



EUROOPAN KESKUSPANKKI

7.10.2002

KANNANOTTOPYYNTÖ

TOIMENPITEITÄ RAHAPOLITIIKAN OHJAUSJÄRJESTELMÄN KEHITTÄMISEKSI

I TIIVISTELMÄ

Yleisesti tunnustetaan, että eurojärjestelmän¹ rahapolitiikan ohjausjärjestelmä on toiminut hyvin aina euron käyttöönotosta eli vuoden 1999 alusta alkaen. Vähimmäisvarantojärjestelmän keskiarvoistamismekanismiin ja eurojärjestelmän likvideettienusteiden hyvän laadun ansiosta hienosäätöoperaatioita on tarvittu erittäin harvoin. Luottolaitokset ovat niin ikään turvautuneet vain vähäisessä määrin eurojärjestelmän maksuvalmiusjärjestelmään, mikä osoittaa, että rahamarkkinat ovat toimineet tehokkaasti. Lisäksi EKP:n perusrahoitusoperaatioiden kiinteän koron tai minimitarjouskoron ja lyhyiden rahamarkkinakorkojen välisen eron pienuus ja suhteellinen vakaus kuvastavat sitä, että EKP on pystynyt ohjaamaan lyhyitä korkoja hyvin.

Tästä myönteisestä yleisarviosta huolimatta on tutkittu joitakin mahdollisia toimenpiteitä rahapolitiikan ohjausjärjestelmän kehittämiseksi entisestään.

Harkittavana on kolme muutosta:

- (1) Vähimmäisvarantojen pitoajanjakson ajoituksen muuttaminen siten, että pitoajanjakso alkaisi aina perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä sellaisen EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen, jossa ennakkotietojen mukaan arvioidaan rahapolitiikan viritystä. Myös maksuvalmiusjärjestelmän korkojen muutosten voimaantulo ajoitettaisiin uuden pitoajanjakson alkuun.
- (2) Perusrahoitusoperaatioiden maturiteetin lyhentäminen kahdesta viikosta yhteen viikkoon.
- (3) Pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden lopettaminen toistaiseksi.

On huomattava, että ehdotetut toimenpiteet ovat luonteeltaan teknisiä ja liittyvät rahapolitiikan käytännön toteuttamiseen. Vähimmäisvarantojen pitoajanjakson ajoituksen muutos tulisi voimaan aikaisintaan vuonna 2004, kun otetaan huomioon sekä pankkien että keskuspankkien muutoksen valmisteluun tarvitsema aika.

¹ Eurojärjestelmän muodostavat Euroopan keskuspankki (EKP) ja euroalueen 12 kansallista keskuspankkia.

Tämä kannanottopyyntö on osoitettu kaikille euroalueen luottolaitoksille sekä pankkialan ja rahoitusmarkkinoiden järjestöille. Vastaukset voi toimittaa EKP:hen tai kansallisiin keskuspankkeihin; tarkemmat yhteystiedot ovat saatavissa niiden verkkosivuilta.

2 KEHITETTÄVIKSI EHDOTETUT RAHAPOLITIIKAN VÄLINEET NYKYISESSÄ OHJAUSJÄRJESTELMÄSSÄ

2.1 Pitoajanjakso ja vähimmäisvarantojärjestelmä

EKP vaatii luottolaitoksia pitämään vähimmäisvarantoja kansallisissa keskuspankeissa olevilla tileillä eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmän mukaisesti. Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmän ehdot ovat koko euroalueella yhdenmukaiset. Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmän keskeisin tehtävä on vakauttaa rahamarkkinakorkoja ja luoda rakenteellinen keskuspankkirahoituksen tarve tai lisätä sitä.

