Seetõttu
oli valitsussektori eelarve igal aastal
puudujäägis. Kogu euroala valitsus-
sektori eelarve puudujääk ulatus
1993. aastal peaaegu 6%ni SKPst,
kuid vähenes 2000. aastaks järk-jär-
gult 1%ni (vt joonis 2.2). Seejärel
hakkas euroala valitsussektori eelar-
ve puudujääk uuesti kasvama, seda
osaliselt kõrvalekallete tõttu kuludes.
2003. aastal oli see 3% SKPst, kuid
vähenes 2007. aasta lõpuks peamiselt
tänu soodsatele majandustingimuste-
le taas ja oli alla 1%. Euroala valit-
sussektori koguvõlg kasvas 1996.–
1997. aastal 74%ni, olles kahe eelne-

Taustinfo 2.1 ELi institutsiooniline korraldus riikide rahanduse usaldusväärsuse ja jätkusuutlikkuse tagamiseks

Euroopa Liidu toimimise lepinguga (ELTL) on ette nähtud ühtne rahapoliitika, samas kui vastutus muu majanduspoliitika (nt eelarve- ja struktuuripoliitika) eest jääb liikmesriikide kanda. Lepingu artikli 121 kohaselt käsitlevad liikmesriigid oma majanduspoliitikat kui ühise huvi küsimust. Sellise korralduse nurgakiviks on liidu ja liikmesriikide majanduspoliitika üldsuunised. Eelarvedistsipliin on majandus- ja rahaliidu (EMU) sujuva toimimise põhialus.

Seetõttu on Euroopa Liidu toimimise lepingus mitu sätet, mille eesmärk on tagada range eelarvepoliitika ning usaldusväärne ja jätkusuutlik riigi rahandus.

Ennekõike keelatakse Euroopa Liidu toimimise lepingus selgesõnaliselt valitsussektori eelarve puudujäägi rahastamine keskpankade kaudu ning avalikule sektorile mis tahes kujul soodustingimuste pakkumine finantsasutuste poolt. Need sätted soodustavad eelarvedistsipliini järgimist ning peale selle aitavad suurendada ühtse rahapoliitika usaldusväärsust hinnastabiilsuse tagamisel. Täpsemalt rääkides on ELTLi artikli 123 kohaselt keelatud EKP või liikmesriikide keskpankade arvelduslaenuid või mingit muud tüüpi laenuvõimalused valitsussektori eelarve puudujäägi rahastamiseks. ELTLi artikli 124 järgi on keelatud kõik valitsustele, ELi institutsioonidele või organitele rahaasutustes eesõigusi andvad meetmed.

Stabiilsusele suunatud eelarvepoliitika seisukohalt on oluline ka Euroopa Liidu toimimise lepingus sätestatud nn liikmesriikide kohustuste enda peale võtmise keeld (*no bail-out*-klauseel), mille kohaselt ei tohi EL ega ükski liikmesriik üle võtta teise liikmesriigi kohustusi. See keeld tagab, et asjaomane riik on kohustatud valitsussektori võla ise tagasi maksma. Sel moel õhutatakse riike teostama ranget eelarvepoliitikat. Täpsemalt rääkides on ELTLi artikli 125 lõikes 1 sätestatud, et EL ega ükski liikmesriik „ei kannu vastutust ega võta enda peale teiste liikmesriikide keskvalitsuste, regionaalsete, kohalike või muude avaliku võimu organite, teiste avalik-õiguslike isikute või riigi osalusega äriühingute kohustusi [---]”.

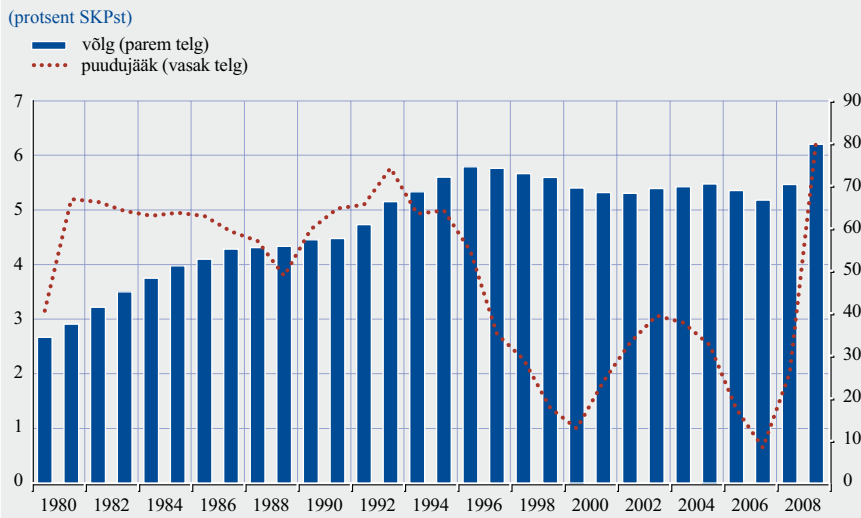
Peale selle on Euroopa Liidu toimimise lepinguga ette nähtud ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlus, mis on sätestatud artiklis 126 ja lepingu protokollis. Selle menetlusega on kindlaks määratud tingimused, mis peavad olema täidetud, et eelarveseisundit saaks pidada usaldusväärseks. ELTLi artikli 126 lõikes 1 on sätestatud: „Liikmesriigid hoiduvad ülemäärasest riigieelarve puudujäägist”. Selle nõude täitmist hinnatakse kontrollväärtuste põhjal: riigieelarve puudujäägi ja SKP suhte puhul on kontrollväärtus 3% ning riigivõla ja SKP suhte puhul 60%. Kui eelarve puudujäägi või riigivõla suhe SKPsse ületab kontrollväärtuse, võib teatud tingimustel, mis on kindlaks määratud Euroopa Liidu toimimise lepingus ja mida on täpsustatud stabiilsuse ja kasvu paktsis, eeldada, et see ei viita ülemäärase eelarvepuudujäägi olemasolule. Kui Euroopa Liidu Nõukogu otsustab, et mõnes liikmesriigis on ülemäärane eelarvepuudujääk, näeb ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlus ette meetmed, mida tuleb sellisel juhul võtta, sealhulgas sanktsioonid nõuete pideva rikkumise eest.

Eelarveraamistikku täiustati märkimisväärselt 1997. aastal stabiilsuse ja kasvu pakti vastuvõtmisega, mis jõustus EMU kolmanda etapi alguses. Raamistikku kuulub Euroopa Ülemkogu resolutsioon stabiilsuse ja kasvu pakti kohta, nõukogu määrus eelarveseisundi järelevalve ning majanduspoliitika järelevalve ja kooskõlastamise tõhustamise kohta ning nõukogu määrus ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse rakendamise kiirendamise ja selgitamise kohta. Stabiilsuse ja kasvu paktiga ühinedes on liikmesriigid võtnud endale kohustuseks saavutada keskpikas perspektiivis eelarveseisund, mis on tasakaalulähedane või ülejäägis. Nii on liikmesriikidel võimalik tavapäraste tsükliliste kõikumiste korral jääda eelarve puudujäägi kontrollväärtuse (3%) piiresse ning tagada võla suhtarvu kiire langus mõõdukamale tasemele.

Stabiilsuse ja kasvu pakti ennetava osaga on kehtestatud konkreetsem mitmepoolse järelevalve kord, mille kohaselt euroalasse kuuluvad ELi liikmesriigid esitavad igal aastal stabiilsusprogrammi ning euroalavälised ELi liikmesriigid lähenemisprogrammi. Nendes programmides annab iga riik ülevaate oma majanduse ja eelarvepoliitika arengust, eelarvepoliitika keskpika tähtaja eesmärgist ja selle saavutamiseks vajalikust kohandamiskavast. Stabiilsuse ja kasvu pakti korrigeerivas osas selgitatakse ja tõhustatakse ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse erinevaid samme ja ajakava.

2005. aastal muudeti stabiilsuse ja kasvu pakti ennetava ja korrigeeriva osa menetlusi paindlikumaks. Ennetava osa puhul suurendati riikide kaalutusõigust oma keskpika perioodi eesmärkide seadmisel ja nende poole liikumisel. Korrigeeriva osa puhul suurendati riikide kaalutusõigust ülemäärase eelarvepuudujäägi kindlaksmääramisel ja pikendati menetluste tähtaegu. Paljud vaatlejad, sealhulgas EKP, väljendasid tol ajal muret, et need muudatused õõnestavad ELi eelarvepoliitilise raamistiku tõhusust ja võivad ohustada euroala riikide rahanduse jätkusuutlikkust. Kuna riikide eelarveseisundid halvenesid märkimisväärselt kuni 2009. aastani, on stabiilsuse ja kasvu pakt seoses majanduse juhtimise üldise tugevdamisega ELis ja euroalal uuesti läbivaatamisel.

Joonis 2.2 12 riigist koosneva euroala valitsussektori eelarve puudujääk ja võlg



Allikad: Euroopa Komisjon, EKP ja EKP arvutused.

Märkus. Puudujäägi andmed ei sisalda universaalsete mobiilsidesüsteemide (UMTS) litsentside müügist saadud tulu, mis oli eriti suur 2000. aastal (ligikaudu 1% SKPst).

2.4. VÄLISKAUBANDUS

Euroala majandus on USA ja Jaapaniga võrreldes suhteliselt avatud

Kuna euroala majandus on eeskätt muude suurte arenenud majandusega piirkondadega võrreldes suhteliselt avatud, võib maailmamajanduses toimuv seda märkimisväärselt mõjutada. 2009. aastal moodustas euroala kaupade ja teenuste ekspordi ja impordi

kombineeritud väärtus ligikaudu 38% SKPst, Jaapanis aga 26% ja USAs 25% (vt tabel 2.1). Samal ajal on euroala kui terviku majandus palju vähem avatud kui üksikute liikmesriikide oma. Sellest tulenevalt on välismajandusliku arengu ning eelkõige välishindade dünaamika mõju euroalasisestele hindadele siiski piiratud.

Tabel 2.3 Euroala väliskaubandus aastal 2009

(protsent kogu kaubandusest)

	Ekspord	Import
Kogu kaubandus	100	100
<i>millest:</i>		
masinad ja transpordiseadmed	41,0	31,4
kemikaalid	17,5	10,8
toore	2,3	4,0
energia	4,2	20,1
toiduained, joogid ja tubakas	7,2	6,7
muud tööstustooted	24,8	24,5
muud	3,1	2,6

Allikad: Eurostati ja EKP arvutused.

Kaubavahetuse struktuuris moodustavad nii kaupade eksport kui import ligikaudu kolmveerandi vastavalt euroala koguekspordist ja koguimpordist. Üle 40% kaupade ekspordist moodustasid 2009. aastal masinad ja transpordiseadmed. Nende osakaal oli suurim ka euroala kaupade impordis (vt tabel 2.3). Osatähtsusest teine kaubagrupp on muud tööstustooted, mille osatähtsus on nii impordis kui ka ekspordis enam-vähem võrdne. Kemikaalid ja keemiatooted moodustasid 2009. aastal kaupade ekspordist 17,5%, kuid impordist ainult 10,8%; toorme ja energia import oli aga

märksa suurem kui eksport. See tähendab, et euroala on pigem toorme ja vahekaupade netoimportija ning töödeldud kaupade netoeksportija. See omakorda peegeldab rahvusvahelist tööjaotust ning toormega varustatust euroalal.

Riikide lõikes on euroala peamisteks kaubanduspartneriteks Ühendkuningriik ja USA. Võttes aluseks aastate 1999–2009 keskmised kaubavood, moodustas kaubavahetus nimetatud kahe riigiga peaaegu 28% euroala impordist ja ekspordist (vt tabel 2.4). Samal ajavahemikul kasvas ka euroala

Tabel 2.4 Euroala 20 tähtsama kaubanduspartneri osakaalud¹ euroala väliskaubanduses

(protsendipunktid)		
1	Ühendkuningriik	14,96
2	USA	12,81
3	Teised ELi liikmesriigid ²	11,11
4	Hiina	6,25
5	Šveits	5,42
6	Venemaa	4,58
7	Jaapan	3,75
8	Rootsi	3,58
9	Türgi	2,25
10	Taani	2,24
11	Norra	2,10
12	Korea	1,61
13	Brasiilia	1,46
14	India	1,18
15	Taiwan	1,18
16	Kanada	1,14
17	Saudi Araabia	1,11
18	Alžeeria	1,11
19	Singapur	1,03
20	Lõuna-Aafrika Vabariik	0,96

Allikas: EKP arvutused Eurostati kaubandusandmete põhjal.

¹ Osakaal on ekspordi ja impordi summa, mis on väljendatud protsendina euroala koguekspordist ja -impordist. Andmed on ajavahemiku 1999–2009 keskmised.

² Teised tähtsamad kaubanduspartnerid, kes on ühtlasi ELi liikmesriigid, on kuni 2006. aastani Tšehhi, Küpros, Eesti, Läti, Leedu, Ungari, Malta, Poola, Sloveenia ja Slovakkia. 2007. aastal lisandusid neile Bulgaaria ja Rumeenia ning langes ära Sloveenia. 2008. aastal langesid ära Küpros ja Malta.

kaubavahetus muude euroalasse mittekuuluvate ELi liikmesriikidega, moodustades 11,1% euroala kaubavahetusest; neile järgnesid Hiina (6,3%), Šveits (5,4%) ja Venemaa (4,6%).

2.5. FINANTSSTRUKTUUR

Otsene ja kaudne rahastamine

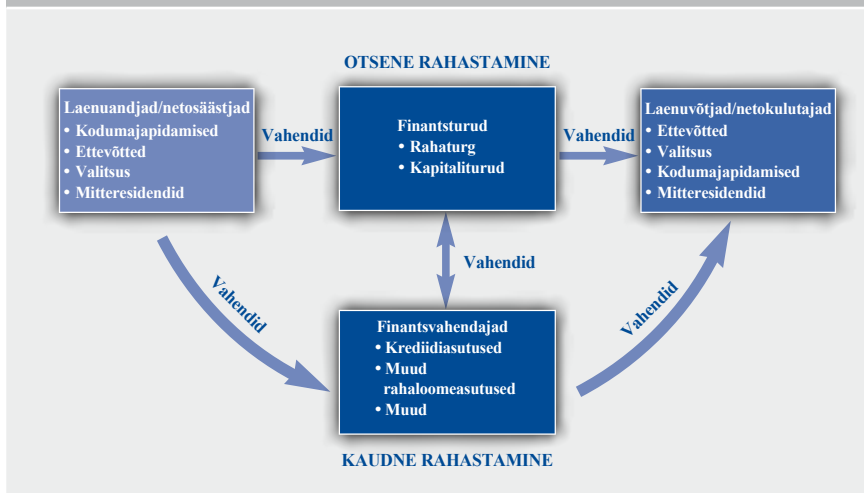
Finantssüsteemi peamine majanduslik ülesanne on suunata rahalisi vahendeid netosäästjatelt (st neilt, kes kulutavad oma tuludest vähem) netokulutajatele (st neile, kes kulutavad oma tuludest rohkem). Finantssüsteemide funktsioonid on kujutatud joonisel 2.3. Kõige olulisemad laenuandjad on tavaliselt kodumajapidamised, kuid ka ettevõtetel, valitsusel ja mitteresidentidel on mõnikord ülemääraseid rahalisi vahendeid, mida välja laenata. Põhilised laenuvõtjad on aga enamasti ettevõtted ja valitsus, kuid oma ostude rahastamiseks võtavad mõnikord laenu ka kodumajapidamised ja mitteresidendid.

Rahalised vahendid liiguvad laenuandjatelt laenuvõtjateni kaht teed pidi.

Otsese ehk turupõhise rahastamise korral (vt joonise 2.3 ülaosa) laenuvad laenuvõtjad rahalisi vahendeid finantsturgudel otse laenuandjatelt, müües neile finantsinstrumente ehk väärtpapereid (nt võlakirjad ja aktsiad), mis annavad laenuandjale nõudeõiguse laenuvõtja tulevasele sissetulekule või varale. Kui rahaliste vahendite suunamisel osalevad ka finantsvahendajad, on tegemist kaudse ehk pangapõhise rahastamisega (vt joonise 2.3 alaosa). Finantsvahendajad võib liigitada krediidasutusteks, muudeks rahaloomeasutusteks ja muudeks finantsvahendajateks.

Finantssüsteemis ei ole finantsturud ja finantsvahendajad eraldiseisvad, vaid üksteisega tihedalt seotud. Näiteks võivad rahalised vahendid liikuda mõlemas suunas otsese ja kaudse rahastamise vahel (vt joonise 2.3 keskosa). Kui finantsvahendajad emiteerivad oma tegevuse rahastamiseks võla- ja omandiväärtpapereid, liiguvad rahalised vahendid turgudelt pankadesse. Pankadest turgudele liigu-

Joonis 2.3 Finantssüsteemide funktsioonid



Tabel 2.5 Mittefinantssektorite peamised finantsvarad ja -kohustused euroalal 2009. aasta lõpus¹

(jäägid)		
Valitud finantsvarad	mld EUR	%
<i>Kokku</i>	20 889,3	100,0
<i>Sularaha ja hoiused</i>	8858,0	42,4
Sularaha	656,0	3,1
Hoiused	8202,0	39,3
euroala rahaloomeasutustes	7691,1	36,8
muudes asutustes	510,8	2,4
<i>Väärtpaberid, v.a aktsiad</i>	2169,0	10,4
Lühiajalised	181,2	0,9
Pikaajalised	1988,1	9,5
<i>Aktsiad²</i>	4236,0	20,3
Noteeritud aktsiad	2329,1	11,1
Avatud investeerimisfondide osakud	1906,6	9,1
millest rahaturufondide aktsiad/osakud	473,8	2,3
<i>Kindlustustehnilised eraldised</i>	5627,0	26,9
Kodumajapidamiste netovara elukindlustus- ja pensionifondide reservides	5137,1	24,6
Kindlustuspreemiate ettemaksud ja reservid täitmata nõuete tarvis	489,4	2,3

Allikad: EKP ja Eurostat.

¹ Mittefinantssektorid: valitsussektor, mittefinantsettevõtted ning kodumajapidamised, k.a viimaseid teenindavad mittetulundusühingud.

² V.a noteerimata aktsiad.

vad rahalised vahendid aga siis, kui finantsvahendajad ostavad kas oma finantseeringuna või rahaturufondide osana näiteks valitsuste ja ettevõtete emiteeritud võlakirju. Veel üks näide finantsturgude ja finantsvahendajate seotusest on asjaolu, et mittefinantsettevõtted, kes emiteerivad väärtpabereid, sõltuvad sageli sildfinantseeringust, st ajutistest laenudest, millega kaetakse ära periood selle hetkeni, mil saab hakata kasutama väärtpaberite emiteerimisest saadavat tulu, ning järgivad seejuures finantsvahendajate nõuandeid. Viimasel ajal on suur mõju olnud laenuurgudel aset leidnud innovatsioonil, näiteks väärtpaberistamisel ja krediitule-tisinstrumentidel. Seoses sellega, et ettevõtete ja kodumajapidamiste laenu-dega seotud riskid on nihkunud

panga bilansist välja, on järk-järgult muutunud pankade roll: senine traditsiooniline varade ümberjaotaja roll on asendunud uue, üha enam krediidiriski suunaja ja sellega finantsturgudel kaupleja rolliga. Teine oluline struktuurne areng, mis on viimastel aastatel ettevõtete rahandust mõjutanud, on institutsiooniliste investorite, näiteks pensionifondide ja kindlustusseltside ning erasektori aktsia- ja riskikapitalifondide kasv. Need investorid on muutnud kanaleid, mille kaudu ettevõtted rahalisi vahendeid saavad, ning ettevõtete stiimuleid.

Enne seda, kui tuleb üksikasjalikumalt juttu finantsturgudest, kus toimub otserahastamine, ja finantsvahendajatest, kes tegelevad kaudse rahastamisega, antakse tabelis 2.5 ülevaade

Mittefinantssektorite peamised finantsvarad ja -kohustused

Tabel 2.5 (jätk)		
(jäägid)		
Valitud finantskohustused	mld EUR	%
<i>Kokku</i>	26 437	100,0
<i>Laenu</i>	15 467	58,5
a) Saadud		
euroala rahaloomeasutustelt	10 668	40,4
millest lühiajalised	1570	5,9
millest pikaajalised	9098	34,4
muudelt finantsvahendajatelt	4799	18,2
b) Väljastatud		
valitsussektorile	1350	5,1
Lühiajalised	185	0,7
Pikaajalised	1165	4,4
mittefinantsettevõtetele	8313	31,4
Lühiajalised	2385	9,0
Pikaajalised	5928	22,4
kodumajapidamistele ³	5805	22,0
Lühiajalised	358	1,4
Pikaajalised	5447	20,6
<i>Väärtpaberid, v.a aktsiad</i>	6996	26,5
Valitsussektor	6175	23,4
Lühiajalised	1008	3,8
Pikaajalised	5167	19,5
Mittefinantsettevõtted	821	3,1
Lühiajalised	304	1,2
Pikaajalised	517	2,0
<i>Noteeritud aktsiad</i>		
mille on emiteerinud mittefinantsettevõtted	3430	13,0
<i>Hoiused</i>		
Keskvalitsuse kohustused	212	0,8
<i>Pensionifondide reservid</i>		
mis kuuluvad mittefinantsettevõtetele	332	1,3

³ K.a kodumajapidamisi teenindavad mittetulundusühingud.

euroala mittefinantssektorite peamistest finantsvaradest ja -kohustustest protsendina 2009. aasta lõpu bilansilisest kogujäägist. Finantsvarade ja -kohustuste jääkväärtust kajastab finantskonto kvartaliseis.

tasid 2009. aasta lõpus ligikaudu 42% koguvarast, väärtpaberid ja aktsiad kokku aga ligikaudu 31%. Ülejäänud 27% moodustasid kindlustustehnilised eraldised, st pensionifondide, kindlustusseltside ning mittefinantsettevõtete eraldised kindlustusvõtjate nõuete katmiseks.

Finantsvarad kokku

Tabelist 2.5 selgub, et euroalal oli 2009. aasta lõpu seisuga finantsvarasid 20 890 miljardi euro väärtuses (ligikaudu 233% euroala aastasest SKPst). Sularaha ja hoiused moodus-

Finantsturget võib liigitada mitme kriteeriumi alusel lähtuvalt nende turgudele omastest põhitunnustest. Ühe võimalusena võib finantsturget liigitada selle järgi, kas finantstehing on seotud väärtpaberiemissiooni esmaostuga (esmasturg) või on tegemist väärtpaberiomanikevahelise tehinguga (järelturg). Järelturg võib omakorda olla korraldatud kahel viisil. Esimene variant on börsid kui kesksed kauplemiskohad, kus väärtpaberite ostjad ja müüjad kohtuvad ja teevad tehinguid (nn börsiturud). Teine on nn börsiväline turg, kus edasimüüjad teevad vastaspooltega kahepoolseid väärtpaberitehinguid.

Turget võib liigitada ka kaubeldavate finantslepingute algsete tähtaegade järgi. Üldiselt eristatakse alla üheaastase ja üheaastase või pikema tähtajaga lepinguid (rahaturg ja kapitaliturg). Rahaturg erineb muudest finantsturgudest selle poolest, et harilikult on tegemist pankadevahelise hulgituruga, kus tehakse mahukaid tehinguid. Peale selle saab eurosüsteem rahaturu tingimusi oma rahapoliitiliste operatsioonidega otseselt mõjutada (vt 4. peatükk). Kuna EKP on keskpangana raha pakkumisel monopoolses seisundis, saab ta määrata euroala krediitiasutuste refinantseerimistingimused. See omakorda mõjutab tingimusi, millest lähtuvalt krediitiasutused ja teised rahaturul osalejad teevad euroala rahaturul tehinguid.

Raha- ja kapitalituruinstrumentide puhul tehakse vahet ka tagatud ja tagamata instrumentidel. Näiteks rahaturul viitab euro üleeuroopaline pankadevaheline intressimäär (EURIBOR) tagamata laenudele, tagatud laene antakse aga sageli repolepingute alusel, mille puhul laenuvõtja esitab tagatise. Kui tagatise väärtus peab olema laenusummast suurem, nimetatakse seda allahindluseks (*haircut*). Kapitaliturgudel on tagatud väärtpaberiteks tagatud võlakirjad, mille puhul on emitendi lubadus lunastada võlakiri tähtaja saabumisel garanteeritud konkreetse tagatisega. Kohustuste täitmata jätmise eest pakub lisakaitset nn koondtagatis, mis tavaliselt sisaldab hüpoteeke.

Viimane, laialt levinud liigitus tugineb turul kaubeldavate finantsinstrumentide tüübile. Näiteks eristatakse omandi- ja võlaväärtpaberite turget. Omandi- ja võlaväärtpaberite peamine erinevus seisneb selles, et omandiväärtpaberite emitent ei pea midagi tagasi maksma, võlaväärtpaber on aga rahaline nõue, mis tuleb tasuda (kindlaksmääratud summas, kindlaksmääratud intressimääraga ja kindlaksmääratud kuupäeval).

Finantsinstrumentide tähtis rühm on ka tuletisinstrumentid. Need on finantslepingud, mille väärtus tuletatakse alusvaraks olevate väärtpaberite hindadest, intressimääradest, valuutakurssidest, turuindeksitest või toormehindadest. Tuletisinstrumentide põhiliigid on futuurid, optsioonid, vahetustehingud ja intressiforvardid. Näiteks ostuoptsiooni (müügioptsiooni) omanikul on õigus, kuid mitte kohustus osta (müüa) finantsinstrument (näiteks võlakiri või aktsia) kindlal ajal kindla hinnaga. Neid põhiliike kombineerides on välja arendatud veel palju teisi tuletisinstrumente. Tuletisinstrumentid võivad toetada finantsturgude toimimist, sest neid saab kasutada hindamisel ja finantsriskide hajutamisel. Tuletisinstrumentide väärtuse valesti hindamine ning nende hinna märkimisväärsed muutused võivad aga kaasa tuua olulisi muutusi teiste varade hindades.

Tabelist 2.5 selgub, et euroala peamised finantskohustused ulatusid 2009. aasta lõpus 26 440 miljardi euronile (295% SKPst). Laenud moodustasid kõigest kohustustest 59%, väärtpaberid, sealhulgas noteeritud aktsiad, moodustasid mittefinantssektorite rahastamisallikatest aga ligikaudu 40%. Enamiku kohustuste (peaaegu 81%) tähtaeg oli üle ühe aasta.

2.6. FINANTSTURUD

Selles jaotises tutvustatakse euroala raha-, võla- ja aktsiaturgude põhijooni. Taustinfos 2.2 on esitatud finants-
turgudega seotud tähtsamate mõistete ülevaade.

Rahaturg

Rahaturul on rahapoliitiliste otsuste mõju ülekandumises majandusse väga tähtis osa, sest seal avalduvad rahapoliitika muudatused kõige varem (vt 4. peatükk). Tõhusa rahapoliitika eeldus on hästi toimiv ja lõimunud rahaturg, sest see tagab keskpanga likviidsuse võrdse jaotuse ning lühiajaliste intressimäärade ühtlase taseme kogu ühisraha piirkonnas. Euroalal oli see tingimus täidetud juba EMU kolmanda etapi alguses, mil riikide rahaturud ühendati edukalt tõhusaks euroala rahaturuks. 2008. aasta augustis finantsturge tabanud pinged ja järgnenud kriis panid rahaturu toimimise tõsiselt proovile, mõjutades pankadevahelisi suhteid otseselt likviidsusriski ja vastaspoole krediidiriski suurenemise kaudu. Selleks et aidata pankadel laenata reaalmajandusele, võttis EKP mittestandardseid meetmeid, toetades sellel ka rahapoliitika ülekandemehhanismi toimimist (vt taustinfo 5.1).

Euroala rahaturu kiiret loomist toetas ka maksesüsteemide taristu areng, eelkõige

TARGETi (üleeuroopaline automatiseeritud reaalaajaline brutoarvelduste kiir-
ülekandesüsteem) loomine, mis võimaldab sujuvalt arveldada piiriüleseid makseid. TARGET ühendab omavahel ELi liikmesriikide keskpankade reaalaajalised brutoarveldussüsteemid ja EKP maksesüsteemi. TARGETi haldamise ja juhtimise eest vastutab EKP nõukogu.

Euroala rahaturul on mitmesuguseid nn sularahalisi valdkondi. Üks neist on tagamata turg, kus juhitakse peamiselt pankade likviidsusvajadust, mistõttu tagamata tehingud on valdavalt lühikese tähtajaga. Tagamata rahaturul on kaks tähtsat viiteintressimäära: EONIA (euroala pankadevahelise üleöoturu keskmine aastaintressimäär) ja EURIBOR (euro üleeuroopaline pankadevaheline intressimäär), mis pakuvad ühtseid võrdlushindu üleöoturu määra kuni üheaastase tähtajaga intressimäärani.

Rahaturu muud peamised sularahalised valdkonnad on repoturg ning valuuta vahetustehingute turg. Neid nimetatakse tagatud turgudeks, sest laenuandmine toimub tagatisvara vastu. Viimastel aastatel on repoturust saanud euroala rahaturu kõige tähtsam osa. Repotehingud ja valuuta vahetustehingud on peamiselt tähtajaga kuni üks kuu.

Lisaks eespool mainitud sularahalistele valdkondadele hõlmab euroala rahaturg ka tuletisinstrumentide turgu. Kõige tähtsamad tuletisinstrumentid on intressimäära vahetuslepingud ja intressiforvardid, aga ka futuurid ja optioonid. Nendes valdkondades kaubeldakse kõige aktiivsemalt EONIA vahetuslepingute ja EURIBORi futuuridega.

Eurorahaturu aastased (keskmised) kasvumäärad olid alates selle loomisest

kuni 2007. aastani üsna kõrged. See muutus mõnevõrra aga seoses finants-turgudel 2007. aastal tekkinud pingetega. EKP eurorahaturu ülevaate („Euro Money Market Survey”) andmetel vähenes eurorahaturu agregeeritud käive 2010. aasta teises kvartalis kolmandat aastat järjest. Seda jätkuvat vähenemist võib põhjendada eelkõige finantskriisi pideva pärssiva mõjuga pankadevahelise turu aktiivsusele ning liiga suure likviidsusega euro pankadevahelisel turul, mis tulenes EKP refinantseerimisoperatsioonide suurest mahust. Aktiivsuse vähenemine oli kõige märkimisväärsem EONIA vahetustehingute osas ja tagamata turusegmentides. Käibe kahanemist tagamata turul võib osaliselt seletada asjaoluga, et vastaspoole krediidiriski vältimiseks kasutatakse jätkuvalt üha rohkem tagatud rahastamist. Samuti võis olla põhjuseks kahanev likviidsusnõudlus, mis tulenes liiga suurest likviidsusest 2010. aasta teises kvartalis. On märke ka sellest, et pankade tähtajaline rahastamine toimus üha enam pigem lühiajaliste väärt-paberite emiteerimise ja mitte pankadevaheliste hoiuste kogumise teel.

Tagatud turg hõlmab eurorahaturust suurimat osa ning 2010. aasta teises kvartalis kasvas selle käive jätkuvalt. Eelkõige kasvas tagatud turu suurima osa ehk kuni ühekuulise tähtajaga rahastamisvahendite käive. Kasv tulenes peamiselt vastaspoole krediidiriski jätkuvast vähendamisest. Tuletisinstrumentide kohta võib öelda, et viimasel neljal aastal on toimunud märgatav kahanemine EONIA vahetustehingute osas, mis varem oli tuletisinstrumentide kõige likviidsem osa. See on olnud tingitud peamiselt asjaolust, et finantsturu ebastabiilsuse tõttu oli pankadel vaja vähendada oma bilansimahte ning lühiajaliste intressimäärade ootused olid suhtelisest

stabiilsed. Teisalt on kasvanud intressiforvardite ja välisvaluuta vahetustehingute osakaal. Ehkki finantskriis on pannud turu lõimumise tõsiselt proovile, näitavad EKP andmed, et eurorahaturu osad on üldiselt jätkuvalt väga lõimunud.

Võlaväärtpaberite turud

Rahaturu alla kuulub ka lühiajaliste väärtpaberite (nt kommerts-paberid, hoiusesertifikaadid jms) turg. Euroala residentide emiteeritud lühiajaliste võlaväärtpaberite bilansiline kogujääk kasvas viimasel kümnendil pidevalt, olles suurim 2009. aasta kevadel. Alates sellest hetkest on lühiajaliste võlaväärtpaberite käive finants-turgude ebastabiilsuse tõttu mõnevõrra vähenenud; 2009. aasta lõpus oli käive 1625 miljardit eurot ehk 18,1% euroala SKPst (vt tabel 2.6). See on ikkagi kaks korda suurem kui kümnendi alguses ja toob ilmekalt välja olulise muutuse turusegmendis, mis on vaatamata teatavale positiivsele arengule endiselt euroala finantsturgudest üks killustatumaid. Viimasel kümnendil on ülekaalukalt kõige suuremad emiteerijad olnud rahaloomeasutused, kes emiteerisid üle poole kõigist emiteeritud lühiajalistest võlaväärtpaberitest. Kuna finantskriisi tulemusena kasvas vajadus avaliku sektori lühiajalise rahastamise järele, suurenes uuesti ka valitsussektori osatähtsus emiteerimises ning ulatus 2009. aasta lõpuks peaaegu pooleni kõigist emiteeritud lühiajalistest võlaväärtpaberitest.

Eurodes nomineeritud pikaajalised võlaväärtpaberid moodustasid ligikaudu 90% kõigist euroala residentide poolt viimasel kümnendil emiteeritud võlaväärtpaberitest. Erinevalt lühiajalistest võlaväärtpaberitest jätkus nende võlainstrumentide jäägi kasv kogu

Lühiajaliste
võlaväärt-
paberite
väiksem
osatähtsus ...

... võrreldes
pikaajaliste
võlaväärt-
paberitega

Tabel 2.6 Euroala residentide emiteeritud ja eurodes nomineeritud lühiajaliste võlaväärtpaberite jäägid

(aastalõpu andmed; miljardites eurodes; (protsent SKPst))

	1995	2000	2005	2007	2008	2009
Rahaloome- asutused	111 (2,0)	315 (4,7)	482 (5,9)	788 (8,7)	822 (8,9)	733 (8,2)
Mitterahaloome- asutused	4 (0,1)	6 (0,1)	19 (0,2)	37 (0,4)	66 (0,7)	75 (0,8)
Mittefinants- ettevõtted	45 (0,8)	90 (1,3)	79 (1,0)	100 (1,1)	116 (1,2)	71 (0,8)
Avalik sektor	322 (5,8)	254 (3,8)	367 (4,5)	363 4,0	591 (6,4)	746 (8,3)
Kokku	482 (8,7)	665 (9,8)	947 (11,6)	1287 14,3	1595 (17,2)	1625 (18,1)

Allikas: EKP.

finantsturgude ebastabiilsuse perioodi vältel ning 2009. aasta lõpus oli jääk 13 677 miljardit eurot ehk 152,5% SKPst (kümme aastat varem 97,6% SKPst; vt tabel 2.7). Avalik sektor (s.o keskvalitsus ja muu valitsussektor) on mahu poolest suurim pikaajaliste võlaväärtpaberite emiteerija, ehkki ka rahaloomeasutuste sektori osa kasvas eelmise kümnendi teises pooles kiiresti. Finantsturgude ebastabiilsuse tõttu rahaloomeasutuste emiteeritud pikaajaliste võlaväärtpaberite osatähtsus hiljuti aga mõnevõrra vähenes. Mitterahaloomeasutuste emiteeritud pikaajaliste võlaväärtpaberite osa-

tähtsus seevastu kasvas märgatavalt, peegeldades väärtpaperistamise kasutamist pankadega seotud eriotstarbelistes finantsettevõtetes. Võlaväärtpaberite emiteerimine euroala mittefinantssettevõtete poolt viimasel kümnendil eriti ei kasvanud – finantskriisi eel moodustas see 6,2%st SKPst, 2009. aasta lõpus aga 8,3%. Seda võib eelkõige seletada ettevõtete rahastamistingimuste tuntava paranemisega kapitaliturul, kuid osaliselt ka pankade pakutavate rahastamisvõimaluste halvenemisega, sest kriisi ajal karmistasid pangad oma laenuitingimusi.

Tabel 2.7 Euroala residentide emiteeritud ja eurodes nomineeritud pikaajaliste võlaväärtpaberite jäägid

(aastalõpu andmed; miljardites eurodes; (protsent SKPst))

	1995	2000	2005	2007	2008	2009
Rahaloome- asutused	1012 (18,2)	2462 (36,3)	3629 (44,6)	4261 (47,3)	4450 (48,1)	4646 (51,8)
Mitterahaloome- asutused	76 (1,4)	370 (5,5)	934 (11,5)	1467 (16,3)	2104 (22,7)	3151 (35,1)
Mittefinants- ettevõtted	173 (3,1)	341 (5,0)	508 (6,2)	556 (6,2)	593 (6,4)	743 (8,3)
Avalik sektor	1162 (20,9)	3402 (50,2)	4266 (52,4)	4497 (49,9)	4687 (50,6)	5137 (57,3)
Kokku	2424 (43,6)	6575 (97,0)	9337 (114,6)	10 782 (119,7)	11 834 (127,8)	13 677 (152,5)

Allikas: EKP.

Tabel 2.8 Euroala, USA ja Jaapani residentide emiteeritud omavääringus noteeritud võlaväärtpaberite jäägid 2009. aasta lõpus

(protsent SKPst)

	Kokku	Emitendid: finantsettevõtted	Emitendid: mittefinantsette- võtted	Emitendid: valitsussektor
Euroala	154,6	81,8	7,8	64,9
USA	175,8	89,8	19,5	66,5
Jaapan	224,8	21,1	15,3	188,2

Allikad: EKP ja Rahvusvaheliste Arvelduste Pank.

Võlaväärtpaberipõhise rahastamise on euroalal USAga võrreldes väike osatähtsus

Võlaväärtpaberite emiteerimine püsib euroalal väiksem kui USAs ja Jaapanis. 2009. aastal oli võlaväärtpaberite jääk euroalal 155%, USAs 176% ja Jaapanis 225% SKPst (vt tabel 2.8). Jaapani kõrge näitaja on põhjendatav sealse riigivõlakirjaturu suurusega, mis ületab USA või euroala oma rohkem kui kahekordselt. Euroala mittefinantsettevõtted kasutavad laenuvahendite varal toimuva finantseerimise puhul väärt-paberite emiteerimist palju vähem kui USAs ja Jaapanis (protsendina SKPst). 2009. aasta lõpus moodustas mittefinantsettevõtete emiteeritud võlaväärtpaberite jääk euroalal ligikaudu 8%, USAs 19,5% ja Jaapanis 15,3% SKPst.

Mõned euroala võlaväärtpaberituru osad on vähe arenenud

Vaatamata sellele, et euroala võlaväärtpaberiturug kasvab jätkuvalt kiiresti, on selle mõned osad – näiteks madala krediidiireitinguga või reitinguta võlainstrumentide turud – suhteliselt vähe arenenud. USAga võrreldes on euroalal vähem mittefinantsettevõtteid, kellel on krediidiireiting, ning see piirab nende juurdepääsu ettevõttevõlakirjade turgudele.

Aktsiaturg

Euroala aktsiaturu kapitalisatsioon kasvab ...

Üks näitaja, mida sageli kasutatakse aktsiaturu tähtsuse hindamiseks, on kaubeldavate aktsiate turukapitalisatsiooni suhe SKPsse. Euroala aktsiaturu kapitalisatsioon oli 1990. aasta lõpus 21% ja 2009. aasta lõpus 56%

SKPst, tõustes seejuures viimasel kahel kümnendil kahel korral (2000. ja 2007. aasta lõpus) koguni 85%ni ning langedes 2008. aasta lõpus järe-sult kõigi aegade madalaimale tase-mele (38%) (vt tabel 2.9). Aktsiahindade suur volatiilsus ja järsk langus kogu maailmas, mis sai alguse mitmest kogu finantsmaastiku muutnud ja ülemaailmseid makro-majanduse tingimusi halvendanud sündmusest, on mõjunud aktsiaturgudele pärssivalt ja nende kapitalisatsiooni vähendanud. 2009. aastale oli aga iseloomulik aktsiahindade muljet avaldav tõus kogu maailmas. Selle taga olid investorite taastuv kindlustunne ja vähenev riskikartlikkus, millele aitasid palju kaasa valitsuste ja keskpankade ulatuslikud toetus-meetmed. 2008. aasta lõpu seisuga võrreldes tõusid euroala, USA ja Jaapani peamised aktsiaturuindeksid vastavalt ligikaudu 17, 24 ja 1 protsendipunkti, ulatudes vastavalt 55%, 106% ja 65%ni SKPst.

Aktsiaturu kogukapitalisatsioon jäi euroalal USAga võrreldes palju väiksemaks. SKP suhtes mõõdetuna erinevus isegi suurenes: 1990. aastal oli see ligikaudu 30 protsendipunkti, 2009. aastal aga 50. Jaapani aktsiaturu kapitalisatsioon aga vähenes 1990. aasta 97%lt 2009. aasta 65%ni SKPst, olles kõige kõrgem (106% SKPst) 2006. aastal.

... kuid on väiksem kui USAs

Tabel 2.9 Aktsiaturu kapitalisatsioon euroalal, USAs ja Jaapanis

(aastalõpu andmed; protsent SKPst)

	1990	1995	1998	2000	2002	2006	2007	2008	2009
Euroala	21	27	63	86	50	80	84	38	55
USA	54	93	144	153	104	146	142	81	106
Jaapan	97	67	63	68	53	106	99	64	65

Allikas: World Federation of Exchanges.

Euroala aktsiaturgudel noteeritud ettevõtete arv on kasvanud

Aktsiaturu kasvavast tähtsusest annab tunnistust ka noteeritud ettevõtete arv. 1990. aasta lõpus oli euroalal aktsiaturgudel noteeritud ettevõteteid 4276, 2009. aasta lõpuks oli neid aga 6445 (vt tabel 2.10). USAs oli aktsiaturgudel noteeritud ettevõteteid 2009. aasta lõpus 5179 ja Jaapanis 2335.

osatähtsus euroala investorite aktsiaportfellides 22%st 33%ni. 2008. aastal kasvas see näitaja koguni 38%ni. Euroala aktsiate osatähtsus euroalaväliste investorite portfellides on aga alates 2001. aastast püsinud palju väiksem ning kasvanud vaid pisut. Sellel, et investorid loobusid kodumaistest aktsiatest ja investeerisid rohkem muude euroala riikide aktsiatesse, oli oma osa ka institutsioonilistel investoritel. Euroala residentide poolt väljaspool investeerimisfondi asukohariiki emiteeritud aktsiate ja muude omandiväärtpaberite (v.a investeerimisfondide aktsiad ja osakud) osatähtsus investeerimisfondide aktsia- ja omandiväärtpaberipositsioonides kasvas 2009. aasta lõpuks ligikaudu 25%ni (1998. aastal 17%). Finantsturgude hiljutine ebastabiilsus on euroala investeringute jaotumist mõjutanud vaid pisut.

Euroala aktsiaturgude süvenev lõimumine

Alates euro kasutuselevõtust on tehtud palju algatusi üksikute euroala riikide väärtpaberibörside liitmiseks või ühendamiseks. Lisaks tundub, et aktsiaturgudel võtavad turuosalised üha enam arvesse kogu euroalale iseloomulikke majanduslikke tegureid. Näib, et aktsiahindade hiljutised väga suured kõikumised ei ole Euroopa aktsiaturgude piiriülesele lõimumisele kuigipalju mõju avaldanud. Aastatel 2001–2007 kasvas muudes euroala riikides emiteeritud aktsiate

Tabel 2.10 Börsil noteeritud kodu- ja välismaiste ettevõtete arv euroalal, USAs ja Jaapanis

(aastalõpu andmed)

	1990	1995	1998	2000	2002	2006	2007	2008	2009
Euroala	4276	5106	4546	5516	6651	6392	6601	6686	6445
USA	6765	8160	8461	7851	6586	6005	5965	5472	5179
Jaapan	1752	1791	1890	2096	2153	2416	2414	2390	2335

Allikas: World Federation of Exchanges.

2.7. FINANTSVAHENDAJAD

Krediidiasutused ja muud rahaloomeasutused

Krediidiasutuste ja rahaloomeasutuste määratlus

Finantsvahendajad võib jagada kahte suurde rühma: rahaloomeasutused ja muud finantsvahendajad. Rahaloomeasutuste rühma kuuluvad eurosüsteem (EKP ja euro kasutusele võtnud liikmesriikide keskpangad), krediidiasutused ja mittekrediidiasutused (peamiselt rahaturufondid), kelle tegevus seisneb muudelt üksustelt kui rahaloomeasutused hoiuste vastuvõtmises ning laenude andmises ja/või väärtpaperitesse investeerimises. Valdav enamik euroala rahaloomeasutusi on krediidiasutused (st kommertspangad, hoiupangad, ühistupangad, postipangad, spetsialiseerunud krediidiasutused jne). Need on selgelt määratletud kahes pangandust koordineerivas direktiivis⁷ ning nende suhtes kehtivad kogu ELi hõlmavad järelevalvestandardid. Krediidiasutused on keskpangade rahapoliitiliste operatsioonide vastaspoolel (vt 4. peatükk). Kuna nad annavad laene kodumajapidamistele ja ettevõtetele, kasutades selleks keskpangast saadud laenu, on neil rahapoliitiliste otsuste ülekandumises majandusse väga tähtis roll (vt 3. peatükk).

2010. aasta lõpus tegutses euroalal residendina 6334 krediidiasutust, mis moodustasid 80% kõigist euroala rahaloomeasutustest (vt tabel 2.11). Ülejäänud 20%st moodustasid kõige suurema osa rahaturufondid, mille arv oli 1474. Vaatamata sellele, et euroalaga ühinesid Kreeka (2001), Sloveenia (2007), Küpros ja Malta (2008), Slovakkia (2009) ja Eesti (2011), on euroala rahaloomeasutuste arv alates euro kasutuselevõttust vähenenud ligi 20%. See kajastab Euroopa panganduses toimuvat konsolideerumist. Krediidiasutuste sektoris tuleneb konsolideerumine turutingimuste muutumisest, mis on tingitud mitmest tegurist, näiteks tehnoloogilisest arengust, dereguleerimisest, liberaliseerumisest ja globaliseerumisest. Euro kasutuselevõtt on kõnealuseid protsesse tõenäoliselt veelgi kiirendanud, luues piiriülelts suurema läbipaistvuse. Kõigist euroala rahaloomeasutustest 41,1% asub Saksamaal ja Prantsusmaal; see osakaal ei ole alates euro kasutuselevõttust üldjoontes muutunud.

EKP ja liikmesriikide keskpangad koguvad euroala rahaloomeasutustelt kuu- ja kvartalstatistikat ning koostavad euroala rahaloomeasutuste

Rahaloomeasutuste arv on finantsüsteemi konsolideerimise tõttu vähenenud

Rahaloomeasutuste koond- ja konsolideeritud bilanss

⁷ Termin „krediidiasutus“ hõlmab kõiki asutusi, millele laieneb panganduse koordineerimise direktiivides 77/780/EMÜ (12. detsember 1977) ja 89/646/EMÜ (30. detsember 1989) esitatud määratlus – „ettevõtja, kelle tegevus on hoiuste või muude tagasimakstavate vahendite vastuvõtmine avalikkuselt ning oma arvel ja nimel laenu andmine”.

Tabel 2.11 Euroala rahaloomeasutuste arv

(aastalõpu andmed)	2000	2004	2008	2010
Krediidiasutused	7521	6406	6570	6334
Rahaturufondid	1651	1670	1721	1474
Keskpangad jm institutsioonid	21	19	19	20
Kõik rahaloomeasutused	9193	8095	8310	7828

Allikas: EKP.

koond- ja konsolideeritud bilansi. Rahaloomeasutuste koondbilanss on kõigi euroala residentidest rahaloomeasutuste ühtlustatud bilansside summa. Koondbilanss annab ülevaate rahaloomeasutustevahelistest brutopositsioonidest. See hõlmab rahaloomeasutustevahelist piiriülest tegevust nii euroala piires kui ka tehinguid muu maailmaga. Selle teabe põhjal saab hinnata finantssüsteemide löimumist ja pankadevahelise turu tähtsust. Rahaloomeasutuste sektori konsolideeritud bilansi koostamiseks taasarvestatakse koondbilansis euroala rahaloomeasutuste positsioonid. Konsolideeritud bilansi põhjal analüüsitakse regulaarselt euroala rahapoliitilist ja laenuarengut, sealhulgas rahaagregate (vt taustinfo 2.3).

Rahaloomeasutuste bilansi tähtsaimad kirjed on hoiused ja laenud

Joonisel 2.4 on kujutatud euroala (sh eurosüsteem) rahaloomeasutuste konsolideeritud bilanss 2010. aasta lõpus. Hoiused moodustasid rahaloomeasutuste kõigest kohustustest 42%. Muud tähtsaimad kohustused olid välisko-

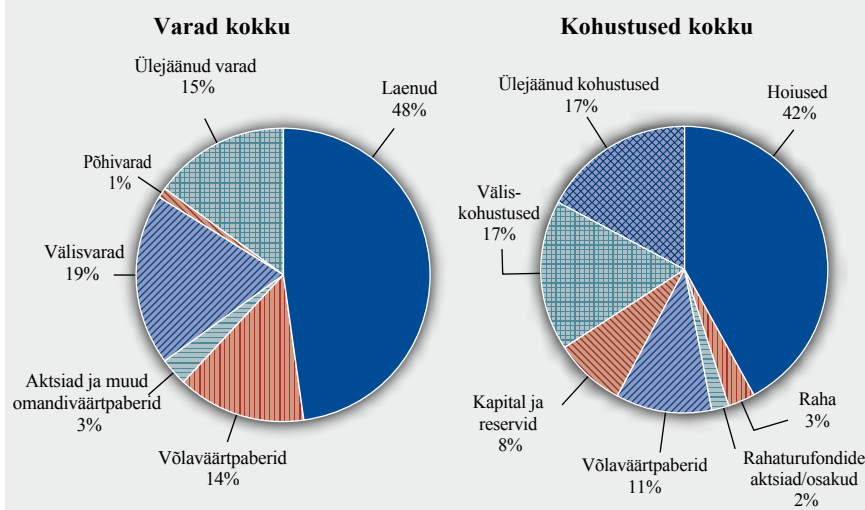
hustused (17%) ja võlaväärtpaberid (11%). Varadest suurima osa moodustasid laenud (2010. aasta lõpus 48%), välisvarade osakaal oli 19% ning võlaväärtpaberite, aktsiate ja muude omandiväärtpaberite vormis antud laenu osakaal 14%.

Pangahoiused moodustasid euroala SKPst 2009. aasta lõpus 132% (vt tabel 2.13). Seda oli rohkem kui USAs (64% SKPst) ja vähem kui Jaapanis (215% SKPst). Samal ajal moodustasid pangalaenu euroala SKPst 142%, USAs 56% ja Jaapanis 145%. See näitab pankade kaudu toimuva finantsvahenduse tähtsust euroalal, eriti võrreldes USAgaga. Nii euroalal kui Jaapanis moodustasid pankade poolt mittefinantsettevõtetele antud laenud 2009. aasta lõpus 50% SKPst, USAs aga 22%. See näitab kapitaliturgude olulisust euroala ja Jaapani ettevõtete rahastamisotsustes. USA mittefinantsettevõtted kasutavad üldiselt aga palju rohkem muid rahastamisallikaid.

Pangahoiused ja -laenud euroalal, USAs ja Jaapanis

Joonis 2.4 Euroala rahaloomeasutuste (sh eurosüsteem) koondbilansi koosseis 2010. aasta lõpu seisuga

(protsent kogubilansist)



Allikas: EKP.

Taustinfo 2.3 Rahaagregaadid

Euroala rahaagregaatide määratluste alus on rahaloomeasutuste sektori konsolideeritud bilans. Üldiselt oleneb rahaagregaadi määratlus suurel määral agregaaadi otstarbest. Arvestades, et paljud finantsvarad on omavahel asendatavad ning finantsvarade, tehingute ja maksevahendite laad ja omadused aja jooksul muutuvad, ei ole alati selge, milline peaks olema raha määratlus ja millised finantsvarad millise määratluse alla kuuluvad. Seepärast defineerivad ja jälgivad keskpangad tavaliselt mitut rahaagregaati.

EKP euroala rahaagregaatide määratluste aluseks on rahaloomesektori ja raha hoidva sektori ühtlustatud määratlus ning rahaloomeasutuste kohustuste ühtlustatud kategooriad. Rahaloomesektorisse kuuluvad euroala residentidest rahaloomeasutused. Raha hoidvasse sektorisse kuuluvad kõik euroala residentidest mitterahaloomeasutused, välja arvatud keskvalitsussektor.¹

Sisulistel kaalutlustel ning empiirilistele uuringutele tuginedes eristab eurosüsteem kooskõlas rahvusvahelise tavaga kitsast (M1), keskmist (M2) ja laia (M3) rahaagregaati. Need erinevad üksteisest hõlmatud varade likviidsuse taseme poolest (seda hinnatakse võõrandatavuse, konverteeritavuse, hinnakindluse ja turustatavuse alusel).

Tabelis 2.12 on esitatud euroala rahaagregaatide määratlused. M1 hõlmab ringluses olevat sularaha ja üleõhoiuseid, mida saab kohe konverteerida sularahaks või kasutada sularahata makseteks. M2 hõlmab peale rahaagregaadi M1 hoiuseid, mida saab konverteerida kitsa rahaagregaadi komponentideks, kuigi seejuures võivad kehtida teatavad piirangud, näiteks etteteatamiskohustus, leppetrahvid ja lõivud. M3 moodustavad rahaagregaat M2 ja teatavad residentidest rahaloomeasutuste emiteeritud turukõlblikud instrumendid. Suure likviidsuse astme ja hinnakindluse tõttu on need instrumendid sisuliselt hoiuselaadsed vahendid. Lai rahaagregaat hõlmab seega mitmesuguseid vastastikku asendatavaid likviidseid varaliike ja on oma olemuselt stabiilsem kui teised rahaagregaadid (vt ka 3. peatükk).

¹ Ehkki keskvalitsust ei peeta rahaloomesektori osaks, hõlmab rahaagregaatide määratlus ka keskvalitsuse rahalisi kohustusi (näiteks kodumajapidamiste hoiused postkontoris), sest need on väga likviidsed.

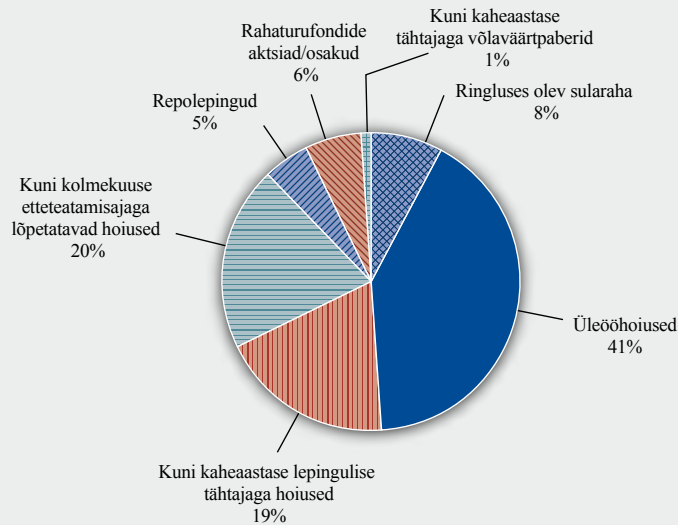
Tabel 2.12 Euroala rahaagregaatide määratlused

Kohustused ¹	M1	M2	M3
Ringluses olev sularaha	X	X	X
Üleõhoiused	X	X	X
Kuni kaheaastase lepingulise tähtajaga hoiused		X	X
Kuni kolmekuulise etteteatamistähtajaga lõpetatavad hoiused		X	X
Repolepingud			X
Rahaturufondide aktsiad/osakud			X
Kuni kaheaastase tähtajaga võlakirjad			X

Allikas: EKP.

¹ Rahaloomeasutuste ja keskvalitsuse (postkontorid, riigikassa) kohustused euroala residentidest mitterahaloomeasutuste (v.a keskvalitsus) ees.

Joonis 2.5 M3 komponentide osatähtsused (%) 2010. aasta lõpu seisuga



Allikas: EKP.

Eurodes nomineeritud varade lähedased asendajad võivad olla euroala residentidele kuuluvad, välisvaluutas nomineeritud likviidsed varad. Seetõttu hõlmavad rahaagregaadid selliseid varasid juhul, kui neid hoitakse euroala rahaloomeasutustes.

Kuna EKP rahaagregaadid hõlmavad määratluse kohaselt vaid euroalal asuvate rahaloomeasutuste kohustusi euroala residentide ees, jääb neist välja järgmine välisresidentidele kuuluv vara: a) lühiajalised hoiused euroala rahaloomeasutustes, b) euroala rahaturufondide aktsiad/osakud ja c) euroala rahaloomeasutuste emiteeritud kuni kaheaastase tähtajaga võlaväärtpaberid. Arvestades, et ringluses oleva sularaha kogust on raske täpselt ja õigeaegselt mõõta, on see rahaagregaatidega täielikult hõlmatud olenemata sellest, kas see on euroala residentide või mitteresidentide käes.

Joonisel 2.5 on M3 komponentide suhtelised osakaalud 2010. aasta detsembris. Suurima osa M3st moodustasid üleõhoiused (41%). Kuni kaheaastase lepingulise tähtajaga hoiused moodustasid 19%, kuni kolmekuulise etteteatamisega lõpetatavad tähtajalised hoiused aga 20%. Ringluses olev sularaha moodustas 8% ja rahaturufondide aktsiad/osakud 6%. Repotehingud moodustasid 5% ja esialgse tähtajaga kuni kaks aastat emiteeritud võlaväärtpaberid 1%.

Muud finantsvahendajad

Muude finantsvahendajate hulka kuuluvad finantsvahendajad pakuvad samuti kodumajapidamistele ning mittefinantsettevõtetele finantsteenuseid ja/või kauplevad enda nimel finants-turgudel. Siia rühma kuuluvad näiteks kindlustusseltsid, pensionifondid, fi-

nantstugiteenuste pakkujad, avatud investimisfondid, väärtpaberite ja tuletisinstrumentidega kauplevad ning laenamise tegelevad finantsasutused. Lisaks kuuluvad siia institutsioonid, mille on loonud rahaloomeasutused selleks, et hõlbustada nende laenude väärtpaberistamist, mis muidu ka-

**Muude finants-
vahendajate
tähtsus on vii-
mastel aastatel
märkimisväärselt
kasvanud**

Tabel 2.13 Pangahoiused ja -laenud euroalal, USAs ja Jaapanis 2009. aasta lõpus

(protsent SKPst)			
	Pangahoiused ¹	Pangalaenud	Pangalaenud mittefinantsettevõtetele
Euroala	131,9	141,5	52,4
USA ²	63,7	55,6	22,0
Jaapan	215,2	145,3	47,4

Allikad: euroala kontod (EKP); Flow of Funds (USA Föderaalreservi Süsteem); finantskontod (Jaapani keskpank).

¹ Konsolideeritud, st ilma pangasiseste hoiusteta (hinnang).

² USA pankade alla loetakse kommerts pangad, säästuasutused ja krediidiühistud.

jastuksid rahaloomeasutuste bilansis. Rahaloomeasutuste ja muude finantsvahendajate peamine erinevus seisneb selles, et rahaloomeasutused saavad avalikkuselt vastu võtta hoiuseid, muud finantsvahendajad aga rahastavad end muul moel, näiteks emitteerides väärtpabereid. Muude finantsvahendajate suhtes kehtivad regulatiivsed nõuded on leebemad ning seetõttu saavad nad nn finantsuuendusi rakendada rahaloomeasutustest kiiremini. Nii nagu rahaloomeasutused kuuluvad ka muud finantsvahendajad raha hoidvasse sektorisse ning nende bilansimahu suurenedes suureneb automaatselt ka rahaloomeasutuste bilansimaht. Kooskõlas finantsliberaliseerimise ja -innovatsiooniga kasvavad investeerimisfondide varad aastatel 2003–2007 märkimisväärselt: 50%lt SKPst 2003. aastal 60%ni 2007. aasta alguses. Finantskriisi tõttu langes see näitaja 2009. aasta lõpuks tagasi tasemele, mis oli võrdväärne 51%ga euroala SKPst. Võrreldes rahaloomeasutuste varade näitajaga (2009. aasta lõpus 269% euroala SKPst) on see näitaja aga ikkagi palju väiksem.

2.8. MAJANDUSLIK MITMEKESISUS

Inflatsiooni- ja kogutoodangu kasvu erinevused euroala riikide vahel on mõeldud ning üldiselt võib sama täheldada ka muude ühist vääringut kasutavate suurte piirkondade (näiteks USA) puhul. Erinevuste põhjuseks võivad olla riikide erinev demograafiline areng, pikaajaline järelejäädumiskprotsess või jätkuv kohandamine, mis toob kaasa ressurside tõhusama ümberjaotuse. Euroala riikide inflatsiooni- ja majanduskasvu erinevuste püsimine pikema aja vältel võib aga olla muret tekitav, kui selle põhjuseks on struktuurne ebatõhusus või riikide poliitike lahknevus. Sellisel juhul tuleb riikide poliitikaid kohendada. Et paremini hinnata seda, kuidas euroala laienemine on mõjutanud kättesaadavaid dispersiooninäitajaid, võrreldakse järgnevalt erinevuste ulatust 2002. aastal europangatähed ja -mündid kasutusele võtnud 12 riigis, ning 2010. aastal euroalasse kuulunud 16 riigis.

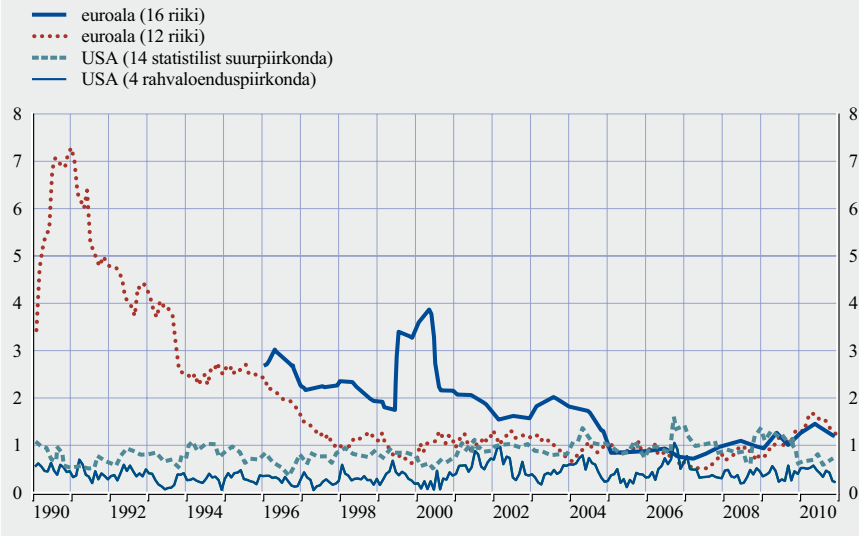
Joonisel 2.6 on kujutatud euroala ja USA inflatsiooni varieeruvust, arvatuna kaalumata standardhälbe põh-

Inflatsiooni- ja kogutoodangu kasvu mõõdukad erinevused euroalal

Aastainflatsiooni dispersioon

Joonis 2.6 Aastainflatsiooni dispersioon euroalal ja USAs

(kaalumata standardhälve protsendipunktides)



Allikad: Eurostat ja USA tööjõustatistika büroo.

jal. Euroala 12 riigi kõver näitab, et ÜTHI-inflatsiooni dispersioon on alates 1990. aastate lõpust olnud üldiselt stabiilne ja ligikaudu samal tasemel USA 14 statistilise suurpiirkonna (Metropolitan Statistical Areas) vastava näitajaga, kuid kõrgem kui USA nelja rahvaloenduspiirkonna dispersiooninäitaja. 2009. aastal ja 2010. aasta esimestel kuudel kasvas euroala inflatsiooni dispersioon mõnevõrra, kajastades riikidevahelisi erinevusi nii selles osas, millal avaldusid ja kui suures ulatuses mõjutasid neid majandussurutis ja sellele järgnenud majanduse elavnemine, kui ka selles osas, millist fiskaalpoliitikat kohaldati (sh kaudsete maksude tõstmine). Dispersiooninäitaja kasv näitab ka seda, et varem riigi tasandil tekkinud tasakaalustamatuste kõrvaldamiseks on vaja kohandada riigisisest majan-

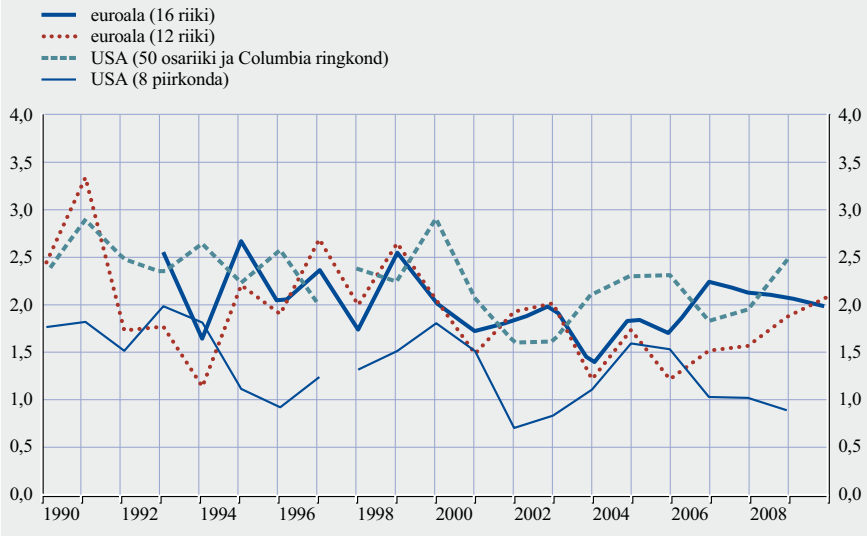
duspoliitikat, mida ongi juba hakatud tegema. 2010. aasta teisel poolel euroala inflatsiooni dispersioon vähenes ja oli (2011. aasta alguses) viimase kümnendi keskmise lähedal. Kui kaasata arvestusse ka Sloveenia (euroala liige 2007. aastast), Küpros ja Malta (2008) ning Slovakkia (2009), läheneb 16 euroala riigi dispersiooni tase järk-järgult 12 euroala riigi omale. Siinkohal tuleb aga arvestada sellega, et võrreldakse ühtlustamata andmeid ja et geograafilised üksused ei pruugi olla võrreldavad.

Joonisel 2.7 on kujutatud euroala ja USA kogutoodangu kasvu dispersioon, arvatuna kaalumata standardhälbe põhjal. 1990. aastatel oli kogutoodangu kasvu dispersioon euroala 12 riigis üldjoontes stabiilne, vähenedes seejärel pisut. Viimastel

Realse SKP kasvu dispersioon

Joonis 2.7 SKP reaalkasvu dispersioon euroalal ja USAs¹

(kaalumata standardhälve, protsendipunktid)



Allikas: Euroopa Komisjoni 2010. aasta sügisprognosis ja USA majandusanalüüsi büroo.

¹ USA 1998. aasta piirkondlikes andmetes on statistiline katkestus. USA osariikide ja piirkondade puhul on esitatud SKP osariigi kohta. Kaheksa kõnealust piirkonda on määratlenud USA majandusanalüüsi büroo ja need hõlmavad tervet riiki. Andmed Slovakkia kohta alates 1992. aastast.

aastatel on dispersioon mõnevõrra suurenenud ja naasnud 2000. aastate alguse tasemele. Kui kaasata arvestusse Sloveenia, Küpros, Malta ja Slovakkia ning vaadelda euroala 16 riigi dispersiooni, ilmneb, et see on alates 1994. aastast olnud üldjoontes väga sarnane euroala 12 riigi omaga, ehkki viimastel aastatel on see olnud suurem kui 12 riigi puhul. Nagu näha, on euroala ja USA osariikide dispersiooninäitajad üldjoontes sarnased. Ka siin tuleb arvestada sellega, et võrreldakse ühtlustamata andmeid ja et geograafilised üksused ei pruugi olla võrreldavad.

3. EKP RAHAPOLIITILINE STRATEEGIA

Käesolevas peatükis kirjeldatakse Euroopa Keskpanga rahapoliitilist strateegiat, st EKP üldist lähenemist oma esmase eesmärgi saavutamisele ehk hinnastabiilsuse hoidmisele. Peatüki esimeses jaos selgitatakse, kuidas see eesmärk seondub rahapoliitikaga. Teises jaos antakse ülevaate rahapoliitika ülekandemehhanismi põhijoontest (ehk sellest, kuidas rahapoliitika mõjutab hindade arengut) ning arutletakse selle üle, mida need tähendavad rahapoliitika rakendamise seisukohast. Järgnevas jagudes tutvustatakse EKP strateegia põhiosi juba üksikasjalikumalt. Viimases jaos kirjeldatakse, kuidas ülemaailmse finantskriisi ajal juhitud poliitikalikute tegemisel EKP rahapoliitilisest strateegiast.

3.1. RAHAPOLIITIKA ROLL JA HINNASTABIILSUSEST TULENEV KASU

Mida rahapoliitika saab teha ja mida mitte

Baasraha pakkumist kontrollides ...

Rahapoliitika mõju ülekandumist majandusse võib selgitada järgmiselt. Keskpangal on ainsana õigus väljastada pangatähti ning määrata pangareserve, see tähendab, et ta on monopolistlik baasraha pakkuja ning saab seega mõjutada rahaturu tingimusi ja lühiajalisi intressimäärasid.

... saab keskpank mõjutada majanduse arengut

Lühikeses perspektiivis toob keskpanga rahapoliitiliste intresside muutus kaasa rahaturu intressimäärade muutuse, mis omakorda käivitab mitu mehhanismi ja mõjutab majandusagentide käitumist, avaldades mõju ka majandusnäitajate – näiteks kogutoodangu ja hindade – arengule. Nn rahapoliitika ülekandemehhanismi toimimine on keerukas ja kuigi valitseb ühtne arusaam selle üldisest raamistikust, ei ole selle kõigi aspektide suhtes ühesele ja lõplikule seisukohale jõutud.

Muutused rahapakkumises mõjutavad pikas perspektiivis üldist hinnataset ...

Raha neutraalsus on majandusliku mõtlemise üldtunnustatud alus, mis on ka empiirilist kinnitust leidnud. Pikas perspektiivis, st pärast kõikide kohandumiste toimumist majanduses, toob majanduses oleva raha koguse muutus

(eeldusel, et muud tingimused jäävad samaks) kaasa üldise hinnataseme muutuse, põhjustamata püsivaid muutusi reaalnäitajates, näiteks reaalses kogutoodangus või tööhõives. Ringluses oleva raha hulga muutumine on lõppkokkuvõttes samaväärne arvestusühiku muutumisega (ja seega ka üldise hinnataseme muutusega), jättes kõik teised muutujad samaks.

See üldine põhimõte, mida nimetatakse raha pikaajaliseks neutraalsuseks, on kogu tavapärase makromajandusliku mõtteviisi ja kõigi teoreetiliste raamistike alus. Reaalsissetulekute või tööhõive taseme määravad pikas perspektiivis ikkagi reaalsed (pakkumisega seotud) tegurid. Need on tehnoloogiline areng, rahvastiku kasv, majandusagentide eelistused ja majanduse institutsioonilise raamistiku kõik aspektid (eriti omandiõigused, maksupoliitika, sotsiaalhoolekandepoliitika jm reguleerivad tegurid, mis määravad ära turgude paindlikkuse ja stiimuli tööjõu ja kapitali pakkumiseks ning inimkapitali investeerimiseks).

... kuid ei mõjuta reaalsissetulekut ega tööhõivet

Pikas perspektiivis ei saa keskpank mõjutada majanduskasvu rahapakkumise muutmise kaudu. Sellega seondub arusaam, et inflatsioon on lõppkokkuvõttes rahapoliitiline nähtus. Tõsi,

Inflatsioon on lõppkokkuvõttes rahapoliitiline nähtus

pikemaajalistele kõrge inflatsiooniga perioodidele on tavaliselt iseloomulik ka rahapakkumise kiire kasv. Kuigi muud tegurid (näiteks kogunõudluse kõikumine, tehnoloogilised muutused või toormehindadest tingitud šokid) võivad mõjutada hindade lühiajalist arengut, on aja jooksul võimalik nende mõju tasakaalustada rahamassi teatud ulatuses korrigeerides. Seega on keskpangal võimalik kontrollida pikaajalisi hinna- või inflatsioonisuundumusi.

sursse tõhusamalt paigutada. Aidates turul suunata ressursid sinna, kus need on kõige tootlikumad, suurendab hinnastabiilsus majapidamiste heaolu ja seega majanduse tootmispotentsiaali.

Teiseks, kui võlausaldajad on kindlad, et hinnad püsivad ka tulevikus stabiilsed, ei nõua nad nominaalsete varade pikemaajalise hoiustamisega seotud riskide katteks n-ö inflatsiooniriski preemiat. Vähendades reaalintressimääras sisalduvat riskipreemiat, toetab rahapoliitika usaldusväärsus kapitaliturgude tõhusat ressurside jaotamist ning soodustab seega investeerimist. See omakorda edendab majanduslikku heaolu.

Kolmandaks on hinnastabiilsuse usaldusväärse hoidmise puhul vähem tõenäoline, et eraisikud ja ettevõtted suunavad oma ressursse tootmisest välja, et kaitsta end inflatsiooni eest. Näiteks ajendab kiire inflatsioon varuma reaalkaupu, kuna nende väärtus säilib sellises keskkonnas paremini kui raha või teatavate finantsvarade väärtus. Kaupade varumine ei ole aga eriti tõhus investeerimisotsus ja pärsib seega majanduskasvu.

Neljandaks võivad maksu- ja sotsiaalkindlustussüsteemid moonutada majanduslikku käitumist. Inflatsioon või deflatsioon enamasti süvendab neid moonutusi, kuna eelarvesüsteemid ei võimalda harilikult maksumäärade ja sotsiaalkindlustusmaksete indekseerimist inflatsioonimääraga. Hinnastabiilsus vähendab reaalselt kulu, mis tekib siis, kui maksu- ja sotsiaalkindlustussüsteemide moonutav mõju inflatsiooni toel suureneb.

Viiendaks võib inflatsiooni tõlgendada kui maksu sularaha hoidmise eest. Inflatsioonilises keskkonnas kipuvad kodumajapidamised kasutama sularaha

... vähendades intressimäärade inflatsiooniriski ...

... vältides tarbetut riskide maandamist ...

... vähendades maksu- ja sotsiaalkindlustussüsteemidest tulenevaid moonutusi ...

... suurendades sularaha hoidmisest saadavat kasu ...

Hinnastabiilsus suurendab majanduskasvu potentsiaali

Tihedat seost rahapakkumise kasvu, inflatsiooni ning rahapoliitika pikaajalise neutraalsuse vahel kinnitavad rohked eri perioode ja riike hõlmavad majandusuuringud. Nii empiirilised kui ka teoreetilised uurimused on kinnitanud, et inflatsiooni ja deflatsiooniga kaasnevad kulud on märkimisväärsed. Stabiilsete hindade korral aga on need kulud väikesed ja empiirilisel raskemini tajutavad. Seetõttu valitseb tänapäeval üldlevinud arusaam, et hinnastabiilsus aitab suurendada majanduslikku heaolu ning majanduse kasvupotentsiaali.

Hinnastabiilsuse kasulikkus

Hinnastabiilsus aitab tõsta elatustaset ...

Hinnastabiilsuse eesmärgi puhul keskendutakse üldisele hinnatasemele ning pikaajalise inflatsiooni ja deflatsiooni vältimisele. Hinnastabiilsus aitab mitmel moel kaasa majandusaktiivsuse ja tööhõive kõrge taseme saavutamisele.

... muutes suhtelised hinnad läbipaistvaks ...

Esiteks aitab hinnastabiilsus inimestel paremini eristada suhteliste hindade (s.o ühe kauba või teenuse hind teise kauba või teenuse suhtes) muutusi üldise hinnataseme muutustest. Sellises keskkonnas teavad inimesed, et hinnamuutused peegeldavad üldjuhul üksikute kaupade ja teenuste suhtelise nappuse muutust, mis tuleneb nende kaupade ja teenuste pakkumise ja nõudluse muutustest. See võimaldab turul res-

vähem, et vähendada tehingukulusid. Tekivad inflatsiooni nn kingatallakulud, sest inimesed peavad käima sagedamini raha pangast (või sularahaautomaadist) välja võtmas.

... vältides jõukuse ja tulu meelevaldset ümberjaotamist ...

Kuuendaks aitab hinnastabiilsus vältida jõukuse ja tulu ulatuslikku ja meelevaldset ümberjaotamist, mis tekib inflatsioonilises ja ka deflatsioonilises keskkonnas, kus hinnataseme muutusi on keeruline ennustada (näiteks rikkuse meelevaldne ümberjaotumine laenuandjatelt laenuvõtjatele). Harilikult kannatavad inflatsiooni tõttu kõige rohkem ühiskonna kõige nõrgemad rühmad, kuna nende võimalused end riskide eest kaitsta on piiratud. Stabiilsed hinnad aitavad seega säilitada sotsiaalselt ühtekuuluvust ja ühiskondlikku stabiilsust. Tuginedes näidetele 20. sajandist, võib öelda, et kõrge inflatsioon või deflatsioon põhjustab sageli ühiskondlikku ja poliitilist ebastabiilsust.

... ja aidates saavutada finantsstabiilsust

Seitsmendaks võivad finantsvarade järele ümberhindamised õnnestada pankade bilansi usaldusväärsust ning haldendada kodumajapidamiste ja ettevõtete majanduslikku olukorda. Kui aga rahapoliitika abil õnnestub säilitada hinnastabiilsust usaldusväärselt, võimalik hoida ära inflatsiooni- ja ka deflatsioonišokkide mõjusid varade reaalkaalu väärtusele. Sel moel annab hinnastabiilsusele suunatud rahapoliitika suure panuse finantsstabiilsuse saavutamisse.

Hinnastabiilsust säilitades aitab keskpank kaasa laiemate majanduslike eesmärkide saavutamisele

Kõik eelnevad väited kinnitavad, et hinnastabiilsust hoidev keskpank annab märkimisväärse panuse laiemate majanduslike eesmärkide, näiteks kõrgem elatustase, majandusaktiivsus ja tööhõive, saavutamisesse. Seda kinnitavad ka paljud eri riikide andmetele tuginevad empiirilised uurimused, mis viitavad sellele, et inflatsiooni ja kasvu vaheline seos on negatiivne. Inflatsiooni

pidev kasv kaalub üles mis tahes nominaalse sissetuleku lühiajalise suurenmise ning põhjustab lõpuks realsissetuleku pideva languse.

Aluslepingutega antud ülesanded

Eespool kirjeldatud üldtunnustatud aluspõhimõtted kajastuvad Euroopa majandus- ja rahaliidu poliitikat kujundavatele institutsioonidele asjakohaselt seatud eesmärkides ja ülesannetes (vt I. peatükk). Eurosüsteemi ja tema vastutusalasse kuuluva ühtse rahapoliitika esmane eesmärk on Euroopa Liidu toimimise lepingu järgi hinnastabiilsuse säilitamine. Samas lisatakse, et „ilma et see piiraks eesmärki säilitada hindade stabiilsust“, toetab eurosüsteem ka „liidu üldist majanduspoliitikat, selleks et kaasa aidata liidu eesmärkide saavutamisele“, mille hulgas on näiteks „täielik tööhõive“ ja „tasakaalustatud majanduskasv“.

Liidu institutsiooniline raamistik rajaneb põhimõttel, et kõige tähtsam on eurosüsteemi põhiülesanne ehk hinnastabiilsuse säilitamine. Kuna kokkuvõttes saab rahapoliitika mõjutada üksnes majanduses valitsevat hinnataset, on hinnastabiilsuse tagamine parim, mida keskpank saab teha majandusliku heaolu suurendamiseks ja majanduse pikaajaliste kasvuväljavaadete parandamiseks. Tagades püsiva hinnastabiilsuse, toetab keskpank pikemas perspektiivis majandusarengu kindlat kurssi, julgustab tegema kapitalimahutusi ning soodustab seega kaudselt tulude kasvu. Kui rahapoliitika puhul eeldatakse keskendumist reaaltulu või tööhõive suurendamisele, ei oleks see optimaalne, kuna rahapoliitika abil ei ole lühikeses või keskpikas perspektiivis võimalik reaalmuutujaid kuidagi püsivalt mõjutada. Seda saab selgitada kahest argumentist lähtudes. Esiteks on keskpangal oma mandaadi täitmi-

Aluslepingute sätteid väljendavad neid üldpõhimõtteid ...

... seades hinnastabiilsuse rahapoliitika esmaseks eesmärgiks

seks ainult üks vahend. Teiseks on reaalse majandusaktiivsuse kohandamine lühikeses perspektiivis ning majanduse kasvupotentsiaali otsene toetamine teiste majanduspoliitikat kujundavate institutsioonide (eeskätt nende, kelle vastutusalasse kuuluvad eelarve- ja struktuuripoliitika) ülesanne. Nende eesmärkide selge hierarhia, millele eurosüsteem tugineb, on aastakümnetepikkuse praktilise kogemuse ja arvukate majandusuuringute tulemus, mille järgi aitab rahapoliitika majanduse arenguväljavaateid ja kodanike elatustaset tõsta kõige paremini just hinnastabiilsuse säilitamise kaudu.

3.2. RAHAPOLIITIKA ÜLEKANDEMEHHAANISM

Ülekandemehhanism ja selle kanalid

Protsessi, mille kaudu rahapoliitilised otsused mõjutavad kogu majandust ja eelkõige hinnataset, nimetatakse rahapoliitika ülekandemehhanismiks. Rahapoliitiliste impulsside ülekandumise reaalsektorisse tingivad mitmesugused mehhanismid ja sammud, mida majandusagendid selle protsessi eri etappides astuvad. Seepärast ilmneb rahapoliitiliste otsuste mõju hindade arengule alles palju hiljem. Lisaks võivad eri mõjude ulatus ja tugevus erineda olenevalt majandusolukorrast, mistõttu on täpset mõju raske hinnata. Kokkuvõttes peavad keskpangad rakendatava rahapoliitika puhul arvestama pika, muutliku ja ettearvamatut viitajaga.

Rahapoliitika ülekandemehhanism kujutab endast keerulist ja raskesti määratletavat nähtust, kuna praktikas mõjutavad majanduse arengut pidevalt väga mitmesugustest allikatest lähtuvad šokid. Näiteks võivad inflatsiooni lühiajaliselt otseselt mõjutada nafta või muu toorme hindade või ka

reguleeritud hindade muutused. Samamoodi võib kogunõudlust ja selle kaudu hinnamuutusi mõjutada maailmamajanduse areng või riikide eelarvepoliitika muutus. Samuti mõjutavad varahindu ja vahetuskursse peale rahapoliitika veel paljud teised tegurid. Seepärast tuleb rahapoliitikas jälgida ülekandekanaleid, et finantsstruktuurile avalduvad välised šokid ei hakkaks takistama rahapoliitika impulsside ülekandumist. Lisaks tuleb rahapoliitikas arvestada kõigi muude inflatsiooni seisukohast oluliste arengusuundadega, et need ei hakkaks pika perioodi inflatsioonitrendi ja -ootusi mõjutama ulatuses, mis on vastuolus hinnastabiilsuse eesmärgiga. Seega peavad rahapoliitilised otsused alati lähtuma majandust tabavate šokkide laadist, suuruselt ja kestusest. Rahapoliitiliste otsuste langetamiseks on keskpanga jaoks väga oluline hindade arengut mõjutavate tegurite väljaselgitamine.

Rahapoliitika impulsid võivad reaal-majandusse üle kanduda korraga mitme (tavapärase) kanali ehk seose kaudu ja igauks neist võib hindade arengut mõjutada. Seega on rahapoliitika ülekandemehhanism keerukas majandusseoste võrgustik, milles keskpangad peavad orienteeruma. Rahapoliitika ülekandemehhanismi põhikanalid on kujutatud joonisel 3.1 (vasak pool).

Põhjuste ja tagajärgede (pikk) ahel rahapoliitiliste otsuste ja hindade arengu vahel algab keskpanga poolt oma operatsioonidele määratud ametlike intressimäärade muutmise-ga. Nende operatsioonide raames pakub keskpank tavaliselt pankadele vahendeid (eurosüsteemi rahapoliitiliste instrumentide kohta saab üksikasjalikumalt teavet 4. peatükist). Pangandussüsteem vajab keskpanga emiteeritud raha (mida

Rahapoliitika ülekandumisele majandusse on iseloomulikud pikad, muutlikud ja ettearvamatud viitajad ...

... ning seda mõjutavad välised šokid

Ülekandekanaleid on mitu

Ametlike intressimäärade muutmine ...

nimetatakse baasrahaks) selleks, et rahuldada nõudlust ringluses oleva raha järele, tasakaalustada pankadevahelisi arveldusi ja täita kohustusliku reservi nõuet (kõnealust reservi tuleb hoida keskpangas). Kuna keskpank on baasraha emiteerimisel monopoolses seisundis, saab ta suunata ka oma operatsioonide intressimäärasid. Seega mõjutab keskpank pankade likviidsuse tagamisega seotud kulusid, mille pangad on sunnitud oma laenuklientidele edasi andma (nn intressimäärakanal).

... mõjutab otseselt turu intressimäärasid ...

Nii saab keskpank suures ulatuses suunata rahaturu tingimusi ja seeläbi muuta rahaturu intressimäärasid. Rahaturu intressimäärade muutused mõjutavad omakorda muid intressimäärasid, ehkki erinevas mahu. Näiteks mõjutavad rahaturu intressimäärade muutused intressimäärasid, mille pangad on kehtestanud lühiajalistele laenudele ja hoiustele.

... ootusi ...

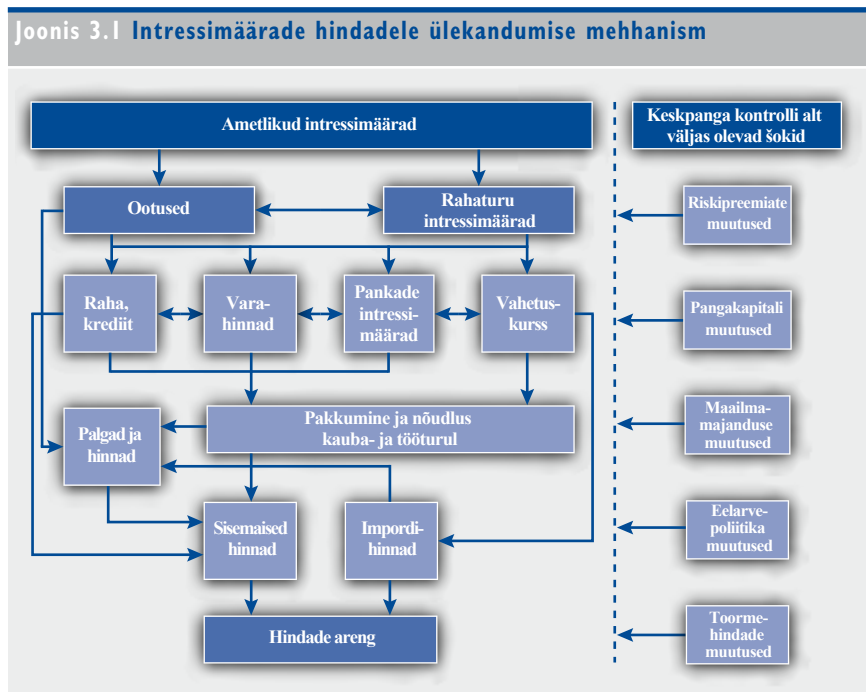
Lisaks mõjutavad rahaturu pikemaajalisi intressimäärasid ootused keskpanga

ametlike intressimäärade muutuste suhtes, kuna need peegeldavad lühiajaliste intressimäärade edasise arenguga seotud ootusi. Rahaturu intressimäärade muutuste mõju väga pika tähtajaga intressimääradele (nt kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade tulususele, pankade pikaajalistele laenuintressimääradele) ei ole aga nii otsene. Need sõltuvad suuresti turgude pikaajalise majanduskasvu ootustest ja majanduse inflatsioonisuundumustest. Teisisõnu ei mõjuta keskpanga ametlike intressimäärade muutused tavaliselt pikemaajalisi intressimäärasid, kui nendega ei kaasne muutused turgude ootustes pikaajaliste majandussuundumuste suhtes. Rahapoliitika võib mõjutada ka majandusagentide ootusi edasise inflatsiooni suhtes ja seega hindade arengut (vt joonis 3.1).

Intressimäärade muutused mõjutavad kodumajapidamiste ja ettevõtete säästmist, kulutusi ja investeerimisotsuseid. Kui muud tingimused jääksid samaks, väheneks kõrgemate intressimäärade

... hoiustamis- ja investeerimisvalikuid ...

Joonis 3.1 Intressimäärade hindadele ülekandumise mehhanism



korral tõenäoliselt kodumajapidamiste ja ettevõtete huvi võtta laenu, et rahastada oma tarbimist või investeringuid. Kõrgete intressimäärade korral soovivad kodumajapidamised oma jooksvaid sissetulekuid pigem säästa kui kulutada, kuna hoiustelt saadav tulu on suurem.

... kogunõudlust ja hindade arengut ...

Tarbimise ja investeerimisega seotud muutuste tagajärjel muutub ka sisemaine nõudlus kaupade ja teenuste järele võrreldes sisemaise pakkumisega. Kui nõudlus ületab pakkumise ja kõik muud tingimused jäävad samaks, tekiavad tõenäoliselt hinnatõusurved. Lisaks võivad kogunõudluse muutusega kaasned a rangemad või vabamad tingimused tööturul ja vahetoodete turgul ning need võivad omakorda mõjutada turgude hinna- ja palgakujundust.

... varahindu ...

Kuna rahapoliitilised otsused mõjutavad nii majanduse rahastamistingimusi kui ootusi, võivad need mõjutada ka muid finantsmuutujaid, näiteks varahindu (nt aktsiaturgude hinnad) ja vahetuskurse. Vahetuskursi kõikumised võivad inflatsiooni otseselt mõjutada, sest riigi imporditud kaubad kuuluvad tarbimiskorvi, kuid nende mõju võib avalduda ka teiste kanalite kaudu (vt joonis 3.1). Muude varade hinnamuutused avaldavad inflatsioonile harilikult kaudset mõju, kuivõrd tulu ja jõukus mõjutavad erasektori tarbimist. Need võivad mõjutada ka hinnastabiilsust, kui pikka aega kasvanud varahindade mullid järsku lõhkevad. Varahindade tõusu- ja langustükkeid seostatakse sageli pikaajase lõdva rahapoliitikaga.

... laenu- pakkumist ...

Ametlike intressimäärade muutused võivad mõjutada ka laenude pakkumist (krediidikanal). Intressimäärade tõustes võib oht, et mõned laenuvõtjad ei suuda oma laene tagasi maksta, kasva-

da nii suureks, et pank keeldub neile laenu andmast (krediidikanali pangalaenu kanal). Selle tagajärjel oleksid laenuvõtjad – kodumajapidamised ja ettevõtted – sunnitud oma tarbimis- või investeerimisplaane edasi lükkama. Intressimäärade muutused mõjutavad ka ettevõtete bilansse. Kui intressimäärad tõusevad, väheneb ettevõtete netoväärtus ning seega ka nende tagatiste väärtus ning kokkuvõttes ka ettevõtete võime laenu saada (krediidikanali bilansikanal).

Lisaks laenupakkumise mahule keskenduvale traditsioonilisele pangalaenu kanalile võib juhul, kui mõjutatud on pankade riskivalmidus laenu andmisel, olemas olla ka riskikanal. Arvatakse, et riskikanal toimib peamiselt kahe mehhanismi kaudu. Esiteks kergitavad madalad intressimäärad varade ja tagatiste hindu. Kui sellega kaasneb veendumus, et varahindade kasv on püsiv, ajendab see nii laenuvõtjaid kui ka panku võtma suuremaid riske. Teiseks muudavad madalad intressimäärad riskantsemad varad suurema tulususe otsijate jaoks atraktiivsemaks. Need kaks mõju ajendavad panku lõdvendama laenuitingimusi, mis võib viia laenupakkumise ülemäärase kasvuni.

Vahetuskursi muutused mõjutavad inflatsiooni harilikult kolmel moel. Esiteks võivad need otseselt mõjutada imporditud kaupade siseturu hindu. Vahetuskursi kallinedes kipub importkaupade hind langema. Kuna neid tooteid kasutatakse otse tarbimiseks, aitab see niisiis otseselt vähendada inflatsiooni. Teiseks, kui neid importkaupu kasutatakse tootmisprotsessis sisendi- na, võivad madalamad tootmissisendi hinnad aja jooksul väljenduda madalamates lõpptoodete hindades. Kolmandaks võib avaldada mõju ka

... ja võib mõjutada riskikäitumist kogu majanduses

Vahetus- kursikanal

vahetuskursi kõikumine, mis mõjutab sisemaiste kaupade konkurentsivõimet rahvusvahelistel turgudel. Kui vahetuskursi tõus nõrgestab sisemaiste toodete konkurentsivõimet maailmaturul, kipub see piirama ka välisnõudlust ning seega vähendama üldist nõudlusurvet majanduses. Kui kõik muud näitajad jäävad samaks, võib vahetuskursi kallinemine seega inflatsioonisurveid vähendada. Vahetuskursi muutuste mõju tugevus sõltub sellest, kui avatud on riigi majandus rahvusvahelisele kaubandusele. Vahetuskursikanal on üldjuhul suurte riikide jaoks vähem oluline kui väikeste, avatud majandusega riikide jaoks. Nii nagu vahetuskursid sõltuvad ka finantsvarade hinnad peale rahapoliitika veel paljudest muudest teguritest.

Ootuste kanal

Ootuste kanal toimib peamiselt erasektori pikemaajaliste ootuste mõjutamise kaudu. See kanal on muutunud rahapoliitikas eriti oluliseks just viimastel kümnenditel. Kanali efektiivsus sõltub peamiselt sellest, kui usaldusväärne on keskpanga avalik suhtlus, mis sõltub eelkõige usaldusväärsest rahapoliitilisest raamistikust. Näiteks kui keskpank on oma eesmärgi saavutamisel väga usaldusväärne, võib rahapoliitika avaldada tugevat otsest mõju hindade arengule, suunates majandusagentide ootusi tulevase inflatsiooni suhtes ning mõjutades seeläbi ka nende palga- ja hinnakujundust. Keskpanga usaldusväärsus hinnastabiilsuse pikaajalisel säilitamisel on siin ülitähtis. Kui majandusagendid usuvad keskpanga suutlikkusse ja pühendumusse hinnastabiilsuse säilitamisel, püsivad ka inflatsiooniootused kindlalt kooskõlas hinnastabiilsusega. See omakorda mõjutab majanduses palga- ja hinnakujundust, arvestades et hinnastabiilsuse tingimustes ei ole palgu ega hindu vaja tõsta kartuse pärast, et inflatsioon tule-

vikus kiireneb. Seega toetab usaldusväärsus rahapoliitika eesmärkide saavutamist.

Empiirilised teadmised ülekandemehhanismist

Ülekandemehhanismi toimimisest arusaamine on rahapoliitika seisukohast väga oluline. Seepärast pole ka üllatav, et palju uurijaid on püüdnud selle aluseks olevaid keerukaid seoseid analüüsida. Aja jooksul on saanud kättesaadavaks rohkem teavet ja uurimistulemusi ning rahapoliitiliste impulsside ülekandumist euroalal mõistetakse nüüd paremini. Rahapoliitika ülekandumist analüüsinud uurimisvõrgustiku (Monetary Transmission Network) üks tähtsamaid järeldusi on, et rahapoliitika mõjutab majandust peamiselt intressimäärakanali kaudu. Kuigi ülekandemehhanismi ja selle kanalite kvantitatiivsel hindamisel on empiirilistest meetoditest olnud viimastel aastakümnetel palju abi, on need toonud siiski üksnes mõningast selgust selle keeruka protsessi kohta. Õppimine kestab seega edasi ning EKP jälgib võimalikke käitumis- ja struktuurseid muutusi ka edaspidi.

Kui EKP võttis vastutuse rahapoliitika teostamise eest täiesti uudes valuutapiirkonnas, tuli tal silmitsi seista äärmiselt suure ebakindlusega nii rahapoliitika ülekandemehhanismi enda kui ka alusandmete suhtes. Selline olukord on enamiku teiste keskpankade jaoks tundmatu. Mitmesuguste majandusnäitajate omavahelisi seoseid võisid mõjutada ka institutsioonilised ja käitumuslikud muutused, mis järgnesid ühisraha kasutuselevõtule 1999. aasta alguses.

Tagantjärele võib öelda, et hulk laialt levinud ja üldiselt kinnitust leidnud arusaamu, mis tuginevad teiste riikide kogemusele, kehtivad ka euroala puhul. Esiteks, rahapoliitika impulsid kandu-

Majandus-uuringud aitavad ülekandemehhanismist paremini aru saada

Ebakindlus rahapoliitika ülekandumise protsessi suhtes

Tavapärane reageerimine intressimäärade muutumisele

vad sisemaistesse hindadesse üle pika ja ettearvamatu viitajaga. Teiseks, tavapärastes oludes kandub rahapoliitika majandusse peamiselt intressimäärakanali kaudu: rahapoliitika karmistudes väheneb ajutiselt kogutoodang, mis jõuab maksimumini hinnanguliselt ühe-kahe aasta jooksul pärast intressimäärade tõusu. Hinnad langevad harilikult aeglasemalt ja reageerivad rahapoliitika karmistumisele enamasti kogutoodangust jäigemalt. Hiljutised sündmused on näidanud, et rahapoliitika ülekandemehhanism ning eriti kogutoodangu ja inflatsiooni reageerimine intressimäära šokkidele ei ole pärast ühisraha kasutuselevõttu märkimisväärselt muutunud. Kolmandaks, peale kõnealuste koondmõjude mõjutavad intressimäärade muutused ettevõtete rahavoogude ja pangalaenude pakku-mise kaudu majandusaktiivsust, mis kinnitab rahapoliitika ülekandemehhanismi krediidikanali olulisust.

3.3. EKP RAHAPOLIITILINE STRATEEGIA: ÜLDPÕHIMÕTTED JA PÕHIOSAD

Rahapoliitika ülesanne

Võttes arvesse teadmisi rahapoliitika ülekandemehhanismist, on EKP nõukogu ülesanne mõjutada rahaturu tingimusi. Lühiajalisi intressimäärasis saab mõjutada nii, et säilib hinnastabiilsus keskpikal perioodil. Seejuures tuleb keskpangal pidevalt silmitsi seista suure ebakindlusega nii majandust tabada võivate šokkide laadi kui ka makromajanduslike muutujate vaheliste seoste olemasolu ja tugevuse suhtes. Seda silmas pidades on võimalik välja selgitada eduka rahapoliitika mõned põhitunnused.

Rahapoliitika peab tagama ülekandemehhanismi toimimise

Esiteks, rahaturul on intressimäärakanali toimimises väga tähtis osa. Selle asjakohane toimimine on EKP baasintressimäärade ülekandumise jaoks suure tähtsusega. EKP nõukogu rahapoliiti-

liste kavatsuste sujuv ülekandumine rahaturu intressimääradesse sõltub esmajoones pankade käitumisest ja nende valmisolekust katta sujuvalt likviidsusvajadusi pankadevahelisel turul. Tõrked rahaturul võivad vähendada rahapoliitika suutlikkust mõjutada üksnes intressimäärade korrigeerimise teel hinnastabiilsuse väljavaateid. Hiljutised sündmused on näidanud, et ulatuslikud finantshäired võivad rahapoliitika korralikku ülekandumist häirida. Et ülekandemehhanism toimiks täies mahus ja et tagada hinnastabiilsuse säilimine keskpikas perspektiivis, võib keskpangal olla vaja rakendada mittestandardseid meetmeid ehk teha likviidsusope-ratsioone, mis soodustavad intressimäärade mõju ülekandumist ning parandavad laenude kättesaadavust majanduse kui terviku jaoks.

Teiseks, kuna rahapoliitika ülekandumine võtab aega ning hõlmab juhuslikkust ja määramatust, mõjutavad praegu võetud rahapoliitilised sammud hinnataset alles mitme kvartali või aasta pärast. Järelikult peavad keskpangad tegema kindlaks, millist rahapoliitilist kurssi on vaja praegu selleks, et hinnastabiilsus säiliks pärast muudatuste mõjude ülekandumist. Seetõttu peab rahapoliitika olema tulevikku suunatud ja ennetav.

Kolmandaks, kuna ülekandumise viitaja tõttu ei saa rahapoliitika lühikese aja jooksul tasakaalustada hinnatasemega seotud ootamatuid šokke (mis tulenevad näiteks maailmaturu toormehhindade muutustest), on inflatsioonimäärade lühiajaline kõikumine paratamatu. Kuna ülekandemehhanism on keerukas, tuleb rahapoliitika mõjude puhul arvestada ka suure ebakindlusega. Neil põhjustel peaks rahapoliitika keskendumine keskpikale perioodile, et vältida ülemäärast aktiivsust ja tarbetut volatiilsust reaalmajanduses.

Rahapoliitika peab olema tulevikku suunatud ja ennetav ...

... keskendumine keskpikale perioodile ...

... kindlalt kinnistama inflatsiooniootused ...