Kuinka suuria vähimmäisvarantoja kunkin laitoksen on pidettävä, määräytyy laitoksen varantopohjan perusteella. Eurojärjestelmän vähimmäisvarantojärjestelmässä osapuolet voivat hyödyntää keskiarvoistamista. Tämä merkitsee, että varantovelvoitteen täyttyminen määritellään sen mukaan, mikä on osapuolen varantojen täyttämiseen käytettävän tilin keskimääräinen kalenteripäivän lopun saldo kuukauden pituisen pitoajanjakson aikana. Laitosten vähimmäisvarannoille maksetaan korkoa, joka on sama kuin eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden korko.

Tammikuusta 1999 lähtien pitoajanjakso on ollut kuukauden pituinen. Se on alkanut aina kunkin kuukauden 24. kalenteripäivänä ja päättynyt seuraavan kuukauden 23. kalenteripäivänä riippumatta siitä, ovatko nuo päivät olleet TARGET-järjestelmän aukiolopäiviä vai eivät. Näin ollen pitoajanjakso on voinut alkaa tai päättyä lauantaina tai sunnuntaina tai muuna TARGETin kiinniolopäivänä.

2.2 Perusrahoitusoperaatiot

Perusrahoitusoperaatiot ovat eurojärjestelmän tärkeimpiä avomarkkinaoperaatioita. Niillä viestitään rahapolitiikan virityksestä, minkä lisäksi niillä on keskeinen asema korkojen sääntelyssä ja markkinoiden likviditeetin hallinnassa. Suurin osa luottolaitosten likviditeettitarpeista – keskimäärin 73,5 % rahaliiton kolmena ensimmäisenä vuonna – on katettu perusrahoitusoperaatioilla.

Perusrahoitusoperaatioiden pääpiirteitä kuvataan julkaisussa Euroopan keskuspankki (2002a).² Tämän kannanottopyynnön yhteydessä on syytä korostaa seuraavia piirteitä:

- Perusrahoitusoperaatiot toteutetaan säännöllisesti viikoittain, ja niissä sovellettava maturiteetti on yleensä kaksi viikkoa. Näin ollen samanaikaisesti on aina voimassa kaksi perusrahoitusoperaatiota.
- Perusrahoitusoperaatiot toteutettiin kiinteäkorkoisina huutokauppoina 27.6.2000 asti. Sen jälkeen ne on toteutettu vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa on sovellettu minimitarjouskorkoa (ks. Euroopan keskuspankki [2000]³).

² Ks. kirjallisuusluettelo asiakirjan lopussa.

Syyskuun 2002 puoleenväliin mennessä oli toteutettu 191 perusrahoitusoperaatiota. Niissä jaettiin likviditeettiä keskimäärin 73 miljardia euroa. Kussakin perusrahoitusoperaatiossa teki tarjouksia keskimäärin 578 luottolaitosta, ja absoluuttinen poikkeama tästä keskiarvosta oli keskimäärin 196.

2.3 Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot

Lisäksi eurojärjestelmä toteuttaa säännöllisesti kuukausittain rahoitusoperaatioita, joissa sovelletaan kolmen kuukauden maturiteettia ja joiden tarkoituksena on tarjota rahoitussektorille pitempiaikaista rahoitusta. Samanaikaisesti on aina voimassa kolme pitempiaikaista rahoitusoperaatiota. Näiden operaatioiden osuus keskuspankkirahoituksen kokonaisvolyymista on ollut vähäinen (26,1 %). Pitempiaikaisilla rahoitusoperaatioillaan eurojärjestelmä ei yleensä pyri antamaan signaaleja markkinoille, minkä vuoksi eurojärjestelmä toimii niissä yleensä hinnantajana. Tästä syystä pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toteutetaan tavallisesti vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, ja EKP ilmoittaa säännöllisesti tulevissa huutokaupoissa jaettavan rahoituksen määrän.