Neljandaks, nagu rõhutatud punktis 3.2, on rahapoliitika palju tõhusam siis, kui inflatsiooniootused suudetakse kindlalt stabiliseerida. Seepärast peaks keskpang määratlema oma eesmärgi, viima rahapoliitikat ellu järjekindlalt ja süsteemselt ning suhtlema avalikkusega selgelt ja avatult. Need on võtmetegurid kõrge usaldusväärsuse saavutamiseks, mida on vaja, et mõjutada majandusagentide ootusi. Hästi kinnistunud inflatsiooniootused toimivad suure makromajandusliku ebakindluse korral automaatse stabilisaatorina ning võimendavad rahapoliitikat oludes, kus ülekandemehhanismi toimimine on häiritud.

... ja olema laiaulatuslik

Lõpetuseks peab EKP nagu ka kõik teised keskpangad toime tulema märkimisväärse ebakindlusega, mis seondub muu hulgas majandusnäitajate usaldusväärsuse, euroala majanduse struktuuri ja rahapoliitika ülekandemehhanismiga. Seepärast peab edukas rahapoliitika olema laiaulatuslik ja võtma arvesse kogu asjakohast teavet, et mõista majanduse arengut mõjutavaid tegureid. Ei piisa sellest, kui tuginetakse ainult ühele majandusmudelile.

Rahapoliitiliste otsuste üldine raamistik

EKP on vastu võtnud ja avaldanud rahapoliitilise strateegia, et tagada järjekindel ja süsteemne lähenemine rahapoliitiliste otsuste tegemisel. See hõlmab eespool nimetatud üldpõhimõtteid, mis aitavad keskpangal oma ülesannetega toime tulla. Strateegia eesmärk on luua üldine raamistik, millest saab juhendada lühiajaliste intressimääradega seotud otsuste tegemisel ja avalikkusele selgitamisel.

EKP rahapoliitilise strateegia põhiosad

EKP rahapoliitiline strateegia koosneb kahest põhiosast. Esimene neist hõlmab hinnastabiilsuse kvantitatiivset määratlust. Teise osa moodustab kahe-sambaline raamistik, mille alusel ana-

lüüsitakse hinnastabiilsusega seotud riske. Teine osa tagab selle, et EKP nõukogu hindab kogu asjakohast teavet ja kõiki analüüse, mis on vajalikud selleks, et teha rahapoliitilisi otsuseid tulevikku silmas pidades ja ennetavalt. Nii loob EKP strateegia ka raamistiku, mille piires EKP selgitab avalikkusele oma rahapoliitilisi otsuseid selgelt ja läbipaistvalt. Selle peatüki järgnevatel jagudes kirjeldatakse neid osi üksikasjalikumalt.

3.4. HINNASTABIILSUS EKP KVANTITATIIVSE MÄÄRTLUSE JÄRGI

Euroopa Liidu toimimise lepingus on selgelt kirjas, et eurosüsteemi esmane eesmärk on säilitada hinnastabiilsus. Selle eesmärgi täpsustamiseks avaldas EKP nõukogu 1998. aastal järgmise kvantitatiivse määratluse: „Hinnastabiilsus on olukord, kus euroala ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) aastakasv jääb alla 2%. Hinnastabiilsus tuleb säilida keskpika aja jooksul”. Pärast rahapoliitilise strateegia põhjalikku läbivaatamist 2003. aastal lisas EKP nõukogu määratlusse selgituse, et eesmärk on „hoida inflatsioonimäärad keskmise aja jooksul alla 2%, kuid selle lähedal”.

EKP nõukogu otsustas avaldada hinnastabiilsuse kvantitatiivse määratluse mitmel põhjusel. Esiteks aitab nõukogu tõlgendus EKP esmasest eesmärgist EKP rahapoliitilisest raamistikust paremini aru saada ja muudab rahapoliitika läbipaistvamaks. Teiseks annab hinnastabiilsuse määratlus selge ja mõõdetava kriteeriumi, millele tuginedes annab EKP üldsusele oma tegevusest aru. Kui hindade areng kaldub hinnastabiilsuse määratluses sätestatud eesmärgist kõrvale, peab EKP seda põhjendama ja selgitama, kuidas ta kavatseb hinnastabiilsuse realistliku aja

EKP on hinnastabiilsuse kvantitatiivselt määratlenud

Hinnastabiilsuse määratlus kinnistab inflatsiooniootusi ja suurendab EKP rahapoliitika läbipaistvust

jooksul taastada. Lisaks saab avalikkus määratluse põhjal kujundada oma ootused hindade edasise arengu suhtes.

Keskendumine euroalale kui tervikule

EKP rahapoliitika keskendub kogu euroalale. Seega lähtutakse hinnastabiilsuse säilitamisel euroala kui terviku hinnaarengust, mis tähendab, et ühtse rahapoliitikaga seotud otsuste eesmärk on saavutada hinnastabiilsus euroala majanduses kui tervikus. Keskendumine euroalale kui tervikule on loomulik ja tuleneb asjaolust, et rahaliidus saab rahapoliitika juhtida üksnes rahaturu intressimäärade keskmist taset, st ta peab kasutama vahendit, mis on ühtne kogu piirkonnas.

ÜTHI Hinnastabiilsuse määratluses nimetatakse ka konkreetne hinnaindeks, mida tuleb kasutada hinnastabiilsuse saavutamise hindamisel. See on euroala ÜTHI, mis on euroala riikide ühtlustatud indeks. ÜTHI on indeks, mis võimaldab kõige täpsemalt hinnata aja jooksul tarbijakulutustes toimunud muutusi tarbijate ostukorvis sisalduvate toodete hindade põhjal (vt taustinfo 3.1). Hinnastabiilsust mõõdetakse koguinflatsiooniga, mis vastab ostukorvile. Ühtlustatud indeksi kasutamine koguinflatsiooni arvutamiseks kajastab selgelt EKP lubadust tagada täielik ja tõhus kaitse raha ostujõu vähenemise vastu. Nn põhiinflatsiooni indeksid võivad anda hinnaarengute põhjuste kohta lisateavet, kuna korvist on eraldatud teatud volatiilsed komponendid, nagu energia ja töötlemata toiduained. EKP jälgib põhiinflatsiooni näitajaid, kuid ei pea neid sobivaks kriteeriumiks hinnastabiilsuse hindamisel euroalal.

Hinnastabiilsuse määratlus välistab deflatsiooni ...

Kuna hinnastabiilsuse määratluses on öeldud, et ÜTHI kasv peab jääma alla 2%, on selge, et hinnastabiilsuse eesmärgiga ei ole kooskõlas ei üle 2%

inflatsioon ega deflatsioon, s.o hinna- indeksi püsiv langus. EKP nõukogu on seadnud konkreetse hinnastabiilsuse eesmärgi – hoida inflatsioonimäär alla 2%, kuid selle lähedal. Seega annab nõukogu märku, et tagatakse piisav kõikumisvahemik deflatsiooniriskide vältimiseks. Kuna deflatsiooniga kaasnevad majandusele samasugused kulud nagu inflatsiooniga (vt punkt 3.1), on selle vältimine tähtis, sest kui nominaalintressimäärad langevad nullile väga lähedale, on rahapoliitika võimalused piiratud ja deflatsioon võib süveneda. Deflatsioonilises keskkonnas, kui inflatsiooniootused ei ole enam stabiilsed ning hakkavad peegeldama isetoimuvat hinnataseme langust, ei pruugi rahapoliitikal olla võimalik toetada majandust piisavalt intressimäärainstrumenti kaudu. Nominaalintressimäära ei saaks viia nullist allapoole, sest avalikkus eelistaks pigem sularaha hoida kui seda edasi laenata või hoiustada negatiivsete intressimääradega. Kuigi mõningaid rahapoliitilisi meetmeid saab rakendada ka olukorras, kus nominaalintressimäärad on nullis, võivad need alternatiivsed, erakorralised meetmed olla väga kulukad. Seepärast on rahapoliitika seisukohast deflatsiooniga isegi raskem võidelda kui inflatsiooniga.

Nähes hinnastabiilsuse määratlusega ette, et ÜTHI aastakasv tuleks hoida nullist suurem, ning seades eesmärgiks inflatsioonimäära, mis on alla 2%, kuid selle lähedal, arvestab EKP ka võimalusega, et kasutades hinnataseme muutuste mõõtmiseks ÜTHI, võib tulemus väikese, kuid positiivse nihke tõttu tegelikku inflatsiooni ületada. Tarbijahinnaindeks võib mitmesugustel põhjustel sisaldada mõõtmisvigu. Vead võivad olla tingitud sellest, et hinnataseme muutust mõõtes ei ole võetud piisavalt arvesse kaupade komponentide kvaliteedi muutusi, või

... ning arvestab ka võimalike mõõtmisvigadega ...

sellest, et indeksi arvutamisel aluseks olevast valimist on jäänud süstemaatilisel välja mõned olulised tehingud. Mitu varasemat majandusuuringut on leidnud riigisiseste tarbijahinnaindeksite mõõtmisel väikese, kuid positiivse mõõtmisvea, mis tähendab, et mõõtmisel (näiteks kaupade kvaliteedi paranemise tõttu) saadud 0% inflatsioonitempo puhul võib olla tegemist

hoopis tegeliku hinnataseme väikese langusega. Euroalal on võetud mitmeid meetmeid, et tagada hinnastatistika ajakohastamine nii varakult kui võimalik. Arvestades, et Eurostat (Euroopa Komisjoni osakond, mis vastutab statistika selle valdkonna eest Euroopa Liidu tasandil) täiustab pidevalt ÜTHI omadusi, on mis tahes viga siiski tõenäoliselt väike.

Taustinfo 3.1 Ühtlustatud tarbijahinnaindeksi ülesehitus ja omadused

EKP nõukogu on hinnastabiilsuse määratlenud euroala ühtlustatud tarbijahinnaindeksi (ÜTHI) põhjal. Selle koostamisega seotud kontseptuaalse tööga tegeleb Euroopa Komisjon (Eurostat), kes teeb seejuures tihedat koostööd liikmesriikide statistikaasutustega. Põhikasutajana on selles töös vahetult osalenud ka eurosüsteem.

Eurostati andmed ÜTHI kohta on olemas alates 1995. aastast. ÜTHI ja selle põhikomponentide hinnangulised andmed varasema aja kohta, mis ei ole 1995. aastast kogutud andmetega täielikult võrreldavad, on olemas alates 1990. aastast. Vastavalt 2010. aasta tarbimiskulutuste kaaludele moodustavad kaubad ÜTHIst 58,0% ja teenused 42,0% (vt tabel 3.1). ÜTHI komponentideks jaotamise peamine eesmärk on selgitada välja mitmesugused majanduslikud tegurid, mis mõjutavad tarbijahindade arengut. Näiteks energiahindade komponent ÜTHIis on tihedalt seotud naftahindade arenguga. Toidukaubad jagatakse töödeldud ja töötlemata toidukaupadeks, sest viimaste hindu mõjutavad näiteks ilmastikuolud ja hooajalised tegurid, mis töödeldud toidukaupade hindu mõjutavad vähem. Teenused jagatakse viieks komponendiks, mis kõik arenevad eri turutingimuste tõttu harilikult erinevalt.

Table 3.1 Euroala ÜTHI põhikomponentide kaalud 2010

Üldindeks	100,0
Kaupade hinnad	58,0
Töötlemata toiduained	7,3
Töödeldud toiduained	11,9
Tööstuskaubad, v.a energia	29,3
Energia	9,6
Teenused	42,0
Eluasemeteenused	10,2
Transport	6,6
Teabevahetus	3,3
Meelelahutus- ja isikuteenused	14,9
Muu	7,1

Allikas: Eurostat.

ÜTHI arvutamiseks eri riikides kasutusele võetud ühtlustamismeetmed põhinevad mitmel ELi määruel ja suunisil, mis on liikmesriikidega kooskõlastatud. Muu hulgas käsitlevad need tarbimiskulutuste katmist, kvaliteedikohandusmenetluste esmaseid norme, uute kaupade ja teenuste käsitlemist ning kaalude läbivaatamist. „Esmane” viitab sellele, et mitmes valdkonnas on ette nähtud mõningane täiendav ühtlustamine. Lisaks on ÜTHI osaindeksite jaoks kokku lepitud üksikasjalik ja ühtlustatud klassifikatsioon, mis võimaldab järjepidevalt võrrelda hindade arengut tarbijakulutuste igas alagrupid ja kõigis riikides. Tänu ühtlustamisele ning statistika täpsuse, usaldusväärsuse ja õigeaegsuse parandamisele on ÜTHIst saanud kvaliteetne ja rahvusvahelistele standarditele vastav hinnaindeks ning kõigi riikide võrdlemist võimaldav näitaja. Kvaliteedikohanduste, valimite ja omaniku-kasutaja eluasemekulude osas parandamine veel jätkub.

... ja euroalal esinevate inflatsiooni-erinevuste mõjuga

Rahaliidu hinnastabiilsusele täpse eesmärgi seadmisel on arvesse võetud ka liidu eri piirkondade majandusarengu staadiumidest tulenevaid inflatsioonierinevusi. See, et mõned euroala riigid on struktuurse järelejäudmise etapis, võib tähendada, et nende inflatsioon on – võimalik, et pikema aja jooksul – keskmisest kõrgem. Järelikult võib inflatsioon väga arenenud riikides olla struktuursetel põhjustel erakordselt madal või isegi negatiivne. Põhimõtteliselt on piirkondadevahelised inflatsioonierinevused rahaliidus loomulik nähtus. Need tulenevad majandusarengu piirkondlikest erinevustest ja on kohandumismehhanismi lahutamatu osa. Rahapoliitika saab mõjutada ainult euroala kui terviku hinnataset ega saa mõjutada inflatsiooni eri piirkondades või linnades. Inflatsioonierinevused võivad olla tingitud ajutistest teguritest ning olla seega ka ise üksnes ajutised. Sellised erinevused majanduse seisukohast erilist tähtsust ei oma. Kui aga rahaliidu eri piirkondade reaalne lähenemine ei ole lõppenud, võivad ilmnedu kogu liitu hõlmavad struktuursed inflatsioonierinevused. Nii näiteks võivad piirkonnad erineda selle poolest, milline on nende algne sissetulekute tase ja kuidas on nende elatustase jõudnud järele rahaliidu elatustasemele.

Euroala riikide inflatsioonierinevused on väikesed ja üldjoontes sarnased teiste ühtset vääringut kasutavate piirkondade, näiteks Ameerika Ühendriikide inflatsioonierinevustega (vt punkt 2.8). Sellised erinevused võivad tuleneda demograafilisest arengust, pikaajast järelejäudmisprotsessist või kestva kohandumisest, mis viib ressursside tõhusama jaotamiseni. Üksikute euroala riikide inflatsioonierinevuste püsimine võib mõnel määral olla tingitud ka nende majanduse struktuurset ebatõhususest või ühtlustamata poliitikast. Kui inflatsioonimäär on neis riikides püsivalt üle keskmise taseme, võib see kahjustada nende konkurentsivõimet. Rahaliidus peab selliste inflatsioonierinevustega tegelema riigisisese poliitika kaudu. Arvestades, et inflatsioonierinevused on paratamatud, on väidetud, et EKP rahapoliitika peaks seadma kogu euroala puhul keskpikas perspektiivis eesmärgiks inflatsioonitaseme, mis on piisavalt kõrge, et struktuurset madalama inflatsioonitasemega piirkondadele ei tekiks kulusid, mis on seotud võimaliku nominaalse allapoole jääkusega või pikka aega kestva deflatsiooniperioodiga. Kõik kättesaadavad uurimused kinnitavad, et inflatsioon, mis jääb alla 2%, kuid selle lähedale, tagab euroala jaoks ka selles suhtes piisava varu.

Inflatsioonierinevused euroalal on paratamatud

Lõpetuseks, EKP rahapoliitika põhiaspekt on see, et hinnastabiilsuse säilitamisel keskendutakse keskpikale perioodile. Nagu eespool selgitatud, kajastab see üldtunnustatud seisukohta, et rahapoliitikas ei saa ega peaks püüdma reguleerida hindade või inflatsiooni arengut mõne nädala või kuu jooksul. Rahapoliitikas toimuvad muudatused kajastuvad hindades alles mõne aja möödudes ja nende lõpliku mõju ulatust eri riikides ei ole võimalik ette

näha (vt punkt 3.2). See tähendab, et rahapoliitika kaudu ei saa tasakaalustada kõiki ootamatuid hinnataseme kõikumisi. Inflatsiooni mõningane lühiajaline kõikumine on seega paratamatu. Nagu taustinfos 3.2 selgitatakse, võimaldab keskendumine keskpikale perioodile tagada rahapoliitikas ka selle, et inflatsiooni mõjutavatele šokkidele reageerides ei põhjusta keskpang ise asjatuid kõikumisi kogutoodangus.

Taustinfo 3.2 EKP rahapoliitika keskendumine keskpikale perioodile

Majandust võivad tabada ettenägematud šokid, mis mõjutavad ka hindade arengut. Samal ajal saab rahapoliitika hindade arengut mõjutada ainult märkimisväärse viitajaga, mis võib olla eri pikkusega ja on nagu enamik majandusseoseid väga ebakindel. Seda silmas pidades ei saa keskpang kuidagi hoida inflatsiooni pidevalt mingil kindlal tasemel või aeglustada seda kiiresti soovitud tasemeni. Seega peab rahapoliitika olema ettevaatav ja hinnastabiilsust saab säilitada ainult pikemate perioodide ulatuses. See on peamine põhjus, miks EKP rahapoliitika keskendub keskpikale perioodile.

EKP ei ole keskpikka perioodi määratlenud, vaid jätab endale meelega teatava vabaduse. Selleks on mitu põhjust. Täpset ajavahemikku, mida silmas pidades rahapoliitikat teha, ei ole soovitatav eelnevalt kindlaks määrata, kuna ülekandemehhanism hõlmab muutuva ja määramata kestusega ajavahemikku. Lisaks on EKP mandaat sõnastatud hinnastabiilsuse, mitte inflatsioonieesmärgi põhjal. Tänu sellele ei pea poliitikakujundajad reageerima mehaaniliselt lühiajalistele arengusuundadele, et taassaavutada inflatsioonieesmärk kindlaks määratud lühikese ajavahemiku jooksul. Peale selle sõltub rahapoliitika optimaalne reaktsioon hinnastabiilsuse tagamiseks alati sellest, mis laadi ja kui suur šokk täpselt majandust mõjutab. Paljude šokkide puhul (näiteks nõudluspoole šokid, mis mõjutavad toodangut ja hindu samas suunas) piisab sageli rahapoliitika kohesest reaktsioonist, mis lisaks hinnastabiilsuse säilitamisele aitab stabiliseerida majandust. Kuid on ka šokke (millega kasvavad kulud, nagu näiteks naftahinna tõusud), mis mõjutavad toodangut ja hindu vastassuundades. Nii näiteks peab rahapoliitika leppima naftahinnašokkidest tulenevate esimese ringi mõjudega inflatsioonile, kuna nende vastu ei saa suurt midagi ette võtta. Liiga agressiivne reaktsioon hinnastabiilsuse taastamiseks väga lühikese aja jooksul võib sellises olukorras muutuda väga kulukaks, tuues kaasa toodangu ja tööhõive kõikumised, mis võivad pikemas perspektiivis hakata mõjutama ka hindu. Üldtunnustatud seisukoht on, et rahapoliitika peab reageerima järk-järgult, et vältida liiga suuri kõikumisi reaalmajanduses ja säilitada pikemas perspektiivis hinnastabiilsus. Seega tagab EKP rahapoliitika orienteeritus keskpikale perioodile piisava paindlikkuse, et reageerida asjakohaselt mitmesugustele majandusšokkidele.

Kokkuvõtteks võib öelda, et EKP rahapoliitika on hinnastabiilsuse osas suunatud keskpikale perspektiivile. EKP otsus jätta poliitika seisukohast oluline aeg täpselt määratlemata on olnud õige nii tavapärares oludes kui ka kriisi ajal. Orienteeritus keskpikale perspektiivile tähendab, et poliitika seisukohast oluline ajavahemik ehk ajavahemik, mille jooksul EKP püüab viia tarbijahindade inflatsiooni püsivalt kooskõlla oma hinnastabiilsuse eesmärgiga, võib olla erineva pikkusega, arvestades et poliitika ülekandumise viitaeg ei ole mitte ainult pikk, vaid ka muutlik ja ettearvatu kestusega. Lisaks võivad finantssüsteemis tekkiva tasakaalustamatusega seostatavad inflatsioonivõi deflatsioonimõjud kesta kauem kui kaks-kolm aastat, millest inflatsiooniettevaadetes tavaliselt lähtutakse. See rõhutab seda, kui tähtis on monetaaranalüüs (vt jaotis 3.5), mis võimaldab poliitikakujundajatel keskenduda keskpikale kuni pikale perspektiivile.

3.5. HINNASTABIILSUST OHUSTAVATE RISKIDE ANALÜÜSIMINE EKP RAHAPOLIITILISES STRATEEGIAS

EKP rahapoliitilise strateegia kaks sammast

EKP rahapoliitilise strateegia kaks sammast aitavad teavet korrastada ...

Et täita hinnastabiilsuse säilitamise eesmärki, hindab EKP nõukogu korrapäraselt hinnastabiilsust ohustavaid riske. Nendega seotud teabe korrastamisel, hindamisel ja kontrollimisel lähtub EKP nõukogu kahest analüütilisest aspektist, mida nimetatakse kaheks sambaks: üks on majandusanalüüs ja teine monetaaranalüüs. Neile tuginedes teeb EKP nõukogu oma rahapoliitilisi otsuseid. Seda lähenemisviisi kinnitas ja täpsustas EKP nõukogu 2003. aasta mais.

... lähtudes kahest analüütilisest aspektist ...

Hinnastabiilsust ohustavate riskide põhjalik analüüs põhineb kahel teineteist täiendaval aspektil, millest hindade arengu kindlaksmääramisel lähtutakse. Neist esimene ehk majandusanalüüs käsitleb hindade arengu mõju-reid lühikese kuni keskpika aja jooksul, keskendudes reaalmajanduse aktiivsusele ja kuluteguritele, mis hindade arengut sel perioodil suunavad. Seejuures võetakse arvesse, et kõnealuste ajavahemike jooksul sõltub hindade areng suurel määral pakkumise ja nõudluse vastastikustest seostest kauba-, teenuse- ja tootmistegurite tur-

gudel. Teine aspekt ehk monetaaranalüüs keskendub keskpikale kuni pikemale perioodile. Selles võetakse arvesse pikaajalist seost raha ja hindade vahel. Monetaaranalüüs võimaldab eelkõige kontrollida keskpikast kuni pikast perspektiivist lähtudes tulemusi, mis on saadud majandusanalüüsi raames ja mis puudutavad rahapoliitikat lühikese kuni keskpika aja jooksul.

Rahapoliitilise strateegia kahesambaline ülesehitus tagab selle, et hinnastabiilsust ohustavate riskide hindamisel võetakse arvesse kogu asjakohane teave ning pööratakse piisavalt tähelepanu eri seisukohtadele ja teabe kontrollimisele, et jõuda kõnealuste riskide osas üldise hinnanguni. Selline lähenemine kujutab endast mitmekülgsust analüüsi ja näitab analüüsi mitmekülgsust ka üldsusele ning tagab, et otsuseid tehakse kindlalt, võttes arvesse erinevaid analüütilisi vaatenurki (alternatiivsete strateegiate kohta vt taustinfo 3.3).

Majandusanalüüs

Majandusanalüüsis keskendutakse peamiselt majandus- ja finantsarengu hetkeseisule ning sellest tulenevatele lühikese kuni keskpika aja vältel hinnastabiilsust ohustavatele riskidele. Majandus- ja finantsnäitajad, mida analüüsis arvesse võetakse, hõlmavad näiteks kogutoodangu arengut;

... nii et arvesse võetakse kogu asjakohane teave

Hinnastabiilsust lühikese kuni keskpika aja jooksul ohustavate riskide analüüs ...

Taustinfo 3.3 Alternatiivsed rahapoliitilised strateegiad

Keskpannad on kasutanud või kasutavad veel mitut muud rahapoliitilist strateegiat. Mitut neist kaalusid Euroopa Rahainstituut ja EKP enne stabiilsusele suunatud kaheksambalise strateegia vastuvõtmist.

Üks neist on **rahamassi juhtimine**. Praktikas tähendab see, et keskpank püüab oma baasintressimäärade muutmisega kiirendada või aeglustada rahapakkumise kasvu eelnevalt teatavaks tehtud ja kindlaksmääratud temponi. See eesmärgiks võetud rahamassi kasvutempo on kindlaks määratud kooskõlas hinnastabiilsusega. Strateegia aluseks on kaks eeldust. Esiteks peaks rahamassi ja hindade vahel keskpikas perspektiivis olema stabiilne suhe (näiteks rahanõudluse võrrandi kujul). Kui see on nii, siis peaks saama tuletada rahamassi jaoks hinnastabiilsusega kokkusobiva arengustsenaariumi. Teiseks peaks rahamassi areng olema rahapoliitikaga juhitav. Koos tähendavad need eeldused, et keskpank saab rahamassi arengut oma baasintressimääradega hoida etteantud teel ja seeläbi – rahamassi-hindade suhte stabiilsusest tulenevalt – kaudselt säilitada hinnastabiilsust.

Kuigi keskpankade kogemused selle strateegiaga mõjutasid EKP strateegia kujundamist, otsustas EKP rahamassi juhtimist mitte kasutada. Otsuse taga oli teadmine, et peale rahamassi on olemas teisigi makromajanduslikke muutujaid, mis on hinnastabiilsusele orienteeritud rahapoliitika jaoks olulised. Lisaks kaasnes rahaliidule üleminekul tekkinud institutsiooniliste ja tegevuslike muutustega ning üldisemalt võimalusega, et rahamassi arengut võivad ajutiselt moonutada eritegurid, teatav ebakindlus euroala rahamassi empiiriliste omaduste suhtes. Seepärast ei ole soovitatav tugineda üksnes monetaaranalüüsile.

Teine strateegia on **inflatsiooni otsejuhtimine**. Rahapoliitiliste otsuste tegemisel ei lähtuta siin rahamassi arengust, vaid keskendutakse inflatsioonile, pidades silmas teatavaks tehtud inflatsioonieesmärki. Praktikas esineb inflatsiooni otsejuhtimist mitmel kujul. Kõigile on iseloomulik asjaolu, et inflatsioonieesmärk on fikseeritud ja teatavaks tehtud ning selle saavutamise tähtaeg kindlaks määratud. Seda strateegiat kasutavad keskpangad teevad oma otsuseid enam-vähem mehaanilise reaktsioonina mingi kindla inflatsioonimeetme prognoosis tuvastatud kõrvalekalletele inflatsioonieesmärgist kindlaksmääratud aja jooksul. Seega on nii keskpanga sees kui ka üldsusega suhtlemisel toimuvate poliitiliste analüüside ja arutelude keskmes inflatsiooniprognosisid.

Kuigi EKP ja teiste keskpankade strateegiates on palju sarnasusi, otsustas EKP mitte kasutada inflatsiooni otsejuhtimist eespool kirjeldatud mõttes mitmel põhjusel. Esiteks, kui keskendutakse ainult prognoosile, ei loo see kõikehõlmavat ja usaldusväärset raamistikku, mis aitaks tuvastada hinnastabiilsust ohustavate riskide laadi. Rahapoliitika reaktsioonide asjakohasus sõltub üldiselt sellest, millised on kõnealuste riskide allikad. See eeldab vähemalt majanduse hetkeolukorra ja arengu analüüsimist sügavamalt kui seda tehakse inflatsiooniprognosis. Teiseks, klassikalise inflatsiooni otsejuhtimise mitmed aspektid, nagu näiteks kindlaksmääratud prognoosiperiood (nt kaks aastat), millest lähtuvalt rahapoliitilisi otsuseid tehakse, on mõneti meelevaldsed ja paljudel juhtudel ebaoptimaalsed. Rahapoliitilistes otsustes võib olla vaja võtta arvesse tegureid (nt varahindade tasakaalustamatused), mis võivad inflatsiooni mõjutada valitud ajavahemikust väljaspool. See oli eriti ilmne hiljutise finantskriisi ajal ja sundis nii mõndagi inflatsiooni otsejuhtimist kasutavat keskpanka võtma paindlikuma seisukoha poliitika seisukohast

olulise aja kohta. Kolmandaks on rahaagregaatides sisalduvaid andmeid siiski raske kaasata inflatsiooniprognosisse, mis põhinevad traditsioonilistel makromajanduslikel mudelitel. Lisaks on EKP seisukohal, et ühele prognoosile tuginemine ei ole asjakohane, arvestades euroala majanduse struktuuriga seotud suurt ebakindlust. Majandusandmeid on eelistatav analüüsida mitmekülselt ning eri meetoditega.

Kolmas strateegia on **vahetuskursi juhtimine**, mida enne rahaliitu kasutas mitu Euroopa riiki seoses Euroopa Rahasüsteemi vahetuskursimehhanismiga. Avatud majandusega väikeste riikide jaoks, kus majanduses on suur osa rahvusvaheliselt kaubeldavate kaupade tootmisel ja tarbimisel, võivad vahetuskursid impordi kaudu hindu oluliselt mõjutada. Vahetuskursi juhtimist ei peetud euroala puhul sobivaks, kuna euroala on suur ja suhteliselt suletud majandusega piirkond, kus vahetuskursside mõju hindadele on tagasihoidlikum.

kogunõudlust ja selle komponente; eelarvepoliitikat; kapitali- ja tööturu olukorda; mitmesuguseid hinna- ja kulunäitajaid; vahetuskursi, maailmamajanduse ja maksebilansi arengut; finantsurget ja euroala sektorite bilansipositsioone. Nende tegurite abil saab hinnata reaalmajanduse dünaamikat ning hindade tõenäolist arengut, võttes arvesse kaupade, teenuste ja tootmistegurite pakkumise ja nõudluse vastastikuseid seoseid lühemate perioodide vältel. Lisaks on majandusanalüüsis oluline osa EKP ekspertide makromajanduslikel ettevaadatel.

Majandusanalüüsis pööratakse piisavalt tähelepanu vajadusele teha kindlaks majandust tabavate šokkide olemus ning mõju kuludele ja hinnakujundusele ning uuritakse, milline on nende levimise tõenäosus majanduses lühikesel kuni keskpika aja jooksul. Asjakohaste otsuste tegemiseks peab EKP nõukogul olema terviklik ülevaade majanduse hetkeolukorrast ning hinnastabiilsust ohustavate võimalike majanduslike häirete laadist ja ulatusest. Näiteks võidakse rahapoliitikas võtta erinevaid meetmeid olenevalt sellest, kas inflatsioonisurve on tekkinud seetõttu, et rahvusvahelisel turul on ajutiselt tõusnud naftahind, või on tarbijahinnad kasvanud sellise palgatõusu

tõttu, mis ei ole kooskõlas tootlikkuse kasvuga. Esimesel juhul võib inflatsioonimäär ajutiselt ja lühiajaliselt tõusta ning seejärel kiiresti langeda. Kui inflatsiooniootused selle šoki tulemusena ei kasva, ohustab see hinnastabiilsust keskpika aja jooksul tõenäoliselt vähem. Liigse palgatõusu korral aga on oht, et tekib iseseisvalt toimiv tõusvate kulude, hindade ja palganõudmiste spiraal. Jõulise rahapoliitilise meetme võtmine, mis taaskinnitab keskpanga pühendumust hinnastabiilsuse säilitamisel ja aitab seeläbi stabiliseerida inflatsiooniootusi, võib olla asjakohane lahendus spiraali vältimiseks.

Sellest lähtudes jälgib EKP korrapäraselt euroala kogutoodangu, nõudluse ja tööturu olukorda, paljusid hinna- ja kulunäitajaid ning eelarvepoliitikat ja euroala maksebilanssi. Muu hulgas aitavad need näitajad hinnata muutusi kogunõudluses ja -pakkumises ning tootmisvõimsuse rakendusastmes. Majandusanalüüsi lähteandmete täiendamiseks korraldab EKP ise ka mitmeid uuringuid, näiteks kutseliste prognoosijate küsitlust (Survey of Professional Forecasters, SPF). Euroala näitajaid, mida EKP analüüsib, tutvustatakse lähemalt taustinfos 3.4.

... aitab välja selgitada šokkide olemust

Reaalmajanduse näitajate analüüs

Nagu jaotises 3.2 selgitatud, on rahapoliitilisi otsuseid hinnatasemega siduv põhjuste ja tagajärgede ahel keerukas ning seotud viivitustega, mis võivad olla suured. Seepärast peavad poliitikakujundajad hinnastabiilsuse väljavaadete hindamisel silmas pidama väga paljusid näitajaid. Majandusest usaldusväärse pildi saamisel on väga tähtis kvaliteetne statistika. Poliitilised vead, mis tulenevad puudulikust või ebausaldusväärsest statistikast, võivad suurema inflatsiooni ja toodangu kõikumise näol kalliks maksma minna. Euroala statistika paljude valdkondade jaoks on määratletud ühised metodoloogilised standardid. Euroala statistikat parandatakse ja arendatakse pidevalt edasi. Käesolevas taustinfos antakse lühiülevaade euroala statistika põhiosadest.

Euroala statistika kättesaadavus

Euroala ametlikku statistikat avaldatakse peamiselt EKP pressiteadetes ning EKP kuubülletääni jaotises „Euroala statistika” (või taskuformaadis statistikaraamatus „Statistics Pocket Book”). Neid saab EKP veebisaidilt alla laadida ja paberkoopiaid tasuta tellida. Täpsemat statistilist teavet sisaldab EKP statistika andmeait (Statistical Data Warehouse, <http://sdw.ecb.europa.eu>) EKP veebisaidi rubriigis „Statistics”. Seal saavad kasutajad andmeid mitmesugustes formaatides ning seal on võimalik tutvuda asjaomaste (õiguslike) määratluste ja mõistetega.

Üldine majandusstatistika

Andmed hindade, kulude, toodangu, nõudluse ja tööturu kohta on EKP jaoks rahapoliitika teostamisel väga suure tähtsusega. EKP määratleb oma esmast eesmärki, hinnastabiilsust, euroala ÜTHI põhjal. Hindade ja kulude areng võib kätkeda tähtsaid signaale tarbijahindade edasise arengu kohta, kuna tootmiskulude muutused kanduvad üle tarbijahindadele. Tööjõukulud, millel on tootmiskuludes tähtis osa, mõjutavad hinnakujundust olulisel määral. Toodangu ja nõudluse näitajad (rahvamajanduse arvepidamine, tööstus- ja teenindussektori aktiivsuse lühiajaline statistika, tellimuste ja kvaliteetivuringute andmed) ning tööturu andmed (tööhõive, töötus, vabad töökohad ja töötajate osalemine määr) annavad teavet majandustsükli faasi kohta.

Rahastatistika ning finantsasutuste ja turgude statistika

EKP koostab ja levitab iga kuu suurt hulka rahastatistikat ning finantsasutuste ja turgude statistikat. Rahaagregaadid ja nende vastaskirjed arvutatakse rahaloomeasutuste sektori bilansi põhjal (vt jaotis 2.7). Selle statistika põhjal arvutatakse välja ka kohustuslikud reservid, mis peavad igal rahaloomeasutusel euroala liikmesriikide keskpankades olema (vt jaotis 4.3). Lisaks peab EKP statistikat koostama krediidiastutuste ja rahaturufondide kohta, mis mõlemad kuuluvad rahaloomeasutuste sektorisse, ning investeerimisfondide kohta. Samuti koostab EKP ühtlustatud statistikat intressimäärade kohta, mida rahaloomeasutused kasutavad euroala kodumajapidamistele ja ettevõtetele laenude andmisel ja neilt hoiuste vastuvõtmisel. Ta koostab üksikasjalikku statistikat finantsturgude kohta (näiteks euroala tulukõver, mida avaldatakse iga päev).

Maksebilansi- ja muu välisstatistika

Euroala maksebilansistatistika hõlmab peamisi tehinguid euroala ja euroalaväliste residentide vahel. Koos väliskaubandusstatistikaga annab see olulist teavet selle kohta, kuidas eksport ja import ning nende hinnad võivad nõudluse kaudu mõjutada inflatsiooni. EKP avaldab euroala efektiivseid vahetuskursse ja euroala riikide ühtlustatud konkurentsivõime näitajaid. Need aitavad hinnata vahetuskursside ja toormehindade muutuste võimalikku mõju

impordihindadele. Lisaks avaldab EKP muud välisstatistikat, näiteks euroala rahvusvahelise investeerimispositsiooni kvartali- ja aastastatistika, mis annavad ülevaate euroala nõuetest ja kohustustest muu maailma suhtes.

Euroala kontod

Euroala majandus- ja finantskontod hõlmavad kõigi majandussektorite – näiteks kodumajapidamised, finants- ja mittefinantsettevõtted – finantstehinguid ja bilansse. See statistika annab ülevaate finantsinvesteeringutest ja rahastamistegevusest igas sektoris, jõukuse ja võlgnevuse arengust ning sektorite omavahelistest finantsseostest. See järgib Euroopa rahvamajanduse ja regionaalse arvepidamise süsteemis (ESA 95) ette nähtud integreeritud meetodit. Muu hulgas on seda statistikat vaja bilanssides näha olevate investeerimisportfellide struktuurimuutuste allikate analüüsimiseks ning raha- ja finantsstatistikas tihti esitatavate andmete järjepidevuse kontrollimiseks.

Valitsussektori finantsstatistika

EKPsse laekub igal aastal andmeid, mille põhjal hinnatakse liikmesriikide lähenemist (ehk nende valmisolekut eurole üleminekuks) ning mis on seotud ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlusega ning stabiilsuse ja kasvu paktiga. Iga-aastased andmed valitsussektori rahanduse kohta hõlmavad tulusid ja kulusid, valitsussektori võlga ning valitsussektori eelarve puudujäägi ja võla muutuste vahelisi seoseid. Valitsussektori rahanduse kvartalstatistika (mis sisaldab andmeid tulude ja kulude kohta) on euroala finants- ja muude sektorite kontode integreeritud süsteemi oluline osa.

Uuringud

Ettevõtlus- ja tarbijauuringud annavad varakult ettevaatavat teavet kvantitatiivsete näitajate kohta. Neid korraldavad Euroopa Komisjon, äriteabe esitajad ning statistikaasutused. Lisaks korraldab eurosüsteem oma uuringuid, mis aitavad varakult hinnata euroala rahastamistingimusi. Igas kvartalis toimuv pankade laenutegevuse uuring annab teavet pakumise ja nõudluse kohta euroala laenuurgudel ning euroala pankade laenupoliitika kohta. Kaks korda aastas korraldatav väikeste ja keskmise suurusega ettevõtete rahastamisvõimaluste uuring aitab hinnata nende rahastamisvajadusi, rahastamise struktuuri ning vahendite kättesaadavust. Kutseliste prognoosijate küsitlus annab teavet ootustest euroala inflatsiooni, SKP kasvu ning tööpuuduse määra kohta eri sektorites. Kodumajapidamiste majandusotsuseid hakkab aitama paremini mõista uus euroala leibkondade finantskäitumise ja tarbimisharjumuste uuring.

Finantsturu arengu analüüs

Majandusanalüüsis jälgitakse tähelepanelikult ka finantsturu näitajate ja varahindade arengut (vt taustinfo 3.5), kui-võrd varahindade muutused võivad mõjutada sissetuleku ja jõukuse tasemele avalduva mõju kaudu ka hindade arengut. Näiteks suureneb aktsiahindade tõustes aktsiaid omavate kodumajapidamiste jõukus ning nende tarbimine võib kasvada. Selle tulemusena kasvab ka tarbijate nõudlus ning sisemine inflatsioonisurve. Samast põhimõttest lähtudes võivad kodumajapidamised

aktsiahindade langedes oma tarbimist vähendada.

Varahindu ja finantsinstrumentide tulu-sust analüüsid on võimalik saada infot ka finantsturgude ootuste, sealhulgas hindade eeldatava arengu kohta. Näiteks võlakirju ostes ja müües väljendavad finantsturgudel osalejad kaudselt oma ootusi reaaltressimäärade ja inflatsiooni edasise arengu suhtes. EKP analüüsib mitmesuguste meetodite abil finantsinstrumentide hindu,

**Varahinnad
annavad teavet
erasektori
ootuste kohta**

et selgitada välja turgude kaudsed ootused edasise arengu osas. Varade turg ja seega ka varade hinnad on oma olemuselt tulevikku suunatud. Seepärast kajastavad varade hindade muutused suuresti „uudiseid” – teavet finantsturgude jaoks ootamatute muudatuste kohta. Selles mõttes võib varahindade jälgimine aidata kindlaks teha

majandust parasjagu tabavaid šokke, sealhulgas neid, mis on seotud ootustega edasise majandusarengu suhtes. Finantsturgude analüüsi kaudu saab hinnata mitmesugustest allikatest pärit statistilist teavet finantsvarade hindade kohta. Peale selle kogub ka EKP ise teatavat statistilist teavet (vt taustinfo 3.4).

Taustinfo 3.5 Teabe tuletamine finantsturgude hindadest

Finantsturgude hinnad kätkevad endas investorite ootusi majanduse edasise arengu suhtes ja on seepärast rahapoliitika kujundajatele väärtuslikuks teabeallikaks. Näiteks kui vaadata võlakirjade nominaal- ja reaaltulusust tähtaegade lõikes, saab hinnata erasektori ootusi intressimäärade ja inflatsiooni edasise arengu suhtes.

Võlakirjade nominaaltulususe tähtjastruktuurist saab tuletada forvardintressimäärasid, mis väljendavad lühiajaliste intressimäärade ja nendega seotud riskipremiate eeldatavat arengut tulevikus. On ilmne, et see teave on keskpangale oluline, sest see näitab, millal ja millises ulatuses ootavad turuosalisel baasintressimäärade muutumist.

Võlakirjade nominaal- ja reaaltulususe arengut koos analüüsidest saab hinnata erasektori inflatsiooniootusi. Tavalise ehk fikseeritud põhisummaga võlakirja tulusus koosneb kolmest osast: reaalne intressimäär, investorite inflatsiooniootused ja riskipremia, mis hüvitab investoritele inflatsiooniga seotud ebakindluse. Teine inflatsiooniootuste tuletamiseks vajalik element on inflatsiooniindeksiga seotud põhisummaga võlakirjade tulusus. Euroalal on sellistele valitsussektori võlainstrumentidele väga suur turg, mille põhiosa makse ja kupongimaksete suuruse määrab ära inflatsiooni areng, nagu seda väljendab ÜTHI (v.a tubakas). Sedasi on nende võlakirjade omanikud sisuliselt inflatsiooniriski eest kaitstud ning nende tulusust saab tõlgendada reaalse intressimäärana. Seega väljendab sama järelejäänud tähtajaga tavalise ehk fikseeritud põhisummaga võlakirja ning inflatsiooniindeksiga seotud põhisummaga võlakirja tulususe vahe investorite inflatsiooniootusi ning nendega seotud riskipremiaid. Seda vahet nimetatakse ka võlakirjaturupõhiseks inflatsiooniootuseks.

Kuna võlakirjaturupõhiseid inflatsiooniootusi saab arvutada mitmesuguste tähtaegade lõikes, on neid võimalik kasutada inflatsiooniootuste ja nendega seotud riskipremiate hindamiseks mitmesuguste perspektiivide ulatuses. Lisaks saab tähtjastruktuurist tuletada forvarditepõhiseid inflatsiooniootusi. Näiteks viieaastaste forvardite põhine inflatsiooniootus viieks aastaks näitab, kui kinnistunud on pikemaajalised inflatsiooniootused.

Kuna võlakirjaturupõhised inflatsiooniootused tuginevad igapäevastele finantsturuandmetele, annavad need sagedast teavet. Sellegipoolest tuleb nendest saadud signaale tõlgendada mõningase ettevaatusega. Esiteks kajastavad võlakirjaturupõhised inflatsiooniootused nii „puhtaid” inflatsiooniootusi kui ka inflatsiooniga seotud riskipremiaid. Kuigi teatavad varade hinnamudeleid kasutavad ökonomeetrilised

meetodid võtavad seda arvesse, kaasneb selle näitaja lahutamiseiga ootusteks ja preemiatega suur ebakindlus. Teiseks mõjutavad tavaliste ja inflatsioonindeksiga seotud põhisummaga võlakirjade hindu ja nendega kauplemist veel mõned tegurid, näiteks likviidsusolukord võlakirjaturul või finantsturgudel valitseva ärevuse korral turvalisemate instrumentide eelistamine. Kõnealused tegurid mõjutavad nimetatud võlakirjaliike tavaliselt erinevalt. Need võivad märgatavalt mõjutada võlakirjaturupõhiseid inflatsiooniootusi, ilma et nende aluseks olevald ootused ja riskipreemiad muutuksid. Sedalaadi mõjud, mis muudavad võlakirjaturupõhistes inflatsiooniootustes sisalduva teabe inflatsiooni kohta ebatäpseks, olid eriti nähtavad 2007. aastal alanud finantskriisi mitmes etapis.

Neil põhjustel on oluline võrrelda võlakirjaturupõhistes inflatsiooniootustest tuletatud teavet teistest näitajatest saadud signaalidega. Teised näitajad võivad olla näiteks uuringutes tuvastatud inflatsiooniootused (kuigi uuringuid korraldatakse harvemini) ning muud finantsturiinstrumentid, näiteks inflatsioonindeksiga seotud vahetustehingute määrad. Nimetatud vahetustehingud kujutavad endast tuletisinstrumente, mille alusel kaks lepingupoolt lepivad kokku, et vahetavad kindlasummalise makse sellise makse vastu, mis on seotud tegeliku inflatsiooniga lepinguperioodil. Nagu võlakirjaturupõhiste inflatsiooniootuste puhul, nii saab ka nendest instrumentidest tuletada inflatsiooniootusi ja nendega seotud riskipreemiaid. Samas eeldatakse, et tegurid, mis moonutavad võlakirjaturupõhiste inflatsiooniootuste teabeväärtust, ei mõjuta samal ajal inflatsioonindeksiga seotud vahetustehinguid.

Peale nominaalsete ja reaalsete intressimäärade tähtjastruktuuri annavad erasektori ootuste kohta teavet ka muude varade hinnad. Need ootused puudutavad varahindasid ja nende kõikumist tulevikus, aga kaudsemalt ka majandusaktiivsust. Seega kuuluvad rahapoliitilise analüüsi vahendite hulka ka meetodid, millega tuletatakse turu ootusi sellistest instrumentidest nagu vahetuskursifutuurid ja aktsiaoptsioonid.

Vahetuskursi arengu analüüs

Põhjalikult hinnatakse ka vahetuskurside arengut ja nende mõju hinnastabiilsusele. Nagu punktis 3.2 juba osutatud, on vahetuskursi kõikumistel, mis kajastuvad impordihindades, otsene mõju hindade arengule. Vahetuskursi kõikumised võivad muuta ka euroalal toodetud kaupade hindade konkurentsivõimet rahvusvahelistel turgudel, mõjutades seega nõudlustingimusi ja isegi hindade võimalikku arengut. Kui vahetuskursi kõikumised avaldavad mõju palkade ja hindade kujundajate ootustele ja käitumisele, võib avalduda ka teisene kaudne mõju.

EKP majandusanalüüsi on aja jooksul täiustatud, seda suuresti tänu asjaolule, et euroala reaalmajanduse ja finantsstatistika ning selle töötlemine on edasi arenenud. Lisaks on varasema arengu ja hetkeolukorra paremaks hindamiseks ja mõistmiseks välja töötatud analüütilisi ja empiirilisi mudeleid, mis võimaldavad koostada euroala majanduse kohta täpsemaid lühiajalisi prognoose ja korrapäraseid makromajanduslikke ettevaateid. Tuginedes laekuvatele andmetele ning kõikidele olemasolevatele analüüsivahenditele, on võimalik põhjalikult hinnata euroala

Majandusanalüüsi on aja jooksul täiustatud

majanduse olukorda ja väljavaadet ning seda jooksvalt ajakohastada.

Euroala makromajanduslikud ettevaated ...

EKP avaldab euroala makromajanduslikke ettevaateid neli korda aastas oma kuubülletäänis. Eurosüsteemi ekspertide ettevaated, mille EKP ja euroala keskpankade eksperdid koostavad üheskoos kaks korda aastas, avaldatakse juuni ja detsembri numbris. EKP ekspertide ettevaated avaldatakse märtsi ja septembri numbris. Nendel ettevaadetel on majandusanalüüsis oluline osa. Need aitavad korrastada ja koondata suurt hulka majandusandmeid ning tagada eri andmeallikate järjepidevuse. Seega võib ettevaadet pidada põhiteguriks, mis aitab paremini hinnata majandusväljavaateid ning inflatsioonimäära kõikumisi lühikese kuni keskpika aja jooksul.

... mis põhinevad tehnilistel eeldustel ...

Sõnaga „ettevaade“ rõhutatakse, et tegemist on stsenaariumi põhjal saadud tulemustega, mis põhinevad mitmetel tehnilistel eeldustel. Algselt lähtusid ekspertide ettevaated eeldusest, et intressimäärad püsivad muutumatuna. Praktikas sellist olukorda suure tõenäosusega ei eksisteeri, kuna rahapoliitika reageerib alati hinnastabiilsusega seotud ohtudele. Alates 2006. aasta juunist lähtutakse eurosüsteemi ettevaadete puhul eeldusest, et lühiajalised intressimäärad muutuvad kooskõlas turgude ootustega. Tegemist on puhttehnilise muutusega, mis võeti kasutusele selleks, et veelgi parandada ettevaadete kvaliteeti ja sisemist loogikat. Arvestades seda, et eeldatavad ja tegelikud intressimäärad on siiski erinevad, on selge, et ettevaade ei ole üldiselt parim tuleviku, eriti mõnevõrra kaugema tuleviku ennustaja. Seepärast ei tohiks eurosüsteemi/EKP ekspertide inflatsiooni käsitleva makromajandusliku ettevaate puhul mingil juhul arvata, et kaheldakse EKP nõukogu pühen-

dumuses säilitada keskpikas perspektiivis hinnastabiilsus. Palkade ja hindade kujundajad (st valitsussektor, ettevõtted ja kodumajapidamised) peaksid arvestama, et hindade areng keskpika ja pika aja vältel on kooskõlas EKP hinnastabiilsuse kvantitatiivse määratlusega ja ennekõike eesmärgiga hoida inflatsioon alla 2%, kuid selle lähedal.

Ekspertide makromajanduslike ettevaadete koostamisel kasutatakse mitmesuguseid vahendeid ja sisendandmeid. Nii euroala kui ka üksikute liikmesriikide kohta on olemas mitmeid makroökonomeetrisi mudeleid. Kuna mudelite tulemused sisaldavad mingis ulatuses ebakindlust, on ühe ja kõikehõlmava raammudeli asemel soovitatav kasutada mitut mudelit, mis tuginevad erinevatele vaatenurkadele majanduse struktuuri osas ning mille hindamisel on kasutatud eri meetodikaid. Mudelite tulemuste põhjal koostatud ettevaateid korrigeeritakse, lähtudes nii EKP kui ka liikmesriikide keskpankade ekspertide tehnilistest eriteadmistest. Asjaolu, et ettevaated esitatakse vahemike kujul, väljendab samuti nendega paratamatult seotud ebakindlust. Vahemike arvutamiseks kasutatakse mitmesuguseid meetodeid. Alates 2009. aasta detsembrist on vahemike laius tuletatud vigade põhjal, mis on esinenud varasemates ettevaadetes, kus suured vead loeti erinditeks ning jäeti valimist välja.

Kuigi ekspertide makromajanduslikud ettevaated on kasulikud, on neil oma puudused. Esiteks mõjutab lõpptulemust väga palju see, millist kontseptuaalset raamistikku ja milliseid meetodeid ettevaate koostamisel kasutatakse. Igal juhul suudetakse anda üksnes lihtsustatud ülevaade tegelikust olukorrast ja hõlmamata võivad jääda rahapoliitika seisukohast olulised küsimused.

... mudelitel ja ekspertide tehnilistel eriteadmistel ...

... on kasulikud, kuigi neil on ka mõned puudused ...

Teiseks sisaldab ettevaade üksnes kokkuvõtlikku majandusülevaadet, mis ei hõlma kogu asjakohast teavet. Ettevaadete koostamisel on küllaltki raske võtta arvesse mõningaid olulisi andmeid – näiteks rahaagregaatides sisalduvat teavet – ning samuti võivad andmed pärast ettevaadete lõplikku viimistlemist muutuda. Kolmandaks mõjutavad ekspertide enda arvamused paratamatult ettevaate tulemusi ning mõnikord võib olla põhjendatud mitte nõustuda teatavate seisukohtadega. Neljandaks, ettevaated põhinevad alati konkreetsetel eeldustel – näiteks naftahinna või vahetuskursside kohta –, mida saab ümber lükata või mis võivad kiiresti muutuda ja muuta ettevaate aegunuks. Arvestada tuleb ka sellega, et mida pikem on ettevaateperiood, seda vähem usaldusväärne ettevaade on. Mõnel juhul, konkreetsetel seoses varahindade heitlikust arengust tuleneva ebakindlusega, võib keskpangal olla otstarbekam lähtuda intressimäärasid puudutavate otsuste tegemisel arengust, mis mõjutab hinnastabiilsust pikema perioodi vältel kui seda on tavapärane prognoosimisperiood.

... mis viitab vajadusele kasutada erinevaid allikaid ja meetodeid

Oma prognooside koostamisel kasutatavate mudelite aluseks olevate eelduste puhul hindab ja võrdleb keskpank mõistagi eri allikatest pärit andmete usaldusväärsust. Majandusolukorra ja hinnastabiilsuse väljavaadete igakülgseks hindamiseks on oluline, et EKP nõukogu saaks otsuste langetamisel tugineda eri meetodite abil saadud andmetele ning eri mudelite põhjal koostatud poliitikasimulatsioonidele. Nõukogu peab andma ka oma hinnangu, eriti selles osas, mis puudutab mõne hüpoteetilise stsenaariumi realiseerumise tõenäosust. Seepärast peab ettevaadete puhul alati põhjalikult ja laiapõhjaliselt analüüsima majanduses toimivaid jõude.

Eespool nimetatud põhjustel on ekspertide makromajanduslikel ettevaadetel EKP rahapoliitilises strateegias tähtis, kuid siiski piiratud roll. EKP nõukogu võtab neid arvesse koos muu teabega ja tulemustega, mis saadakse kaheksambalist lähenemisviisi kasutades. Näiteks võetakse arvesse monetaaranalüüsi, analüüsitakse finantsinstrumentide hindu, eri majandusnäitajaid ning teiste institutsioonide prognoose. EKP nõukogu ei võta vastutust ettevaadete sisu eest ning kasutab oma hinnangute kujundamisel ja avaldamisel ka muid allikaid.

Monetaaranalüüs

Monetaaranalüüsil on EKP rahapoliitilises strateegias tähtis roll. See tuleneb asjaolust, et keskpika ja pikema aja jooksul on rahapakkumise kasv ja inflatsioon omavahel tihedalt seotud (taustinfos 3.6 antakse ülevaade mitmest sellel teemal tehtud uurimusest). Rahapoliitikas kasutatakse seda üldtunnustatud seost kindla ja usaldusväärse nominaalse ankruna tavapärasest pikemaajaliste inflatsiooniprognoside koostamisel. Monetaaranalüüsile EKP strateegias tähtsa rolli andmine aitab seega kinnitada ühtse rahapoliitika orienteeritust keskpikale perspektiivile. Monetaaranalüüs tagab, et keskpangad peavad meeles olulist põhimõtet, et majanduse arengule reageerides peab rahapakkumise kasvumäär olema piisavalt pika aja jooksul kooskõlas hinnastabiilsusega. Kui rahapoliitilistes otsustes ja nende mõju hindamisel võetakse arvesse mitte ainult majandus- ja rahandustingimuste analüüsist saadavaid lühiajalisi signaale, vaid ka rahapoliitika kaalutlusi ja likviidsusolukorda, saab keskpank näha mitmesuguste lühiajaliste hinnašokkide ajutistest tagajärgedest kaugemale ning vältida ennatlike rahapoliitiliste meetmete võtmist.

Kokkuvõttes on ettevaadetel tähtis, kuid piiratud roll

Raha kui nominaalne ankur

Taustinfo 3.6 Raha ja hinnad pikas perspektiivis

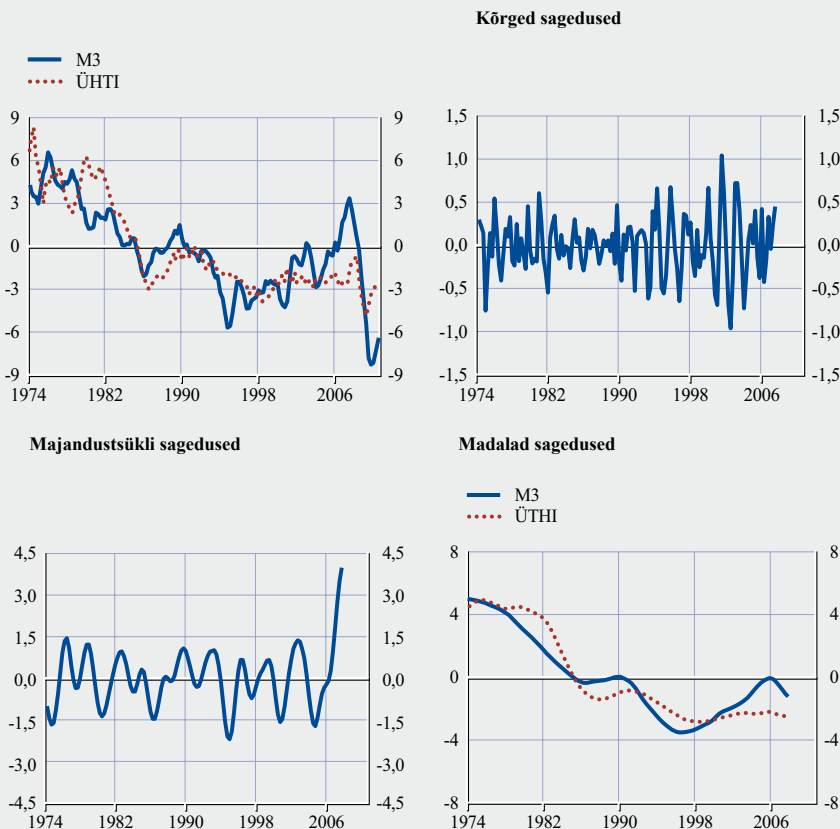
Rahapakkumise kasvu ja inflatsiooni vahelisel pikaajalisel seotusel on kindlamaid ja usaldusväärsemaid tõestusi empiirilises majanduskirjanduses. On tuvastatud, et see seos peab vastu ajaproovile ja on ühesugune eri riikides ning rahapoliitilistes režiimides, mis lubab oletada, et ta kuulub otseselt majanduse struktuuri.

Selle seose olemasolu euroalal on kinnitanud mitmed uuringud, kus on kasutatud erinevaid empiirilisi meetodeid. Näitlikkuse mõttes on hea kasutada statistilist filtreerimist, millega saab kõikumisi rahapakkumises ja inflatsioonis eristada vastavalt sellele, kui püsivad need on. See meetod eristab rahapakkumises püsivamaid, trendisarnaseid liikumisi (nn vähese sagedusega komponent), liikumisi, mille kõikumised on lühemad ja mis on seotud majandustsükliga, ning liikumisi, mis kajastavad korrapäratut ja ajutist arengut (nn sageli muutuv komponent).

Joonisel 3.2 kujutatud andmed kinnitavad rahapakkumise ja hindade pikaajalist seotust kahes osas: M3 kasvu vähese sagedusega komponent liigub tihedas kooskõlas inflatsiooni

Joonis 3.2 M3 ja ÜHTI sagedusjaotus

(aastamuutus protsentides, hälve keskmisest)



Allikad: EKP ja EKP arvutused.

vähese sagedusega komponendiga ning muutused rahapakkumise kasvutrendis eelnevad süstemaatiliselt muutustele inflatsiooni kasvutrendis.

Rahapakkumise kasvu ja inflatsiooni vaheline püsiv pikaajaline seos ei välista nendevaheliste tihedate seoste olemasolu ka sageli muutuvate komponentide osas. Empiirilised uuringud on tõepoolest näidanud, et rahapakkumises toimuvate liikumiste püsimine, mida saab kõige rohkem seostada inflatsioonitrendiga, sõltub sellest, mis laadi šokid majandust tabavad. Üldiselt aga mõjutavad rahapakkumise lühiajalist arengut ajutised muutused rahanõudluses ning finantsüsteemis, millel ei ole hindade arengule mingit mõju ja mis seetõttu muudavad rahapakkumise ja inflatsiooni vahelise seotuse lühikeses perspektiivis hägusemaks. Sel põhjusel kasutab EKP oma rahapoliitilises raamistikus inflatsioonidünaamika hindamiseks lühikeses kuni keskpikas perspektiivis peamiselt majandusanalüüsi.

**Praktiline
meetod
rahapakkumise
arengusuundade
väljaselgitamiseks**

Monetaaranalüüsist lähtuv vaade keskpikas kuni pikas perspektiivis hinnastabiilsust ohustavatele riskidele osutab sellele, et rahapakkumise lühiajaline areng ning rahapoliitilised otsused ei ole mitte kunagi omavahel otseselt seotud. Praktiline probleem seisneb selles, kuidas määrata aluseks olevat rahapakkumise kasvutempot, st rahamassi kasvutempot, mis annab märku hinnastabiilsust ohustavatest riskidest keskpikas kuni pikas perspektiivis. Statistiline filtreerimismeetod, millest on juttu taustinfos 3.6, väljendab küll hästi rahamassi ja hindade pikaajalisi seoseid, kuid ei ole praktikas eriti usaldusväärne poliitikahinnangute saamiseks reaaliajas, sest filtreerimismeetoditega kaasnev tasandamine eeldab, et väikese sagedusega komponendi täpseks määramiseks valimi lõpus tuleb raha kohta kasutada nii olemasolevaid varasemaid andmeid kui ka ebakindlaid tähelepanekuid tuleviku kohta.

Seepärast kasutatakse EKP monetaaranalüüsis aluseks oleva rahapakkumise kasvutempo leidmiseks praktilisemat meetodit. Selleks analüüsitakse põhjalikult likviidsusolukorda ega piirduta ainult rahaagregaadiga M3; uuritakse

tähelepanelikult ka M3 kasvumäära bilansi kontekstis (st M3 vastaskirjeid rahaloomeasutuste sektori konsolideeritud bilansis, eriti erasektorile antavaid laene) ning selle koosseisu (st komponente ja sektorite osakaale).

Seejuures kasutatakse nii ekspertide eriteadmisi kui ka formaalsemaid ja rohkem struktureeritud meetodeid, mis hõlmavad hulka mudeleid ja analüüsivahendeid (ülevaade mõnest korrapäraselt kasutatavast vahendist antakse taustinfos 3.7). Ekspertide teadmised finants- ja rahasektori institutsioonilistest aspektidest aitavad kindlaks määrata rahapakkumise arengus seda komponenti, mida võib seostada ajutiste teguritega, nagu näiteks muutused intressi- või kapitalitulu maksustamises või raha hoidvate sektorite portfelli vahendite jaotamises. Sellistest eriteguritest mõjutatud rahapakkumise areng hinnastabiilsuse väljavaate kohta infot ei anna.

Selline lähenemine on oluline ka EKP poolt kindlaks määratud laia rahaagregaadiga M3 kasvumäära kontrolliväärtuse jooksva kasutamise seisukohast. Kui rahamassi kasvumäär kaldub kontrolli-

**Rahapakkumise
kasvu
kontrolliväärtus**

väärtusest kõrvale, võib see osutada nii ajutistele kui ka püsivatele teguritele. Hindade arengut mõjutavad enamasti ainult viimased. Seega ei reageeri rahapoliitika M3 kasvumäära kõrvalekalletele kontrollväärtusest automaatselt. Sellised kõrvalekalded ajendavad aga põhjalikult uurima ja hindama mõjutajate laadi ja püsivust. Seejuures kasutatakse palju rohkem andmeid kui ainult M3; analüüsitakse näiteks M3 komponente ja vastaskirjeid pankade bilansis, intressimääravahemike arengut ja EKP pankade laenu-tegevuse uuringute andmeid. Kuid kontrollväärtus ise näitab, et EKP näeb enda kohustusena analüüsida rahapakkumise arengut põhjalikult, ning annab seeläbi garantii, et tema rahapoliitika on orienteeritud keskpikale kuni pikale perspektiivile.

Monetaar-
analüüs
keskendub
hinnastabiilsuse
riskidele
keskpikas
kuni pikas
perspektiivis ...

Rahapakkumise kasvu ja hindade arengu pikaajalise seotuse põhjal on võimalik hinnata hinnastabiilsuse riske keskpikas kuni pikas perspektiivis, jättes seejuures eraldi käsitlemata ülekandemehhanismi toimimise. Samal ajal võivad viivitused, millega rahapakkumise dünaamika pikad hälbed ajaloolistest normidest viivad hinnastabiilsuse riskideni, olla pikad ja erinevad. See rõhutab veel kord, kui oluline on mõista kanaleid, mille kaudu rahapakkumise areng mõjutab lõpuks hindade arengut. Kuigi monetaaranalüüsi keskmes on eelkõige rahapakkumise areng, pakuvad erilist huvi püsivad kõrvalekalded sellest, kuivõrd need mõjutavad varaturu arengut. Rahapakkumise tasakaalustamatus ülemäärase raha- ja laenu-loome kujul võib avalduda kõrgemates varahindades, enne kui see hakkab aktiivselt määrama tarbijahindade arengut

keskpikas kuni pikas perspektiivis (seda seost käsitletakse jaotises 3.6).

EKP püüab monetaaranalüüsi abil kindlaks määrata aluseks olevat rahapakkumise kasvutempot, mis on tugevalt seotud inflatsiooni arenguga keskpikas kuni pikemas perspektiivis. Samal ajal võib raha- ja laenu-pakkumise arengu põhjalik analüüs anda väärtuslikku teavet ülekandemehhanismi toimimise kohta. Viimase osas aitab monetaaranalüüs täpsemalt analüüsida kodumajapidamiste, ettevõtete ja pankade portfelli-de koosseisu kohandusi seoses tulususe ning üldisemalt varahindade muutustega. Lisaks on pankade bilansside üksikasjalik analüüs määra-va tähtsusega pangandussektoris valitseva olukorra hindamisel ning seega mittefinantssektorile kättesaadavate rahastamisvahendite väljaselgitamisel. See teave on abiks ka teatavate varade hindade kujunemise ja finants-turgudel täheldatud arengusuundade jätkusuutlikkuse hindamisel.

... ja annab
väärtuslikku
teavet ülekande-
mehhanismi
kohta

See, et rahapakkumise arengus ilmnevate tasakaalustamatuste süstemaatiline analüüs on strateegilise rahapoliitika samba näol kaasatud poliitika kujundamise protsessi, kujutab endast keskpanga jaoks vahendit, mille abil saab hinnata, kas finantsturud on heas seisus ja jätkusuutlikud või kas arengud finantsturgudel võivad pikemas perspektiivis ohustada hindade stabiilsust ja majandust üldisemalt. Viimasel juhul võib nn rahapoliitika sammast soodustada tasakaalustamatuste korral omamoodi vastutuule toetamise efekti (*leaning against the wind*) avaldumist, mis võib olla ennetavaks kaitseks pikas perspektiivis hinnastabiilsust ohustada võivate riskide eest.

Taustinfo 3.7 Monetaaranalüüsi vahendid

EKP monetaaranalüüsi on viimastel aastatel märkimisväärselt täiustatud. Välja on töötatud uued vahendid, mis aitavad rahapakkumise ning selle aluseks oleva hinnataseme arengu seoseid hinnata täpsemalt ja põhjalikumalt ning neid analüüsides paremini põhistada. Seda silmas pidades kirjeldab käesolev taustinfo nelja analüüsivahendite liiki, mida EKP monetaaranalüüsis regulaarselt ja ulatuslikult kasutatakse: rahanõudluse mudelid, struktuursed üldtasakaalumudelid, kus aktiivne roll omistatakse raha- ja laenupakkumisele, rahapakkumisel põhinevad inflatsiooniriski näitajad ning vahendivoogude analüüsid.

Rahanõudluse mudelite abil tehakse rahapakkumise arengu põhjal poliitika seisukohast tähtsaid hinnanguid peamiselt kahel viisil. Esiteks mõõdetakse nende abil mitmesuguste makromajanduslike mõjurite osatähtsust rahapakkumise kasvus. See aitab paremini mõista rahapakkumise kasvu põhjusi, mis on vajalik aluseks oleva rahapakkumise kasvutempo mõistmiseks. Teiseks töötatakse rahanõudluse mudelite abil välja normatiivseid võrdlusnäitajaid rahamassi suuruse või rahapakkumise kasvu jaoks, mis on kooskõlas hinnastabiilsusega keskpikas perspektiivis. Rahapakkumise tegeliku kasvu kõrvalekaldeid nendest näitajatest tuleks aga tõlgendada ettevaatusega. Kõrvalekaldeid võivad pöörduda pigem rahapakkumise aeglase kasvu korral pikema aja jooksul ja mitte kiirema inflatsiooni korral, näiteks seoses finantsvõimenduse vähendamisega raha hoidvates sektorites.

Struktuursed üldtasakaalumudelid, kus raha- ja laenupakkumisele omistatakse aktiivne roll, täiendavad rahanõudluse mudeleid. Nad aitavad täpsemalt määrata tegureid, mis mõjutavad raha- ja laenupakkumise arengut. Samuti annavad nad mudelisiseseid sidusa ülevaate sellest, kuidas rahapakkumise kasv võib olla seotud hindade arenguga, näiteks ootuste mõju või varahindade arengu kaudu.

Aluseks olevate rahapakkumise trendide ning hinnastabiilsuse riskidele avalduva mõju väljaselgitamine on ennekõike hinnanguline ja hõlmab eri mudelite, vahendite, andmete ja analüüsides põhjal saadud tulemuste sünteesimist. Seda hindamist täiendavad aga rahapakkumisel põhinevad inflatsiooniriski näitajad. Need on empiirilised vahendid, mille puhul kasutatakse ära seda, et rahapakkumise tasakaalustatud kasvul on ettevaatava näitaja omadused ja selle põhjal saab leida keskmise inflatsiooni keskpikas perspektiivis. Nende abil saadakse seetõttu ülevaade rahapakkumise andmete põhjal hinnastabiilsust samas perspektiivis ohustavatest riskidest.

Vahendivoogude analüüs tugineb euroala integreeritud kontode sidusale sektorisüsteemile. See täiendab ja rikastab rahaloomeasutuste bilanssidel põhinevat monetaaranalüüsi peamiselt kolmel viisil. Esiteks hinnatakse vahendivoogude analüüsis otseselt portfelliinvesteeringuid ja rahastamisvalikuid suurema hulga finantsinstrumentide ja finantsvahenduse kanalite lõikes. Teiseks koostatakse selle abil finantsettevaateid, mis kuuluvad korrapäraste makromajanduslike ettevaadete hulka, et ühitada finantsteave reaalsektori ettevaadetes sisalduvate baasandmetega. Lisaks kasutatakse vahendivoogude analüüsi tulemusi stsenaariumanalüüsides alusena. Kolmandaks annab vahendivoogude

analüüs koos reaalmuutujaid ja varahindu iseloomustavate näitajatega lisateavet rahapoliitika ülekandemehhanismi toimimise kohta.

Jätkuvate finantsuenduste ja struktuurimuutuste keskkonnas tuleb ka monetaaranalüüsis kasutatavaid vahendeid pidevalt täiustada, laiendada ja parandada, et need võimaldaksid teha usaldusväärseid ja kindlaid poliitilisi hinnanguid. Seepärast on EKP monetaaranalüüsi vahendite kogum pidevas arenemises.

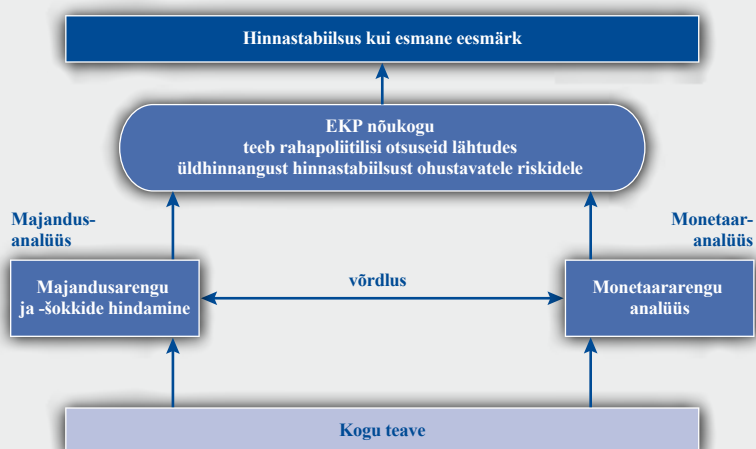
Kahe analüüsi
tulemuste
võrdlemine

Kahest sambast kogutud teabe kõrvutamine

Rahapoliitika kursi valimisel võrdleb EKP nõukogu kahest sambast koosneva süsteemi puhul lühiajalisele perioodile keskenduva majandusanalüüsi ja pikemale perspektiivile suunatud monetaaranalüüsi tulemusi. Nagu eespool märgitud, püütakse sellise võrdleva kontrollimise kaudu tagada, et rahapoliitika kujundamisel ei jää märkamata edasiste hinnasuundumuste uurimise seisukohast oluline teave. Ära kasutatakse mõlema samba kõik teineteist täiendavad omadused, kuna see tagab

kõige paremini selle, et hindade arenguväljavaadete hindamiseks asjakohast teavet kasutatakse järjepidevalt ja tõhusalt, hõlbustades nii otsuste tegemise protsessi kui ka nende teatavakstege mist (vt joonis 3.3). See lähenemisviis aitab rahapoliitikas vältida vigu, mis võivad tekkida, kui otsuseid tehakse liiga palju ühele näitajale, prognoosile või mudelile tuginedes. EKP strateegia eesmärk on tõlgendada majandusolusid võimalikult erinevatest aspektidest ja rakendada ebakindlas keskkonnas jõulist majanduspoliitikat.

Joonis 3.3 EKP stabiilsusele suunatud rahapoliitika strateegia



3.6. RAHAPOLIITIKA, FINANTSSTABIILSUS JA VARAHINNAD

Keskpankade roll
finantsstabiilsuse
toetamisel

Finantsstabiilsus ja hinnastabiilsus

Mõnel keskpangal on finantsstabiilsuse toetamisel oluline roll. Hinnastabiilsus on praegu enamiku maailma keskpankade peamine eesmärk, kuid vastutus finantsstabiilsuse eest on enamasti vähem formaliseeritud või antud valitsussektorile. Need keskpangad, kellele on antud selge mandaat finantsstabiilsuse tagamiseks, peavad kõnealuse eesmärgi saavutamiseks mõnikord kasutama nende käsutuses olevaid rahapoliitilisi vahendeid vaatamata sellele, et nad on seejuures võib-olla sunnitud leidma kompromissi hinnastabiilsuse eesmärgiga. EKP rahapoliitikas on finantsstabiilsuse tagamine allutatud hinnastabiilsuse eesmärgile (vt 1. peatükk). See peegeldab seisukohta, et rahapoliitika saab finantsstabiilsust toetada kõige paremini hinnastabiilsust säilitades.

Finantsstabiilsus
ja hinnastabiilsus

Hinnastabiilsus on finantsstabiilsuse eeltingimus. Samal ajal aitab finantsstabiilsuse tagamine rahapoliitika ülekandemehhanismi nõuetekohase toimimise abil keskpangal hinnastabiilsust kindlustada. Seega on finantsstabiilsus ja hinnastabiilsus pikema aja jooksul teineteist toetavad poliitikaeesmärgid. Lühemas perspektiivis ei pruugi need aga teineteist alati toetada. Isegi stabiilsete hindade juures võivad finantsstabiilsuse tekkida tasakaalustamatused, mis võivad ohustada hinnastabiilsuse tagamist. Varahindade mullide korral peavad keskpangad oma rahapoliitilise kursi kujundamisel keskenduma pikema perioodile. Keskpikale vaatele orienteerudes saavad poliitikakujundajad tabada šoki pikemaajalist mõju ja teha rahapoliitilisi otsuseid, mis vähen-

davad varahindade tasakaalustamatust. Eelnevalt kindlaks määratud ja konkreetset poliitika kujundamise perioodi järgiv poliitikaraamistik võib põhjustada olukorra, kus poliitikakujundajad on hinnastabiilsust ohustavate riskide hindamisel liiga lühinägelikud, ning destabiliseerida inflatsiooniootusi.

Keskpankade reageering varahindade arengule

Varahinnad võivad vahetevahel tõusta vara väärtusega kooskõlas olevast tasemest kõrgemale. Niisugune areng võib viidata mullile varaturul ehk hindade kiirele ja kestvale tõusule, millega kaasneb mingil hetkel tulevikus kindlasti hindade langus, mis võib olla suhteliselt järsk. Varahindade mulli korral teave varahindade kohta hägustub. Tavapärastes oludes on varahinnad väga oluline teabeallikas. Varahinnad on oma olemuselt ettevaatavad, kuna kujunevad valdavalt selle põhjal, millised on turuosaliste ootused aluseks olevate varade tasuvuse muutuse suhtes. Mulli tekkimisel võivad ootused varahindade kohta aga peegeldada ülemäära optimistlikku nägemust.

Mullid võivad moonutada ressurside jaotust majanduses ning pikaajaliselt kahjustada makromajanduslikku stabiilsust. Viimast silmas pidades võib varahindade mulli lõhkemine – kui ülemäära optimistlikud ootused varade tasuvuse suhtes korrigeeritakse järsult allapoole – tähistada majanduslanguse algust. Kui varahindade mulliga kaasneb ülemäärane laenu- ja likviidsuspakkumine, võib mulli lõhkemine luua üldise deflatsioonilise keskkonna. Pärast mulli lõhkemist võib majanduses alata pikk kohanemisperiood, mil kasv on keskmisest aeglasem, kuni see jälle stabiliseerub.

Varahindade
mullid ...

... võivad
ohustada
majandust ...

... ja on reaalajas raskelt identifitseeritavad

Varahindade mullid on seega keskpanga rahapoliitilises strateegias tähtis teema. Spekulatiivse mulli tuvastamiseks on vaja hoomata, milline võiks olla varade n-õ õige väärtus, kuid sedalaadi võrdlus-alused kätkevad endas harilikult palju määramatust. Seda arvestades võib poliitikakujundajatel olla raske avastada varahindade mulle reaalajas, eriti mulli moodustumise faasis. Seepärast saab varahindade mulle sageli teatava kindlustundega identifitseerida alles pärast nende tekkimist.

Finants-süsteemis kujuneva tasakaalustamatuse näitajad

Kuigi eespool mainitud raskused varahindade mullide tuvastamisel on märkimisväärsed, näitab ajalugu, et kokkulangevad ja üksteist täiendavad ülemäärasuse märgid võivad viidata varahindade mulli tekkimisele. Näiteks võivad rahalise ja finantstasakaalustamatuse koondnäitajad olla vahendiks, mille abil hinnata varahindade buumi kestust. Põhjalikes empiirilistes uuringutes on leitud, et rea monetaar- ja finantsnäitajate ning varahindade inflatsiooni vahel eksisteerib selge seos, eriti finants-süsteemis häireid põhjustavate varahindade mullide ajal. Üks kõnealustest näitajatest on laenupakkumise agregeeritud näitaja, millel näib olevat üpris süstemaatiline seos varahindade suurte kõikumistega.

Rahapoliitika reageering varahindade mullidele

Erialakirjanduses on arutatud mitut viisi, kuidas keskpank võib varahindade mullidele reageerida. Kõige radikaalsem viis on kaasata varahinnad otse hinnastabiilsust kirjeldavasse hinnaindeksisse. Varahindade sarnane sidumine tarbijahindadega – kas nende kaasamise teel laiendatud hinnaindeksisse või mõnel muul moel – ei ole aga mõistlik, kuna sel juhul põhjustavad rahapoliitilised meetmed suure tõenäosusega mulli purunemise ning majan-

dus muutub seeläbi tarbetult veelgi ebastabiilsemaks. Üks võimalus, mida paljud keskpangad enne ülemaailmse finantskriisi puhkemist toetasid, on hoiduda rahapoliitiliste meetmete rakendamisest varahindade mulli tekkimisel ja paisumisel ning tegelda mulli tagajärgedega pärast selle lõhkemist.

Varahindade mullide purunemine rahapoliitiliste meetmete tõttu ei ole stabiilsusele orienteeritud rahapoliitika puhul arvessevõetav lahendus. See eeldaks rahapoliitilise hoiaku märkimisväärselt karmistamist, et tulla toime pärast mulli ilmnemist tekkivate spekulatsioonidega. Samuti kahjustaks see kasvujärgi ja võib seega tõsiselt ohustada kogu majandust. Peale selle ei pruugi mull alguses intressimäärade agressiivsele tõstmisele reageerida, mis omakorda suurendab rahapoliitika üle-reageerimise riski. Finantskriisist saadud kogemused muutsid küsitavaks varasema arusaama, et keskpangad peaksid laskma varahindade mullidel ise lõhkeda ja mitte püüdma neid ohjata ning pärast mulli lõhkemist leevendada tunduvalt rahapoliitilist kurssi, et parandada makromajanduslikku väljavaadet. Selline poliitika – kui seda järgitakse süsteemselt – võib põhjustada vale rahapoliitilise hoiaku, mis võib mulli tekkimise tõenäosust hoopis suurenda.

Aja jooksul on üha rohkem toetust kogunud nn vastutuult hoidev strateegia finantsturgudel valitsevate häirete ajal. See lähenemine ei ole suunatud mingile konkreetsele varahinnale või indeksile, vaid pigem püüab rahapoliitiliste otsuste aluseks olevasse igakülg-sesse üldanalüüsi kaasata varahindade arengust tulenevate selliste riskide analüüsi, mis ohustavad hinnastabiilsust

Mullide „lõhkumine“ võib olla kulukas

Nn vastutuult hoidev strateegia ...

keskpikas kuni pikas perspektiivis. Nii võtaks keskpank varaturu mulli tekkimise ja paisumise oludes mõneti karmima hoiaku kui siis, kui sarnane makromajanduslik väljavaade esineks tavapärasemate turutingimuste korral. Sel moel oleks keskpank turu arengu alg-etapis ettevaatlikum, püüdes hoiduda mulli paisutamisest toetava poliitikaga.

„Üheks põhjenduseks, miks nn vastutuult hoidev strateegia on kasulik, on selles sisalduv sümmeetria. Erinevalt tagajärgede kõrvaldamisele suunatud poliitikast, mille puhul rakendatakse rahapoliitika meetmeid peamiselt etapis, kus varahinnad on juba järsult langenud, kasutatakse vastutuult hoidvas poliitikas intressimäärasid juba varahindade mulli tekkimise ärahoidmiseks. Erinevalt varahindadele suunatud lähenemisest ei oleks poliitika reaktsioon selle meetodi puhul automaatne, vaid eeldaks mulli tekkepõhjuste ning majandusolukorra analüüsimist juba mulli tekkimisel.

Selles osas on EKP kaheksambaline rahapoliitiline strateegia asjakohane raamistik, et selgitada välja tingimused ja asjaolud, mille korral võib varahindade püsiv arengusuund makromajanduslikule stabiilsusele kahjulikult mõjuda. Kuigi EKP ei ole võtnud konkreetseks sihiks varahindadega seonduvat, jälgib ta tähelepanelikult raha- ja laenuloomes tekkivaid ülemääraseid kõrvalekaldeid, mis võivad püsivate arengusuundade ilmnemise korral anda teavet finantsnäitajate kohta ja näidata, kas kõnealuseid näitajaid tuleks poliitika kujundamisel arvesse võtta. Varahindade arengut ja seda, kuivõrd need ohustavad hinnastabiilsust kaugemas tulevikus, aitabki hinnata monetaaranalüüs. Vastutuult hoidva strateegia põhimõtted on kaasatud EKP

strateegiasse. Lisaks jälgib EKP tänu majandusanalüüsi ja monetaaranalüüsi tulemuste korrapärasele võrdlemisele tarbijahindade tõenäolisi arenguid pikemal perioodil. Kuna monetaaranalüüsi sammas on orienteeritud keskpikale kuni pikale perspektiivile ning selle raames jälgitakse süstemaatiliselt raha- ja laenuloome arengut, ei jää EKP kaheksambalises strateegias tähelepanuta ka selliste tegurite arengu potentsiaalne tähtsus nagu keskpika kuni pika aja jooksul tarbijahindade inflatsiooni mõjutavad jõud.

3.7. LÄBIPAISTVUS JA AVALIKUD SUHTED

Keskpanga sõltumatus, aruandekohustus ja läbipaistvus

Nagu 1. peatükis selgitatud, on mitu põhjust, miks usaldada hinnastabiilsuse tagamise ülesanne keskpangale, kes on sõltumatu ja ei allu võimalikule poliitilisele survele. Samal ajal on demokraatlikes ühiskondades keskpanga sõltumatus tasakaalustatud aruandekohustusega avalikkuse ja selle valitud esindajate ees. Aruandekohustust võib mõista kui sõltumatu keskpanga õiguslikku ja poliitilist kohustust põhjalikult selgitada ja põhjendada oma otsuseid kodanikele ja nende valitud esindajatele, seades keskpangale seeläbi vastutuse oma eesmärgi saavutamise eest. Aruandekohustus on demokraatliku legitiimsuse peamine eeltingimus ja põhielement. Selgelt määratletud mandaat on demokraatliku legitiimsuse alus, mille põhjal delegerida rahapoliitika teostamine sõltumatule keskpangale, ning hinnastabiilsuse seadmine selle keskmesse teeb avalikkusele lihtsamaks keskpangalt tema mandaadi täitmise kohta arupärimise. Selles mõttes nõuab aruandekohustus keskpangalt ülesannete täitmisel distsipliini ja üliimat professionaalsust.

Sõltumatus ja läbipaistvus

... annab teatud eeliseid

EKP rahapoliitiline strateegia võtab arvesse varahindade arengut

Keskpannga aruandekohustuse tagamise asjakohased kanalid tulenevad institutsioonilisest raamistikust ja panga mandaadist. EKP-l kui aluslepingutega loodud organil, kes tegutseb talle antud volituste piires, on põhikirjajärgne ülesanne tagada hinnastabiilsus ning täita muid keskpangale pandud kohustusi euroala kui terviku vaatenurgast. Seepärast on EKP vastutav ennekõike ELi kodanike ees ja – ametlikumal tasandil – Euroopa Parlamendi ees, mis on ainus ELi kodanike poolt otse valitud Euroopa Liidu institutsioon.

EKP suhted Euroopa Parlamendiga lähtuvad igati keskpanga sõltumatuuse põhimõttest. Euroopa Liidu toimimise leping näeb EKP-le ette rea aruandekohustusi (näiteks president peab esitama Euroopa Parlamendile ja Euroopa Liidu Nõukogule aastaaruande) ning sätestab, et president (ja vajaduse korral teised juhatuse liikmed) võib aruandmiseks esineda Euroopa Parlamendi ees (vt 1. peatükk).

Aruandekohustusega tihedalt seotud, kuid ka sellest selgelt eristuv mõiste on keskpanga (tegevuse) läbipaistvus. Läbipaistvust võib mõista kui keskkonda, kus keskpank jagab avalikkuse ja turgudega igasugust asjakohast teavet oma strateegia, hinnangute, poliitiliste otsuste ning menetluste kohta, tehes seda avatult, selgelt ja õigeaegselt. Tänapäeval peab enamik keskpankasid, sealhulgas EKP, läbipaistvust oma rahapoliitilise raamistiku oluliseks osaks, mis rõhutab tõhusa kommunikatsiooni ja avalikkusega õigesti suhtlemise tähtsust. Kõik püüded läbipaistvust suurendada on lõpuks suunatud sellele, et avalikkus saaks rahapoliitikat paremini aru, muutes selle nii usaldusväärsemaks ja tõhusamaks.

Läbipaistvus eeldab ennekõike seda, et keskpank selgitab, kuidas ta oma mandaati tõlgendab, ja et ta on oma poliitiliste eesmärkide osas otsekohene. See aitab avalikkusel keskpanga tegevust jälgida ja hinnata. Lisaks tuleb keskpangal avalikkusele selgitada analüüsi- raamistikku, mida ta kasutab oma sisesises otsustusprotsessis ja majanduse olukorra hindamisel, ja tihti tuua välja oma poliitiliste otsuste aluseks olevad majanduslikud põhjused. Läbipaistvust saab suurendada, luues süsteemse raamistiku nii sisemiseks otsustusprotsessiks kui ka avalikeks suheteks, eriti kui selliseks raamistikuks on avalikult teatavaks tehtud rahapoliitiline strateegia. Keskpanga peamine siht läbipaistvuse tagamisel peaks olema tema rahapoliitika tulemuslikkus põhikirjajärgsete eesmärkide saavutamisel. Läbipaistvus võib rahapoliitikat tõhustada mitmel põhjusel.

Esiteks, kui keskpank on oma mandaadi ja selle täitmise osas otsekohene, aitab see suurendada keskpanga usaldusväärust. Kui keskpanga tajutakse asutusena, kes tahab oma poliitilisi eesmärgi saavutada ja on selleks ka võimeline, püsivad ka inflatsiooniootused kindlal tasemel. On eriti kasulik, kui keskpank vahendab avalikkusele pidevalt oma hinnanguid majandusolukorra kohta. Lisaks on keskpankade jaoks kasulik olla avatud ja realistlik rääkides sellest, mida rahapoliitikaga on võimalik ja – mis veelgi olulisem – mida ei ole võimalik saavutada (vt jaotis 3.1).

Teiseks, kindel pühendumine läbipaistvusele nõuab poliitikakujundajatelt distsipliini. See aitab tagada, et nende otsused ja selgitused on aja jooksul järjepidevad. Mida hõlpsam on ava-

likkusel rahapoliitilisi samme jälgida, seda rohkem on otsustusorganid motiveeritud täitma oma ülesandeid nõuetekohaselt.

... ja pakub turgudele juhindumisvõimalusi

Kolmandaks, oma rahapoliitilist strateegiat teatavaks tehes ja oma korralliste majandusanalüüside tulemusi vahendades pakub keskpank turgudele juhindumisvõimalusi, nii et nende ootused saaksid kujuneda tõhusamalt ja täpsemini. See aitab turgudel mõista rahapoliitika süstemaatilisi reaktsioone majanduse arengule ja šokkidele ning seega ette aimata rahapoliitika üldist suunda keskpikas perspektiivis, muutes poliitika ettearvatavamaks. Ettearvatavus on rahapoliitika tegemisel oluline: keskpangad kontrollivad otseselt ainult väga lühikese tähtajaga intressimäärasid, kuid selleks, et rahapoliitika kanduks üle majandusse, on tähtis ka kõnealuste intressimäärade oodatav areng pikemas perspektiivis ja ebakindluse eest nõutavad riskipreemiad. Kui majandussubjektid saavad poliitika üldist arengut ette aimata, aitab see rahapoliitika mis tahes (oodatud) muutusi kiiresti finantsmuutujateks teisedada. See omakorda võib lühendada protsessi, millega rahapoliitika mõjutab investeerimis- ja tarbimisotsuseid, ja kiirendada kohandumist, mis majanduses võib vajalik olla, ning võib seega suurendada rahapoliitika tõhusust.

EKP rahapoliitilise strateegia roll avalikes suhetes

Et avalikkus rahapoliitikat paremini mõistaks, tuleb tutvustada rahapoliitika kujundamise põhiaspekte. Praktikast on siiski raske anda üldsusele ammendavat ülevaadet kõigist rahapoliitika kujundamise üksikasjadest ja aspektidest ning samal ajal tagada, et sellest teabest saadakse õigesti aru.

Rahapoliitika tutvustamisel avalikkusele tuleb seepärast teha mitmesuguseid valikuid. Läbipaistvus on midagi enam kui vaid teabe andmine. See eeldab ka teabe struktureerimist selliselt, et avalikkus sellest aru saab. Läbipaistvus on aidanud inflatsiooni ootusi kindlalt kinnistada. Tehes üldsusele teatavaks oma rahapoliitilise strateegia ning vahendades läbipaistvalt oma regulaarseid hinnanguid hinnastabiilsust ohustavatele riskidele, on EKP oma tegevuses saavutanud suure ettearvatavuse, mis muudab rahapoliitika tõhusamaks. Finantsturgude võime rahapoliitilisi otsuseid ette aimata on viimase aastakümnega üldiselt paranenud. Turud on hakanud rahapoliitikast tänu EKP tegevuse läbipaistvusele paremini aru saama.

Selge sõnumi edastamine ei tohiks aga varjutada vajadust selgitada poliitika kujundamise tegelikku olemust. Igasugusel suhtlemisel tuleb arvestada asjaoluga, et rahapoliitika toimub keerukas, ebakindlas ja pidevalt arenevas keskkonnas. EKP rahapoliitilise strateegia avalike suhete osa peab oluliseks selle keskkonna tõepärast kajastamist. EKP strateegia tutvustamine võib võrreldes mõne teise strateegiaga (nagu näiteks rahamassi juhtimine või inflatsiooni otsejuhtimine, vt taustinfo 3.3) olla keerulisem, kuid see peegeldab realistlikult mitmekülgset lähenemist rahapoliitikale, mida EKP kasutab oma sisemises otsustusprotsessis. Tulemuslik kommunikatsioon nõuab ka seda, et keskpank suhtleks mitmesuguste sihtrühmadega ja kasutaks mitmesuguseid kanaleid. Sellega seoses on EKP oma suhtekorraldustegevuses läinud Euroopa Liidu toimimise lepingus ette nähtust kaugemale ja võtnud oma aruandekohustuse ning läbipaistvuse tagamiseks kasutusele täiendavad vahendid (vt taustinfo 3.8).

... tuleb arvesse võtta poliitika kujundamise keerukust ...

... ja see peab olema kooskõlas sisemise otsustusprotsessiga

Rahapoliitika tutvustamisel avalikkusele ...

EKP kaks kõige tähtsamat suhtluskanalit on presidendi ja asepresidendi igakuised pressikonverentsid ning EKP kuubülletään. Pressikonverentsi sissejuhatavas kõnes annab president põhjaliku ülevaate poliitika seisukohast olulistest hinnangutest majanduse arengule. Kõne on üles ehitatud vastavalt EKP rahapoliitilisele strateegiale ning selle sõnastus on EKP nõukogus kooskõlastatud. Igakuisel pressikonverentsil vastatakse ka euroala ja euroalaväliste riikide ajakirjanike küsimustele ning see on platvorm, kust avalikkus saab õigeaegset ja erapooletut teavet rahapoliitiliste otsuste kohta. Pressikonverentsi sissejuhatav kõne ning küsimused ja vastused avaldatakse EKP veebisaidil juba mõne tunni möödudes. Seepärast on pressikonverents tõhus viis tutvustada ja selgitada EKP nõukogus toimunud arutelusid ning seega rahapoliitiliste otsuste tegemise protsessi.

Kuubülletäänis antakse avalikkusele ja finantsturgudele põhjalik ja kõikehõlmav ülevaade majanduskeskkonnast. Harilikult ilmub see nädal pärast EKP nõukogu istungit ning sisaldab teavet, mida nõukogu kasutas oma otsuste tegemisel. Kuubülletään sisaldab ka artikleid, milles käsitletakse pikaajalisi arengusuundi, üldteemasid või analüüsivahendeid, mida eurosüsteem rahapoliitilise strateegia raames kasutab.

Lisaks esineb EKP president neli korda aastas Euroopa Parlamendi majandus- ja rahanduskomisjoni ees. President selgitab EKP poliitilisi otsuseid ning vastab seejärel komisjoni liikmete küsimustele. Komisjoni koosolekud on avalikud ning presidendi sõnavõtt ja vastused avaldatakse nii parlamendi kui ka EKP veebisaidil. Komisjoni ees esinevad ka teised EKP juhatuse liikmed.

EKP nõukogu liikmed täidavad mitmesuguseid avalikke ülesandeid. EKP presidendi ning juhatuse ja nõukogu teiste liikmete kõned selgitavad avalikkusele EKP seisukohti. Teine tähtis kanal nii rahvusvaheliste kui ka kohalike sihtrühmadeni jõudmiseks on ka intervjuud EKP nõukogu liikmetega. Peale selle külastab EKPd palju avalikkuse esindajaid, aga ka mitmesuguste institutsioonide eksperte. EKP on pühendunud akadeemiliste ringkondadega avatud dialoogi pidamisele. EKP töötajate tehnilisemat laadi ja üldisemate poliitiliste uurimuste tulemused avaldatakse EKP teadus- ja üldtoimetistes.

Rahapoliitika läbipaistvuse nõudega kaasneb ka see, et keskpanga kogutud statistika (vt taustinfo 3.4) tuleb pärast selle usaldusväärse kinnitamist avaldada. Statistikat õigel ajal avaldades saab EKP avalikkusega jagada teavet, mis tal on olemas euroala majandusarengu kohta, ja see hõlbustab EKP nõukogu rahapoliitiliste otsuste vahendamist.

Arvestades, et eurosüsteemi kommunikatsioon toimub mitmekultuurilises ja mitmekeelses keskkonnas, on avalike suhete strateegias tähtis osa liikmesriikide keskpankadel. Nad hoiavad tihedaid sidemeid riiklike ja piirkondlike sihtrühmadega, tõlkides rahapoliitilisi signaale eri keeltesse ning kohandades neid oma riigi oludega.

3.8. EKP RAHAPOLIITILINE STRATEEGIA: TEEJUHT FINANTSKRIISI AJAL

EKP meetmed finantskriisi ajal

Hea strateegia peaks toimima nii tava-pärastes oludes kui ka siis, kui poliitika-kujundajad on vastamisi suurene-nud ebakindlusega. EKP rahapoliitiline strateegia oli ka finantskriisi ajal teeju-hiks rahapoliitiliste otsuste tegemisel. Kriisi ajal omandatud kogemused on näidanud strateegia kahesambalise raamistiku toimimiskindlust ja tõhusust. See võimaldas EKP nõukogul võtta vastu suur hulk mitmesuguseid meet-meid ja keskenduda hinnastabiilsuse säilitamisele keskpikas perspektiivis. Strateegia põhiosadest on EKP raha-poliitika sõnastamisel ja selgitamisel alates euro kasutuselevõtmist tõepoolest olnud palju kasu (vt 5. peatükk).

Reaktsioonina finantskriisile on euro-süsteem kasutanud meetmeid, mis oma laadi, rakendusala ja mahu poolest on varasemaga võrreldes ainulaadsed. Need on olnud erakorraline reaktsioon erandlikele asjaoludele, mis on seotud ebaharilikult suure ebakindluse ja eba-stabiilsusega finantsturgudel. Peale intressimäärade langetamise ajalooliselt madalale tasemele otsustas EKP nõu-kogu võtta vastu mittestandardset meetmed, mille hulka kuuluvad laiendatud krediitdivõimalused ja väärtpabe-rituruprogramm (vt taustinfo 5.1).

EKP ametlik strateegia sisaldab põhi-mõtteid, mille kohaselt kriisi ajal võetud mittestandardset meetmed järk-jär-gult lõpetatakse. Liiga pika aja jooksul toetava rahapoliitika kasutamine võib tekitada inflatsioonisurvet ning põhjus-tada häireid finantsturgudel. Äärmiselt madalate intressimäärade ja rohke lik-viidsuse keskkonnas oli väga oluline, et keskpanga lubadus lõpetada olukorra

normaliseerumisel oma standardset ja mittestandardset meetmed oleks usu-tav. EKP on isegi rõhutanud, et mitte-standardsete meetmete väljatöötamisel on juba mõeldud ka nende lõpetamise-le. Samal ajal on EKP enneaegsete ootuste vältimiseks toonitanud, et meetmete lõpetamise strateegia ole-masolu ei tähenda veel selle strateegia käivitamist. Lisaks on EKP üksikasjali-kult selgitanud oma mittestandardsete meetmete kasutuselevõtmise ja lõpeta-mise põhjuseid.

EKP tegevus avalike suhete vallas finantskriisi ajal

Nagu jaotises 3.7 selgitatud, on kommu-nikatsioonil EKP rahapoliitilises strateegias tähtis osa. Erasektori ootuste juhti-mise tähtsa vahendina aitab see märki-misväärselt parandada rahapoliitika tõhusust ja usutavust. See on eriti tähtis suurenenud ebakindluse ajal. Kogu finantskriisi ajal ja ka pärast seda on avalikes suhetes olnud EKP eesmärgiks selgitada kasutusele võetud erakorraliste meetmete põhjusi ning taastada erasek-tori usk majandusse ja turgude toimi-misse. EKP on andnud õigel ajal fakti-teavet, et olla sedavõrd erakordses olu-korras võimalikult läbipaistev. Suuresti tänu EKP tegevusele avalike suhete vallas alates sellest, kui 2007. aasta alguses tekkisid finantsturgudel pinged, on pikemaajalised inflatsiooniootused euroalal püsinud kindlalt tasemel, mis on kooskõlas EKP hinnastabiilsuse määratlusega (vt joonis 3.4).

EKP on andnud teada, et tema mitte-standardsete meetmete lõpetamise stra-teegial on neli nurgakivi.

Üks neist on selle tihe seotus EKP rahapoliitilise strateegiaga ja esmase eesmärgi ehk hinnastabiilsuse säilita-misega. See tähendab, et mittestan-

Kommuni-katsioon kui usalduse säilitamise vahend

EKP mitte-standardsete meetmete lõpetamise strateegia nurgakivid

Mitte-standardsete meetmed

EKP mitte-standardsete meetmete lõpetamise strateegia

dardsed meetmed võidakse alles jätta seniks, kuni tavapärasest palju suuremad pinged ja moonutused laenu- turudel püsivad ning rahapoliitika ülekandemehhanismi toimimine on häiritud. Kuid kui need meetmed hakkavad ohustama hinnastabiilsuse saavutamist, on vältimatu nende kohene lõpetamine.