Myös pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita kuvataan pääpiirteittäin julkaisussa Euroopan keskuspankki (2002a).⁴

3 PERUSTELUT RAHAPOLITIIKAN OHJAUSJÄRJESTELMÄN MUUTOKSILLE

3.1 Vähimmäisvarantojen pitoajanjakson ajoituksen muuttaminen

EKP:n neuvosto ilmoitti 8.11.2001, että se arvioi EKP:n rahapolitiikan viritystä ja muuttaa korkoja pääasiassa vain kunkin kuukauden ensimmäisessä kokouksessaan, joka pidetään yleensä kuukauden ensimmäisenä torstaina. Jos EKP:n neuvosto päättää muuttaa perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorkoa ja maksuvalmiusjärjestelmän korkoja, uudet korot tulevat voimaan heti, eli perusrahoitusoperaatioiden uutta korkoa sovelletaan seuraavaksi ilmoitettavassa operaatiossa ja maksuvalmiusjärjestelmän uusia korkoja seuraavana päivänä. EKP:n neuvoston tulevien kokousten päivämäärät ovat nähtävissä EKP:n verkkosivuilla.

Nykyisellään EKP:n neuvoston kokouspäivät ja vähimmäisvarantojen pitoajanjaksojen alkamispäivät eivät riipu toisistaan, mutta ehdotettujen muutosten myötä niiden välille syntyisi suora riippuvuussuhde. Vähimmäisvarantojen pitoajanjakso alkaisi aina perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä sellaisen EKP:n neuvoston kokouksen jälkeen, jossa ennakkotietojen mukaan arvioidaan rahapolitiikan viritystä, ja lisäksi maksuvalmiusjärjestelmän korkojen ja perusrahoitusoperaatioiden koron muutosten täytäntöönpano ajoittuisivat yleensä samaan ajankohtaan eli uuden pitoajanjakson alkuun.

Ehdotetut muutokset vähentäisivät odotuksia koronmuutoksista pitoajanjakson aikana, ja korko-odotukset vaikuttaisivat aiempaa vähemmän perusrahoitusoperaatioissa tarjouksia tekevien vastapuolten käyttäytymiseen. Ajanjaksoina, jolloin korkojen odotetaan laskevan, muutos pienentäisi mahdollisuutta, että tarjousten kokonaismäärä jäisi liian vähäiseksi. Koronosto-odotusten vallitessa muutos niin ikään

³ Ks. kirjallisuusluettelo asiakirjan lopussa.

⁴ Ks. kirjallisuusluettelo asiakirjan lopussa.

ehkäisisi sitä, että lyhyet markkinakorot ja perusrahoitusoperaatioiden korot poikkeaisivat merkittävästi minimitarjouskorosta, ja poistaisi näin yhden häiriötekijän rahapolitiikan virstityksen viestinnästä. Nämä muutokset auttaisivat myös estämään tarjousmäärien suhteettoman suuren kasvun, jollaista esiintyi kiinteäkorkoisen huutokauppamenettelyn ollessa käytössä.

Muutoksilla voitaisiin myös varmistaa se, että pitoajanjakso alkaa aina TARGET-järjestelmän aukiolopäivänä ja että jakso päättyy vain hyvin harvoin päivänä, jolloin TARGET-järjestelmä on kiinni. Nykyisessä järjestelyssä pitoajanjakson alkaessa lauantaina tai sunnuntaina edellisen pitoajanjakson päättymispäivän maksuvalmiusluotto tai talletus jatkuu uudelle pitoajanjaksolle, mistä aiheutuu pankeille tarpeettomasti kustannuksia. Aikana tammikuusta 1999 elokuuhun 2002 pitoajanjaksoja oli kaikkiaan 43. Niistä 14 alkoi ja 14 päättyi sellaisena päivänä, jolloin TARGET-järjestelmä oli kiinni.

Ehdotettu muutos merkitsisi sitä, että pitoajanjaksojen pituudet vaihtelisivat nykyistä enemmän. Jos esimerkkinä käytetään vuotta 2003 (pitäen mielessä, että mahdolliset muutokset pantaisiin täytäntöön vasta vuoden 2003 jälkeen), uuden menettelyn mukaan pitoajanjaksojen pituudet vaihtelisivat 21:stä 37 päivään. Tämä käy tarkemmin ilmi oheisesta taulukosta I.