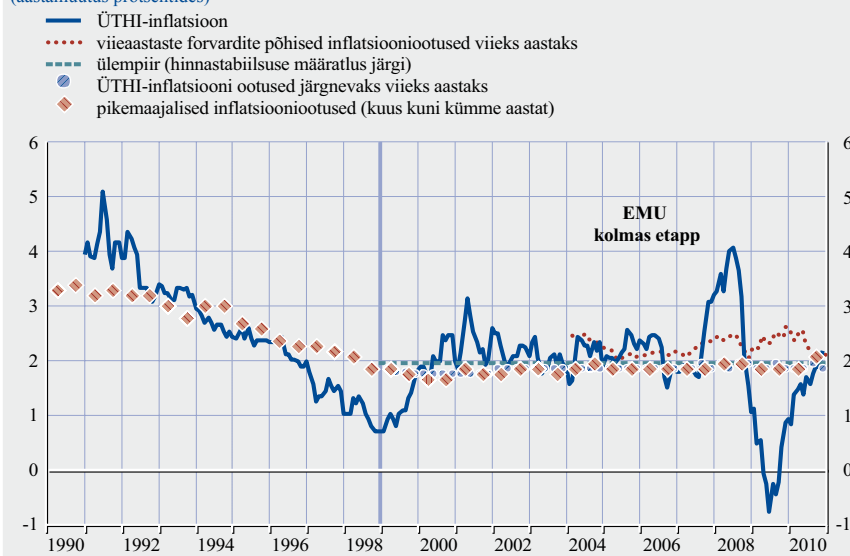
Teine nurgakivi on asjaolu, et EKP mittestandardsete meetmete välja töötamisel oldi ettenägelikud. Kõik meetmed on ajutised ja sisaldavad teataval määral isekorrigeerivaid mehhanisme. Valdav enamik neist lõpeb aja jook- sul ise, juhul kui neid spetsiaalselt ei säilitata.

Kolmas nurgakivi on EKP alaline tegutsemisvõime, st tema tehniline ja institutsiooniline suutlikkus teha õigeid otsuseid ning vajaduse korral neid ka rakendada. Seda toetab eurosüsteemi operatsiooniline raamistik ja alusle- pingutega ette nähtud institutsiooniline sõltumatus.

Neljas nurgakivi on eurosüsteemi usal- dusväärsus ja vajaduse korral tegutseja maine. EKP on selle maine omandanud tänu oma tegevusele EMU esimesel aastakümnel. EKP usutav pühendumus hinnastabiilsuse säilitamisele aitas krii- si ajal stabiliseerida inflatsiooniootusi euroalal.

Joonis 3.4 Inflatsiooniootused euroalal

(aastamuutus protsentides)



Allikad: EKP, Eurostat, Reuters ja Consensus Economics.

4. RAHAPOLIITIKA RAKENDAMINE

Käesolevas peatükis selgitatakse, kuidas eurosüsteem rakendab rahapoliitiliste instrumentide abil oma rahapoliitilisi otsuseid. Esimeses jaotises antakse ülevaade eurosüsteemi operatsioonilise raamistiku eesmärkidest ja üldpõhimõtetest. Teises jaotises kirjeldatakse lühidalt peamisi rahapoliitilisi instrumente (avaturuoperatsioonid, kohustusliku reservi süsteem ja püsivõimalused). Järgnevates jaotistes käsitletakse neid üksikasjalikumalt ning selgitatakse rahapoliitiliste instrumentide ja pankade likviidsusvajaduse vahelist seost keskpanga bilansi kontekstis. Viimases jaotises antakse lühihinnang operatsioonilise raamistiku toimivusele ühtse rahapoliitika esimesel 12 aastal.

4.1. OPERATSIOONILISE RAAMISTIKU EESMÄRGID JA ÜLDPÕHIMÕTTED

olemasolevate rahapoliitiliste instrumentide ja menetluste abil saavutada.

Rahaturg ja rahapoliitika ülekandmine

Nagu 3. peatükis käsitletud, on rahaturu lühiajalistel intressimääradel rahapoliitika ülekandumisel esmatähtis roll. Neid suunates mõjutab rahapoliitika oluliselt lühiajalisi nominaalseid turu-intressimäärasid ning mitmesuguste kanalite kaudu ettevõtete ja kodumajapidamiste kulutamiskulud, raha- ja laenuaru arengut ning lõpuks ka hinnataset.

Keskpank suunab rahaturu lühiajalisi intressimäärasid seeläbi, et annab oma baasintressimäärasid käsitlevate otsuste kaudu märku oma rahapoliitika kursorist ja juhib likviidsust rahaturul. Keskpank kui pangatähtede ja pangareservide ainuomastaja on monopolne baasraha pakkuja. Euroala baasraha koosneb ringluses olevast sularahast (pangatähted ja mündid), krediitiasutuste reservidest eurosüsteemis ning eurosüsteemi hoiustamise püsivõimaluse kasutamisest krediitiasutuste poolt. Eurosüsteemi bilansis on kõnealused kirjed kohustuslike reservide poolt. Reservid jagunevad omakorda kohustuslikeks reservideks ja ülereservideks. Eurosüsteemi kohustusliku reservi süsteemis peab igal krediitiasutusel oma liikmesriigi keskpangas olema reserv (vt jaotis 4.3). Peale kohustuslike reservide hoiavad krediitiasutused eurosüsteemis tavaliselt natuke vabatahtlikke ülereserve. Kui aga finantsturgudel valitsevad teravad pinged, võib olukord olla teistsugune. Oma monopolse seisundi tõttu saab keskpank juhtida likviidsust rahaturul ja mõjutada rahaturu

Operatsioonilise raamistiku ülesannete hulka kuulub näiteks lühiajaliste intressimäärade suunamine ja likviidsuse juhtimine ...

Operatsiooniline raamistik ...

Oma esmase eesmärgi – kogu euroalal hinnastabiilsuse – saavutamiseks kasutab eurosüsteem mitmesuguseid rahapoliitilisi instrumente ja menetlusi. Need moodustavad rahapoliitiliste otsuste rakendamise operatsioonilise raamistiku.

... ja rahapoliitiline strateegia

Nii operatsioonilisel raamistikul kui ka rahapoliitilisel strateegial on rahapoliitika rakendamisel oma osa. Rahapoliitiline strateegia määrab ära selle, kui kõrged peavad rahaturu intressimäärad olema, et säilitada hinnastabiilsus keskpikas perspektiivis, operatsiooniline raamistik aga selle, kuidas intressimäärade vajalikku taset

intressimäärased. Kui rääkida üldisemalt, siis eurosüsteem jaotab likviidsust mahus, mis rahuldab euroala krediidasutuste likviidsusvajadused, ja hinnaga, mis vastab tema poliitilisele hoiakule, mis kajastub EKP baasintressimäärades.

... rahapoliitika kursi väljendamine ...

Lisaks intressimäärade suunamisele likviidsuse juhtimise teel võib keskpang anda rahaturule oma rahapoliitika kursist märku. Kursi muutumise näitamiseks muudab keskpang tavaliselt tingimusi, mille korral ta on valmis krediidasutustega tehinguid tegema. Neist kõige ilmsemad on tema baasintressimäärad.

... ning rahaturu korrapärase toimimise tagamine

Oma operatsioonidega püüab keskpang tagada ka rahaturu korrapärase toimimise ning aidata krediidasutustel sujuvalt rahuldada oma likviidsusvajadusi. Selleks pakutakse krediidasutustele korralisi refinantseerimisvõimalusi ning püsivõimalusi, mis aitavad krediidasutustel tasandada päevalõpu tasakaalustamatused ning likviidsuse ajutised kõikumised.

Operatsioonilise raamistiku tähtsaimad põhimõtted on selle efektiivsus ...

Eurosüsteemi operatsioonilise raamistiku aluseks on mitu põhimõtet, mis kõik täiendavad ja tugevdavad üksteist. Kõige tähtsam põhimõte on toimimise tõhusus. Seda võib määratleda operatsioonilise raamistiku võimena lasta rahapoliitistel otsustel võimalikult täpselt ja kiiresti kajastuda rahaturu lühiajalistes intressimäärades. Need omakorda mõjutavad rahapoliitika ülekandemehhanismi mitmesuguste kanalite kaudu hinnataset. Teisisõnu tagab operatsioonilise raamistiku tõhusus rahapoliitilise hoiaku teadvustamise ja rahapoliitika ülekandumise.

... rahapoliitilise hoiaku kujundamise ja rahapoliitika rakendamise eristamine ...

Selleks, et rahapoliitika kursist teavitamine oleks tõhus, peab selle kujundamine operatsioonilises raamistikus

toimuma likviidsuse juhtimisest eraldi. See tähendab, et ranget vahet tuleb teha ühelt poolt hinnastabiilsuse säilitamisele suunatud rahapoliitiliste otsuste ja teiselt poolt likviidsusoperatsioonide (mille eesmärk on hoida turu intressimäärad rahapoliitikaga kindlaksmääratud tase- me lähedal) vahel.

... ja turule suunatus

Rahapoliitiliste otsuste tõhusa ülekandumise tagamiseks peab operatsiooniline raamistik vastama turumajanduse põhimõtetele, kus konkurentsil on tähtis osa ressursside efektiivsel jaotamisel. See põhimõte kajastub ka Euroopa Liidu toimimise lepingus. Vastavalt selle artiklile 127 „toimib eurosüsteem kooskõlas vabal konkurentsil põhineva avatud turumajanduse põhimõttega, soodustades ressursside efektiivset jaotumist...”. Et rahapoliitilised otsused kanduksid rahaturu väga lühiajalistelt intressimääradelt reaalmajandusse ja hindadesse, on hädavajalik, et pankadevaheline turg toimiks nõuetekohaselt.

Teised juhtpõhimõtted on võrdne kohtlemine, ühtlustamine ...

Aluspõhimõtete hulgas tähtsal kohal on ka finantsasutuste võrdne kohtlemine ning eeskirjade ja menetluste ühtlustamine kogu euroalal. Arvestades, et operatsiooniline raamistik hõlmab kogu euroala, tuleb krediidasutusi kohelda kogu euroalal võrdselt olenemata nende suurusest või asukohast. Eeskirjade ja menetluste ühtlustamisega püütakse tagada võrdne kohtlemine seeläbi, et kõigile euroala krediidasutustele luuakse eurosüsteemis tehingute sooritamiseks ühesugused tingimused.

... lihtsus, läbipaistvus, järjepidevus, ohutus ja kulutõhusus ...

Operatsiooniline raamistik peab vastama ka lihtsuse, läbipaistvuse, järjepidevuse, ohutuse ja kulutõhususe põhimõttele. Lihtsus ja läbipaistvus tagavad, et finantsturu osalised mõistavad rahapoliitiliste operatsioonidega seotud kavatsusi. Järjepidevuse põhimõttest tuleneb, et instrumente ja menetlusi ei

muudeta tihti ja suurel määral, mistõttu keskpangad ja nende vastaspoolled saavad rahapoliitilistes operatsioonides osaledes tugineda varasematele kogemustele. Ohutuse põhimõte näeb ette, et eurosüsteemi finants- ja operatsioonilised riskid peavad olema võimalikult väikesed. Kulutõhususe põhimõte peaks aga nii eurosüsteemile kui ka tema vastaspooltele tagama, et operatsiooni-

lise raamistikuga seotud tegevuskulud on väikesed.

Eurosüsteemile on eriomane veel rahapoliitika detsentraliseeritud rakendamine. Nii sooritatakse eurosüsteemi rahapoliitilisi operatsioone tavaliselt liikmesriikide keskpankade kaudu, mis tähendab, et EKP koordineerib, liikmesriikide keskpangad aga sooritavad neid.

... ning detsentraliseeritud rakendamine

Tabel 4.1 Eurosüsteemi rahapoliitilised operatsioonid				
Rahapoliitilised operatsioonid	Operatsiooni liik ¹		Tähtaeg	Sagedus
	Likviidsust suurendav	Likviidsust vähendav		
Avaturuoperatsioonid				
Põhilised refinantseerimisoperatsioonid	• Pöördtehingud	–	• Üks nädal ²	• Kord nädalas
Pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid	• Pöördtehingud	–	• Kolm kuud	• Kord kuus
Peenhäälestusoperatsioonid	• Pöördtehingud • Välisvaluuta vahetus-tehingud	• Pöördtehingud • Tähtjaliste hoiuste kogumine • Välisvaluuta vahetus-tehingud	• Standardimata	• Ebaregulaarsed
Struktuurioperatsioonid	• Pöördtehingud • Otseostud	• EKP võla- sertifikaatide emiteerimine • Otsemüügid	• Standarditud/standardimata –	• Regulaarsed ja ebaregulaarsed • Ebaregulaarsed
Püsivõimalused				
Laenamise püsivõimalus	• Pöördtehingud	–	• Üleöö	• Kasutamine vastaspoolte enda äranägemisel
Hoiustamise püsivõimalus	–	• Hoiused	• Üleöö	• Kasutamine vastaspoolte enda äranägemisel

¹ Avaturuoperatsioonide eri liikide kirjeldused: taustinfo 4.3.

² Alates 10. märtsist 2004. Enne seda oli tähtaeg kaks nädalat (vt taustinfo 4.2).

4.2. EUROSÜSTEEMI OPERATSIONILISE RAAMISTIKU ÜLEVAADE

Eurosüsteemi operatsioonilist raamistikku on üksikasjalikumalt kirjeldatud EKP väljaandes „Rahapoliitika rakendamise euroalal. Eurosüsteemi rahapoliitiliste instrumentide ja menetluskorra ülddokumentatsioon”.

Avaturuoperatsioonid

Eurosüsteem kasutab kaht liiki operatsioone: avaturuoperatsioonid ja püsivõimalused. Tabel 4.1 annab nende põhijoontest ülevaate. Kõige tähtsamad operatsioonid on avaturuoperatsioonid. Neid teostatakse tavaliselt rahaturul EKP algatusel. Nagu kirjeldatud jaotises 2.6, tähendab rahaturg turgu, kus tehingute tähtaeg on üldjuhul alla ühe aasta. Avaturuoperatsioonide hulka kuuluvad põhilised refinantseerimisoperatsioonid, pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid, peenhäälestusoperatsioonid ja struktuurioperatsioonid. Nendel rahapoliitilistel operatsioonidel on tähtis osa intressimäärade

juhtimisel, rahapoliitika kursi väljendamisel ning euroala pangandussektori likviidsuse juhtimisel.

Põhilised refinantseerimisoperatsioonid on kõige tähtsamad avaturuoperatsioonid ning eurosüsteemi tähtsaim rahapoliitiline instrument. Põhiliste refinantseerimisoperatsioonidega annab eurosüsteem oma vastaspooltele laenu. Et kaitsta eurosüsteemi finantsriskide eest, tuleb laenu saamiseks alati esitada piisav tagatis. Eurosüsteemi vastaspoolte ja likviidsust suurendavates operatsioonides nõutavate tagatiste kohta loe lähemalt taustinfost 4.1.

Laenu andmine avaturuoperatsioonides toimub tavaliselt pöördtehingute kujul. Pöördtehingutes ostab keskpank repolepingu alusel vara või annab tagatiseks esitatud vara vastu laenu (vt taustinfo 4.3). Seega on pöördtehingute puhul tegemist ajutiste avaturuoperatsioonidega, mille kaudu on raha võimalik laenata piiratud, eelnevalt kindlaksmääratud ajaks.

Põhilised refinantseerimisoperatsioonid

Pöördtehingud

Taustinfo 4.1 Vastaspooleid ja tagatised

I. Vastaspooleid

Eurosüsteemi rahapoliitika raamistik on loodud selliselt, et tagatud oleks laia valiku vastaspoolte osalemine. Eurosüsteemi rahapoliitiliste operatsioonide osapooled peavad vastama teatavatele kõlblikuskriteeriumidele. Need tagavad kogu euroala asutuste võrdse kohtlemise ning vastaspoolte vastavuse teatavatele operatsioonilistele ja usaldatavusnõuete tingimustele. Üldised kõlblikuskriteeriumid on kogu euroalal ühtsed.

Et krediidasutuse saaks lugeda kõlblikuks vastaspooleks, peab ta osalema eurosüsteemi kohustusliku reservi süsteemis ning pädevad riiklikud asutused peavad tema üle tegema vähemalt üht liiki ühtset Euroopa Liidu / Euroopa Majanduspiirkonna (ELi/EMP) järelevalvet. Samuti peab krediidasutus olema finantsiliselt usaldusväärne. Vastaspoolteks võib lugeda ka euroalal tegutsevaid finantsiliselt usaldusväärseid asutusi, kelle üle teeb pädev riiklik asutus järelevalvet ühtlustamata järelevalvestandardi alusel, mis on võrreldav ELis/EMP ühtlustatud järelevalvega (nt EMP-välise asutuste filiaalid euroalal). Lisaks peab iga vastaspool eurosüsteemi rahapoliitiliste operatsioonide tõhusa teostamise nimel vastama kõigile oma riigi keskpanga (või EKP) lepingutes või õigusaktides sätestatud operatsioonilistele tingimustele. 2011. aasta jaanuari lõpu seisuga oli euroalal kokku 6334 krediidasutust, kuid ainult 2267 neist vastas

avaturuoperatsioonides osalemise, 2395 laenamise püsivõimaluse kasutamise ja 2789 hoiustamise püsivõimaluse kasutamise tingimustele.

Tavaliselt on avaturuoperatsioonides tegelikult osalevate vastaspoolte arv kõlblike vastaspoolte arvust palju väiksem. 2010. aasta teisel poolel tegi igas põhilises refinantseerimisoperatsioonis pakkumisi keskmiselt 145 vastaspoolt. Pikemaajalistes refinantseerimisoperatsioonides osales keskmiselt 94 vastaspoolt.

Peenhäälestusoperatsioonides võib eurosüsteem osalema kutsuda piiratud arvu vastaspooli. Rahapoliitika eesmärkidel tehtavateks välisvaluuta vahetustehinguteks kasutab eurosüsteem euroala valuutaturu aktiivseid osalisi.

Üldistele kõlblikuskriteeriumidele vastav krediidasutus võib eurosüsteemi püsivõimalusi kasutada ja eurosüsteemi tavapakkumistena korraldatavates avaturuoperatsioonides osaleda ainult oma asutamiskohajärgse liikmesriigi keskpanga kaudu. Kui krediidasutusel on esindused (peakontor või filiaalid) mitmes liikmesriigis, võib iga esindus operatsioonides osaleda oma asutamiskohajärgse liikmesriigi keskpanga kaudu. Asutuse nimel võib igas liikmesriigis pakkumise esitada aga ainult üks esindus (kas peakontor või määratud filiaal).

Eurosüsteem võib asjaomase liikmesriigi keskpanga (või EKP) rakendatavate lepingute või õigusaktide kohaselt usaldatavusnõuetele viidates peatada või lõpetada vastaspoole juurdepääsu rahapoliitilistele instrumentidele või seada sellele piiranguid.

Eurosüsteem teostab oma rahapoliitilisi operatsioone detsentraliseeritult. See süsteem on osutunud väga tõhusaks ning toiminud tänu hoolikale ettevalmistustööle ja tõhusatele teavitussüsteemidele sujuvalt. Eurosüsteemile on jätkuvalt palju kasu tihedatest kontaktidest, mille riikide keskpangad on kümnendite jooksul loonud oma kohalike vastaspooltega.

2. Tagatis

Vastaspooled saavad eurosüsteemi likviidsust suurendavates operatsioonides tagatisena kasutada suurt hulka varasid. EKPSi põhikirja artiklis 18.1, millega EKP-le ja riikide keskpankadele antakse õigus teha tehinguid finantsturgudel, ostes ja müües alusvara otse või repolepingutega, nähakse ette, et kõigi eurosüsteemi laenuoperatsioonide aluseks peavad olema piisavad tagatised.

Et kaitsta eurosüsteemi kahju eest, tagada vastaspoolte võrdne kohtlemine ja muuta töö tõhusamaks, peab vastaspoolte esitatav tagatisvara selleks, et seda saaks eurosüsteemi rahapoliitilistes operatsioonides kasutada, vastama teatavatele tingimustele. Võrdse kohtlemise põhimõtet järgides aktsepteerib eurosüsteem tagatisena nii era- kui ka avaliku sektori emiteeritud võlainstrumente.

Eurosüsteem on välja töötanud kõikidele eurosüsteemi laenuoperatsioonidele ühise kõlblike varade loetelu. See ühtne raamistik, mida nimetatakse ka ühtseks loeteluks, jõustus 1. jaanuaril 2007, vahetades välja alates EMU kolmanda etapi algusest kasutusel olnud kaheastmelise süsteemi.

Ühtses loetus eristatakse kaht varaliiki – turukõlblikud ja turukõlbmatud varad. Nende puhul ei tehta vahet selle põhjal, kas need on või ei ole eurosüsteemi mitmesugusteks rahapoliitilisteks operatsioonideks kõlblikud, kuigi otsetehinguteks eurosüsteem turukõlbmatuid varasid ei kasuta. Eurosüsteemi rahapoliitilisteks operatsioonideks kõlblikke varasid võib kasutada ka päevisiseste laenude alusvarana. Kahe kõnealuse varaliigi kõlblikuskriteeriumid on kogu euroalal ühtsed.

Jooniselt 4.1 on näha, et aastatel 2007–2009 kasvas esitatud tagatiste maht märkimisväärselt. Arvatavasti on see peamiselt seotud sel ajavahemikul finantsturgudel valitsenud pingetega. Kasv oli suurim struktureeritud finantstoodete, nagu näiteks varaga tagatud väärtpaberite ja tagatud võlakirjade puhul, mis moodustavad ligi 40% kõigist esitatud tagatistest.

Eurosüsteemi vastaspoolel võivad kõlblikke varasid kasutada piiriüleselt, st nad võivad oma asutamiskohajärgse liikmesriigi keskpangale laenutagatiseks esitada varasid, mille nad on hoiustanud mõnes teises liikmesriigis.

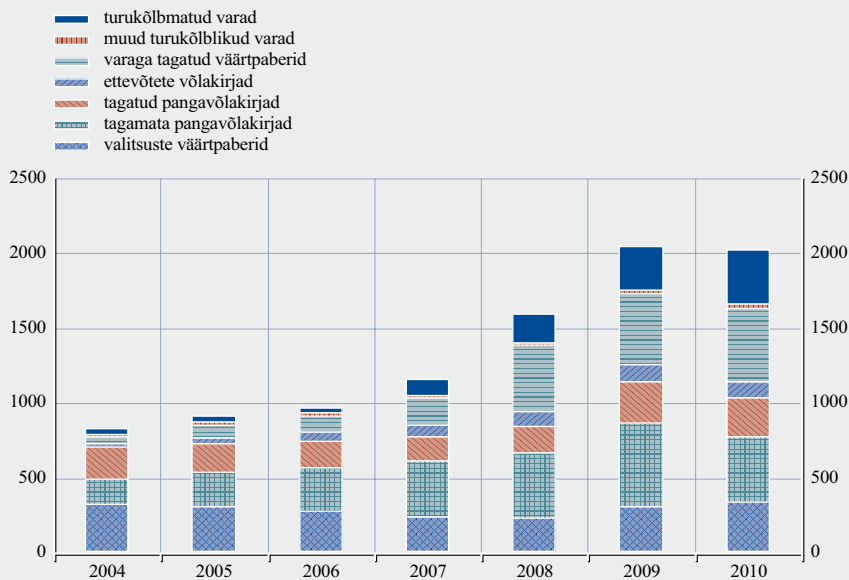
3. Riskiohjemeetmed

Kõikide eurosüsteemi laenuoperatsioonideks kõlblike varade suhtes kohaldatakse konkreetseid riskiohjemeetmeid, et kaitsta eurosüsteemi kahju eest juhul, kui alusvara tuleb vastaspoole kohustuste täitmata jätmise tõttu realiseerida (st müüa).

Eurosüsteem kohaldab riskiohjemeetmeid vastavalt sellele, mis liiki varaga tegu on. EKP määrab asjakohased riskiohjemeetmed nii turukõblikele kui ka turukõlbmatutele

Joonis 4.1 Tagatiseks esitatud varad

(miljardit eurot, aasta keskmised)



Allikas: EKP.

aktsepteeritavatele varadele. Riskiohjemeetmed on kogu euroalal valdavalt ühtlustatud, mis tagab, et kõigi kõlbliku vara liikide suhtes kehtivad järjepidevad, läbipaistvad ja mittediskrimineerivad tingimused.

Riskiohjemeetmete hulka kuulub ka vara turuväärtuse kärpimine, mis tähendab, et alusvara väärtuseks võetakse vara turuväärtus, millest arvatakse maha teatav protsent (väärtuskärbe). Lisaks nõuab eurosüsteem, et tagatise allahinnatud turuväärtus peab kõikumisvahemike piires aja jooksul säilima (turuväärtuses kajastamine). Riskiohjemeetmete hulka kuuluvad ka tagamata võlainstrumentide kasutamise piirangud.

Eurosüsteem võib kohaldada täiendavaid riskiohjemeetmeid, kui need on vajalikud piisava riskikaitse tagamiseks. Eurosüsteem võib usaldatavusnõuetega seotud kaalutlustel varasid ka tagasi lükata, piirata nende kasutamist või määrata konkreetse vastaspoole tagatisvaradele täiendavaid väärtuskärpeid.

Püsivõimalused

Rahaturu lühiajaliste intressimäärade kontrolli all hoidmiseks ja eelkõige nende kõikumise piiramiseks pakub eurosüsteem oma vastaspooltele kaht püsivõimalust: laenamise ja hoiustamise püsivõimalus. Mõlemad on üleöötajajaga ning vastaspooltele kasutamiseks omal algatusel. Laenamise püsivõimaluse intressimäär on vastavast rahaturu intressimäärast tavaliselt tunduvalt kõrgem, hoiustamise püsivõimaluse oma aga tunduvalt madalam. Seetõttu kasutavad krediitiasutused eurosüsteemi püsivõimalusi tavaliselt ainult muude alternatiivide puudumise korral. Et püsivõimaluste kasutamine ei ole piiratud (välja arvatud tagatise nõue laenamise püsivõimaluse puhul), määrab kummagi intressimäär kindlaks üleöoturu intressimäära ülem- või alampiiri. Neid instrumente käsitletakse üksikasjalikumalt jaotises 4.5.

Püsivõimaluste intressimäärade vahemik

Püsivõimaluste intressimäärade kehtestamisega määrab EKP nõukogu sisuliselt kindlaks vahemiku, mille piires üleöoturu intressimäär võib kõikuda. Joonis 4.2 näitab, kuidas on EKP baasintressimäärade areng kulgenud alates 1999. aasta jaanuarist ning kuidas püsivõimalused on kindlaks määranud üleöoturu intressimäära ülem- ja alampiiri,

mida väljendab euroala pankadevahelise üleöoturu keskmine intressimäär (EONIA).

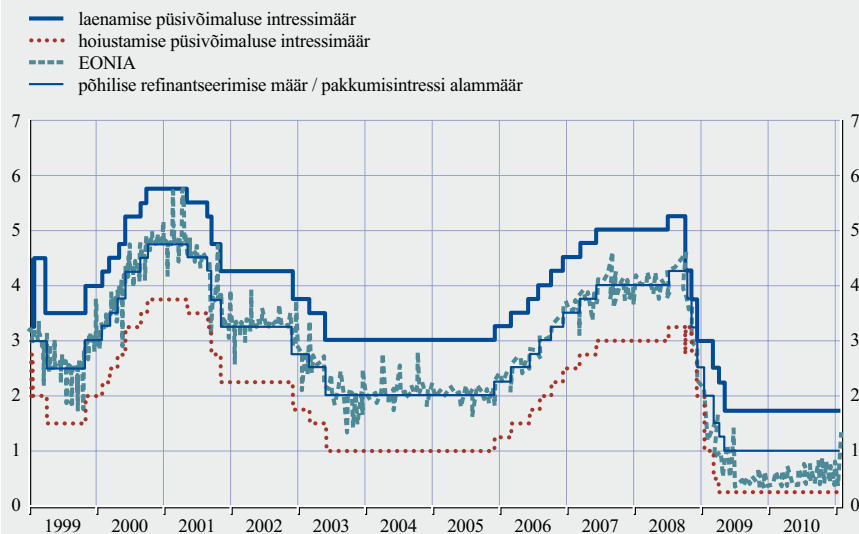
Jooniselt 4.2 selgub, et tavalistes oludes püsis EONIA põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäär lähedal, mis näitab nende operatsioonide kui eurosüsteemi peamise rahapoliitilise instrumendi tähtsust. Olukord muutus 2008. aasta oktoobris, kui eurosüsteem kasutas süveneva finantskriisi mõjude leevendamiseks mittestandardseid meetmeid (vt 5. peatükk ja taustinfo 5.1). Jooniselt 4.2 ilmnevad hüpped EONIA graafikus. Nagu selgitatakse jaotises 4.3, on need järsud tõusud seotud eurosüsteemi kohustusliku reservi süsteemiga.

Jooniselt 4.2 nähtub ka, et püsivõimaluste ja põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäärade vahemik püsis 1999. aasta aprillist 2008. aasta oktoobrini muutumatuna ± 1 protsendipunkti juures. Seejärel kitsenes vahemik ajutiselt $\pm 0,5$ protsendipunktini ning laienes $\pm 0,75$ protsendipunktini 2009. aasta mais, kui EKP nõukogu kehtestas põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimääraks 1,0%.

EONIA, EKP baasintressimäär ja kohustusliku reservi süsteem

Joonis 4.2 EKP baasintressimäärad ja EONIA alates 1999. aastast

(protsenti aastas, päevased andmed)



Allikas: EKP.

¹ Enne 2000. aasta 28. juunit tehti põhilisi refinantseerimisoperatsioone fikseeritud intressimääraga pakkumistena. Alates 2000. aasta 28. juunil arveldatud operatsioonist kuni 2008. aasta 15. oktoobril arveldatud operatsioonini teostati põhilisi refinantseerimisoperatsioone muutuva intressimääraga pakkumistena ja ette teatatud pakumissintessi alammääraga. Alates 2008. aasta 15. oktoobril arveldatud operatsioonist on põhilisi refinantseerimisoperatsioone tehtud fikseeritud intressimääraga ja piiramatult mahuga pakkumismenetlustena. Selline menetluskord kehtib vähemalt kuni 2011. aasta 12. juulil lõppeva arvestusperioodini. Pakkumissintessi alammäär on madalaim intressimäär, millega vastaspoolel võivad pakkumisi esitada (vt jaotis 4.4).

4.3. KOHUSTUSLIKUD RESERVID

Rahaturu intressimäärade stabiliseerimine

Kohustusliku reservi süsteemi üks tähtsaimaid ülesandeid on stabiliseerida rahaturu intressimäärasid. Selleks kasutatakse kohustuslike reservide kuu keskmist täitmist. Perioodi keskmisi kasutades saavad krediitdiasutused siluda likviidsuse igapäevaseid kõikumisi (näiteks seoses pangatähtede nõudluse kõikumisega), sest reservi ajutist alatäitmist saab tasandada samal arvestusperioodil ajutiselt suurema reservi hoidmisega.

Kohustusliku reservi kuu keskmise täitmise puhul saavad finantsasutused turul laenu anda ja sellelt tulu teenida, hoides kohustusliku reservi puudujäägis, kui rahaturu kõige lühema tähtajaga intressimäärad ületavad oodatavaid

intressimäärasid ülejäänud arvestusperioodi vältel. Vastupidise stsenaariumi korral saavad nad turult laenu võtta ja hoida reservi ülejäägis. Teoorias peaks selline süsteem tagama rahaturu kõige lühema tähtajaga intressimäärade ning arvestusperioodi lõpuks oodatavate intressimäärade võrdsuse kogu arvestusperioodi jooksul. See mehhanism stabiliseerib arvestusperioodil üleöoturu intressimäära ning võtab keskpangalt vajaduse sekkuda tihti rahaturule.

Arvestusperioodi ajal toimib kuu keskmine kohustusliku reservi täitmine väga sujuvalt. Perioodi lõpus muutub aga reservinõue siduvaks ning pangad ei saa enam likviidsuse ülejäägi puudujäägi lahendamist edasi lükata. See seletab joonisel 4.2 kujutatud EONIA tõuse arvestusperioodide lõpus.

Struktuurse likviidsuspuudujäägi suurendamine

Kohustusliku reservi süsteemi teine tähtis ülesanne on suurendada pangandussüsteemis struktuurset likviidsuspuudujääki. Kuna krediidasutused peavad oma riikide keskpangas hoidma reserve, kasvab ka nende nõudlus keskpangalaenu järele, mis omakorda aitab EKP-l kergemini suunata rahaturu intressimäärasid oma korrapäraste likviidsust suurendavate operatsioonidega.

Süsteemi kirjeldus

Kohustuslikud reservid ja reservibaas

EKP nõuab, et euroala krediidasutused hoiaksid oma riikide keskpanga kontol kohustuslikke hoiseid ehk kohustuslikke reserve.⁸ Iga asutuse kohustusliku reservi suurus määratakse kindlaks tema reservibaasi põhjal. Reservibaas jällegi määratletakse vastavalt asutuse bilansi koosseisule. Tabel 4.2 annab ülevaate peamistest reservibaasi kuuluvatest passivakirjetest.⁹

Kohustusliku reservi määr

Asutuse kohustusliku reservi nõude kindlaksmääramiseks korrutatakse reservibaas reservimääraga. EKP rakendab enamiku reservibaasi kuuluvate kirjete suhtes ühetaolist positiivset reservimäära. EMU kolmanda etapi alguses määrati reservimääraks 2%. Enamiku lühiajaliste kohustuste suhtes krediidasutuste bilansis kohaldatakse positiivset reservimäära. Nagu tabelist 4.2 näha, ei kohaldata positiivset reservimäära pikaajaliste kohustuste ega repotehingute suhtes.

Kindlaksummaline mahaarvamine

Asutused võivad oma kohustusliku reservi nõudest maha arvata ühtse kindla summa. Euro kasutuselevõttust alates on selleks summaks 100 000 eurot. Mahaarvamise eesmärk on vähendada

väga väikeste kohustusliku reservi nõuetega seotud halduskulusid.

Kohustusliku reservi nõude täitmiseks peavad krediidasutused oma riikide keskpangas hoidma arvelduskontol saldot. Selles osas võimaldab eurosüsteemi kohustusliku reservi süsteem osapooltel kasutada kuu keskmist reservi täitmist. See tähendab, et reservinõuete täitmist kontrollitakse reservikonto keskmise päevasaldo põhjal ligikaudu ühekuulise arvestusperioodi jooksul.

Arvestusperiood algab kuu esimese põhilise refinantseerimisoperatsiooni arvelduspäeval pärast EKP nõukogu istungit, mille päevakorras on rahapoliitika kursi igakuine hindamine, ja lõpeb järgmise kuu vastavale arvelduspäevale eelneval päeval. Enne 2004. aastat arvestati arvestusperioode teisiti (vt taustinfo 4.2). Et krediidasutused saaksid oma reservide haldamist ette valmistada, avaldatakse kolm kuud enne iga kalendriaasta algust aasta arvestusperioodide ajakava koos põhiliste refinantseerimisoperatsioonide eeldatava ajakavaga.

Eurosüsteem püüab tagada, et kohustusliku reservi süsteem ei koormaks euroala pangandussüsteemi ega takistaks ressursside efektiivset jaotamist. Selleks tasustatakse krediidasutuste kohustuslikke reserve. Tasustamise aluseks on arvestusperioodi põhiliste refinantseerimisoperatsioonide nn jaotamise keskmine intressimäär (kaalutuna kalendripäevade arvuga; vt ka jaotis 4.4). Et pakkumismenetluste

Perioodi keskmiste kasutamine

Kohustusliku reservi arvestusperiood

Kohustuslike reservide tasustamine

⁸ Eurosüsteemi kohustusliku reservi süsteemi õigusraamistiku alus on EKPSi põhikirja artikkel 19. Süsteemi üksikasjad on sätestatud mitmes õigusaktis, millest kõige tähtsamad on nõukogu määrus (EÜ) nr 2531/98 kohustuslike reservide kohaldamise kohta Euroopa Keskpanga poolt ja Euroopa Keskpanga määrus (EÜ) nr 2818/98 kohustuslike reservide kohaldamise kohta (EKP/1998/15).

⁹ Reservibaasi hulka ei arvata kohustusi teiste krediidasutuste ees, kes on kantud eurosüsteemi kohustusliku reservi süsteemi kuuluvate asutuste loetellu, ega kohustusi EKP ja liikmesriikide keskpankade ees.

Tabel 4.2 Reservibaasi kuuluvad krediidasutuste kohustused

(varud 2011. aasta jaanuari lõpu seisuga; miljardites eurodes)

(A) Kohustused reservimääraga 2%

Hoiused (k.a üleõhoiused, kuni kaheaastase tähtajaga hoiused ja kuni kaheaastase etteteatamistähtajaga lõpetatavad hoiused)	9840,2
Kuni kaheaastase tähtajaga võlakirjad (k.a rahaturupaberid)	651,6
Vahesumma (A)	10 491,8

(B) Kohustused reservimääraga 0%

Hoiused (k.a üle kaheaastase tähtajaga hoiused ja üle kaheaastase etteteatamistähtajaga lõpetatavad hoiused)	2780,6
Üle kaheaastase tähtajaga võlakirjad	4356,0
Repolepingud	1395,8
Vahesumma (B)	8532,4

Reservibaas kokku (A) + (B) 19 024,1

Allikas: EKP.

keskmised intressimäärad on tavaliselt väga lähedased rahaturu lühiajalistele intressimääradele, tasustatakse kohustuslikke reserve tavaliselt rahaturu intressimäära lähedase intressiga.

Joonis 4.3 näitab, kuidas määratakse eurosüsteemi kohustusliku reservi nõudeid. Selles näites arvutatakse krediidasutuste koondreservibaas nende bilanssides sisalduvate kohustuste põh-

**Kohustusliku
reservi nõude
määramine**

Taustinfo 4.2 Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide tähtaja ja kohustusliku reservi arvestusperioodi muutused (märts 2004)

Nagu jaotises 4.4 märgitud, on varem olnud pingelisi perioode, mil vastaspoolte pakkumisi põhilistes refinantseerimisoperatsioonides on mõjutanud spekulatsioonid intressimäära oodatava muutmise üle. 2000. aasta kevadel, kui oodati EKP baasintressimäärade tõusu, tegid vastaspoolel mitmes põhilises refinantseerimisoperatsioonis (mis tehti fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlusena) üha suuremaid pakkumisi (mis tingis ülepakkumise). Samamoodi viisid ühel juhul ootused, et EKP langetab oma baasintressimäärasid, selliste pakkumiste tegemiseni, mis kokkuvõttes ei vastanud isegi kohustusliku reservi nõuete täitmiseks vajalikule summale (alapakkumine).

Mõlemad probleemid olid peamiselt tingitud asjaolust, et iga kuu 24. päeval alanud ja järgmise kuu 23. päeval lõppenud kohustusliku reservi arvestusperioodide ajastus ei sõltunud sellest, mis kuupäeval toimusid EKP nõukogu istungid, kus otsustati EKP baasintressimäärade muutmise üle. Nii võisid EKP baasintressimäärad muutuda kohustusliku reservi arvestusperioodi jooksul. Lisaks kaasnes iganädalaste põhiliste refinantseerimisoperatsioonide tähtajaga (kaks nädalat) see, et vähemalt iga kohustusliku reservi arvestusperioodi viimane operatsioon ulatus järgmisesse kohustusliku reservi arvestusperioodi. Seetõttu võiski arvestusperioodi lõpus korraldatud põhilistes refinantseerimisoperatsioonides tehtavaid pakkumisi mõjutada ootus, et EKP baasintressimäärasid järgmisel arvestusperioodil muudetakse.

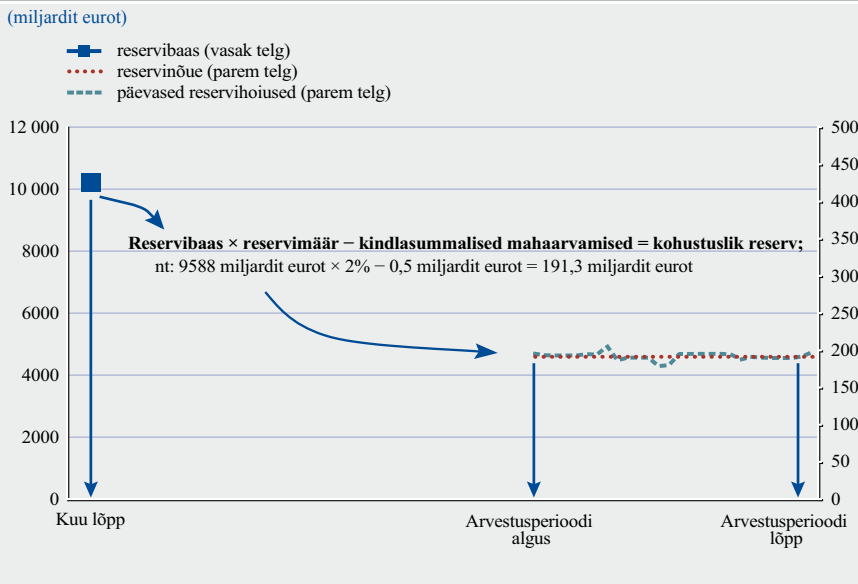
Selle probleemi lahendamiseks otsustas EKP nõukogu rakendada kahte meetet, mis jõustusid 2004. aasta märtsis ja mis pidid tagama, et spekulatsioonid arvestusperioodil

intressimäärade muutuse üle ei mõjutaks väga lühiajalisi rahaturutingimusi: a) muudeti arvestusperioodide ajastust ning b) põhiliste refinantseerimisoperatsioonide tähtaega lühendati ühe nädala võrra. Täpsemalt tehti otsus, et arvestusperiood algab esimese põhilise refinantseerimisoperatsiooni arvelduspäeval pärast EKP nõukogu istungit, mille päevakorras on rahapoliitika kursi igakuine hindamine, ja lõpeb järgmise kuu vastavale arvelduspäevale eelneval päeval. EKP nõukogu istungite ja kohustusliku reservi arvestusperioodi alguse otsene seotus peaks üldjuhul välistama ootused, et EKP baasintressimäärasid muudetakse arvestusperioodi jooksul. Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide tähtaja lühendamise mõte oli kõrvaldada intressimääraga seotud spekulatsioonide mõju ülekandumine ühest arvestusperioodist järgmisse. Nende teineteist täiendavate meetmete eesmärk oli aidata stabiliseerida krediitdiasutuste pakkumistingimusi põhilistes refinantseerimisoperatsioonides.

jal 2007. aasta 31. mai seisuga. Ülejärmisel kalendrikuul algava (käesolevas näites 2007. aasta 11. juulil algava ja 7. augustil lõppeva) arvestusperioodi kohustusliku reservi kogumaht määratakse nii, et reservibaasist kogusummas 9588 miljardit eurot leitakse 2% (reservimäär) ning saadud summast lahutatakse kindel mahaarvatav summa 0,5 miljardit eurot. Joonisel 4.3 illustreerib tumesinine joon kohustusliku re-

servi kuu keskmist täitmist eurosüsteemi kohustusliku reservi süsteemis. Krediitdiasutuse arvelduskonto jääk võib reservinõude ümber vabalt kõikuda, kuid keskmine jääk peab olema vähemalt võrdne kohustusliku reservi nõudega arvestusperioodi vältel. Näites on krediitdiasutuste arvelduskontode keskmine koondjääk eurosüsteemis 192,0 miljardit eurot, mis tähendab, et lisaks kohustusliku reservi kogumahule

Joonis 4.3 Eurosüsteemi kohustusliku reservi süsteemi toimimine



Allikas: EKP.

Märkus. Näide põhineb andmetel 2007. aasta 11. juulist kuni 7. augustini väljandud arvestusperioodi kohta; see on viimane arvestusperiood enne finantsturu pingete tekkimist 2007. aasta augustis. Finantsturu pingete ajal turuosaliste käitumine muutus, sest kohustusliku reservi nõuded sooviti täita varem.

(191,3 miljardit eurot) hoidsid krediidi-asutused ka vabatahtlikke ülereserve summaks 0,7 miljardit eurot.

4.4. AVATURUOPERATSIOONID

Avaturuoperatsioonide neli liiki

Eurosüsteemi avaturuoperatsioonid võib eesmärkide, korrapärasuse ja menetluste järgi jagada järgmisse nelja liiki: põhilised refinantseerimisoperatsioonid, pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid, peenhäälestusoperatsioonid ja struktuurioperatsioonid (vt tabel 4.1 ja taustinfo 4.3).

Põhilised refinantseerimisoperatsioonid

Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide eesmärk

Nagu eespool märgitud, on põhilised refinantseerimisoperatsioonid eurosüsteemi kõige tähtsamad avaturuoperatsioonid. Neil on esmatähtis roll intressimäärade suunamisel, turul likviidsuse juhtimisel ning rahapoliitika kursi väljendamisel EKP nõukogu kehtestatava intressimäära kaudu. Lisaks tagavad need pangandussüsteemile tavaliselt suurema osa likviidsusest. Põhilisi refinantseerimisoperatsioone teostavad detsentraliseeritud liikmesriikide keskpangad.

Sagedus ja tähtsajad

Põhilised refinantseerimisoperatsioonid on likviidsust suurendavad operatsioonid, mis toimuvad korrapäraselt iga nädal. Üldjuhul on nende kestus üks nädal. (Enne 2004. aasta märtsi oli põhiliste refinantseerimisoperatsioonide kestus kaks nädalat, vt taustinfo 4.2). Põhiliste ja pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide kestus võib olenevalt muu hulgas liikmesriikide riigipühadest aegajalt varieeruda.

Tavapakkumismenetlused

Põhilised refinantseerimisoperatsioonid korraldatakse tavapakkumismenetlustena. Eurosüsteemi operatsioonilises raamistikus mõeldakse nende all pak-

kumisoperatsioone, mis tehakse eelnevalt avaldatud ajakava järgi ning mille tulemused tehakse teatavaks 24 tunni jooksul alates pakkumismenetluse väljakuulutamisest. Nendes operatsioonides võivad osaleda kõik osapooled, kes vastavad üldistele kõlblikuskriteeriumidele. Põhimõtteliselt on kõik euroalal asuvad krediidi-asutused eurosüsteemi potentsiaalselt kõlblikud vastaspoolde (vt taustinfo 4.1).

Eurosüsteem võib oma pakkumismenetlustes rakendada fikseeritud või muutuvat intressimäära. Fikseeritud intressimääraga pakkumismenetluses määrab EKP intressimäära eelnevalt kindlaks ning osalejad teevad pakkumisi summa kohta, mille ulatuses nad soovivad tehinguid teha. Muutuva intressimääraga pakkumismenetluses teevad osalejad pakkumisi nii summa kohta, mille ulatuses nad soovivad tehinguid teha, kui ka intressimäära kohta, mida nad soovivad oma tehingutes kasutada. Osalejad võivad teha erinevate intressimääradega pakkumisi. Sellisel juhul peavad nad iga pakkumise juures ära märkima summa, mille ulatuses nad soovivad vastava intressimääraga tehinguid teha. EKP nõukogu võib muutuva intressimääraga pakkumismenetlustes kehtestada pakkumismintressi alammäära, et anda märku oma rahapoliitika kursist.

Fikseeritud ja muutuva intressimääraga pakkumismenetlused

Kummaski menetluses otsustab EKP, kui suures ulatuses likviidsust pakkuda. Fikseeritud intressimääraga pakkumismenetluses jaotatakse likviidsus harilikult osalevate pankade vahel proportsionaalselt sõltuvalt pakkumiste koguarvust ja jaotatavast summast. Muutuva intressimääraga pakkumismenetluses rahuldatakse kõigepealt kõrgeima intressimääraga pakkumised ja

seejärel järjest madalama intressimääraga pakkumised, kuni kogu menetluses pakutav likviidsus on ära jaotatud. Madalaima aktspteeritud intressimääraga (nn jaotamise piirintressimääraga) rahuldatakse pakkumised võrdeliselt ja kooskõlas EKP otsusega jaotatava likviidsuse kogumahu kohta. Igal üksikul tehingul on intressimäär võrdne pakutud intressimääraga. Erandjuhtudel võib EKP ära jaotada kogu osalejate poolt taotletava likviidsuse, st rahuldada kõik pakkumised täielikult. Selline piiramatu mahuga menetlus võeti kasutusele 2007. aastal finantsturge tabanud teravate pingete ajal.

**Pakkumis-
menetluste
kasutamine
alates
1999. aastast**

1999. aasta algusest kuni 2000. aasta juunini korraldas eurosüsteem oma põhilised refinantseerimisoperatsioonid fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlustena. Alates 27. juunist 2000 korraldati põhilisi refinantseerimisoperatsioone pakkumisintressi alammääraga ja muutuva intressimääraga pakkumismenetlustena, kasutades mitme intressimääraga menetlust. Alates 15. oktoobril 2008 arveldatud operatsioonist on põhilised refinantseerimisoperatsioonid korraldatud piiramatu mahuga ja fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlustena. 2000. aasta muudatus oli tingitud tõsisest ülepakkumisest fikseeritud intressimääraga menetlustes, mis tulenes rahaturu intressimäärade ning 2000. aasta alguses põhilistes refinantseerimisoperatsioonides kasutatud fikseeritud intressimäärade suurest ja püsivast erinevusest. Selle põhjustas omakorda peamiselt turu ootus, et EKP tõstab oma baasintressimäärasi veelgi, eriti 2000. aasta kevadel. Turu intressimäärade ja EKP põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäärade erinevus muutis keskpangalt laenu võt-

mise pankade jaoks väga atraktiivseks, mistõttu tehti väga suuri pakkumisi. Muutuva intressimääraga pakkumismenetluses ei ole aga pankadel huvi üle pakkuda, sest neis peaksid nad suurema likviidsuse eest maksma ka kõrgemat hinda.

Pakkumisintressi alammääraga ja muutuva intressimääraga pakkumismenetlustes tekkis teistsugune probleem. Paaril juhul oli kõikide pakkumiste kogusumma väiksem kui kohustusliku reservi nõuete sujuvaks täitmiseks vajalik (alapakkumine). Kuna need juhtumid olid põhjustatud ka suurest spekulatsioonist intressimääradega, otsustas EKP nõukogu oma operatsioonilist raamistikku alates 2004. aasta märtsist kohandada (vt taustinfo 4.2). 2008. aasta oktoobris võeti kõigis refinantseerimisoperatsioonides mõneks ajaks kasutusele piiramatu mahuga ja fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlus (vt taustinfo 5.1). Muudatuse mõte oli leevendada rahaturgudel esinenud häirete kahjulikku mõju euroala maksevõimeliste pankade likviidsusolukorrale ning toetada laenude andmist ettevõtetele ja kodumajapidamistele.

Muutuva intressimääraga pakkumismenetlusele üle minnes hakkas eurosüsteem ka iga nädal avaldama pangandussüsteemi hinnangulist likviidsusvajadust järgmise põhilise refinantseerimisoperatsiooni arveldamisele eelneva päevaga lõppeval perioodil. See hinnang aitab vastaspooltel valmistada ette oma pakkumisi eelolevaks põhiliseks refinantseerimisoperatsiooniks. Jaotises 4.6 kirjeldatakse pangandussektori likviidsusvajadusi määravaid tegureid.

**Likviidsus-
vajaduste
avaldamine**

Pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid

Peale põhiliste refinantseerimisoperatsioonide, mis toimuvad iga nädal, korraldab eurosüsteem iga kuu pikemaajalisi refinantseerimisoperatsioone tähtajaga kolm kuud. Eurosüsteem võib korraldada ka täiendavaid pikemaajalisi refinantseerimisoperatsioone, millel on teistsugune tähtaeg (nt üks arvestusperiood, kuus või kaksteist kuud; vt taustinfo 5.1). Nende operatsioonide eesmärk on pakkuda pangandussüsteemile pikemaajalist likviidsust. Arvatakse, et nii saab vältida kogu rahaturu likviidsusvajaduste iganädalase refinantseerimise vajadust ning anda vastaspooltele juurdepääs pikemaajalisele refinantseerimisele. Nagu põhilised refinantseerimisoperatsioonid, teostatakse ka pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid detsentraliseeritult ning nendes võivad osaleda kõik üldistele kõlblikkuskriteeriumidele vastavad vastaspoolel (vt taustinfo 4.1).

Kuna soovitavaks peetakse seda, et eurosüsteem saaks rahaturu intressimäärasid mõjutada ainult ühe tähtaja lõikes, on pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid kujundatud nii, et eurosüsteem tegutseb neis intressivõtjana. Et mitte moonutada sõnumit, mida eurosüsteemi põhilised refinantseerimisoperatsioonid kannavad, korraldatakse pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid tavaliselt muutuva intressimääraga ja eelnevalt teatavaks tehtud mahuga pakkumismenetlustena. Harilikult teeb EKP nõukogu eelolevates pakkumistes jaotatavad mahud eelnevalt teatavaks. Erandjuhul võib eurosüsteem pikemaajalisi refinantseerimisoperatsioone korraldada ka fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlustena ning rahuldada kõik pakkumised (piiramatu mahuga menetlus) (vt taustinfo 5.1).

Peenhäälestusoperatsioonid

Eurosüsteem võib teha ka *ad hoc*-avaturuoperatsioone ehk peenhäälestusoperatsioone. Peenhäälestusoperatsioonide sagedus ja tähtajad ei ole normitud. Nendega võidakse likviidsust nii vähendada kui ka suurendada. Nende eesmärk on juhtida likviidsust rahaturul ja suunata intressimäärasid eelkõige selleks, et tasandada turul toimuvate ootamatute likviidsuskõikumiste mõju intressimääradele. Peenhäälestusoperatsioone võib kohustusliku reservi arvestusperioodi viimasel päeval korraldada selleks, et tasandada pärast viimast põhilist refinantseerimisoperatsiooni tekkinud likviidsuse tasakaalustamatust. Peenhäälestusoperatsioone teostatakse eelkõige pöördtehingute, aga ka välisvaluuta vahetustehingute või tähtajaliste hoiuste kogumise vormis (vt taustinfo 4.3).

Peenhäälestusoperatsioone korraldatakse nende eesmärki silmas pidades tavaliselt kiirpakkumismenetlusena. Nendes kulub väljakuulutamisest kuni tulemuste teatavaks tegemiseni üks tund. Peenhäälestusoperatsioone võidakse korraldada ka kahepoolsete menetlustena, kus eurosüsteem sooritab tehingu piiratud arvu vastaspooltega ilma pakkumismenetluseta.

Arvestades võimalikku vajadust reageerida kiiresti turge tabavatele ootamatustele, on soovitatav, et eurosüsteem hoiab peenhäälestusoperatsioonide määratluse väga paindlikuna. Peenhäälestusoperatsioone teevad tavaliselt detsentraliseeritult liikmesriikide keskpangad, kuid erandjuhtudel võib EKP nõukogu otsustada, et kahepoolseid peenhäälestusoperatsioone teeb EKP. Korralduslikel põhjustel saab peenhäälestusoperatsioonides osaleda vaid piiratud arv valitud vastaspooli. Osalemise

Taustinfo 4.3 Avaturutehingute liigid

Eurosüsteemi peamine avaturuinstrument on pöördtehing, mida saab kasutada kõiksuguste likviidsust suurendavate avaturuoperatsioonide puhul. Peenhäälestus- ja struktuurioperatsioonide jaoks on eurosüsteemil varuks veel neli instrumenti: otsetehingud, EKP võlasertifikaatide emiteerimine, välisvaluuta vahetustehingud ning tähtjaliste hoiuste kogumine (vt tabel 4.1).

1. Pöördtehingud

Pöördtehingud on operatsioonid, kus eurosüsteem ostab või müüb kõlblikke varasid repolepingu alusel või teeb laenuoperatsioone tagatiseks esitatud kõlblike varade vastu. Pöördtehinguid kasutatakse põhiliste ja pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide tegemiseks. Lisaks võib eurosüsteem pöördtehinguid kasutada ka peenhäälestus- ja struktuurioperatsioonideks.

Kui pöördtehing toimub repolepingu alusel, vastab ostu- ja tagasiostuhinna vahe operatsiooni tähtjaks laenatud rahasummalt makstavale intressile, seega sisaldub maksmisele kuuluv intress tagasiostuhinnas. Tagatud laenuna tehtava pöördteingu intressimääraks on operatsiooni tähtja jooksul laenusummale määratud intressimäär.

2. Otsetehingud

Avaturu otsetehingud on operatsioonid, kus eurosüsteem ostab või müüb kõlblikke varasid otse turul.

3. Välisvaluuta vahetustehingud

Rahapoliitilistel eesmärkidel tehtavad välisvaluuta vahetustehingud hõlmavad samaaegseid hetke- ja forvardtehinguid eurodes välisvaluuta vastu. Neid võidakse kasutada peenhäälestamiseks, peamiselt selleks, et juhtida likviidsust turul ja suunata intressimäärasid.

4. Tähtjaliste hoiuste kogumine

Eurosüsteem võib kutsuda vastaspooli üles paigutama oma asutamiskohajärgse liikmesriigi keskpanka intressiga tasustatavaid tähtjalisi hoiuseid.

5. EKP võlasertifikaatide emiteerimine

EKP võib võlasertifikaate emiteerida selleks, et kohendada eurosüsteemi struktuurilist positsiooni finantssektori suhtes, nii et turul tekib likviidsupuudujääk (või see suureneb).

hõlbustamiseks pikendati finantskriisi ajal peenhäälestusoperatsioonideks kõlblike vastaspoolte loetelu 140st ligikaudu 2000ni.

Struktuurioperatsioonid

Eurosüsteem saab oma operatsiooniliselt raamistikus teha ka struktuurioperatsioone. Need korraldatakse EKP algatusel, et kohendada eurosüsteemi

struktuurilist likviidsuspositsiooni finantssektori suhtes, st pikemaajalist likviidsust turul. Struktuurioperatsioon võidakse korraldada pöörd- ja otsetehingute vormis või EKP võlasertifikaatide emiteerimise teel (vt taustinfo 4.3).

Põhimõtteliselt võivad struktuurioperatsioonid olla likviidsust suurendavad või vähendavad ning korrapärased või

erakorralised. Pöördtehingute vormis ja võlainstrumentide emiteerimise teel korraldatakse struktuurioperatsioonid tavaliselt tavapakkumismenetlusena. Otsetehingute vormis tehakse struktuurioperatsioonid tavaliselt kahepoolsete menetlustena.

4.5. PÜSIVÕIMALUSED

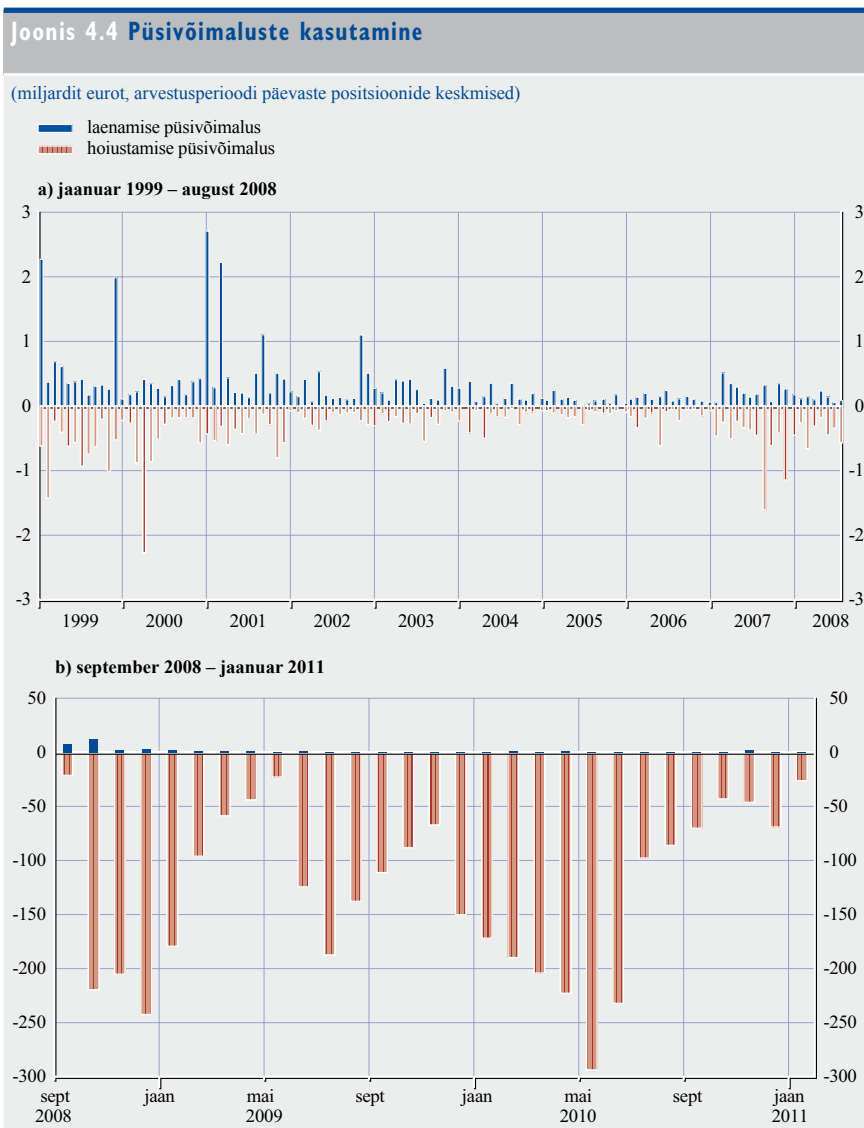
Laenamise ja hoiustamise püsivõimalus on ...

Nagu eespool mainitud, rakendab euro-süsteem rahapoliitikat ka püsivõimaluste intressimäärasid kehtestades.

Püsivõimalused suurendavad või vähendavad vastaspoolte algatusel üleölikviidsust. Kõlblikud vastaspoolel saavad kasutada kaht püsivõimalust: laenamise püsivõimalust ja hoiustamise püsivõimalust. Tavaliselt ei ole pankade jaoks püsivõimaluste kasutamine kuigi kasulik, sest nende intressimäärad on turu intressimääradest harilikult ebasoodsamad.

Joonisel 4.4a on kujutatud püsivõimaluste keskmist päevast kasutamist

... olulised erandjuhtudel ...



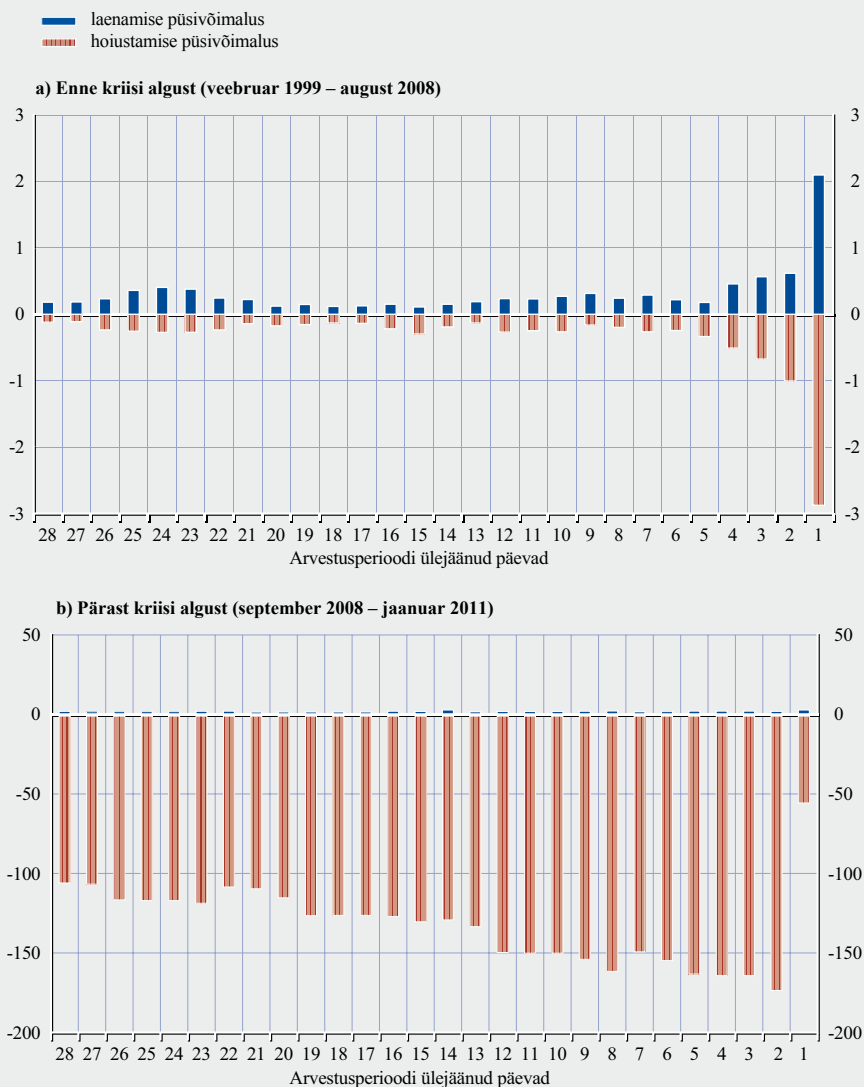
Allikas: EKP.

1999. aasta jaanuarist 2008. aasta augustini. Üldiselt jäi nende kasutus enne finantskriisi algust 2007. aasta augustis tunduvalt alla 1 miljardi euro, mis näitab, et püsivõimalusi kasutatakse likviidsuse suurendamiseks või vähendamiseks üksnes erandjuhtudel. Jooniselt 4.4b on näha, et püsivõimaluste kasutamine suurenes järsult fi-

nantskriisi ajal, sest paljud pangad eelistasid hoida keskpangas kohustuslikust suuremaid reserve ning kasutada lisareservide puhul teistele pankadele välja laenamise asemel hoiustamise püsivõimalust. Põhjuseks olid muu hulgas ebakindlus ja tajutud vastaspoole risk. 2008. aasta oktoobris kasutusele võetud piiramatul mahuga menet-

Joonis 4.5 Püsivõimaluste kasutamine arvestusperioodi jooksul

(miljardit eurot, arvestusperioodi viimase 28 päeva päevaste positsioonide keskmised)



Allikas: EKP.

lusega pakutav kogulikviidsus eurosüsteemis on võrdne üksikute pankade taotletavate likviidsusmahtude summaga. Et pankade kogu likviidsusvajadus oli sel perioodil pangandussüsteemi likviidsusvajadusest suurem, kasutati ülelikviidsuse puhul hoiustamise püsivõimalust. See osutab nii ennetavale likviidsuse varumisele kui ka turu segmenteerumisele (sest likviidsust taotlevad pangad ei pruugi olla samad, kes oma ülelikviidsust eurosüsteemis hoiustavad).

... ja kohustusliku reservi arvestusperioodi lõpus

Joonisel 4.5a on kujutatud püsivõimaluste kasutamise tüüpilist kulgu kohustusliku reservi arvestusperioodi ajal enne finantskriisi algust. Nagu näha kasutati püsivõimalusi kuni 2008. aasta augustini kõige rohkem arvestusperioodi lõpus. See tuleneb kohustusliku reservi süsteemi perioodi keskmiste kasutamise mehhanismist, mis võimaldab krediitiasutustel lasta oma likviidsus päeva jooksul puudu- või ülejääki ning täita oma kohustusliku reservi nõuded kas varem või lükata need arvestusperioodi lõppu. Nagu varem märgitud, muutub kohustusliku reservi nõue siduvaks alles arvestusperioodi viimasel päeval, mil likviidsuspuudujääki või -ülejääki ei saa enam tasandada. Joonis 4.5b kujutab püsivõimaluste kasutamise tüüpilist kulgu alates finantskriisi algusest. Suurim erinevus seisneb hoiustamise püsivõimaluse kasutamise ohruses, mis on seotud asjaoluga, et pangad eelistasid oma rahalisi vahendeid hoida turvaliselt eurosüsteemis ja mitte viia neid turule, nagu nad tavalistel aegadel teevad. See näitab, et turud ei toiminud nõuetekohaselt. Lisaks on näha tendentsi, mille puhul pangad püüavad täita oma kohustusliku

reservi nõuded tsükli alguses ning kasutavad hoiustamise püsivõimalust arvestusperioodi alguses seega väiksemas mahus kui arvestusperioodi lõpus.

4.6. KESKPANGA LIKVIIDSUS JA PANGANDUSSÜSTEEMI LIKVIIDSUSVAJADUS

Kokkuvõttes koosneb operatsiooniline raamistik instrumentidest ja menetlustest, mida eurosüsteem kasutab intressimäärade suunamiseks, rahaturul likviidsuse juhtimiseks ning oma rahapoliitilise hoiaku väljendamiseks. Euroala pangandussüsteemi likviidsus on tavapärares oludes puudujäägis eelkõige seetõttu, et eurosüsteem vajab pangatähti ja on kohustatud täitma kohustusliku reservi nõudeid, ning vajalik on eurosüsteemipoolne refinantseerimine. Seega on eurosüsteemil likviidsuse pakkuja roll ning ta saab suunata rahaturu intressimäärasid ning edastada kogu euroalale rahapoliitika impulsse.

Eurosüsteemi ja pangandussüsteemi vahelist vastastikmõju aitab kirjeldada eurosüsteemi konsolideeritud bilanss. Tabel 4.3 kujutab lihtsustatult keskpannga ühtlustatud bilansi struktuuri.

Varade poolel on kolm peamist likviidsust suurendavat kirjet: „krediitiasutuste refinantseerimine”, „laenamise püsivõimalus” ja „netovälisvarad”. Kirje „krediitiasutuste refinantseerimine” näitab likviidsust suurendavate avaturuoperatsioonide jääki. Eurosüsteemi puhul kuuluvad kõnealuste operatsioonide hulka alati põhilised ja pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid. See kirje hõlmab ka kõiki likviidsust suurendavaid peenhäälestus- ja

Eurosüsteem kui likviidsuse pakkuja

Eurosüsteemi konsolideeritud bilanss

Varad

struktuurioperatsioon. „Laenamise püsivõimalus” sisaldab keskpanga üleõlaene krediitiasutustele, kes seda püsivõimalust kasutavad. „Netovälisvarad” on keskpangale kuuluvad välisvaluutas nomineeritud varad, millest on maha arvatud välisvaluutas nomineeritud kohustused.

Kohustused Kohustuste poolel on viis peamist kirjet: „krediitiasutuste arvelduskontode jääk”, „hoiustamise püsivõimalus”, „ringluses olevad pangatähed”, „valitsussektori hoiused” ja „muud tegurid (neto)”. „Krediitiasutuste arvelduskontode jääk” (teisisõnu reservid) sisaldab krediitiasutuste vahendeid keskpangas, millega arveldatakse pankadevahelisi tehinguid ja täidetakse kohustusliku reservi nõudeid. „Hoiustamise püsivõimalus” märgib selle üleõvõimaluse kogukasutust. „Ringluses olevad pangatähed” on

keskpanga poolt krediitiasutuste taotlusel ringlusesse lastud pangatähtede väärtus. Tavaliselt on see kohustuste poolel suurim kirje. „Valitsussektori hoiused” tähistab riigikassade arvelduskontode jääke riikide keskpangades. „Muud tegurid (neto)” on tasakaalustav kirje, mis hõlmab ülejäänud bilansikirjeid.

Raamatupidamise seisukohast peavad varad ja kohustused alati olema võrdsed. Et mõista, kuidas keskpank tegutseb, on otstarbekas jagada bilanss kolmeks osaks, nagu näidatud tabeli 4.3 kolmes alumises osas. Nagu näha, on keskpanga poolt krediitiasutustele pakutava likviidsuse netomaht kahe komponendi summa. Neist esimene koosneb autonoomsetest teguritest (ringluses olevad pangatähed pluss valitsussektori hoiused miinus netovälisvarad pluss muud tegurid (neto) –

Likviidsuse pakkumine ja nõudlus

Keskpanga standarditud bilanss	
Varad	Kohustused
Krediitiasutuste refinantseerimine	Krediitiasutuste arvelduskontode jääk (reservid)
Laenamise püsivõimalus	Hoiustamise püsivõimalus
Netovälisvarad	Ringluses olevad pangatähed Valitsussektori hoiused Muud tegurid (neto)
Võib ümber järjestada järgmiselt:	
Likviidsuse suurendamine rahapoliitiliste operatsioonidega	
krediitiasutuste refinantseerimine	
+ laenamise püsivõimalus	
– hoiustamise püsivõimalus	
=	
Autonoomsed tegurid	
ringluses olevad pangatähed	
+ valitsussektori hoiused	
– netovälisvarad	
+ muud tegurid (neto)	
+	
Reservid	
krediitiasutuste arvelduskontode jääk	

väljendab rahaturu likviidsust mõjutavate ülejäänud bilansikirjete netomõju). Need tegurid mõjutavad pangandussektori likviidsust ning keskpanga-keeles nimetatakse neid autonoomseteks sellepärast, et tavaliselt ei tulene need rahapoliitiliste instrumentide kasutamisest. Mõned autonoomsed tegurid on väljaspool rahandusastutuste kontrolli (ringluses olevad pangatähed ja valitsussektori hoiused). Muid tegureid, näiteks netovälisvarasid, saavad rahandusastutused kontrollida, kuid tehingud nende varadega ei ole tavaliselt rahapoliitiliste operatsioonidega seotud (välja arvatud välisvaluuta vahetustehingud; vt taustinfo 4.1). Teine komponent koosneb krediidasutuste reservidest (krediidasutuste arvelduskontode jääk). Autonoomsete tegurite summa ja reservid kokku on võrdsed rahapoliitiliste operatsioonidega pakutava lik-

viidsusega (krediidasutuste refinantseerimise summa pluss laenamise püsivõimalus miinus hoiustamise püsivõimalus).

Kui vaadata nüüd pärast seda skemaatilist liigendust eurosüsteemi tegelikku bilanssi, võib tabelist 4.4 näha peamiste kirjete osatähtsusi pangandussüsteemi likviidsuses kohustusliku reservi arvestusperioodil, mis algas 19. jaanuaril ja lõppes 8. veebruaril 2011. Suurem osa likviidsusest pakuti põhiliste ja pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide kaudu. Muude operatsioonidega, eelkõige tagatud võlakirjade ostukava ja väärtpaberituruprogrammi raames pakuti täiendavat likviidsust. Püsivõimalustel on pangandussüsteemi likviidsusele tavaliselt vaid marginaalne mõju. Kuna pankadel tekkis piiramatut mahuga ja fikseeritud intressi-

Peamiste kirjete osatähtsused

Tabel 4.4 Osatähtsus pangandussüsteemi likviidsuses

(miljardites eurodes; päeva keskmised perioodil 19.1.2011–8.2.2011)

	Likviidsust suurendavad	Likviidsust vähendavad	Neto-osakaal
	Varad	Kohustused	
Eurosüsteemi rahapoliitilised operatsioonid			
Põhilised refinantseerimisoperatsioonid	185,4	–	+185,4
Pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid	318,2	–	+318,2
Muud avaturuoperatsioonid ¹	137,2	81,3	+55,9
Püsivõimalused	0,1	39,2	–39,2
Vahesumma (a)	604,9	120,5	+520,4
Pangandussüsteemi likviidsust mõjutavad autonoomsed tegurid			
Ringluses olevad pangatähed	–	822	–822
Valitsussektori hoiused eurosüsteemis	–	101,2	–101,2
Netovälisvarad	549,7	–	+549,7
Muud tegurid (neto)	–	–66,7	+66,7
Vahesumma (b)	549,7	856,5	–306,8
Reservid = krediidasutuste arvelduskontode jääk eurosüsteemis			
Kohustuslikud reservid (c)			+212,3
Ülereservid (d)			+1,3
Kokku (a) + (b) = (c) + (d)			+213,6

Allikas: EKP.

¹ Muud avaturuoperatsioonid: rahapoliitilistel eesmärkidel hoitavad väärtpaberid ja tehingud välisvaluutaga. Viimastel on tegelikult likviidsust vähendav mõju.

määraga pakkumismenetluste kontekstis likviidsusülejääk, on nad hoiustamise püsivõimalust kasutanud rohkem kui tavapärastes oludes.

Tabeli 4.4 teine osa näitab autonoomseid tegureid. Autonoomsete tegurite likviidsust vähendav mõju tuleneb peamiselt ringluses olevatest pangatähtedest ja valitsussektori hoiustest eurosüsteemis. Ringluses olevad pangatähed vähendavad pangandussektori likviidsust, kuna neid tuleb hankida keskpangalt ning krediitiasutused peavad seetõttu keskpangalt vahendeid laenama. Eurosüsteemi netovälisvaradel on pangandussüsteemi likviidsusele aga vastupidine mõju. Kui eurosüsteem ostab välisvarasid, suurendab see pangandussüsteemi likviidsust ja vähendab vajadust likviidsust suurendavate rahapoliitiliste operatsioonide järele. Kohustuslikel reservidel on likviidsust vähendav mõju, mis suuruselt on pea-

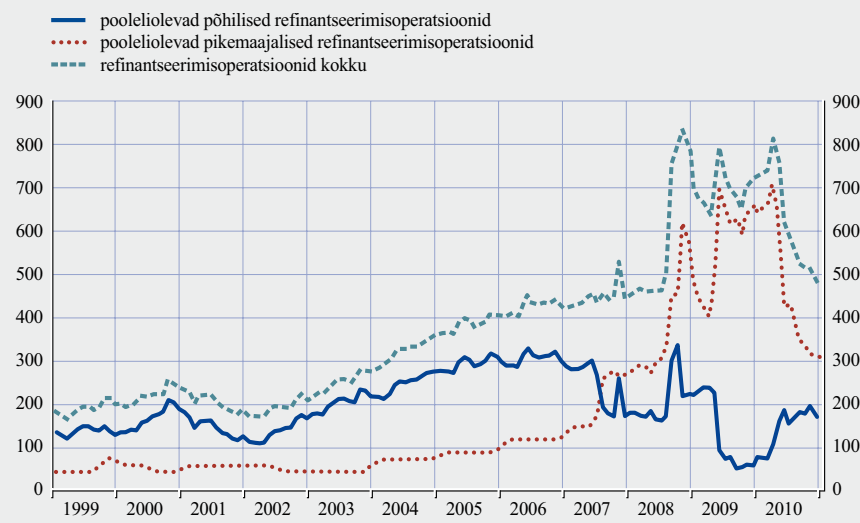
aegu sama mis kõigi autonoomsete tegurite mõju kokku. Krediitiasutuste arvelduskontode jääkide ja kohustusliku reservi nõuete vahe moodustab ülereservi (mis on üldiselt olnud väga väike – ligikaudu 0,5% euroala kohustuslikest reservidest).

Joonised 4.6 ja 4.7 kujutavad peamiste likviidsust suurendavate ja vähendavate tegurite arengut 1999. aasta jaanuarist 2011. aasta jaanuarini. Jooniselt 4.6 on näha, et kuni 2008. aasta septembrini toimus likviidsuse suurendamine valdavalt põhiliste refinantseerimisoperatsioonidega, mis kajastab selle rahapoliitilise instrumendi tähtsust. Pärast seda, kui alates 2008. aasta oktoobrist hakati kõiki refinantseerimisoperatsioone korraldama piiramatul mahuga ja fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlustena, suurenes pikaajaliste refinantseerimisoperatsioonide osatähtsus. Nagu jooniselt 4.6

Likviidsust suurendavate tegurite suhteline tähtsus

Joonis 4.6 Põhiliste ja pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide maht

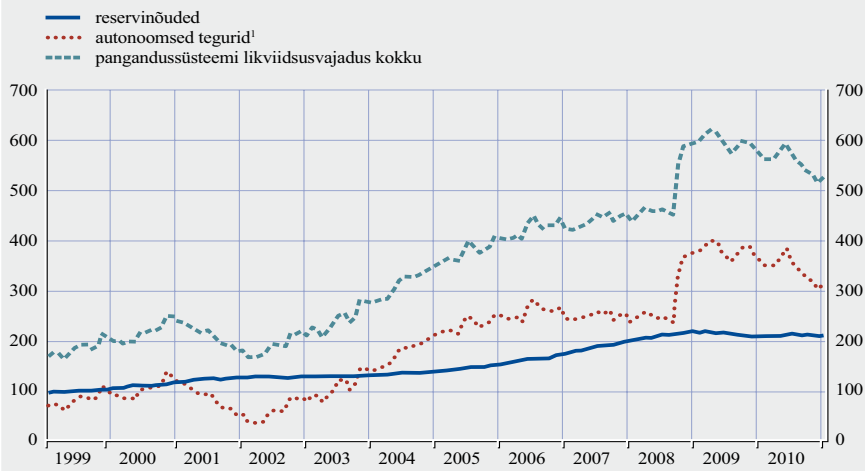
(miljardit eurot, arvestusperioodi päevaste positsioonide keskmised)



Allikas: EKP.

Joonis 4.7 Kohustuslikud reservid ja autonoomsed likviidsustegurid

(miljardit eurot, arvestusperioodi päevaste positsioonide keskmised)



Allikas: EKP.

¹ Autonoomsed tegurid on ringluses olevad rahatähed pluss valitsussektori hoiused pluss muud tegurid miinus netovälisvarad.

näha, oli pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide maht 2011. aasta jaanuari lõpus 310 miljardit eurot, põhiliste refinantseerimisoperatsioonide oma aga 172 miljardit eurot.

Likviidsust vähendavate tegurite suhteline tähtsus

Joonis 4.7 kujutab kahe peamise pangandussüsteemis struktuurilist likviidsuspõhjustava teguri arengut. Kuni 2004. aastani moodustasid kohustusliku reservi nõuded harilikult üle poole pangandussüsteemi kogu likviidsusvajadustest. Alates 2004. aastast ületas autonoomsete tegurite likviidsust vähendav kogumõju kohustusliku reservi nõuete oma, seda peamiselt europangatähtede jäägi pideva kasvu tõttu.

4.7. KOGEMUSED ALATES 1999. AASTA JAANUARIST

Lühiajaliste intressimäärade vähenemine

Eurosüsteemi operatsiooniline raamistik on alates EMU kolmanda etapi algusest hästi toiminud. Üldiselt on

operatsiooniline raamistik võimaldanud EKP-l juhtida likviidsuskeskkonda ja lühiajalisi intressimäärasid sujuvalt. Euroala rahaturu lühiajalised intressimäärad on alates 1999. aasta jaanuarist rahvusvahelises plaanis üldiselt vähe kõikunud. Rahaturu lühiajaliste intressimäärade vähenemine saavutati peaaegu täielikult kohustusliku reservi süsteemi kuu keskmiste kasutamise ning igapäevaste avaturuoperatsioonidega; peenhäälestusoperatsioone kasutati n-ö tavaoludes väga vähe. Stabiilsus rahaturul aitab rahapoliitikat tõhusalt majandusse üle kanda ja väljendab EKP suurt operatsioonilist ja likviidsusjuhtimisega seotud suutlikkust.

Tavapärastes oludes väljendab EKP rahapoliitika kursi põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäär. See süsteem on hästi toiminud, nagu näitab jaotamise piirintressimäär ja pakumisintressi alammäär suhteliselt väike vahe kuni 2008. aasta augustini.

Rahapoliitika kursi selge väljendamine tavaoludes

Arvestades eurosüsteemi käsutuses olevaid igapäevaseid põhilisi refinantseerimisoperatsioone ja igakuiseid pikemaajalisi refinantseerimisoperatsioone ning mitmesuguseid muid meetmeid, on operatsiooniline raamistik täitnud kaks eesmärki: pakkuda krediitiasutustele pikemaajalist likviidsust ja võimaldada eurosüsteemil piisavalt täpselt juhtida lühiajalist likviidsust. Operatsiooniline raamistik on toiminud ka erakorralistes oludes, näiteks 2000. aasta saabudes, ning olnud väga paindlik ettenägematutes olukordades, nagu näiteks 2001. aasta 11. septembri terrorirünnakud, 2007. aasta augustis finantsturgudel tekkinud häired ning nendele järgnenud finantskriis (vt taustinfo 5.1). Nii näiteks on alates finantskriisi algusest saanud refinantseerimisoperatsioonides osaleda paljud vastaspoolad, sest korrapärasteks refinantseerimisoperatsioonideks on kõlblik lai valik vastaspooli. Lisaks on rahaturu lühiajaliste intressimäärade juhtimisel kasutatud üleöö peenhäälestusoperatsioone. 9. augustil 2007, mil finantsturgudel tekkisid häired, andis EKP pingete leevendamiseks rahaturu lühiajalises segmendis euroala pankadele 95 miljardi euro ulatuses tagatise vastu üleöölaenu sellel ajal refinantseerimisoperatsioonides kehtinud intressimääraga. Häirete tekkides eelistas eurosüsteem alguses pakkuda likviidsust arvestusperioodi piires, nii et pangad said oma reservinõude arvestusperioodi esimesel poolel ette ära täita ning selle kompenseerimiseks hoida perioodi teisel poolel väiksemaid reserve. Pikemaajalistes refinantseerimisoperatsioonides pakutava likviidsuse suurendamiseks võttis eurosüsteem kasutusele ka täiendavad refinantseerimisoperatsioonid tähtajaga kolm ja kuus kuud (hiljem, finantskriisi ajal ka 12 kuud).

5. RAHAPOLIITIKA RAKENDAMINE ALATES 1999. AASTAST

Käesolevas peatükis antakse ülevaade rahapoliitika rakendamisest euroalal alates 1999. aastast. Euroala jaoks on see olnud keerukas periood, kuna silmitsi on tulnud seista erineva olemuse, suuruse ja kestusega majandus- ja finantsšokkidega. Nendes oludes keskendus EKP nõukogu oma rahapoliitiliste otsuste tegemisel selgelt hinnastabiilsuse säilitamisele keskpikas perspektiivis.

5.1. SISSEJUHATUS

Tähtsaim on hinnastabiilsuse säilitamine keskpikas perspektiivis

Alates EMU kolmanda etapi algusest 1999. aastal on euroala rahapoliitika esmane eesmärk olnud säilitada hinnastabiilsus keskpikas perspektiivis. Euroala hinnastabiilsust ohustavate riskide hindamisel on EKP nõukogu alati tuginenud oma rahapoliitilises strateegias sätestatud raamistikule, mis eeldab põhjalikku majandus- ja monetaaranalüüsi euroalal toimuva kohta (vt 3. peatükk).

EKP nõukogu sagedased istungid rahapoliitika kursi hindamiseks

Rahaliidu esimestel aastatel toimusid iga kahe nädala tagant EKP nõukogu istungid, kus hinnati rahapoliitika kursi. 2001. aasta novembris otsustas nõu-

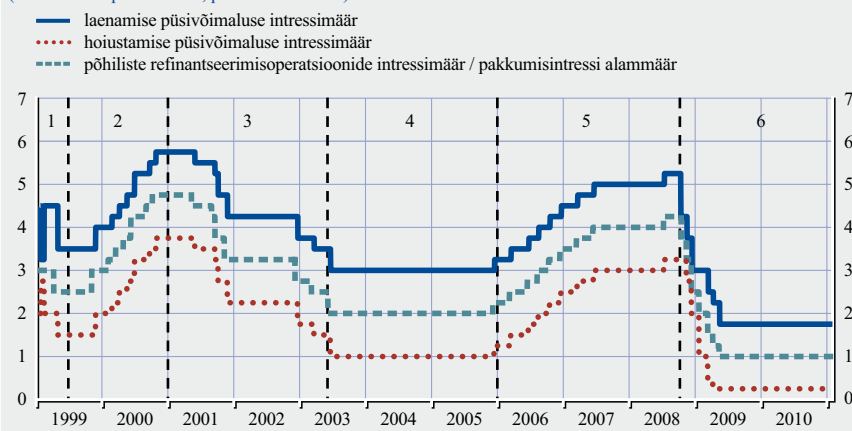
kogu aga, et edaspidi hinnatakse rahapoliitika kursi reeglina üksnes kuu esimesel istungil. Tehti teatavaks, et intressimääraotsused tehakse tavaliselt just sellel istungil, kuu teisel istungil käsitletakse aga EKP ja eurosüsteemi muude ülesannete ja kohustustega seotud küsimusi.

Rakendatud rahapoliitikas võib üldiselt eristada kuut etappi (vt joonis 5.1). Ühtse rahapoliitika väljakutseid iga etapis käsitletakse järgmises jaotises. Esimene etapp oli üleminek rahaliidule: EKP nõukogu langetas hinnastabiilsust ohustavate langusriskide tõttu 1999. aasta aprillis EKP põhiliste refinantseerimisoperatsioonide

Eristada võib kuut etappi: üleminek rahaliidule, ajavahemik kuni 1999. aasta keskpaigani ...

Joonis 5.1 EKP baasintressimäärad kuues etapis

(aastamuutus protsentides, päevased andmed)



Allikas: EKP.

nide fikseeritud intressimäära 50 baaspunkti võrra 2,5%ni.

... 1999. aasta lõpust 2000. aasta lõpuni ...

Teine etapp: et ohjeldada kiire majanduskasvu, impordihindade tõusu ja rahapakkumise kasvu juures inflatsioonisurvet, tõstis nõukogu ajavahemikus 1999. aasta novembrist kuni 2000. aasta oktoobrini EKP baasintressimäärasid kokku 225 baaspunkti võrra, kergitades 2000. aasta oktoobriks põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäära 4,75%ni.

... 2001. aasta algusest 2003. aasta keskpaigani ...

Kolmas etapp: vastusena inflatsioonisurve taandumisele nõrga majanduskasvu, finantsturgudel toimunud märkimisväärsete korrigeerimiste ning suure geopoliitilise ebakindluse kontekstis alandas nõukogu 2001. aasta maist 2003. aasta juunini EKP baasintressimäärasid kokku 275 baaspunkti võrra, langetades põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäära.

... 2003. aasta keskpaigast 2005. aasta lõpuni ...

Neljas etapp: kuna hinnasurve oli piiratud, ei muutnud EKP nõukogu baasintressimäärasid kuni 2005. aasta detsembrini.

... 2005. aasta lõpust 2008. aasta suveni ...

Viies etapp: euroala majanduskasvu hoogustumine ning rahapakkumise ja laenumahu tempokas kasv tõid kaasa kiirema hinnatõusu ning rahapoliitika järkjärgulise karmistamise. Kuni 2008. aasta keskpaigani hinnastabiilsust ohustanud tõusuriskide tõttu tõstis nõukogu EKP baasintressimäärasid kokku 225 baaspunkti võrra ning põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäär oli 2008. aasta juulis 4,25%.

... ja 2008. aasta sügisel alanud kuues etapp

Kuues etapp: võttes arvesse inflatsioonisurve leevenemist olukorras, kus finantspinged olid nõrgendanud majandusväljavaadet ja vähendanud märki-

misväärsest hinnastabiilsuse tõusuriske, langetas nõukogu 2008. aasta oktoobrist kuni 2009. aasta maini põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäära koguni 325 baaspunkti võrra 1%ni. Lisaks on EKP nõukogu vastu võtnud mitu ajutist mittestandardset rahapoliitilist meetet: laiendatud krediivõimalused ja väärt-paberituruprogramm.

5.2. PÕHIARENG

Esimene etapp – üleminek rahaliidule (1998. aasta keskpaigast kuni 1999. aasta keskpaigani)

EMU kolmandale etapile eelnenud lähenemisprotsess jõudis edukalt lõpule, kui 1. jaanuaril 1999 läks Euroopa Kesk pangale üle vastutus euroala rahapoliitika eest. Euroalasse kuuluvad riigid olid saavutanud hinnastabiilsuse ning seega alustas EKP nõukogu tööd ajal, mil intressimäärade tase oli madal. Eurosüsteemi põhiliste refinantseerimisoperatsioonide fikseeritud intressimääraks kehtestati 3%, laenamise püsivõimaluse intressimääraks 4,5% ja hoiustamise püsivõimaluse intressimääraks 2%. See toimus 22. detsembril 1998 pärast seda, kui kõigi nende liikmesriikide keskpangad, kes plaanide järgi pidid euro kohe alguses kasutusele võtma, olid 3. detsembril kooskõlastalt oma baasintressimäärasid langetanud.

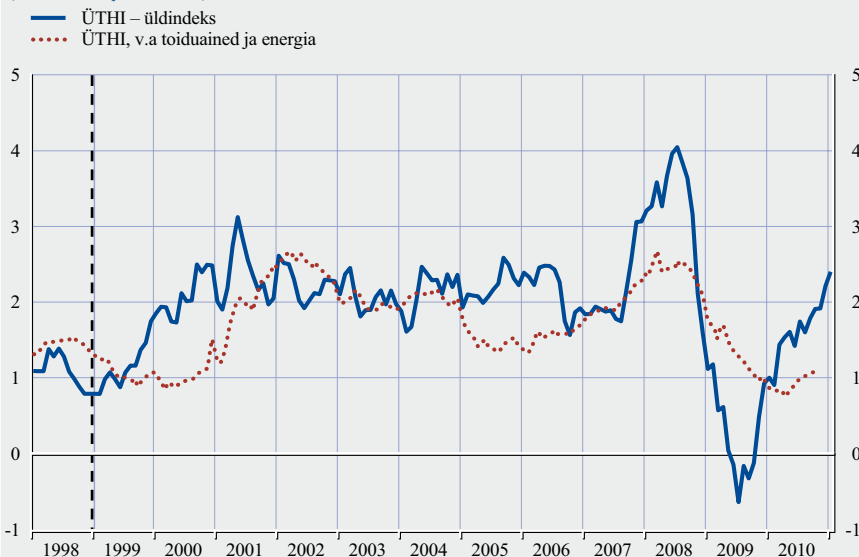
Mitmes euroalaga liitavas riigis juba varem avaldunud tegurite koosmõjul ilmnesid 1999. aasta alguses hinnastabiilsust ohustavad langusriskid. ÜTHI-inflatsioon oli osaliselt naftahinna kiire languse (vt joonis 5.3) ja teenindussektori dereguleerimise tõttu alla 1% (vt joonis 5.2). Madala inflatsiooniga keskkonnas hakkasid ilmnenema majanduslanguse märgid, mis tulenesid välisnõudluse nõrgenemisest 1997. aasta

Rahapoliitika eest vastutuse üleandmine EKP-le

EKP baasintressimäärade langetamine 1999. aasta alguses seoses hinnastabiilsust ohustanud langusriskidega

Joonis 5.2 ÜTHI-inflatsioon

(aastamuutus protsentides)



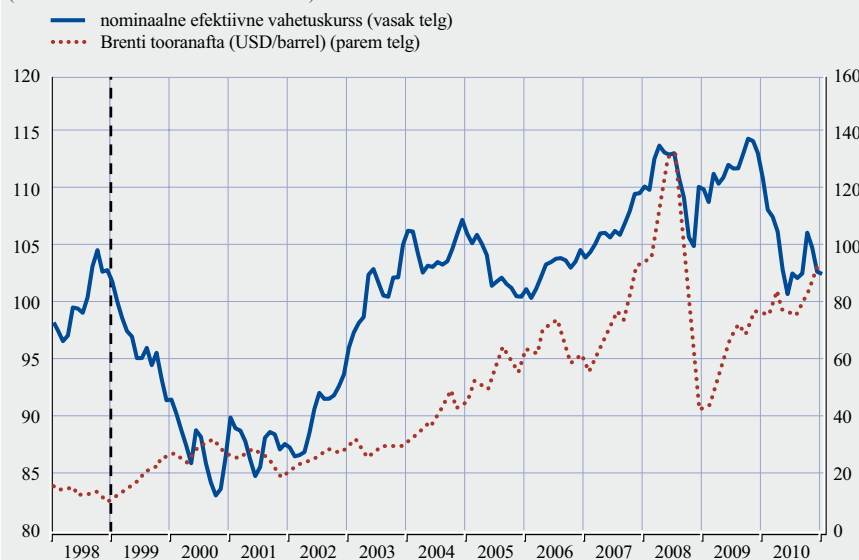
Allikas: Eurostat.

lõpu Aasia kriisi tõttu ning kindlustunde vähenemisest, mis oli seotud pärast 1998. aasta suve kriisi Venemaal avaldunud finantsturupingetega. Raha-

pakkumise kasvumäärast tulenevaid ohte hinnastabiilsusele keskmises perspektiivis siiski ei nähtud (vt joonised 5.4 ja 5.5). Niisiis, kuna hinnastabiil-

Joonis 5.3 Euro nominaalne efektiivne vahetuskurss ja naftahind

(kuu keskmised: indeks 1999 I kv = 100)



Allikad: EKP ja Thomson Reuters.

Joonis 5.4 M1 ja laenu erasektorile

(aastamuutus protsentides)



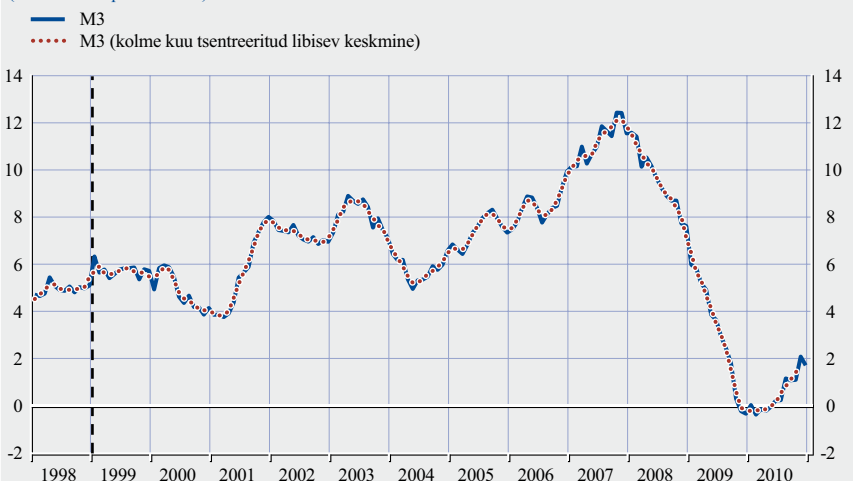
Allikas: EKP.

sust ohustasid langusriskid, langetati 8. aprillil 1999 EKP baasintressimäärasid, s.o eurosüsteemi põhiliste refinantseerimisoperatsioonide ning laenamise ja hoiustamise püsivõimaluse fikseeri-

tud intressimäära 50 baaspunkti võrra, mille tulemusena eurosüsteemi põhiliste refinantseerimisoperatsioonide fikseeritud intressimääraks kujunes 2,5%.

Joonis 5.5 M3 kasv

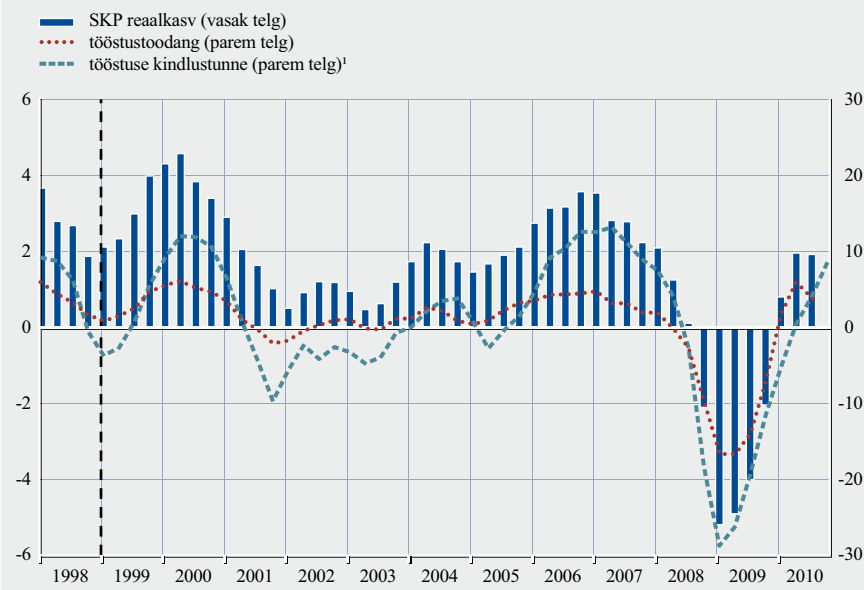
(aastamuutus protsentides)



Allikas: EKP.

Joonis 5.6 Euroala reaalne SKP, tööstustoodang ja tööstuse kindlustunne

(tööstustoodang ja reaalne SKP, aastamuutus protsentides; tööstuse kindlustunne, protsentide saldo)



Allikad: Eurostat ja Euroopa Komisjoni ettevõtete ja tarbijate küsitlused.

¹ Hälve keskmisest alates 1985. aasta jaanuarist.