Taulukko I. Vuoden 2003 pitoajanjaksot uuden menettelyn mukaisina

Pitoajanjakso	EKP:n neuvoston kokous*	Alkamispäivä	Päättymispäivä	Pituus päivinä
1.	9.1.	15.1.	11.2.	28
2.	6.2.	12.2.	11.3.	28
3.	6.3.	12.3.	8.4.	28
4.	3.4.	9.4.	13.5.	35
5.	8.5.	14.5.	8.6.	26
6.	5.6.	9.6.	15.7.	37
7.	10.7.	16.7.	5.8.	21
8.	31.7.	6.8.	9.9.	35
9.	4.9.	10.9.	7.10.	28
10.	2.10.	8.10.	10.11.	34
11.	6.11.	11.11.	9.12.	29

*EKP:n neuvoston kokous, jossa ennakkotietojen mukaan arvioidaan rahapolitiikan virstitystä.

3.2 Perusrahoitusoperaatioiden maturiteetin lyhentäminen yhteen viikkoon

Jotta koronmuutosodotusten vaikutukset vastapuolten huutokauppatarjousten tekoon saataisiin mahdollisimman vähäisiksi, perusrahoitusoperaatiot eivät saisi ulottua seuraavan pitoajanjakson puolelle. Tämä voisi toteutua vain, jos pitoajanjakso alkaisi perusrahoitusoperaation maksujen suorituspäivänä ja jos perusrahoitusoperaatiossa sovellettava maturiteetti olisi yksi viikko. Operaation maturiteetin lyhentäminen siis täydentäisi pitoajanjakson ajoituksen muutosta.

Lyhyiden rahamarkkinakorkojen ohjattavuuden kannalta ei ole suurta merkitystä sillä, onko perusrahoitusoperaatioiden maturiteetti yksi viikko vai kaksi viikkoa. Korkojen ohjattavuuden kannalta oleellisempaa on se, kuinka usein operaatioita tehdään, mihin puolestaan ei vaikuta maturiteetin lyhentäminen.

Perusrahoitusoperaation maturiteetin lyhentäminen merkitsisi kuitenkin keskuspankkirahoituksen vaihdon kasvamista. Kussakin perusrahoitusoperaatiossa jaettavan likviditeetin määrä kaksinkertaistuisi, jos kaikki muut tekijät pysyisivät muuttumattomina.

3.3 Pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden lopettaminen toistaiseksi

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjauksjärjestelmää suunniteltaessa päätettiin, että osa pankkisektorin kokonaisrahoitustarpeesta katettaisiin pitempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla, jotka ”ovat hyvä keino pitkäaikaisen (eli kolmen kuukauden) likviditeetin hankintaan pienille vastapuolille, joilla on rajoitettu pääsy pankkien välisille markkinoille tai jotka eivät voi osallistua niille lainkaan”. EKP:llä on pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa hinnanottajan rooli, eikä tätä operaatiotyyppiä käytetä lyhyiden korkojen ohjaamiseen. Rahapolitiikan toteuttamista saattaisi jopa haitata, jos pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden osuus koko keskuspankkirahoituksesta olisi hyvin suuri.

Pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin osallistuneiden pankkien määrä on vähentynyt trendinomaisesti. Eniten osallistujia eli 466 tarjoajaa oli ensimmäisessä pitempiaikaisessa rahoitusoperaatiossa 13.1.1999. Vähimmillään osallistujia oli 158 elokuun 2002 viimeisessä operaatiossa. Rahaliiton kolmen ensimmäisen vuoden aikana pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin osallistui kulloinkin keskimäärin 272 vastapuolta, mutta jos mukaan otetaan vain vuoden 2001 operaatiot sekä vuoden 2002 kahdeksan ensimmäisen kuukauden operaatiot, keskiarvo on enää 197. Tämä viittaa siihen, että pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita rahoituslähteenään käyttävien pankkien määrä on vähäinen.