Teine etapp – intressimäärade tõstmise inflatsioonisurve ohjeldamiseks (1999. aasta keskepaigast 2000. aasta lõpuni)

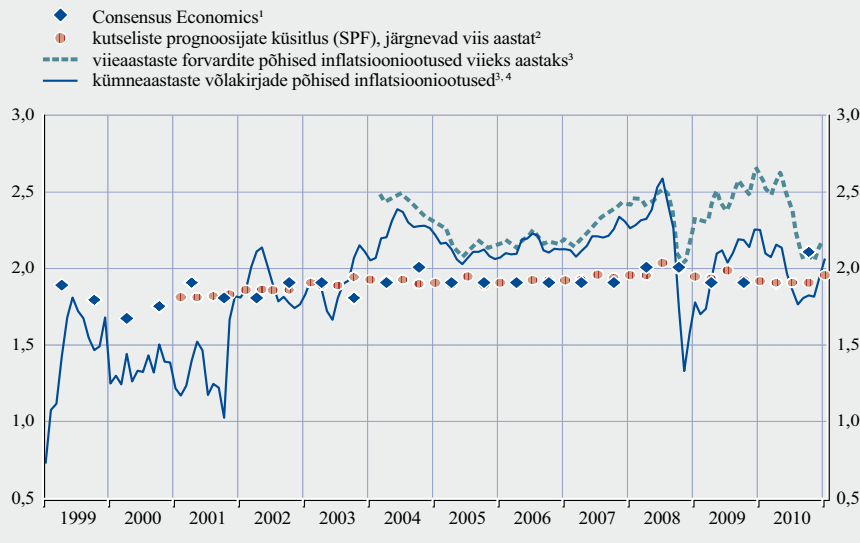
EKP baasintressimäärade järkjärguline tõstmine 1999. aasta lõpust 2000. aasta lõpuni

Tulenevalt järk-järgult kasvavast hinnasurve euroala kiire majanduskasvu tingimustes (vt joonis 5.6), euro vahetuskursi nõrgenemisest (vt joonis 5.3) ja rahapakkumise pikemat aega kestnud kasvust tõstis EKP nõukogu baasintressimäärasid 1999. aasta novembrist 2000. aasta oktoobrini kokku 225 baaspunkti võrra. Selle tulemusel oli eurosüsteemi põhiliste refinantsee-

rimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäär 2000. aasta oktoobris 4,75%. Üha rohkem tunti muret selle pärast, et impordihindadest lähtuv inflatsioonisurve võib avaldada palga- ja hinnakujunduse arengu kaudu laiapäohjalist teisest mõju ning kaasa tuua laiema avalikkuse pikaajaliste inflatsiooniootuste tõusu (vt joonis 5.7). Lisaks andis põhjust muretsemiseks likviidsuse pidev kuhjumine, millele viitas rahapakkumise ja laenumahu pikemat aega kestnud kasv.

Joonis 5.7 Euroala pikaajaliste inflatsiooniootuste näitajad

(aastamuutus protsentides)



Allikad: Thomson Reuters, EuroMTS, Consensus Economics ja EKP.

¹ Finants- ja majandusprognosisidega tegelevate silmapaistvate prognoosijate küsitlus, mille tulemused avaldas Consensus Economics.

² Kutseliste prognoosijate küsitlus, mille EKP tegi mitmesuguste muutujate ja erineva aja kohta. Osalejad on Euroopa Liidus asuvate institutsioonidega seotud eksperdid.

³ Völakirjaturupõhine inflatsiooniootus kajastab keskmisi inflatsiooniootusi konkreetseks ajaks. Alates 2004. aastast on tegemist muutumatu tähtajaga völakirjade põhise inflatsiooniootusega, mis on tuletatud euroala riigivölakirjade nominaal- ja reaaltuluköveratest. Enne 2004. aastat oli see standardvölakirja nominaaltuluse ja inflatsiooniga indekseeritud völakirja reaaltuluse vahe, kusjuures völakirjad oli välja andnud sama emitent ja nende tähtajad olid samased.

⁴ Völakirjaturupõhine inflatsiooniootus kümneks aastaks ajavahemikul 1999. aasta jaanuarist 2001. aasta oktoobrini on Prantsusmaa völakirjaturupõhine kümne aasta inflatsiooniootus. 2001. aasta novembrist 2010. aasta oktoobrini kestnud ajavahemiku puhul on tegemist euroala völakirjaturupõhise kümne aasta inflatsiooniootusega.

Kolmas etapp – EKP baasintressimäärade langetamine (2001. aasta algusest 2003. aasta keskpaigani)

2001. aasta algusest 2003. aasta keskpaigani langetas nõukogu EKP baasintressimäärasid kokku 275 baaspunkti võrra, mille tulemusena oli eurosüsteemi põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäär 2003. aasta juunis 2%. Selle ajendiks oli kogu perioodi vältel jätkuvalt vähenenud inflatsioonisurve, mille oli tinginud peamiselt majanduskasvu halvem väljavaade tulenevalt maailmamajandust ja üleilmseid finantsturge tabanud tugevatest šokkidest. Eelkõige põhjustasid kogu maailmas suurt ebakindlust ja vähendasid kindlustunnet 2001. aasta 11. septembril Ameerika Ühendriikides aset leidnud terrorirünnakud.

Nende rünnakute tõttu võis majanduskasv järsemalt aeglustuda ja võisid tekkida häired finantsturgude toimimises.

Kuna pärast 2001. aasta septembri terrorirünnakuid valitses suur ebakindlus, ei nähtud rahapakkumise märkimisväärses kasvus ohtu hinnastabiilsusele keskmise aja jooksul. Ilmnes, et finantsturge tabanud suure volatiilsuse tõttu hakkasid paljud investorid riskantsemate finantsvarade asemel eelistama lühiajalisi rahalisi varasid ehk turvalisemaid ja likviidsemaid varasid. Samal ajal jätkus nõrga majandusaktiivsuse tingimustes erasektorile, eriti mittefinantsettevõtetele antavate laenude kasvu aeglustumine.

EKP baasintressimäärasid langetati nõrgeneva hinnasurve tõttu 2001. aasta algusest 2003. aasta keskpaigani ...

... kuid nõudlus likviidsete varade järele suure ebakindluse perioodil kasvas

Tagasihoidliku hinnasurve tõttu ei muutnud EKP nõukogu baasintressimäärad kuni 2005. aasta lõpuni

Neljas etapp – EKP baasintressimäärade püsimine muutumatuna (2003. aasta keskpaigast 2005. aasta lõpuni)

Tagasihoidliku hinnasurve tõttu ei muutnud EKP baasintressimäärad ajavahemikus 2003. aasta keskpaigast kuni 2005. aasta lõpuni. Hoolimata toorme- ja energiahindade ulatuslikust tõusust ning ka kaudsete maksude ja riiklikult reguleeritud hindade tõusust jäi euroala inflatsioonisurve kogu perioodil mõõdukaks. Euroala majandusaktiivsus taastus suhteliselt aeglaselt ning kogus vaid tasapisi hoogu. Majandusaktiivsus hakkas paranema 2003. aasta teisel poolel peamiselt tänu ekspordimahu suurenemisele pärast maailmamajanduse dünaamika elavnemist. Aktiivsus suurenes muu hulgas väga soodsate rahastamistingimuste toel ka 2004. ja 2005. aastal. Rahapakkumise andmed kinnitasid arvamust, et ebakindlus ning riskikartlikkus olid järk-järgult normaliseerumas. Seda võis välja lugeda ka sellest, et taandus varasem tendents eelistada investeerimisportfellides turvalisemaid ja likviidsemaid rahalisi varasid. Seetõttu aeglustus rahapakkumise kasv 2003. aastal ja 2004. aasta alguses, kuid hoogustus taas 2004. aasta keskpaigas.

Viies etapp – rahapoliitika karmistamine (2005. aasta lõpust 2008. aasta keskpaigani)

Rahapoliitika järkjärguline karmistamine 2005. aasta lõpust 2008. aasta keskpaigani ...

2005. aasta detsembrist 2008. aasta juulini tõstis nõukogu EKP baasintressimäärasid kokku 225 baaspunkti võrra, mille tulemusel ulatus eurosüsteemi põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäär 2008. aasta juulis 4,25%ni. Senist toetatavat rahapoliitika kurssi oli vaja korrigeerida selleks, et ohjeldada hinnastabiilsust ohustavaid tõusuriske, mis tulenesid euroala tugevast majanduskasvust ning rahapakkumise ja laenu- mahu kiirest kasvust euroalal.

Korrigeerimisperioodi alguses osutasid hinnastabiilsust keskpikas kuni pikemas perspektiivis ohustavatele tõusuriskidele eeskätt monetaaranalüüsi tulemused. Tugev laenukasv alates 2004. aasta keskpaigast kajastas euroala väga madalate intressimäärade ja hiljem ka euroala majanduse elavnemise ergutavat mõju. Rahapakkumise jõulise kasvu juures suurenes euroala niigi külluslik likviidsus veelgi.

Majandusanalüüsi tulemused olid baasintressimäärade korrigeerimise perioodi alguses aga üsna vastukäivad. Euroala majanduskasv siiski hoogustus 2006. aasta esimesel poolel ning muutus peamiselt tänu sisenõudlusele järkjärgult laiapähhjalisemaks ja üha auto- noomsemaks.

Nafta- ja toiduhindade üleilmse suure tõusu tõttu 2007. aasta teisel poolel tõusis järsult ka aastainflatsioon ja selle tõus jätkus ka 2008. aasta esimesel poolel. Aastavahetusel oli see tugevalt üle 2%. Hinnašokkidele vaatamata jäi palkade dünaamika üsna mõõdukaks ning keskmise kuni pika perioodi inflatsiooniootused püsisid hinnastabiilsusele vastaval tasemel. Siiski ohustasid 2008. aasta esimesel poolel hinnastabiilsust keskpikas perspektiivis jätkuvalt tõusuriskid. Hinnastabiilsust ohustavad suured tõusuriskid tulenesid eelkõige kõrgemate toormehindade ja suure koguinflatsiooni võimalikust teisesest mõjust palkade ja hindade arengule.

Raha- ja laenukasv oli terve selle perioodi vältel väga muutlik. Oma osa selles oli erasektorile antud laenude püsivalt tugeval kasvul, millega loodi täiendavat likviidsust olukorras, kus likviidsust oli niigi juba kuhjunud.

... monetaaranalüüsi tulemuste alusel ...

... enne taastumise hoogustumist

Hinnastabiilsust ohustavad tõusuriskid püsisid 2008. aasta keskpaigani ...

... mida kinnitas ka monetaaranalüüs

EKP võttis meetmeid ka 2007. aastal ja 2008. aasta alguses finantsturgudel tekkima hakanud pingete leevendamiseks

Kui 2007. aasta augustis ilmneseid esimesed märgid pingete tekkimisest finantsturgudel, võttis EKP kiiresti ja otsustavalt meetmeid pankadevahelisel turul häirete ärahoidmiseks, pakkudes peenhäälustusoperatsioonide kaudu praktiliselt piiramatut üleöolikiivisust. Peale selle tõi EKP likviidsuse jaotamise ettepoole. Järgnenud kuudel leppis EKP teiste keskpangadega kokku ajutistes vastastikustes valuutakorraldustes (vahetustehingute liinid; ingl *swap lines*) – eelkõige selleks, et leevendada kasvavaid pingeid USA dollarites rahastamise lühiajalistel turgudel. Selle tulemusena lahtusid pinged euroala rahaturu lühiajalises segmendis kiiresti (vaata eurosüsteemi mittestandardsete meetmete ülevaadet taustinfost 5.1).

Kuues etapp – EKP vastus finantskriisile (alates 2008. aasta sügisest)

Pärast USA finantsasutuse Lehman Brothers pankrotti 15. septembril 2008 muutusid finantsturgude häired ülemaailmseks finants- ja majanduskriisiks. Kasvav ebakindlus maailma suuremate pankade finantsseisundi pärast põhjustas tegevuse peatumise finantsturu paljudes segmentides. Pinged levisid ühe enam reaalmajandusse – majandustingimused halvenesid kiiresti ja samaaegselt enamikus suurtes majanduspiirkondades ning maailmakaubandus sattus vabalangusesse.

Nagu teised suuremad keskpangad, nii langetas ka EKP baasintressimäärad ajalooliselt madalale tasemele ning võttis terve rea mittestandardseid poliitilisi meetmeid, et säilitada hinnastabiilsus, stabiliseerida finantskeskkonda ja piirata kriisi laienemist reaalmajandusse.

Rahapoliitika tavapärase teostamise raames langetas EKP baasintressimäärasid 50 baaspunkti võrra esimest korda 8. oktoobril 2008, ajaloolise sammuna

alandasid kooskõlastatult intressimäära ka teised tähtsamad keskpangad – Kanada, Inglise, Rootsi ja Šveitsi keskpang ning USA Föderaalreserv. Maailmamajanduse kasvuväljavaate halvenemise ja hinnastabiilsust keskpikas perspektiivis ohustanud tõusuriskide märkimisväärse vähenemise tõttu langetas EKP nõukogu baasintressimäärasid veelgi. Põhiliste refinantseerimisoperatsioonide pakkumisintressi alammäära langetati kõigest seitsme kuu jooksul (2008. aasta oktoobrist 2009. aasta maini) kokku 325 baaspunkti võrra 1%ni (vt joonis 5.1).

Täielikus kooskõlas oma esmase eesmärgiga säilitada hinnastabiilsus võttis EKP nõukogu samal ajal mitu ajutist mittestandardset meetet, et toetada rahastamistingimusi ja laenuvooge euroala majandusse suuremas ulatuses, kui see on võimalik üksnes baasintressimäärade langetamise kaudu. Kui finantsasutuste püsivat rahastamisprobleemi oleks eiratud, oleks ilmnenu oht, et EKP baasintressimäärade muutmine on tunduvalt vähem tulemuslik kui tavalistes oludes. Neile meetmetele viidati hiljem kui laiendatud krediitdivõimalustele. See lähemisviis koosnes viiest põhielemendist, mida kirjeldatakse taustinfos 5.1.

Vaatamata valitsevale ebakindlusele ilmnese 2009. aasta jooksul üha rohkem märke finantsturu tingimuste paranemisest. Seetõttu hakkas EKP nõukogu kooskõlas oma meetmete lõpetamise strateegiaga (vt jaotis 3.8) 2009. aasta detsembris loobuma järk-järgult nendest mittestandardsetest meetmetest, mida enam ei vajatud, jättes laiendatud krediitdivõimalused ülejäänud osas alles. Konkreetsemalt lõpetati üheaastase tähtajaga refinantseerimisoperatsioonid, mida oli 2009. aastal tehtud kolmel korral. Lisaks loobuti järk-jär-

... ja võeti mitte-standardseid meetmeid, et tagada intressimäärade langetamise mõju õige ülekandumine ning et laiendada krediitdivõimalusi

2009. aasta lõpus hakati mõnedest mittestandardsetest meetmetest järk-järgult loobuma

Finantsturgude häired muutusid kriisiks 2008. aasta sügisel

Vastuseks võttis EKP nii standardseid kui ka mitte-standardseid meetmeid ...

... EKP baasintressimäärad langetati enneolematult madalale tasemele ...

gult veel mõnest meetmest, kuid arvestades riigivõlakirjade turu mõnes segmendis hiljem avaldunud pingeid osutus see ennatlikuks sammuks.

Pinged riigivõlakirjade turul 2010. aasta kevadel ...

2010. aasta alguses tekkisid finantsturu mõnes segmendis uuesti pinged, eriti osa euroala riikide võlakirjaturgudel (vt joonis 4.10). Eelkõige oli selle põhjuseks turul kasvav mure nende riikide rahanduse jätkusuutlikkuse pärast, sest nende eelarve puudujääk ja võlg suurenesid. Sellega kaasnes järelturu kahanemine

... nõudsid uusi mittestandardseid meetmeid

Et tagada häiretega turusegmentide sügavus ja likviidsus ning taastada rahapoliitika ülekandemehhanismi õige toimimine, kuulutas EKP nõukogu 10. mail 2010 välja mitu meetet. Kui rääkida täpsemalt, algatati väärtpaberituruprogramm, mille raames saab eurosüsteem euroala avaliku ja erasektori võlaväärtpaberite turul sekkuda (vt taustinfo 5.1). Lisaks võttis EKP nõukogu uuesti kasutusele mõned varem lõpetatud mittestandardseid meetmeid,

et hoida ära riigisisestel võlakirjaturgudel tekkinud pingete edasikandumine teistele finantsturgudele. Kokkuvõttes aitasid eurosüsteemi poolt finantskriisi tõttu võetud meetmed säilitada euroalal finantsvahenduse toimimise, tagades maksejõuliste pankade refinantseerimise ja taastades finantsturu osaliste kindlustunde. Pangandussüsteemi ja finantsturu oluliste segmentide elujõulisuse säilitamine aga aitas hoida kodumajapidamistele ja ettevõtetele antavate laenude intressid taskukohasena ning lõppkokkuvõttes säilitada hinnastabiilsust.

Mittestandardseid rahapoliitilised meetmed on erandjuhtudel võetavad erakorralised meetmed. Tegemist on ajutiste meetmetega, mis seisavad tavapärasest intressimäärainstrumendist eraldi ja täiendavad seda ning mis on kohandatud olenemata kehtivast intressitasemest. 2011. aasta alguses, kui peamiselt energiahindadest tulenes koguinflatsiooni lühiajaline tõususurve, jälgiti kogu arengut väga hoolikalt.

Rahapoliitika kurssi ja likviidsuse pakkumist korrigeeritakse ka edaspidi vastavalt vajadusele

Taustinfo 5.1 Eurosüsteemi mittestandardised meetmed alates 2007. aasta augustist

2007. aasta augustis finantsturge tabanud pingetega alanud finantskriis ja sellele järgnenud majandussurutis on nõudnud enneolematute poliitikameetmete, sh rahapoliitika meetmete rakendamist. Käesolevas taustinfos antakse ülevaate eurosüsteemi poolt finantskriisi tõttu võetud mittestandardsetest rahapoliitilistest meetmetest. Nende eesmärk on toetada EKP intressimääraotsuste mõju tõhusat ülekandumist majandusse.

Finantskriisi intensiivsust saab mõõta mitmesuguste näitajate abil. Üks neist on kolme kuu EURIBORi ja OISi (üleöö intressi vahetustehing) intressivahe (vt joonis 5.8). Kui enne 2007. augustit oli see harva üle paari baaspunkti, siis finantskriisi eri etappidel kujunes see väga suureks.

Kõik mittestandardised rahapoliitilised meetmed, mis võeti finantsturgudel teravate pingete perioodil, on olnud täielikult kooskõlas EKP ülesandega säilitada hinnastabiilsus ning on oma olemuselt ajutised. Eurosüsteemi mittestandardised meetmed on peamiselt olnud suunatud pangandussektorile, arvestades pankade tähtsust rahapoliitika ülekandemehhanismi toimimisel ja euroala majanduse rahastamisel (võrreldes näiteks olukorraga USAs). Mitme mittestandardse meetme võtmisel on ära kasutatud eurosüsteemi operatsioonilise raamistiku paindlikkust. Mittestandardised meetmed, mis võeti siis, kui finantsturgudel valitsenud pinged muutusid kriisiks, on laiendatud krediidivõimalused ja väärtpaberituruprogramm.

1. LAIENDATUD KREDIIDIVÕIMALUSED

USA finantsasutuse Lehman Brothers pankrot 15. septembril 2008 põhjustas rahaturgudel n-õ seisaku. Kui selle probleemiga ei oleks tegeletud, oleks see muutnud paljude pangavarade refinantseerimise võimatuks ning toonud kaasa ohu, et krediidiasutused hakkavad finantsvõimendust ulatuslikult ja korratult vähendama, millel oleksid aga

Joonis 5.8 Kolme kuu EURIBORi ja OISi (üleöö intressi vahetustehing) intressivahe



Allikad: Bloomberg, Thomson Reuters ja EKP arvutused.

Märkus. Vahetustehingute määr on fikseeritud intressimäär, mida pangad on nõus maksma selle eest, et saavad vahetuslepingu kestuseks keskmise üleöö intressimäära. See kajastab sama väikest krediidi- ja likviidsusriski preemiat, mis on ka üleöö intressimäära puhul. Erinevalt EURIBORist ei mõjuta OISi määra seega eriti likviidsus- või krediidiriski muutumine

olnud rasked tagajärjed reaalmajandusele ja hinnastabiilsusele. EKP laiendatud krediitvõimalused on kogum mittestandardseid meetmeid, millega toetatakse rahastamistingimusi ja krediitvoo suuremal määral, kui see oleks võimalik pelgalt EKP baasintressimäärade langetamise teel. Need meetmed võeti vastu 2008. aasta oktoobris ja neid täiendati 2009. aasta mais. Euroala finantsüsteemi struktuurile vastavalt on tegemist peamiselt pankadele suunatud meetmetega, mis aitavad rahaturgude toimimist normaliseerida.

Refinantseerimisoperatsioonide tähtaegade pikendamine likviidsuse pakkumisel

Eurosüsteem oli pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide kaudu pakutava likviidsuse mahtu suurendanud juba pärast seda, kui EKP oli teinud finantsturgude pingete ajal otsuse võtta kasutusele täiendavad refinantseerimisoperatsioonid tähtajaga kolm ja kuus kuud. Pärast Lehman Brothersi pankrotti pikendati pikemaajaliste refinantseerimisoperatsioonide maksimaalset tähtaega ajutiselt 12 kuuni. Seeläbi suurenes eurosüsteemi roll vahendajana – eesmärk oli leevendada euroala pangandussüsteemi refinantseerimisprobleeme, eriti seoses tähtajalise refinantseerimisega. Eeldati, et ebakindluse vähenedes ja likviidsuse planeerimise perspektiivi pikenedes jätkavad pangad oma laenuandmistevõimet. Peale selle oodati, et need meetmed aitavad hoida rahaturu intressimäärasid madalana.

Piiramatu mahuga ja fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlused

Finantskriisi ajal kasutati kõigi refinantseerimisoperatsioonide puhul piiramatu mahuga ja fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlust. Erinevalt tavapärasest olukorrast andis see euroala kõlblikele finantsasutustele piisava tagatise olemasolu korral piiramatu juurdepääsu keskpanga likviidsusele põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimääraga.

Välisvaluuta vahetustehingute kokkulepped

Eurosüsteem pakkus finantskriisi ajal eri tähtajaga likviidsust ajutiselt ka välisvaluutas, eelkõige USA dollarites. Selleks sõlmiti USA Föderaalreserviga vastastikused valuutakokkulepped, et pakkuda piiramatu mahuga ja fikseeritud intressimääradega eurosüsteemi kõlblike tagatiste vastu eri tähtaegadega rahastamist USA dollarites. Sellega toetati panku, kellel oleks vastasel juhul tekkinud kriisi ajal suur puudus USA dollarites rahastamisest.

Nõuded tagatisena aktsepteeritavatele varadele

Finantskriisi ajal pikendati eurosüsteemi refinantseerimisoperatsioonides tagatisena aktsepteeritavate kõlblike varade loetelu, mis võimaldas pankadel kasutada keskpangalt likviidsuse saamiseks varasemast rohkem varaliike ja senisest suuremat osa oma varast. Võimalus refinantseerida mittelikviidset vara keskpanga kaudu aitas tõhusalt katta likviidsuspuudujääke, mis tekkisid pankadevahelise laenugevuse järsu peatumisega. See hõlmab näiteks varadega tagatud väärtpapereid, mis muutusid mittelikviidseks pärast seda, kui turg Lehman Brothersi pankroti järel kokku varises.

Tagatud võlakirjade ostukava

Selle meetme raames ostis eurosüsteem 2009. aasta maist 2010. aasta juunini euroalal emiteeritud ja eurodes nomineeritud tagatud võlakirju väärtuses 60 miljardit eurot. Tagatud võlakirjade turg oli likviidsuse, emissioonimahtude ja tulususte vahede poolest sisuliselt kokku kuivanud. Tagatud võlakirjade ostukava eesmärk oli taaselustada tagatud

võlakirjade turg, mis on väga oluline finantsturg Euroopas ja esmane rahastamisallikas pankade jaoks.

Finantskriisi ajal võetud mittestandardsete meetmete tõttu muutus ajutiselt põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäära ja rahaturu intressimäärade vahekord. Kui tavapärastes oludes järgib EONIA põhiliste refinantseerimisoperatsioonide intressimäära liikumist, siis olukorras, kus pankade nõudlus refinantseerimisoperatsioonide kaudu keskpanga pakutava piiramatult likviidsuse järele on suur, on EONIA arengus hakanud suuremat osa mängima hoiustamise intressimäär, nagu nähtub jooniselt 4.2.

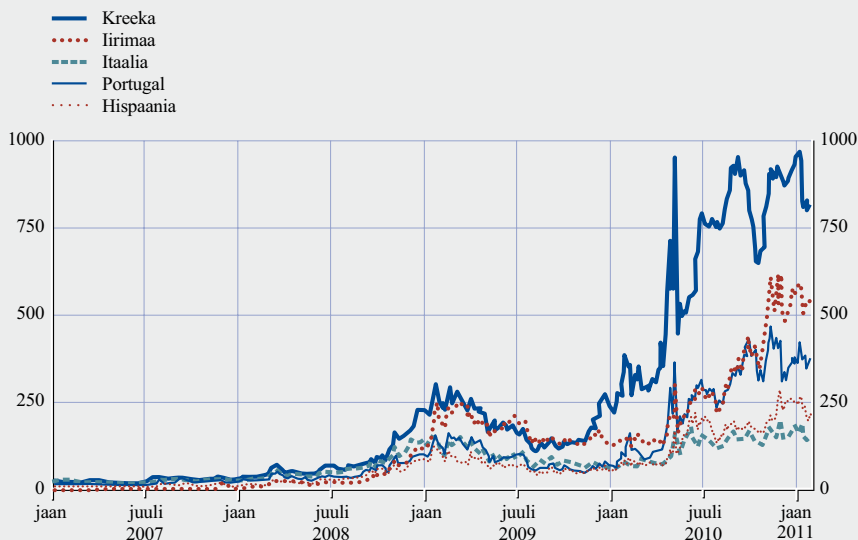
2. VÄÄRTPABERITURUPROGRAMM

Finantsturu mõnes segmendis, eriti euroala riigivõlakirjaturgudel tekkinud pingete tõttu loodi 2010. aasta mais väärtpaberituruprogramm. Jooniselt 5.9 on näha, kuidas mõnede euroala riikide kümneaastaste riigivõlakirjade ja Saksamaa kümneaastaste riigivõlakirjade tulususe vahe on märkimisväärselt kasvanud.

Programmi raames võib eurosüsteem sekkuda tugiosustudega euroala avaliku ja erasektori võlaväärtpaberite turgudel, et tagada häiretega turusegmentides sügavus ja likviidsus ning taastada rahapoliitika ülekandemehhanismi nõuetekohane toimimine. Euroopa Liidu toimimise lepingu kohaselt võivad eurosüsteemi keskpangad teha riigivõlakirjade oste ainult järelturul. Et see ei mõjutaks likviidsustingimusi, neutraliseeritakse kõik ostud täielikult likviidsust vähendavate operatsioonide kaudu.

Joonis 5.9 Valitud euroala riikide kümneaastaste võlakirjade erinevus Saksamaa võlakirjadest

(baaspunktid)



Allikad: Thomson Reuters ja EKP arvutused.

5.3. HINNANG ALATES EURO KASUTUSELEVÕTUST 1999. AASTAL TEOSTATUD RAHAPOLIITIKALE

Majandus- ja finantsšokkide keerukas keskkonnas ...

Alates euro kasutuselevõtust 1999. aastal on ühtne rahapoliitika pidanud toime tulema mitme erineva majandusšokiga. Selle aja jooksul on majandust tabanud mitu olulist negatiivset hinnatõusušokki, nimelt naftahinna märkimisväärne tõus, toiduainete hindade ulatuslik kasv maailmaturul ning riiklikul tasandil kaudsete maksude peaaegu korrapärased tõstmised ja riiklikult reguleeritud hindade märgatav tõus enamikus euroala riikides. Samal ajal on nn uue majanduse mulli lõhkemine 2000.–2001. aastal, 2001. aasta septembri terrorirünnakud USA-s ning teravad pinged finantsturgudel alates 2007. aastast toonud esile maailmamaajanduse ja rahvusvahelise finantsüsteemi haavatavuse.

... tegutses EKP keskpikka perspektiivi silmas pidades, lähtudes monetaaranalüüsist ...

Rahapoliitika pidi neile šokkidele reageerima keskpikka perspektiivi silmas pidades, et inflatsiooniootused püsiksid kindlalt EKP hinnastabiilsuse määratlusele vastaval tasemel. Keskendumine keskpikale perioodile tähendas seda, et rahapoliitika teostamisel pidi vaatama hindade lühiajalisest arengust kaugeemale ning et mõnikord oli vaja võtta meetmeid, mis aitasid leevendada rahapoliitika ülekandemehhanismi häireid. Keskendumise keskpikale perioodile tagas just monetaaranalüüs.

... ja jäi hinnastabiilsuse säilitamise ülesande täitmisel usaldusväärseks

Vaatamata mitmele inflatsiooni mõjutanud negatiivsele šokile ning 2008. aasta sügisel alanud kriisiperioodile, mille sarnast ei ole kogetud vähemalt alates 1930. aastate suurest depressioonist, oli euroala aastane ÜTHI-inflatsioon 1999. aasta jaanuarist 2011. aasta alguseni täielikult kooskõlas EKP nõukogu eesmärgiga hoida inflatsioonimäär keskpikas perspektiivis

alla 2%, kuid selle lähedal. Lisaks on kõik euroala pikaajaliste inflatsiooniootuste näitajad alates 1999. aasta algusest püsinud hinnastabiilsuse eesmärgiga kindlalt kooskõlas. Äramärkimist väärib ka asjaolu, et sellel tasemel püsisid inflatsiooniootused nii kasvava kui ka kahaneva inflatsioonisurve perioodidel. See näitab, et üldsus ja turud usuvad EKP pühendumuse säilitada hinnastabiilsus keskpikas perspektiivis. Seda võib öelda nii majandusteadlaste küsitlustele kui ka võlakirjahindades peegelduvatele pikaajalistele inflatsiooniootustele tuginedes (vt joonis 5.7). Need on positiivsed märgid selle kohta, et EKP on suutnud algusest peale jääda usaldusväärseks ning veenda avalikkust ja turge oma pühendumuses säilitada hinnastabiilsus keskpikas perspektiivis.

1988. aasta juunis kinnitas Euroopa Ülemkogu eesmärgi luua järk-järgult majandusliit ning andis Jacques Delors'i (toonane Euroopa Komisjoni president) juhitud komiteele ülesande uurida ja kavandada konkreetseid samme selle elluviimiseks. Komiteesse kuulusid Euroopa Ühenduse liikmesriikide keskpankade presidendid, Alexandre Lamfalussy (toonane Rahvusvaheliste Arvelduste Panga peadirektor), Niels Thygesen (Kopenhaageni majandusprofessor) ja Miguel Boyer (Banco Exterior de España president). Komitee töö tulemusena koostatud nn Delors'i aruandes tehti ettepanek luua majandus- ja rahaliit kolmes konkreetses, järjestikusel etapil.

Majandus- ja rahaliidu esimene etapp

1989. aasta juunis tegi Euroopa Ülemkogu Delors'i aruande põhjal otsuse, et majandus- ja rahaliidu (EMU) esimene etapp algab 1. juulil 1990, mil kaotati põhimõtteliselt kõik kapitali liikumise piirangud liikmesriikide vahel. Euroopa Majandusühenduse liikmesriikide keskpankade presidentide komitee, mille roll rahapoliitilises koostöös oli alates komitee asutamisest 1964. aasta mais järjest suurenenud, anti lisakohustused. Need sätestati nõukogu 12. märtsi 1990. aasta otsuses ja hõlmasid liikmesriikide rahapoliitika üle konsultatsioonide pidamist ja rahapoliitika kooskõlastamise edendamist eesmärgiga saavutada hinnastabiilsus. Arvestades, et keerulised ülesanded tuli täita suhteliselt lühikese aja jooksul, algatas keskpankade presidentide komitee ettevalmistused ka EMU kolmandaks etapiks. Esimese sammuna tuli välja selgitada kõik algfaasis lahendamist nõudvad küsimused, koostada 1993. aasta lõpuks töökava ning määratleda selleks moodustatud allkomiteede ja töörühmade volitused.

EMU teise ja kolmanda etapi elluviimiseks tuli läbi vaadata Euroopa Majandusühenduse asutamisleping (Rooma leping), et luua vajalik institutsiooniline struktuur. Selleks toimus 1991. aastal EMU-teemaline valitsustevaheline konverents, mis toimus samal ajal poliitilist liitu käsitleva valitsustevahelise konverentsiga. Läbirääkimiste tulemusel valmis Euroopa Liidu leping, milles lepiti lõplikult kokku 1991. aasta detsembris ja mis allkirjastati 7. veebruaril 1992 Maastrichtis. Ratifitseerimisprotsessi viivituste tõttu jõustus leping (millega muudeti Euroopa Majandusühenduse asutamislepingut, mis nimetati ümber Euroopa Ühenduse asutamislepinguks, ning lisati sinna muu hulgas protokoll Euroopa Keskpankade Süsteemi ja Euroopa Keskpanga põhikirja kohta ning protokoll Euroopa Rahainstituudi põhikirja kohta) siiski alles 1. novembril 1993.

Majandus- ja rahaliidu teine etapp – ERI ja EKP asutamine

Euroopa Rahainstituudi (ERI) asutamine 1. jaanuaril 1994 tähistas EMU teise etapi algust ja sellega seoses lõpetas keskpankade presidentide komitee oma tegevuse. ERI lühiajalisus peegeldas rahapoliitilise lõimumise taset ühenduse sees. ERI ei vastutanud rahapoliitika elluviimise eest Euroopa Liidus – see jäi liikmesriikide ametiasutuste pädevusse. Samuti ei olnud tal volitust läbi viia välisvaluutainterventsioone.

ERI kaks põhiülesannet olid järgmised:

- a) tugevdada keskpankade koostööd ja parandada rahapoliitika koordineerimist ning
- b) teha ettevalmistusi Euroopa Keskpankade Süsteemi (EKPS) asutamiseks, ühtse rahapoliitika elluviimiseks ning ühisraha loomiseks kolmandas etapis.

Nende ülesannete täitmiseks toimus ERI foorumina, kus peeti konsultatsioone ning vahetati seisukohti ja teavet poliitilistes küsimustes. Täpsustati ka õiguslikku, korralduslikku ja logistilist raamistikku, mida on vaja EKPSi ülesannete täitmiseks kolmandas etapis.

1995. aasta detsembris langetas Euroopa Ülemkogu otsuse, et kolmanda etapi alguses kasutusele võetava Euroopa vääringu nimeks saab euro ning kinnitas, et kolmas etapp algab 1. jaanuaril 1999. Varakult tehti teatavaks ka eurole ülemineku ajakava. Selle aluseks olid eelkõige ERI üksikasjalikud ettepanekud. Samal ajal anti ERI-le ülesanne valmistada ette euroala ja teiste ELi riikide edasised rahapoliitilised ja vahetuskursisuhted. 1996. aasta detsembris esitas ERI Euroopa Ülemkogule aruande. Aruande alusel võttis Euroopa Ülemkogu 1997. aasta juunis vastu resolutsiooni uue vahetuskursimehhanismi (ERM2) põhimõtete ja põhiosade kohta.

1996. aasta detsembris esitles ERI Euroopa Ülemkogule ja hiljem ka avalikkusele 1. jaanuaril 2002 kasutusele võetavate europangatähtede kujundust.

EMU käsitlevate asutamislepingu sätete täiendamiseks ja täpsustamiseks võttis Euroopa Ülemkogu 1997. aasta juunis vastu stabiilsuse ja kasvu pakti. Pakti kuulub kaks määrust ning selle eesmärk on tagada eelarvedistsipliin EMUs. 1998. aasta mais võttis ülemkogu vastu deklaratsiooni, millega täiendati pakti ja laiendati sellega seotud kohustusi.

2. mail 1998 tegi riigipeade ja valitsusjuhtide tasandil kokku tulnud Euroopa Liidu Nõukogu ühehäälselt otsuse, et 11 liikmesriiki (Belgia, Saksamaa, Hispaania, Prantsusmaa, Iirimaa, Itaalia, Luksemburg, Madalmaad, Austria, Portugal ja Soome) on täitnud tingimused ühisraha kasutuselevõtuks 1. jaanuaril 1999. Seepärast said need riigid osaleda EMU kolmandas etapis. Riigipead ja valitsusjuhid saavutasid ühtlasi poliitilise kokkuleppe isikutes, keda soovitati määrata EKP juhatuse liikmeteks.

Samal ajal leppisid ühisraha kasutusele võtvate liikmesriikide rahandusministrid ja nende riikide keskpankade presidendid, Euroopa Komisjon ja ERI omavahel kokku, et ERMis osalenud riikide vääringute lõplikult fikseeritud

konverteerimiskursid euro suhtes määratakse kindlaks ERMis osalenud riikide kahepoolsete keskkursside põhjal.

25. mail 1998 nimetasid 11 EMUs osalevat liikmesriiki ametisse EKP presidendi, asepresidendi ja ülejäänud neli juhatuse liiget. Nende ametissenimetamine jõustus 1. juunil 1998 ning tähistas ühtlasi EKP asutamist. EKP koos osalevate liikmesriikide keskpankadega moodustab eurosüsteemi, mis kujundab ja määratleb ühtse rahapoliitika EMU kolmandas etapis.

EKP asutamisega 1. juunil 1998 lõpetas ERI oma tegevuse. Kooskõlas Euroopa Ühenduse asutamislepingu artikliga 123 (endine artikkel 109I) EKP asutamisel ERI likvideeriti. ERI ülesandeks olnud ettevalmistustööd lõpetati õigel ajal ning 1998. aasta ülejäänud kuudel tegeles EKP süsteemide ja menetluste viimase testimisega.

Majandus- ja rahaliidu kolmas etapp – vahetuskursside lõplik fikseerimine

1. jaanuaril 1999 algas EMU kolmas ja viimane etapp. Lõplikult määrati kindlaks algselt rahaliidus osalenud 11 riigi vääringute vahetuskursid ning EKP-le usaldati ühtse rahapoliitika teostamine.

Osalevate riikide arv kasvas 12ni 1. jaanuaril 2001, kui EMU kolmanda etapiga liitus Kreeka. Sloveeniast sai 1. jaanuaril 2007 euroala 13. liige. Talle järgnesid aasta hiljem Küpros ja Malta, 2009. aasta 1. jaanuaril Slovakkia ning 2011. aasta 1. jaanuaril Eesti. Alates euroalaga liitumise päevast osalevad kõikide riikide keskpangad automaatselt eurosüsteemis.

SÕNASTIK

Aktsiaturg: turg, kus emiteeritakse aktsiaid/osasid ja kaubeldakse nendega.

Alternatiivkulu: vara hoidmisega kaasnevad kulud, mida mõeldakse tavaliselt varalt endalt ja alternatiivvaralt saadava tulu vahena.

Alusleping: kui ei ole märgitud teisiti, mõeldakse aluslepingu all **Euroopa Liidu toimimise lepingut** ning viidatud artiklite numbrid vastavad alates 1. detsembrist 2009 kehtivale numeratsioonile.

Aluslepingud: kui ei ole märgitud teisiti, mõeldakse aluslepingute all käesolevas aruandes **Euroopa Liidu toimimise lepingut** ja Euroopa Liidu lepingut.

Aruandekohustus: sõltumatu asutuse kohustus põhjalikult selgitada ja põhjendada oma otsuseid kodanikele ja nende valitud esindajatele, nii et asutus tunneks vastutust oma eesmärkide saavutamise eest.

Arvestusperiood: aeg, mille jooksul arvestatakse **kohustusliku reservi nõuete** täitmist **krediitiasutuste** poolt. Arvestusperiood algab esimese **põhilise refinantseerimisoperatsiooni** arvelduspäeval pärast **EKP nõukogu** istungit, mille päevakorras on rahapoliitika kursi igakuine hindamine. **Euroopa Keskpank** avaldab kohustusliku reservi nõuete arvestusperioodide kalendri vähemalt kolm kuud enne aasta algust.

Avaturuoperatsioon: finantsturul keskpanga algatusel tehtav operatsioon. Eesmärkide, korrapärasuse ja menetluskorra poolest võib **eurosüsteemi** avaturuoperatsioonid jagada neljaks: **põhilised refinantseerimisoperatsioonid**, **pikemaajalised refinantseerimisoperatsioonid**, **peenhäälestusoperatsioonid** ja **struktuurioperatsioonid**. **Eurosüsteemi** peamine avaturuinstrument on pöördtehing, mida võib kasutada kõigi nelja operatsiooniliigi puhul. Peale selle on struktuurioperatsioonide jaoks olemas võlasertifikaatide väljastamise võimalus ja otsetehingud ning **peenhäälestusoperatsioonide** jaoks otsetehingud, **välisvaluuta vahetustehingud** ja tähtjaliste hoiuste kogumise võimalus.

Avatuse ulatus: ulatus, mil määral majandus sõltub kaubandusest teiste riikide või piirkondadega, nt koguimpordi ja -eksporti summa suhe SKPsse.

Baasraha: ringluses olev raha (pangatähed ja mündid), pluss **kohustuslik reserv**, mida krediitiasutused peavad **eurosüsteemis** hoidma, ning ülereservid, mida nad võivad vabatahtlikult eurosüsteemi hoiustamise püsivõimaluses hoida – need kõik on eurosüsteemi bilansis arvestatud kohustustena.

Deflatsioon: laiapõhjaline üldine, püsiv ja isevõimenduv hinnalangus, mis tuleneb kogunõudluse vähenemisest ja kinnistub ootustes.

ECOFINI nõukogu: vt **Euroopa Liidu Nõukogu**.

Eelarvepositsiooni kontrollväärtus: protokollis nr 12 **ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse** kohta, mis on lisatud **Euroopa Liidu toimimise lepingule**, kehtestatakse selgesõnaline kontrollväärtus **valitsussektori eelarve puudujäägile SKP suhtes** (3% SKPst) ja **võla suhtarvule** (60% SKPst) (vt ka **stabiilsuse ja majanduskasvu pakt**).

Eelarvepuudujäägi suhtarv: üks **Euroopa Liidu toimimise lepingu** artikli 126 lõikes 2 sätestatud eelarvedistsipliini kriteeriumidest, mille abil määratakse kindlaks ülemäärase eelarvepuudujäägi olemasolu. Seda määratletakse kavandatud või tegeliku eelarvepuudujäägi suhtena sisemajanduse koguprodukti jooksvate turuhindade juures. Riigieelarve puudujääk on määratletud protokollis nr 12 (**ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse** kohta) **valitsussektori** netolaenuvõtuna.

EKP baasintressimäärad: **EKP nõukogu** kehtestatud intressimäärad, mis kajastavad **Euroopa Keskpanga** rahapoliitika kurssi. Need on **põhiliste refinantseerimisoperatsioonide, laenamise püsivõimaluse ja hoiustamise püsivõimaluse** intressimäärad.

EKP juhatus: üks **Euroopa Keskpanga** (EKP) otsustusorganitest. Sellesse kuuluvad EKP president ja asepresident ning veel neli liiget, kelle nimetab **Euroopa Ülemkogu**, tehes vastava otsuse kvalifitseeritud häälteenamusega **Euroopa Liidu Nõukogu** soovitusel, kes on eelnevalt konsulteerinud **Euroopa Parlamendi** ja EKPga.

EKP nõukogu: **Euroopa Keskpanga** (EKP) tähtsaim otsustusorgan. Sellesse kuuluvad kõik **EKP juhatuse** liikmed ning **eurot** kasutavate **liikmesriikide keskpankade** presidendid.

EKP üldnõukogu: üks EKP otsustusorganitest. Sellesse kuuluvad EKP president ja asepresident ning kõigi ELi **liikmesriikide keskpankade** presidendid.

Eküü (Euroopa rahaühik): enne **majandus- ja rahaliidu** kolmandat etappi oli eküü valuutakorv, mis koosnes 15 liikmesriigist 12 liikmesriigi vääringute fikseeritud summast. Eküü väärtus arvestati välja sellesse kuuluvate vääringute kaalutud keskmise väärtusena. Eküü asendati üks ühele **euroga** 1. jaanuaril 1999.

ELTL: vt **Euroopa Liidu toimimise leping**.

EONIA (euroala pankadevahelise üleöoturu keskmine aastaintressimäär): **euroala** pankadevahelisel üleöoturul kehtiva efektiivse intressimäära näitaja. See arvutatakse eurodes nomineeritud tagamata üleöolaenutehingute intressimäärade kaalutud keskmisena, mis on arvutatud üleöoturul osalevate pankade paneelilt saadud andmete põhjal.

ERM2 (vahetuskursimehhanism 2): vahetuskursirežiim, mille raames toimub **euroala** riikide ja euroalaväliste ELi liikmesriikide vahetuskursipoliitiline koostöö. Tegemist on mitmepoolse kokkuleppega, mille kohaselt on ette nähtud fikseeritud,

kuid korrigeeritavad keskkursid ning standardne kõikumisvahemik $\pm 15\%$. Otsuseid keskkursside ja vajaduse korral ka kõikumisvahemike vähendamise kohta teevad otsusega seotud ELi liikmesriik, euroala riigid, **Euroopa Keskpank** (EKP) ja teised mehhanismis osalevad ELi liikmesriigid vastastikusel kokkuleppel. Kõigil ERM2 osalistel, sealhulgas EKP-l, on õigus algatada keskkursside muutmiseks konfidentsiaalne menetlus (reguleerimine).

Etteteatamistähtajaga lõpetatavad tähtajalised hoiused: säästuhoiused, mille hoidja peab vahendite väljavõtmisel kinni pidama kindlaksmääratud etteteatamistähtajast. Mõnel juhul on võimalik konkreetsel ajavahemikul võtta nõudmisel välja teatav kindel summa või võtta vahendid välja enne tähtaega ja maksta leppetrahvi. Kuni kolmekuulise etteteatamistähtajaga lõpetatavad hoiused sisalduvad **M2s** (ja seega **M3s**), pikema etteteatamisega lõpetatavad hoiused loetakse aga **rahaloomeasutuste** sektori (mitterahaliste) pikemaajaliste finantskohustuste hulka.

Ettevaatavad näitajad: majandusnäitajad, mis ennustavad teiste näitajate edasist kujunemist või sisaldavad kasulikku teavet selle prognoosimiseks.

Ettevaated: vt **eurosüsteemi/EKP ekspertide ettevaated**.

EURIBOR (euro üleeuroopline pankadevaheline intressimäär): intressimäär, millega võtmebank on nõus laenama **eurodes** nomineeritud vahendeid teisele võtme pangale. EURIBORi arvutatakse iga päev valitud pankade intressimäärade alusel eri tähtaegade lõikes (kuni 12kuulise tähtajani).

Euro: Euroopa ühisraha nimetus, mille **Euroopa Ülemkogu** võttis kasutusele 15. ja 16. detsembril 1995 Madridis toimunud kohtumisel.

Euro nominaalne efektiivne vahetuskurs: euro nominaalsed efektiivsed vahetuskursid on euro ja euroala peamiste kaubanduspartnerite vääringute kahepoolsete vahetuskursside kaalutud keskmised. EKP avaldab euro nominaalsete efektiivsete vahetuskursside indekseid kaubanduspartnerite kitsa ja laia grupi kohta. Osatähtsused vastavad iga partnerriigi osale euroala kaubanduses.

Euro reaalne efektiivne vahetuskurs: euro reaalne efektiivne vahetuskurs on euro nominaalne efektiivne vahetuskurs, mis on kohandatud välismaiste hindade või kulude kaalutud keskmisega (võrrelduna kodumaiste hindade ja kuludega). Seega väljendavad need kursid hindade ja kulude konkurentsivõimet.

Euroala: ELi liikmesriigid, kelle vääring on **euro** ning kus **Euroopa Keskpanka** (EKP) nõukogu vastutusel viiakse ellu ühtset rahapoliitikat. 2011. aastal olid euroala riigid Belgia, Saksamaa, Eesti, Iirimaa, Kreeka, Hispaania, Prantsusmaa, Itaalia, Küpros, Luksemburg, Malta, Madalmaad, Austria, Portugal, Sloveenia, Slovakkia ja Soome.

Euroopa Keskpank (EKP): EKP on **eurosüsteemi** ja **Euroopa Keskpankade Süsteemi** (EKPS) tuum ning aluslepingu (artikli 282 lõige 3) kohaselt on ta

iseseisev juriidiline isik. Euroopa Keskpang tagab kooskõlas EKPSi põhikirjaga eurosüsteemile ja EKPSile antud ülesannete täitmise kas iseenda või **liikmesriikide keskpankade** tegevuse kaudu. Euroopa Keskpangal on kolm otsuseid tegevat organit: **EKP nõukogu**, **EKP juhatus** ning **EKP üldnõukogu**.

Euroopa Keskpankade Süsteem (EKPS): koosneb **Euroopa Keskpangast** ja kõikide ELi **liikmesriikide keskpankadest**, hõlmates peale **eurosüsteemi** liikmesriikide ka nende liikmesriikide keskpanku, mille rahühik ei ole euro.

Euroopa Komisjon: aluslepingu sätete kohaldamist tagav Euroopa Liidu institutsioon. Komisjon kujundab ELi poliitikat, teeb ettepanekuid ELi õigusaktide vastuvõtmiseks ning kasutab piiritletud valdkondades oma volitusi. Majanduspoliitika valdkonnas koostab komisjon majanduskasvu ja töökohtade loomise **koondsuuniseid**, mis sisaldavad **majanduspoliitika üldsuuniseid** ning **tööhõivesuuniseid**, ning esitab **Euroopa Liidu Nõukogule** aruandeid majandusarengu ja -poliitika kohta. Ta jälgib mitmepoolses järelevalves osalemise kaudu riikide rahandust ning esitab selle kohta ELi nõukogule aruandeid.

Euroopa Liidu Nõukogu (nõukogu): Euroopa Liidu institutsioon, mis koosneb Euroopa Liidu **liikmesriikide** valitsuste esindajatest, tavaliselt arutusel oleva valdkonna eest vastutavatest ministritest ja selle valdkonna Euroopa Komisjoni volinikust. Majandus- ja rahandusministritest koosnevat nõukogu nimetatakse sageli ka **ECOFINI nõukoguks**.

Euroopa Liidu toimimise leping (ELTL): pärast **Lissaboni lepingu** jõustumist 1. detsembril 2009 nimetati Euroopa Ühenduse asutamisleping ümber Euroopa Liidu toimimise lepinguks. Kõnealune leping – millele viidatakse kui Rooma lepingule (allkirjastatud Roomas 25. märtsil 1957) – jõustus 1. jaanuaril 1958 ja sellega asutati Euroopa Majandusühendus (EMÜ). Euroopa Ühenduse asutamislepingut muudeti seejärel Euroopa Liidu lepinguga (mida sageli nimetatakse Maastrichti lepinguks), mis allkirjastati 7. veebruaril 1992 ja mis jõustus 1. novembril 1993 ning millega asutati Euroopa Liit. Seejärel muudeti nii Euroopa Ühenduse asutamislepingut kui ka Euroopa Liidu lepingut Amsterdami lepinguga, mis allkirjastati Amsterdams 2. oktoobril 1997 ja mis jõustus 1. mail 1999, Nice'i lepinguga, mis allkirjastati 26. veebruaril 2001 ja mis jõustus 1. veebruaril 2003, ning seejärel Lissaboni lepinguga.

Euroopa Parlament: ELi institutsioon, mis praegu koosneb 736st **liikmesriikide** kodanike otse valitud esindajast. Euroopa Parlament osaleb Euroopa Liidu õigusloomes, kuigi tema õigused on sõltuvalt ELi seadusandlikust menetlusest erinevad. Rahapoliitika ja EKPSiga seotud küsimustes on Euroopa Parlamendil peamiselt nõuandev pädevus, ehkki **Euroopa Liidu toimimise lepinguga** nähakse ette teatavad menetlused, mis on seotud EKP demokraatliku aruandekohustusega Euroopa Parlamendi ees (EKP aastaaruande tutvustamine, sealhulgas rahapoliitikat käsitlevas üldises mõttevahetuses osalemine, ning kuulamised parlamendi pädevates komisjonides).

Euroopa Rahainstituut (ERI): majandus- ja rahaliidu teise etapi alguses 1. jaanuaril 1994 loodud ajutine institutsioon, mis likvideeriti pärast **Euroopa Keskpanga** rajamist 1. juunil 1998.

Euroopa rahvamajanduse ja regionaalse arvepidamise süsteem 1995 (ESA 95): ulatuslik ja integreeritud makromajanduslik arvepidamissüsteem, mis põhineb rahvusvaheliselt tunnustatud statistikamõistetel, määratlustel, klassifikaatoritel ja raamatupidamiseeskirjadel ning mille eesmärk on anda ELi **liikmesriikide** majanduste ühtlustatud kvantitatiivne kirjeldus. ESA 95 on ELi praegune versioon maailmas kasutatavast rahvamajanduse arvepidamise süsteemist SNA 93.

Euroopa Ülemkogu: Euroopa Liidu institutsioon, kuhu kuuluvad liidu **liikmesriikide** riigipead või valitsusjuhid ning hääleõiguseta liikmetena **Euroopa Komisjoni** president ja ülemkogu enda eesistuja. Ülemkogu määrab kindlaks ELi arengusuunad ning selle poliitika põhijooned ja prioriteedid. Ülemkogul ei ole seadusandlikku pädevust.

Eurorühm: eurot kasutavate ELi **liikmesriikide** majandus- ja rahandusministrite mitteametlik kohtumine. Selle staatust tunnustatakse **Euroopa Liidu toimimise lepingu** artiklis 137 ja protokollis nr 14 (eurorühma kohta). Kohtumistele kutsutakse korrapäraselt **Euroopa Komisjoni** ja **EKPd**.

Eurostat: Euroopa Liidu statistikaamet. Eurostat on **Euroopa Komisjoni** osa ja vastutab ELi statistika koostamise eest.

Eurosüsteem: euroala keskpangandussüsteem, kuhu kuuluvad **Euroopa Keskpank** ja euro kasutusele võtnud **liikmesriikide keskpangad**.

Eurosüsteemi/EKP ekspertide ettevaated: ettevaateid teevad **eurosüsteemi/EKP** eksperdid majandusanalüüsi osana **euroala** makromajandusliku arengu prognoosimiseks.

Fikseeritud intressimääraga pakkumismenetlus: pakkumismenetlus, mille puhul keskpank määrab intressimäära eelnevalt kindlaks ning **vastaspoold** teevad pakkumisi sellise rahasumma ulatuses, millega nad soovivad fikseeritud intressimäära juures tehinguid teha.

Finantsstabiilsus: olukord, kus finantssüsteem – finantsvahendajad, -turud ja -turuinfrastruktuurid – peab vastu šokkidele ja on võimeline toime tulema finantstasakaalustamatusega, vähendades seega selliste finantsvahenduse tõrgete tekkimise tõenäosust, mis võivad oluliselt pärssida säästude paigutamist kasumlikesse investeerimisvõimalustesse.

Finantsturud: turud, kus need, kellel vahendeid jääb üle, laenavad nendele, kellel jääb vahendeid puudu.

Futuurpleping: leping väärtpaberite või kauba ostmiseks või müümiseks kindlaksmääratud hinnaga konkreetsel kuupäeval tulevikus.

Hinnastabiilsus: hinnastabiilsuse säilitamine on **eurosüsteemi** peamine eesmärk. EKP nõukogu määratleb hinnastabiilsusena olukorda, kus **euroala ühtlustatud tarbijahinnaindeksi** (ÜTHI) kasv jääb aastas alla 2%. EKP nõukogu on samuti selgelt välja öelnud, et hinnastabiilsuse tagamisel on tema eesmärk hoida inflatsioonimäärad keskpikas perspektiivis allpool 2% taset, kuid selle lähedal.

Hoiustamise püsivõimalus: eurosüsteemi püsivõimalus, mida **vastaspoolel** võivad kasutada **üleõhhoiuste** paigutamiseks **liikmesriigi keskpanga**. Sellistele hoiustele makstakse eelnevalt täpsustatud määraga intressi (vt **EKP baasintressimäärad**).

Inflatsioon: üldise hinnataseme, st tarbijahinnaindeksi tõus.

Inflatsiooni otsejuhtimine: rahapoliitiline strateegia, mille eesmärk on hoida **hinnastabiilsust**, keskendudes avaldatud inflatsiooniprognoside ja eelnevalt seatud inflatsioonieesmärkide erinevustele.

Inflatsiooniga indekseeritud riigivõlakirjad: valitsussektori emiteeritud võlakirjad, mille kupongimaksud ja põhisumma on seotud kindla tarbijahinnaindeksiga.

Inflatsiooniga seotud riskipremia: investoritele (nominaalväärtuses) **vara** pikemal perioodil hoidmisega seotud riskide hüvitamine.

Intressi piirmäär: intressimäär, mille juures ammindub kogu pakkumisega jaotatav summa.

Intressiforvard: leping, mille kohaselt üks pool kohustub maksma teisele poolele teatavalt põhisummalt teatavat intressimäära teataval kunagi tulevikus algaval perioodil.

Keskpanga sõltumatus: õigusnorm, mis tagab, et keskpank saab täita oma ülesandeid ja kohustusi ilma poliitilise sekkumiseta. Euroala keskpankade sõltumatuse põhimõtte sätestatakse **Euroopa Liidu toimimise lepingu** artiklis 130.

Kodumajapidamised: üks **Euroopa rahvamajanduse ja regionaalse arvepidamise süsteemi (ESA 95)** institutsiooniline sektor. Kodumajapidamiste sektorisse kuuluvad üksikisikud või üksikisikute kui tarbijate, aga ka ettevõtjate (st füüsilisest isikust ettevõtjad ja partnerlused) rühmad. Kodumajapidamisi teenindavad mittetulundusühingud on ESA 95 kohaselt eraldi institutsiooniline sektor, ehkki neid käsitletakse sageli koos kodumajapidamistega.

Kogutoodangu lõhe: riigi tegeliku ja potentsiaalse kogutoodangu vahe väljendatuna protsendina potentsiaalsest kogutoodangust. Potentsiaalne

kogutoodang on kogutoodangu tase, mida on võimalik saavutada juhul, kui tootmistegureid kasutatakse inflatsiooni mittetekitaval tasemel.

Kohustus: minevikusündmuste tulemusena ettevõttele tekkinud kohustus, mille tõttu võib eeldada majanduslikku kasu kätkevate vahendite väljavoolu ettevõttest.

Kohustuslik reserv: krediidiasutuse kohustuslik miinimumreserv keskpangas. **Eurosüsteemi** kohustusliku reservi süsteemis korrutatakse krediidiasutuse reservinõude arvutamiseks iga **reservibaasi** arvatud bilansikirjete kategooria väärtus asutuse bilansi kohustusliku reservi määraga. Lisaks sellele on asutustel lubatud oma reservinõudest maha arvata kindel summa.

Kohustusliku reservi nõue: miinimumreserv, mida **krediidiasutus** on kohustatud hoidma **eurosüsteemis** kindlaks määratud arvestusperioodi jooksul. Nõude täitmist kontrollitakse reservikonto keskmise päevasaldo põhjal arvestusperioodi jooksul.

Koondsuunised: Euroopa Liidu Nõukogu vastuvõetud suunised majanduskasvu ja töökohtade loomise edendamiseks, mis ühendavad endas **majanduspoliitika üldsuunised** ja tööhõivesuunised.

Krediidiasutus: a) äriühing, mille tegevus seisneb üldsuselt hoiuste või muude tagasimakstavate vahendite vastuvõtmises ning oma arvel laenude andmises, või b) äriühing või muu juriidiline isik (v.a punktis a nimetatu), mis laseb välja maksevahendeid elektroonilise raha kujul.

Krediit euroala residentidele: euroala **mitterahaloomesutustest** residentide (sealhulgas **valitsussektori** ja erasektori) finantseerimine rahaloomeasutuste sektori poolt. See hõlmab rahaloomeasutuste **laene euroala residentidele** ja rahaloomeasutuste hoitavaid väärtpabereid, mille on emiteerinud **euroala** residendid. Kõnealuste väärtpaberite hulka kuuluvad aktsiad, muud omandiväärtpaberid ja **võlaväärtpaberid**. Kuna peale laenude võib ka väärtpabereid käsitada rahastamisallikana ja mõnd laenu on võimalik väärtpaberistada, annab see määratlus täpsemat teavet rahaloomeasutuste sektori poolt majandusele antud rahastamise kogusumma kohta kui ainult laene hõlmav kitsas määratlus.

Kutseliste prognoosijate küsitlus: kord kvartalis toimuv küsitlus, mida EKP on korraldanud alates 1999. aastast makromajanduslike prognooside kogumiseks **euroala** inflatsiooni, SKP reaalkasvu ja töötuse kohta ekspertidelt, kes on seotud ELis asuvate finants- ja mittefinantsorganisatsioonidega.

Kõlblik vara (kõlblik tagatis): vara, mida on võimalik kasutada tagatisena, et saada **eurosüsteemilt** laenu.

Laenamise püsivõimalus: eurosüsteemi püsivõimalus, mida **vastaspoolel** võivad kasutada, et saada **liikmesriigi keskpangalt** kõlblike varade vastu eelnevalt kindlaksmääratud intressimääraga üleõlaene (vt **EKP baasintressimäärad**).

Laenud euroala residentidele: vahendid, mille **rahaloomeasutused** on laenuvõtjatele laenanud ja mida ei tõenda vabalt kaubeldavad võladokumendid ega üksainus dokument (kui on muutunud kaubeldavaks). See kirjeldus hõlmab kodumajapidamistele, mittefinantsettevõtetele ning valitsusele antud laene. Kodumajapidamistele võib laene anda tarbijakrediidina (laenud isiklikuks kasutamiseks kaupade ja teenuste tarbimisel), eluasemelaenudena (krediit investeeeringuteks eluasemesse, sh ehitamine ja eluaseme remontimine) ning muude laenudena (võlgade konsolideerimise laen, õppelaen jne) (vt ka **krediit euroala residentidele**).

Laiendatud krediidivõimalused: mittestandardised meetmed, mida **EKP/eurosüsteem** võttis finantskriisi ajal, et toetada rahastamistingimusi ja krediidivooge rohkem, kui oleks olnud võimalik ainult **EKP baasintressimäärade** vähendamisega.

Lepingulise tähtajaga hoiused: peamiselt määratletud tähtajaga tähtajalised hoiused, mille väljavõtmisel enne tähtaega võidakse olenevalt liikmesriigis levinud tavadest nõuda leppetrahvi. Nende hulka loetakse ka mõned mittekaubeldavad võlainstrumendid, nagu mitteülekantavad hoiusesertifikaadid. Kuni kaheaastase tähtajaga hoiused sisalduvad **M2s** (ja seega **M3s**), samal ajal kui üle kaheaastase tähtajaga hoiused loetakse **rahaloomeasutuste** sektori (mitterahaliste) pikemaajaliste finantskohustuste hulka.

Liikmesriigi keskpank: Euroopa Liidu **liikmesriigi** keskpank.

Liikmesriik: riik, mis on Euroopa Liidu liige.

Lissaboni leping: Lissaboni lepinguga muudeti kaht Euroopa Liidu aluslepingut: Euroopa Liidu lepingut ja Euroopa Ühenduse asutamislepingut. Viimane on ümber nimetatud **Euroopa Liidu toimimise lepinguks**. Lissaboni leping allkirjastati Lissabonis 13. detsembril 2007 ning see jõustus 1. detsembril 2009.

Lähennemiskriteeriumid: iga liikmesriik peab enne euro kasutuselevõtmist täitma **Euroopa Liidu toimimise lepingu** artikli 140 lõikes 1 sätestatud neli kriteeriumi, milleks on hindade stabiilsus, riigi rahanduse usaldusväarsus (eelarve puudujääk ja võlatase protsendina SKPst), stabiilne vahetuskurss ning madalad ja stabiilsed pikaajalised intressimäärad. Peale selle peab iga liikmesriik tagama oma riigi õigusaktide, sealhulgas keskpanga põhikirja vastavuse nii **Euroopa Liidu toimimise lepingule** kui ka Euroopa Keskpankade Süsteemi ja Euroopa Keskpanga põhikirjale.

M1: kitsas rahaagregaat, mis hõlmab **ringluses olevat sularaha** ning üleõhoiuseid **rahaloomeasutustes** ja keskvalitsuses (nt postkontoris või riigikassas).

M2: laiem rahaagregaat, mis hõlmab kitsast rahaagregaati **M1**, kuni kolmekuulise etteteatamistähtajaga (kaasa arvatud) lõpetatavaid hoiuseid (st lühiajalised säästuhoiused) ning kuni kaheaastase (kaasa arvatud) lepingulise tähtajaga hoiuseid (st lühitähtajalised hoiused) **rahaloomeasutustes** ja keskvalitsuses.

M3: lai rahaagregaat, mis hõlmab laiemat rahaagregaati **M2**, turukõlblikke instrumente, eriti repolepinguid, rahaturufondide aktsiaid/osakuid ning **rahaloomeasutuste** emiteeritud kuni kaheaastase tähtajaga (kaasa arvatud) võlaväärtpabereid.

Majandus- ja rahaliit (EMU): protsess, mis viis ühisraha – euro – ning ühtse rahapoliitika kasutuselevõtmiseni ja ELi **liikmesriikide** majanduspoliitika koordineerimiseni. Protsess toimus Euroopa Ühenduse asutamislepingu kohaselt kolmes etapis. Viimane, kolmas etapp algas 1. jaanuaril 1999 rahapoliitilise pädevuse üleandmisega **Euroopa Keskpanngale** ja euro kasutuselevõtuga. Protsessi lõpetas eurosularahale üleminek 1. jaanuaril 2002.

Majandus- ja rahanduskomitee: komitee, mis osaleb **ECOFINi nõukogu** ja Euroopa Komisjoni töö ettevalmistamisel. **Euroopa Liidu toimimise lepingu** artikli 134 lõige 2 sisaldab majandus- ja rahanduskomitee ülesannete loetelu, mis hõlmab nii **liikmesriikide** kui ka ELi majandus- ja finantssektori olukorra jälgimist ning eelarveseires osalemist.

Majanduspoliitika üldsuunised: Euroopa Liidu Nõukogu poolt kooskõlas **Euroopa Liidu toimimise lepingu** artikli 121 lõikega 2 vastu võetud suunised, millega nähakse ette **liikmesriikide** ja ELi majanduspoliitika määratlemise raamistik.

Mittefinantsettevõtte: ettevõtte või kvaasiettevõtte, mis ei tegele finantsvahendusega, vaid peamiselt turukaupade tootmise ja mittefinantsteenuste pakkumisega.

Mittestandardsed meetmed: meetmed, mida EKP on võtnud seoses häiretega finantsturu teatavates osades ja finantssüsteemis, selleks et toetada intressimääraotsuste tulemuslikku ülekandumist laiemale euroala majandusele.

Muud finantsvahendajad: peamiselt finantsvahendusega tegelevad ettevõtted või kvaasiettevõtted (mis ei ole kindlustusseltsid ega pensionifondid), kes võtavad endale institutsioonide (v.a **rahaloomeasutused**) ees kohustusi, mis ei hõlma raha, hoiuseid ega hoiuetaolisi vahendeid. Selliste ettevõtete põhiline tegevusala on pikaajaline finantseerimine (nt finantsliising), väärtpaperistatud **vara** haldamine, muude finantsvarade haldamine, tehingud väärtpaperite ja tuletisinstrumentidega (enda arvel), riskikapital ja arengukapital.

Muutuva intressimääraga pakkumismenetlus: pakkumismenetlus, mille puhul **vastaspooled** esitavad pakkumisi nii raha summa kohta, mille ulatuses nad soovivad keskpannaga tehinguid teha, kui ka intressimäär kohta, mida nad soovivad kasutada.

Nõukogu: vt **Euroopa Liidu Nõukogu**.

Opsioonid: finantsinstrumendid, mis annavad selle omanikule õiguse, kuid mitte kohustuse osta või müüa teatud kuupäevani või kuupäeval (täitmis- või

aegumiskuupäev) kindlaid varasid (nt võlakirju või aktsiaid) eelnevalt kindlaks määratud hinnaga (optiooni täitmishind).

Otsetehing: tehing, mille puhul **varasid** ostetakse või müüakse otse turul (hetke- ja forvardtehingud).

Pakkumisintressi alammäär: madalaim intressimäär, millega **vastaspooled** võivad teha pakkumisi muutuva intressimääraga pakkumismenetlustes (vt **EKP baasintressimäärad**).

Pankade laenugevuse uuring: kord kvartalis korraldatav pankade laenupoliitika uuring, mida eurosüsteemis on läbi viidud alates 2003. aasta jaanuarist. Selles käsitletakse kvalitatiivseid küsimusi, mis on seotud ettevõtete ja kodumajapidamiste krediidistandardite, laenuitingimuste ja laenuõudluse muutumisega eelnevalt kindlaksmääratud euroala pankade valimis.

Pankadevaheline rahaturg: pankadevaheline lühiajaliste laenude turg, kus kaubeldakse tavaliselt vahenditega, mille tähtaeg on ühest päevast (üleöö- või isegi lühem tähtaeg) kuni ühe aastani.

Peenhäälestusoperatsioon: avaturuoperatsioon, mille abil **eurosüsteem** püüab tasakaalustada ootamatuid likviidsuse kõikumisi turul. Peenhäälestusoperatsioonide sagedus ja tähtajad ei ole normitud.

Pensionifond: eraldi või sarnane fond, mille mittefinantsettevõtted on loonud oma töötajatele pensionide maksmiseks.

Pikaajalised intressimäärad: intressimäärad või tulu suhteliselt pika tähtajaga intressi andvatelt finantsvaradelt, mille puhul kasutatakse võrdlusalusena sageli kümneaastase tähtajaga riigivõlakirjade tulusust.

Pikemaajaline refinantseerimisoperatsioon: eurosüsteemi krediidioperatsioon, mille tähtaeg on pikem kui üks nädal ning mis sooritatakse **pöördtehinguna**. Regulaarsete igakuiste operatsioonide tähtaeg on kolm kuud. Finantsturu kriisi ajal tehti erineva sagedusega täiendavaid operatsioone, mille tähtajad ulatusid ühest arvestusperioodist ühe aastani.

Põhiline refinantseerimisoperatsioon: eurosüsteemi poolt **pöördtehinguna** sooritatav korraline **avaturuoperatsioon**. Neid operatsioone sooritatakse iganädalaste **tavapakkumismenetlustena** ning tavaliselt on nende tähtaeg üks nädal.

Pöördtehing: tehing, milles keskpank ostab või müüb **repolepingu** alusel vara või sõlmib **tagatise** vastu laenu tehinguid.

Püsivõimalus: keskpanga pakutav võimalus, mida **vastaspooled** saavad kasutada omal algatusel. **Eurosüsteem** pakub kaht üleõppüsivõimalust: **laenamise püsivõimalust** ja **houstamise püsivõimalust**.

Raha neutraalsus: majandusteooria põhiprintsiip, mis ütleb, et pikas perspektiivis mõjutab rahapakkumise muutus üksnes nominaalmuutujaid, mitte reaalmuutujaid. Seetõttu ei ole rahapakkumise muutustel pikemal ajavahemikul mõju sellistele muutujatele nagu reaaltoodang, töötus või reaalintressimäärad.

Rahaagregaat: ringluses olev sularaha pluss **rahaloomeasutuste** teatavate selliste kohustuste jääk, mis on suhteliselt likviidsed ja mida euroala residentidest mitterahaloomeasutused hoiavad väljaspool valitsussektorit. **EKP nõukogu** on teinud teatavaks rahaagregaadi **M3** kasvu kontrollväärtuse (vt ka **rahapakkumise kasvu kontrollväärtus**).

Rahaloomeasutused: rahaasutused, mis moodustavad **euroala** rahaloome sektori. Need hõlmavad **eurosüsteemi**, ELi õigusaktidega määratletud residentidest **krediitiasutusi** ning kõiki teisi residentidest finantsasutusi, mis võtavad üksustelt, välja arvatud rahaloomeasutused, vastu hoiuseid ja/või nendesarnaseid asendusi ning annavad (vähemalt majanduslikus mõttes) oma arvel ja nimel laenu ja/või investeerivad väärtpaperitesse. Viimane rühm koosneb peamiselt **rahaturufondidest**, s.o fondidest, mis investeerivad lühiajalistesse ja väikese riskiga instrumentidesse, mille tähtaeg on tavaliselt üks aasta või vähem.

Rahaloomeasutuste sektori konsolideeritud bilanss: bilanss, mille saamiseks tehakse **rahaloomeasutuste** koondbilansis nimetatud asutuste vaheliste positsioonide (nt rahaloomeasutuste omavahelised laenud ja hoiused) tasaarvestus. Bilanss annab statistilise ülevaate rahaloomeasutuste sektori varade ja kohustuste kohta sellesse sektorisse mittekuuluvate **euroala** residentide (st **valitsussektor** ja muud euroala residendid) ning euroalaväliste residentide suhtes. See on peamine statistikaallikas **rahaagregaatide** arvutamiseks ning **M3** vastaskirjete regulaarse analüüsi alus.

Rahamassi juhtimine: rahapoliitiline strateegia, mille eesmärk on hoida **hinnastabiilsust**, keskendudes rahapakkumise kasvu erinevusele eelnevalt kindlaksmääratud eesmärgist.

Rahanõudlus: peamine majanduslik seos, mis näitab mitterahaloomeasutuste nõudlust sularaha järele. Rahanõudlust väljendatakse sageli hindade ja majandusaktiivsuse (näitab tehingute taset majanduses) funktsioonina teatavatest intressimäära muutujatest (mõõdavad raha hoidmise alternatiivkulu).

Rahapakkumise kasvu kontrollväärtus: rahaagregaadi **M3** aastane kasvumäär, mida loetakse keskpikas perspektiivis kokkusobivaks hinnastabiilsuse eesmärgiga.

Rahapoliitika ülekandemehhanism: protsess, mille kaudu rahapoliitilised otsused, nt **euroala** puhul EKP nõukogu intressimääraotsused, mõjutavad majandust üldiselt ja eelkõige hinnataset.

Rahapoliitiline strateegia: üldine lähenemine rahapoliitika elluviimisele. EKP rahapoliitiline strateegia hõlmab hinnastabiilsuse põhieesmärgi kvantitatiivset määratlust ja kahel sambal – majandus- ja monetaaranalüüsil – põhinevat

analüüsiraamistikku, millel rajanevad EKP nõukogu üldhinnang hinnastabiilsust ohustatavatele riskidele ja rahapoliitilised otsused. Ka rahapoliitiliste otsuste selgitamine üldsusele toimub selles raamistikus.

Rahaturg: turg, millel kogutakse, investeeritakse ja vahetatakse lühiajalisi vahendeid, mille tähtaeg on üldjuhul kuni üks aasta (kaasa arvatud).

Rahaturufond: ühisinvesteeringuühendus, mis investeerib peamiselt rahaturuinstrumentidesse ja/või muudesse vabalt võõrandatavatesse võlainstrumentidesse, mille järelejäänud tähtaeg on kuni üks aasta (kaasa arvatud) ja/või mis taotlevad tulusust, mis läheneb rahaturuinstrumentide intressimääradele.

Repoleping: raha laenamise viis, millega mingi **vara** (harilikult püsituduluväärtpaber) müüakse ning hiljem ostetakse pisut kõrgema hinnaga (mis vastab laenuintressile) tagasi.

Repotehing: repolepingul põhinev likviidsust lisav **pöördtehing**.

Reservibaas: bilansikirjete (eriti kohustuste) summa, mille alusel arvutatakse **krediitdiasutuse kohustusliku reservi nõuet**.

Reservimäär: iga **reservibaasis** sisalduva bilansikirje liigi reservimäär, mille määrab kindlaks keskpank. Seda kasutatakse **kohustusliku reservi nõude** arvutamiseks.

Ringluses olev sularaha: ringluses olevad pangatähed ja mündid, mida kasutatakse tavaliselt maksete tegemiseks. Rahaagregaati **M3** kuuluv ringluses olev sularaha on netomõiste, mis tähendab, et see viitab ainult väljaspool **rahaloomeasutuste** sektorit ringluses olevatele pangatähtedele ja müntidele (st maha on arvatud rahaloomeasutuste käsutuses olevad rahalised vahendid ja kassavarud). Välja on arvatud keskpankade oma pangatähtede varud (kuna neid ei ole ringlusesse lastud) ja meenemündid (kuna need ei ole mõeldud maksete tegemiseks).

Stabiilsuse ja majanduskasvu pakt: ELi **liikmesriikide** riigirahanduse usaldusväärse tagamiseks mõeldud vahend, et tugevdada tingimusi, mis on vajalikud **hinnastabiilsuse** säilitamiseks ning töökohti loova tugeva ja jätkusuutlikku majanduskasvu saavutamiseks. Selleks nähakse paktis ette, et liikmesriigid peavad määratlema keskpikad eelarve-eesmärgid. Samuti sisaldab see **ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse** üksikasjalikku korda. Pakt koosneb Amsterdami Euroopa Ülemkogu 17. juuni 1997. aasta resolutsioonist stabiilsuse ja majanduskasvu pakti kohta ning kahest ELi Nõukogu määrusest. Need on: a) nõukogu 7. juuli 1997. aasta määrus (EÜ) nr 1466/97 eelarveseisundi järelevalve ning majanduspoliitika järelevalve ja kooskõlastamise tõhustamise kohta, mida on muudetud 27. juuni 2005. aasta määrusega (EÜ) nr 1055/2005, ning b) nõukogu 7. juuli 1997. aasta määrus nr (EÜ) 1467/97 ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse rakendamise kiirendamise ja selgitamise kohta, mida on muudetud 27. juuni 2005. aasta määrusega (EÜ) nr 1056/2005. Pakti täiendab **ECOFINI nõukogu** aruanne „Stabiilsuse ja kasvu pakti rakendamise

tõhustamine” („Improving the implementation of the Stability and Growth Pact”), mille Euroopa Ülemkogu 22. ja 23. märtsil 2005 Brüsselis heaks kiitis. Samuti täiendab seda tegevusjuhend „Stabiilsuse ja kasvu pakti rakendamise täpsustused ning juhised stabiilsus- ja lähenemisprogrammide sisu ja vormi kohta” („Specifications on the implementation of the Stability and Growth Pact and Guidelines on the format and content of Stability and Convergence Programmes”), mille ECOFINi nõukogu kinnitas 11. oktoobril 2005.

Stabiilsusprogrammid: riigi keskpikad kavad ja eeldused majanduse põhinäitajate kujunemise kohta, mille esitavad euroala riigid, pidades keskpika eesmärgina silmas tasakaalulähedase või ülejäägis eelarvepositsiooni saavutamist, nagu osutatud **stabiilsuse ja majanduskasvu paktis**. Programmides esitatakse eelarve tasakaalustamise konsolideerimise meetmed, samuti nende aluseks olevad majandusstsenaariumid. Stabiilsusprogramme tuleb ajakohastada igal aastal. Need vaatavad läbi **Euroopa Komisjon** ning **majandus- ja rahanduskomitee**. Nende aruanded on aluseks **ECOFINI nõukogu** hinnangule, mis keskendub eelkõige sellele, kas programmi keskpikk eelarve-eesmärk on kooskõlas tasakaalulähedase või ülejäägis eelarvepositsiooniga, pakkudes piisavat varu ülemäärase eelarvepuudujäägi vältimiseks. **Liikmesriigid**, kes ei kasuta **eurot**, peavad vastavalt **stabiilsuse ja majanduskasvu paktile** esitama kord aastas lähenemisprogrammid.

Struktuurioperatsioon: avaturuoperatsioon, mille **eurosüsteem** teostab peamiselt selleks, et kohandada finantssektori struktuurset likviidsuspositsiooni eurosüsteemi suhtes.

Süsteemne risk: oht, et kui üks süsteemis osaleja ei suuda täita oma kohustusi, ei saa ka teised osalejad oma kohustusi õigel ajal täita, mille tagajärjed võivad edasi kanduda (nt suured likviidsus- või krediidiprobleemid), mis ohustab finantssüsteemi stabiilsust või usaldust selle vastu. Suutmatust täita oma kohustusi võib olla tingitud tegevus- või finantsprobleemidest.

Tagatis: vara või kolmanda isiku kohustus, mida tagatise andja kasutab kohustuse tagamiseks tagatise võtja ees.

TARGET (üleeuroopaline automatiseeritud reaalaajaline brutoarvelduste kiirülekanandesüsteem): eurosüsteemi reaalaajaline brutoarveldussüsteem **eurodes** arveldamiseks. Esimese põlvkonna TARGETi vahetas mais 2008 välja **TARGET2**.

TARGET2: teise põlvkonna **TARGET**. Süsteem kujutab endast infotehnoloogilist platvormi, kuhu esitatakse töötlemiseks kõik maksekorraldused ja kus **euro**makseid arveldatakse keskpangarahas.

Tavapakkumismenetlus: pakkumismenetlus, mida **eurosüsteem** kasutab oma korraliste **avaturuoperatsioonide** tegemiseks. Tavapakkumismenetlused tehakse 24 tunni jooksul. Pakkumiste esitamise õigus on kõigil üldistele kõlblikuskriteeriumidele vastavatel **vastaspooltel**.

Tuletisinstrument: finantsleping, mille väärtus oleneb ühe või mitme alusvara, intressimäära või indeksi väärtusest, majanduslikust väärtusest või tegelikest sündmustest.

Tulukõver: graafiline kujutis, mis kirjeldab piisavalt homogeensete eri tähtaegadega võlaväärtpaberite intressimäära või tulususe ja järelejäänud tähtaja vahelist seost teataval ajahetkel. Tulukõvera kallet on võimalik mõõta intressimäärade või tulususe vahena kahe valitud tähtaja kohta.

Tööhõivesuunised: suunised, mille **Euroopa Liidu Nõukogu** on võtnud vastu kooskõlas **Euroopa Liidu toimimise lepingu** artikli 148 lõikega 2 ja millega nähakse ette **liikmesriikide** ja ELi tööhõivepoliitika määratlemise raamistik.

Tööjõu ühikukulud: tööjõu kogukulud toodanguühiku kohta euroalal, mis on arvatud töötajale makstava koguhüvitise ja tootlikkuse (määratletud kui SKP töötava isiku kohta) suhtena.

Tööjõud: tööga hõivatud inimesed ja töötud kokku.

Tööjõus osalemise määr: tööjõu osatähtsus tööealises elanikkonnas. Tööealise elanikkonna hulka arvatakse tavaliselt 15–64aastased elanikud. Tööjõu hulka kuuluvad nii töötavad inimesed kui ka töötud.

Töötü: ELi määratluse kohaselt kõik 15–74aastased isikud, kes on: a) vaatlusnädalal töötä; b) valmis kohe tööd alustama ning c) otsivad aktiivselt tööd.

Töötuse määr: töötute arv protsendina tööjõust.

Vahetuskursi juhtimine: rahapoliitiline strateegia, mille eesmärk on saavutada teise valuuta või valuutarühma suhtes teatav (tavaliselt stabiilne või isegi fikseeritud) vahetuskurs.

Vahetustehing: leping tulevaste rahavoogude vahetamiseks vastavalt eelnevalt kokkulepitud valemile (vt **välisvaluuta vahetustehing**).

Valitsussektor: Euroopa rahvamajanduse ja regionaalse arvepidamise süsteemis (ESA 95) määratletud sektor, kuhu kuuluvad residentidest isikud, kes tegelevad peamiselt individuaalseks ja kollektiivseks tarbimiseks mõeldud turuväliste kaupade tootmise ja teenuste osutamisega ja/või rahvatulu ja hüvede ümberjaotamisega. Sektor hõlmab keskvalitsust, piirkondlikke ja kohalikke omavalitsusi ning sotsiaalkindlustusfonde. Valitsussektorisse ei kuulu avaliku sektori osalusega äriettevõtted, näiteks riigiettevõtted.

Vara: minevikusündmuste tulemusena ettevõtte käsutuses olev ressurss, millest oodatakse edaspidi ettevõttele majanduslikku tulu.

Vastaspool: finantstehingu (nt igasuguse keskpangaga tehtava tehingu) vastaspool.

Võla suhtarv: üks **Euroopa Liidu toimimise lepingu** artikli 126 lõikes 2 sätestatud eelarvedistsipliini kriteeriumidest, mille abil määratakse kindlaks ülemäärase eelarvepuudujäägi olemasolu. See on määratletud riigivõla suhtena sisemajanduse koguprodukti jooksvate turuhindade juures; riigivõlg on aga määratletud protokollis nr 12 (**ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse** kohta) **valitsussektori** eri osade konsolideeritud nominaalvõla jäägina aasta lõpus.

Võlakirjaturg: turg, kus emiteeritakse pikemaajalisi **võlaväärtpabereid** ja kaubeldakse nendega.

Võlakirjaturupõhine inflatsiooniootus: tavalise (fikseeritud põhisummaga) võlakirja ning sama (või võimalikult sarnase) tähtajaga inflatsiooniindeksiga seotud põhisummaga võlakirja tulususe vahe.

Võlaturg: turg, kus emiteeritakse võlainstrumente ja kaubeldakse nendega. Väärtpaberistatud laenu peab emitent tähtaja lõppemisel tagasi maksma.

Võlaväärtpaber: emitendi (st laenuvõtja) lubadus teha võlaväärtpaberi omanikule (laenuandjale) kindlaksmääratud kuupäeva(de)l tulevikus üks või mitu makset. Võlaväärtpaberitel on tavaliselt kindlaksmääratud intressimäär (kupong) ja/või neid müüakse diskonteerituna ehk tagasiostu tähtpäeval makstavast hinnast madalama hinnaga. Võlaväärtpabereid, mille algne tähtaeg on üle ühe aasta, liigitatakse pikaajalisteks. Rahaturu väärtpaberid ja põhimõtteliselt ka suunatud emissioonid kaasatakse **Euroopa Keskpanga** (EKP) võlaväärtpaberite statistikasse.

Välisvaluuta vahetustehing: üheaegsed hetke- ja forvardtehingud ühe valuuta vahetamiseks teise vastu.

Väärtpaberituruprogramm: EKP programm, mis võimaldab sekkuda euroala era- ja avaliku sektori võlaväärtpaberite turu toimimisse, et tagada turu sügavus ja likviidsus toimimishäiretega segmentides eesmärgiga taastada kohane **rahapoliitika ülekandemehhanism**.

Väärtuskärbe: riski ohjamise meede, mida kasutatakse alusvara puhul ning mille kohaselt võetakse alusvara väärtuseks turuväärtus, mida on vähendatud teatava protsendi võrra (väärtuskärbe, allahindlus). Väärtuskärpeid teevad tagatise võtjad enda kaitsmiseks väärtpaberi turuväärtuse vähenemisest tuleneva kahju eest juhul, kui tagatise võtjal on vaja kõnealune **tagatis** rahaks teha.

Ühtlustatud tarbijahinnaindeks (ÜTHD): tarbijahindade arengut väljendav mõõtühik, mille koostab **Eurostat** ja mis ühtlustatakse kõigi ELi **liikmesriikide** jaoks. ÜTHI on hindade mõõtühik, mida EKP kasutab **hinnastabiilsuse** kvantitatiivseks määratlemiseks.

Ülekandemehhanism: vt **rahapoliitika ülekandemehhanism**.

Ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlus: Euroopa Liidu toimimise lepingu artiklis 126 kehtestatud ja ülemäärase eelarvepuudujäägi menetlust käsitlevas protokollis nr 12 täpsustatud sättega nõutakse ELi liikmesriikidelt eelarvedistsipliini säilitamist, määratletakse ülemäärase eelarvepuudujäägina käsitletava eelarvepositsiooni kriteeriumid ning määratakse meetmed, mida rakendatakse juhul, kui täheldatakse, et eelarvetasakaalu või valitsussektori võla nõudeid ei ole täidetud. Artiklit 126 täiendab nõukogu 7. juuli 1997. aasta määrus (EÜ) nr 1467/97 ülemäärase eelarvepuudujäägi menetluse kiirendamise ja selgitamise kohta (mida on muudetud nõukogu 27. juuni 2005. aasta määrusega (EÜ) nr 1056/2005), mis on stabiilsuse ja majanduskasvu pakti üks osa.

Üleõhoiused: hoiused, mille tähtaeg saabub järgmisel päeval. Sellesse instrumendikategooriasse kuuluvad peamiselt täielikult võõrandatavad (tšeki või sarnase instrumendi abil) nõude-/nõudmiseni hoiused. Samuti kuuluvad siia mittevõõrandatavad hoiused, mis on konverteeritavad nõudmisel või järgmise tööpäeva lõpuks. Üleõhoiused arvatakse M1 (ning seega M2 ja M3) hulka.

BIBLIOGRAAFIA

I. PEATÜKK

EKP ametlikud väljaanded

EKP (1999–2010), *Aastaaruanne*.

EKP (2000–2010), *Lähenemisaruanne*.

EKP (2006), „Monetary and exchange rate arrangements of the euro area with selected third countries and territories”, *Kuubulletään*, aprill.

EKP (2008), *Kuubulletään: EKP 10. aastapäev*, eriväljaanne, mai.

EKP (2008), „One monetary policy and many fiscal policies – ensuring a smooth functioning of EMU”, *Kuubulletään*, juuli.

EKP (2009), „Rotation of voting rights in the Governing Council of the ECB”, *Kuubulletään*, juuli.

EKP (2010), „The ECB’s relations with European Union institutions and bodies – trends and prospects”, *Kuubulletään*, jaanuar.

Muud dokumendid

Bini Smaghi, L. ja Gros, D. (2000), *Open Issues in European Central Banking*, Macmillan Press.

Constâncio, V. (2010), „The establishment of the European Systemic Risk Board – challenges and opportunities”, kõne üritusel Eurofi Financial Forum, sissejuhatavad tähelepanekud plenaaristungil „Implementing the de Larosière Agenda”, Brüssel, 29. september 2010.

Euroopa Rahainstituut (1998), *Convergence Report*, märts.

Jung, A., Moutot, P. ja Mongelli, F. P. (2010), „How are the Eurosystem’s monetary policy decisions prepared?”, *Journal of Common Market Studies*, kd 48(2), lk 319–346.

Scheller, H.-P. (2006), *Euroopa Keskpang – ajalugu, roll ja ülesanded*, teine, täiendatud trükk.

Tumpel-Gugerell, G. (2008), „Ten years of European Monetary Union – what is the role of national central banks today?”, kõne Austria keskpanga korraldatud kõrgetasemelisel arutelul, Brüssel, 6. mai 2008.

2. PEATÜKK

EKP ametlikud väljaanded

EKP (2005), „Comparability of statistics for the euro area, the United States and Japan”, *Kuubulletään*, aprill.

EKP (2005), „The Lisbon Strategy – five years on”, *Kuubulletään*, juuli.

EKP (2005), „The reform of the Stability and Growth Pact”, *Kuubulletään*, august.

EKP (2005), „Indicators of financial integration in the euro area”, *Technical Report*, september.

EKP (2006), „Fiscal policies and financial markets”, *Kuubulletään*, veebruar.

EKP (2006), „The importance of public expenditure reform for economic growth and stability”, *Kuubulletään*, aprill.

- EKP (2006), „Demographic change in the euro area: projections and consequences”, *Kuubulletään*, oktoober.
- EKP (2007), „Challenges to fiscal sustainability in the euro area”, *Kuubulletään*, veebruar.
- EKP (2007), „From government deficit to debt – bridging the gap”, *Kuubulletään*, aprill.
- EKP (2007), „The euro bonds and derivatives market”, juuni.
- EKP (2008), „The analysis of the euro money market from a monetary policy perspective”, *Kuubulletään*, veebruar.
- EKP (2008), *Kuubulletään: EKP 10. aastapäev*, eriväljaanne, mai.
- EKP (2008), „One monetary policy and many fiscal policies: ensuring a smooth functioning of EMU”, *Kuubulletään*, juuli.
- EKP (2008), „Ten years of the Stability and Growth Pact”, *Kuubulletään*, oktoober.
- EKP (2009), „The functional composition of government spending in the European Union”, *Kuubulletään*, aprill.
- EKP (2009), *Euro money market survey*, september.
- EKP (2010), „Entitlements of households under government pension schemes in the euro area – results on the basis of the new system of national accounts”, *Kuubulletään*, jaanuar.
- EKP (2010), „Labour markets adjustments to the recession in the euro area”, *Kuubulletään*, juuli.
- EKP (2010), „Harmonised ECB statistics on euro area investment funds and their analytical use for monetary policy purposes”, *Kuubulletään*, august.
- EKP (2010), *Euro money market study*, detsember.

Muud dokumendid

- Briotti, M. G. (2005), „Economic reactions to public finance consolidation: a survey of the literature”, *Occasional Paper Series*, nr 38, EKP, oktoober.
- Buldorini, L., Makrydakis, S. ja Thimann, C. (2002), „The effective exchange rates of the euro”, *Occasional Paper Series*, EKP, nr 2, veebruar.
- Giammarioli, N., Nickel, C. Rother, P. ja Vidal, J.-P. (2007), „Assessing fiscal soundness”, *Occasional Paper Series*, nr 56, märts.
- Morris R., Ongena, H. ja Schuknecht, L. (2006), „The reform and implementation of the Stability and Growth Pact”, *Occasional Paper Series*, nr 47, EKP, juuni.
- Moutot, P. (toim.), Gerdesmeier, D., Lojschová, A. ja von Landesberger, J. (2007), „The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area”, *Occasional Paper Series*, nr 75, EKP, oktoober.
- EKPSi rahapoliitika komitee rakkerühm (2006), „Competition, productivity and prices in the euro area services sector”, *Occasional Paper Series*, nr 44, EKP, aprill.
- Stark, J. (2009), „Monetary and fiscal policy: criteria and timing for the phasing out of crisis measures”, kõne, 80. Kieler Konjunkturgespräch, Berliin, 15. september 2009.
- Trichet, J.-C. (2009), „European financial integration”, kõne, 23. Internationales ZinsFORUM „Zinsen 2009”, Maini-äärne Frankfurt, 11. detsember 2008.
- Van Riet, A. (toim.) (2010), „Euro area fiscal policies and the crisis”, *Occasional Paper Series*, nr 109, EKP, aprill.

3. PEATÜKK

EKP ametlikud väljaanded

- EKP (1999), „The stability-oriented monetary policy strategy of the Eurosystem”, *Kuubulletään*, jaanuar.
- EKP (1999), „Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem’s monetary policy strategy”, *Kuubulletään*, veebruar.
- EKP (2000), „The two pillars of the ECB’s monetary policy strategy”, *Kuubulletään*, november.
- EKP (2001), *A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*, juuni.
- EKP (2002), „The accountability of the ECB”, *Kuubulletään*, november.
- EKP (2002), „Transparency in the monetary policy of the ECB”, *Kuubulletään*, november.
- EKP (2003), „The outcome of the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy”, *Kuubulletään*, juuni.
- EKP (2004), „Monetary analysis in real time”, *Kuubulletään*, oktoober.
- EKP (2005), „Monetary policy and inflation differentials in a heterogeneous currency area”, *Kuubulletään*, mai.
- EKP (2005), „The Harmonised Index of Consumer Prices – concept, properties and experience to date”, *Kuubulletään*, juuli.
- EKP (2006), „The predictability of the ECB’s monetary policy”, *Kuubulletään*, jaanuar.
- EKP (2007), „Communicating monetary policy to financial markets”, *Kuubulletään*, aprill.
- EKP (2008), „Price stability and growth”, *Kuubulletään*, mai.
- EKP (2008), „The role of banks in the monetary policy transmission mechanism”, *Kuubulletään*, august.
- EKP (2009), „Central bank communication in periods of heightened uncertainty”, *Kuubulletään*, november.
- EKP (2009), „Monetary analysis in an environment of financial turmoil”, *Kuubulletään*, november.
- EKP (2009), „New procedure for constructing Eurosystem and ECB staff projection ranges”, pressiteade, 3. detsember 2009.
- EKP (2010), *ECB statistics: a brief overview*, aprill.
- EKP (2010), „Monetary policy transmission in the euro area, a decade after the introduction of the euro”, *Kuubulletään*, mai.
- EKP (2010), „The ‘Great Inflation’ – lessons for monetary policy”, *Kuubulletään*, mai.
- EKP (2010), „Tools for preparing short-term projections of euro area inflation”, *Kuubulletään*, mai.
- EKP (2010), „The ECB’s response to the financial crisis”, *Kuubulletään*, oktoober.
- EKP (2010), „Enhancing the monetary analysis”, *Kuubulletään*, november.
- EKP (2010), „Asset price bubbles and monetary policy revisited”, *Kuubulletään*, november.

Muud dokumendid

- Altunbas, Y., Gambacorta, L. ja Marqués-Ibáñez, D. (2010), „Does monetary policy affect bank risk-taking?“, *Working Paper Series*, nr 1166, EKP.
- Angeloni, I., Kashyap, A. ja Mojon, B. (2003), *Monetary Policy Transmission in the Euro Area*, Cambridge University Press.
- Beyer, A. ja Reichlin, L. (toim.) (2006), „The role of money – money and monetary policy in the 21st century“, EKP neljas keskpanganduse konverents, november.
- Borio, C. ja Zhu, H. (2008), Capital regulation, risk-taking and monetary policy: a missing link in the transmission mechanism?, *Working Paper Series*, nr 268, Rahvusvaheliste Arvelduste Pank.
- 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 presidendi kiri majandus- ja rahanduskomisjoni esimehele Christa Randzio-Plathile, 16. oktoober 2001.
- Duisenberg, W. (2001), „The ECB’s monetary policy strategy and the quantitative definition of price stability“, EKP presidendi kiri majandus- ja rahanduskomisjoni esimehele Christa Randzio-Plathile, 13. detsember 2001.
- EKP (2003), Herrero, A., Gaspar, V., Hoogduin, L., Morgan J. ja Winkler, B. (toim.) (2001), „Why price stability?“, EKP esimene keskpanganduse konverents, juuni.
- González-Páramo, J. M. (2009), „National Accounts for monetary policy making – reflections on the use of the euro area accounts in the light of the financial crisis“, kõne rahvamajanduse arvepidamist käsitleval Eurostati konverentsil „Reading the present to prepare the future“, Brüssel, 16. september 2009.
- Issing, O. (toim.) (2003), *Background studies for the ECB’s evaluation of its monetary policy strategy*, november.
- Issing, O. (2005), „Communication, transparency, accountability – monetary policy in the twenty-first century“, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, kd 87(2), lk 65–83.
- Moutot, P. ja Vitale, G. (2009), „Monetary policy strategy in a global environment“, *Occasional Paper Series*, nr 106, EKP, august.
- Papademos, L. (2009), „Financial stability and macro-prudential supervision – objectives, instruments and the role of the ECB“, kõne, ECB Watchers Conference, Maini-äärne Frankfurt, 4. september 2009.
- Papademos, L. ja Stark, J. (toim.) (2010), *Enhancing the monetary analysis*, EKP.
- Stark, J. (2010), „Enhancing the ECB’s monetary analysis – what have we learnt?“, kõne, ECB Watchers Conference, Maini-äärne Frankfurt, 9. juuli 2010.
- Trichet, J.-C. (2009), „Credible alertness revisited“, kõne Kansase föderaalreservi iga-aastasel sümpoosionil, Jackson Hole, Wyoming, 22. august 2009.
- Trichet, J.-C. (2009), „The ECB’s exit strategy“, kõne, ECB Watchers Conference, Maini-äärne Frankfurt, 4. september 2009.

4. PEATÜKK

EKP ametlikud väljaanded

- EKP (2002), „The liquidity management of the ECB”, *Kuubulletään*, mai.
- EKP (2003), „Changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy”, *Kuubulletään*, august.
- EKP (2005), „Initial experience with the changes to the Eurosystem’s operational framework for monetary policy implementation”, *Kuubulletään*, veebruar.
- EKP (2008), *Kuubulletään: EKP 10. aastapäev*, eriväljaanne, mai.
- EKP (2009), „The implementation of monetary policy since August 2007”, *Kuubulletään*, juuli.
- EKP (2010), „The ECB’s monetary policy stance during the financial crisis”, *Kuubulletään*, jaanuar.
- EKP (2010), „Liquidity conditions and monetary policy operations in the period from 10 February 2010 to 11 May 2010”, *Kuubulletään*, juuni.
- EKP (2010), „The ECB’s response to the financial crisis”, *Kuubulletään*, oktoober.
- EKP (2011), *Rahapoliitika rakendamine euroaalal. Eurosüsteemi rahapoliitiliste instrumentide ja menetluskorra ülddokumentatsioon*, november.

Muud dokumendid

- Bindseil, U. (2004), *Monetary Policy Implementation: Theory, Past, and Present*, Oxford University Press.
- Mercier, P. (2009), „The Liquidity Management of the Eurosystem during the Financial Turmoil”, *Revue Bancaire et Financière*, kd 2-3, lk 96–104.
- Mercier, P. ja Papadia, F. (toim.) (2011), *Implementing Monetary Policy in the Euro Area*, Oxford University Press.
- Trichet, J.-C (2010), „The financial crisis and the ECB’s response”, *Journal of Common Market Studies*, kd 48, lk 7–19.

5. PEATÜKK

EKP ametlikud väljaanded

EKP rahapoliitiliste otsuste kohta saab üksikasjalikku teavet järgmistest ametlikest allikatest:

- EKP presidendi pressikonverentside sissejuhatavad sõnavõttud
- EKP kuubulletäänide juhtkirjad
- Presidendi avaldused Euroopa Parlamendi majandus- ja rahanduskomisjonis
- EKP aastaaruanded

- EKP (2008), *Kuubüleetään: EKP 10. aastapäev*, eriväljaanne, mai.
- EKP (2010), „The ECB’s monetary policy stance during the financial crisis”, *Kuubüleetään*, jaanuar.
- EKP (2010), „The ECB’s response to the financial crisis”, *Kuubüleetään*, oktoober.

Muud dokumendid

- Issing, O. (2000), „The ECB’s Monetary Policy: Experience after the First Year”, *Journal for Policy Modelling*, kd 22(3), lk 325–343.
- Majanduskoostöö ja Arengu Organisatsioon, „Economic Surveys: Euro Area”, mitu numbrit.
- Rahvusvaheline Valuutafond, „Staff report on the euro area policies in the context of the Article IV consultations with euro area countries”, mitu numbrit.
- Trichet, J.-C. (2010), „The financial crisis and the ECB’s response”, *Journal of Common Market Studies*, kd 48, lk 7–19.
- Trichet, J.-C. (2010), „Reflections on the nature of monetary policy non-standard measures and finance theory”, avakõne EKP kuuendal keskpanganduse konverentsil, Maini-äärne Frankfurt, 18. november 2010.