Kun otetaan huomioon, miten nopeasti Euroopan rahoitusmarkkinat ovat kehittyneet viimeisten kolmen ja puolen vuoden aikana, on aika harkita, vastaavatko pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot alkuperäistä tarkoitustaan – toimivatko ne pitempiaikaisen rahoituksen lähteenä pienille vastapuolille, joilla on rajoitettu pääsy pankkien välisille markkinoille. Jos näin ei ole, pitäisi harkita tämän operaatiotyypin lopettamista toistaiseksi, jotta rahapolitiikan toteuttaminen olisi mahdollisimman tehokasta. Jos pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot lopetettaisiin toistaiseksi, vastaava rahoitustarve katettaisiin säännöllisillä viikoittaisilla perusrahoitusoperaatioilla.

3.4 Suunniteltujen kolmen muutoksen väliset yhteydet

Perusrahoitusoperaatioiden maturiteetin lyhentämisen ja vähimmäisvarantojen pitoajanjakson määritelmän muutoksen välistä yhteyttä kuvattiin edellä osassa 3.2.

Tämän lisäksi perusrahoitusoperaatioiden maturiteetin lyhentämisen ja pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden mahdollisen lopettamisen välillä on yhteys, sillä molemmat muutokset lyhentäisivät voimassa olevien avomarkkinaoperaatioiden keskimääräistä maturiteettia ja lisäisivät siten keskuspankkirahoituksen vaihtoa.

4 VASTAUSMENETTELY

Kaikkien euroalueella olevien luottolaitosten sekä pankkialan ja rahoitusmarkkinoiden järjestöjen toivotaan ilmaisevan mielipiteensä tässä ehdotetuista muutoksista rahapolitiikan ohjausjärjestelmään. Eurojärjestelmä kannustaa luottolaitoksia mahdollisuuksien mukaan koordinoimaan vastaukset järjestöjensä kautta. Kuhunkin kolmesta ehdotetusta muutoksesta on mahdollista ottaa kantaa erikseen, ja kannanottoja voi myös toimittaa vain yhteen ehdotetuista muutoksista. Kannanottoja ei pääsääntöisesti julkaista.

Vastaukset voi toimittaa englanniksi tai muulla Euroopan yhteisön virallisella kielellä joko Euroopan keskuspankkiin tai johonkin euroalueen kansallisista keskuspankeista:

European Central Bank
 Secretariat Division (Sihteeristö)
 Kaiserstrasse 29
 D-60311 Frankfurt am Main
 Germany
 Faksi: +49 69 1344 6170
 Sähköposti: ecb.secretariat@ecb.int

Vastaukset tulee toimittaa viimeistään

29.11.2002

5 KIRJALLISUUTTA

Lisätietoja rahapolitiikan ohjausjärjestelmästä on seuraavissa EKP:n julkaisuissa, jotka ovat saatavissa EKP:n verkkosivuilta:

Euroopan keskuspankki (2002a): ”Yhteinen rahapolitiikka euroalueella: Yleisasikirja eurojärjestelmän rahapolitiikan välineistä ja menettelyistä”.

Euroopan keskuspankki (2000), ”Siirtyminen vaihtuvakorkoisina huutokauppoina toteutettaviin perusrahoitusoperaatioihin”, EKP:n Kuukausikatsaus, s. 37–42, heinäkuu 2000.

Euroopan keskuspankki (2001), ”Vastapuolten tarjoukset eurojärjestelmän säännöllisissä avomarkkinaoperaatioissa”, EKP:n Kuukausikatsaus, s. 51–63, lokakuu 2001.

Euroopan keskuspankki (2002b), ”EKP:n likviditeetin hallinta”, EKP:n Kuukausikatsaus, s. 41–53, toukokuu 2002.