

Rahapolitiikka Euroopan rahaliitossa*

SEPPO HONKAPOHJA

professori

Helsingin yliopisto, kansantaloustieteen laitos

1 Johdanto

Vaikka talous- ja rahaliiton eli EMU:n perustamisella on alusta pitäen tavoiteltu sisämarkkinahankkeen tukemista, on myös EMU:n toteuttamalla rahapolitiikalla keskeinen merkitys EMU-maiden tulevassa taloudellisessa kehityksessä. Rahaliiton yleisenä pyrkimyksenä on hintojen vakauden, nimenomaan alhaisen inflaation aikaansaaminen ja valuuttakurssi vaihteluiden, mitä kautta sen arvioidaan tukevan EU:n sisämarkkinaohjelmaa ja suotuisaa taloudellista kehitystä.¹

Hintavakauden tavoitteesta on perusteltavissa tarve rahapolitiikan instituutioiden (poliittiselle) riippumattomuudelle. Tällä riippumatto-

muudella pyritään estämään mahdollisuudet käyttää rahapolitiikkaa kansantaloudellisesti kyseenalaisiin tavoitteisiin, joista yhden esimerkin tarjoaisi valtion budjettialijäämien rahoittaminen. Nykyään katsotaan, että rahapolitiikan alistaminen lyhytjänteisille politiikan paineille ja sitä kautta syntyvä rahapoliittisen uskottavuuden puuttuminen aiheuttaa merkittäviä kansantaloudellisia kustannuksia.² Rahaviranomaisten poliittinen riippumattomuus nähdään oleelliseksi osaksi tämän uskottavuuden rakentamista.

Harjoitetun rahapolitiikan toimintatapa on myös oleellinen taloudellisen kehityksen kannalta. Hintavakauden ohella rahapolitiikalla pyritään käytännössä jossain määrin vakauttamaan reaalitaloudellista kehitystä ja kilpailuky-

* Tämä on hieman lyhennetty ja korjattu versio valtioneuvoston kanslian asettaman EMU-työryhmän väliraportista (Valtioneuvoston kanslian julkaisuja 1997/9).

¹ Mm. kuuluisa ”One Market, One Money” -raportti (European Economy 1990) perustelee rahaliittoa tällä tavoin.

² Ks. esim. Cukierman (1992, 1996) katsauksina tähän näkemykseen. Empiirisestä evidenssistä ks. myös Alesina & Summers (1993).

kyä avoimissa talouksissa.¹ Kansantalouksissa esiintyvien palkka- ja hintajäykkyyksien vuoksi tämä on jossain määrin mahdollista, joskin makroteoriassa tämän merkityksestä esiintyy kaiken aikaa keskustelua ja erilaisia näkemyksiä. Mahdollinen rahapolitiittinen aktivismi onkin eri maissa pyritty toteuttamaan siten, ettei hintavakauden tavoitetta vaaranneta. Tämä on toteutettu tavoitteiden aikajänteiden kautta. Raha- ja valuuttapolitiikalla saatetaan esimerkiksi pyrkiä stabiloimaan lyhyen aikavälin heilahteluja, kun taas hintavakautta tarkastellaan keskipitkällä aikavälillä.

Tässä artikkelissa esitellään ja tarkastellaan tämänhetkistä keskustelua ja tietämystä EMU:ssa harjoitettavan rahapolitiikan periaatteista ja toimintatavoista. Jaksossa 2 hahmottelemme EMU:n rahapolitiittisen päätöksenteon instituutiot. Rahapolitiikan toimintaympäristöä koskevia kysymyksiä käsitellään jaksossa 3. Rahapolitiikan toimintatapaa koskevat ratkaisut ovat esillä jaksossa 4. Jakson 5 aiheena on puolestaan EMU ja valuuttajärjestelmä, joka on yksi rahapolitiikan keskeisistä kytkennöistä.

Rahaliiton toteutumisesta ei ole täyttä varmuutta tällä hetkellä, joskin sen käynnistymisen Maastrichtin sopimuksen mukaisesti näyttää melko todennäköiseltä. Suunnitelman kolmannen vaiheen alkuun on tällä hetkellä aikaa vain puolitoista vuotta. Vaikka lopullista päätöstä ei ole tehty, on rahaliittoa koskeva suunnittelu ja valmistelu jo varsin yksityiskohtasta. Toisaalta monet kolmatta vaihetta koskevat merkittävät päätökset ovat vielä avoimina - aina jäsenten valinnasta alkaen. Monet toimintaperiaatteet ratkeavat lopullisesti vasta sen käynnis-

tyessä tai korkeintaan juuri ennen sen alkua. On myös otaksuttavissa, että rahaliiton toimintaa koskevia ratkaisuja tullaan vielä moneen kertaan muuttamaan sen käynnistymisen jälkeenkin. Näin laaja hanke ei voi perustua pelkälle etukäteissuunnittelulle, vaan järjestelmää tullaan kehittämään kokemuksen perusteella. Tästä syystä katsaukseni on väistämättä osin spekulatiivinen. Toivon kuitenkin siitä olevan hyötyä suomalaiselle EMU-keskustelulle.

2 Rahapolitiittinen päätöksenteko

Euroopan rahaliiton syntyessä rahapolitiikan harjoittaminen siirtyi kansallisilta keskuspankeilta Euroopan keskuspankkien järjestelmälle EKP:lle, joka koostuu Euroopan keskuspankista EKP:sta ja rahaliitossa mukana olevista kansallisista keskuspankeista. EKP:lla tulee olemaan oma johtokunta, johon kuuluu pääjohtaja, varapääjohtaja sekä neljä muuta jäsentä. Rahapolitiittinen päätöksenteko tapahtuu euroalueeseen osallistuvien kansallisten keskuspankkien edustajien ja EKP:n johtokunnan muodostamassa EKP:n neuvostossa. Kaikkien EU-maiden keskuspankkien johtajat osallistuvat puolestaan EKP:n yleisneuvostoon.

EKP on toiminnassaan (poliittisesti) riippumaton ja myös mukana olevilta kansallisilta keskuspankeilta edellytetään vastaavaa riippumattomuutta, erityisesti kansallisista poliittisista elimistä. EKP:n neuvosto päättää rahapolitiikasta kaikilta osin aina sen yleisinjoista keskuspankkikorkojen määrittämiseen. Päätöksenteko perustuu yksi ääni, yksi edustaja menettelyyn. Johtokunnan tehtävänä on toteuttaa rahapolitiittiset päätökset käytännössä ja johtokunta tulee ohjeistamaan kansallisia keskuspankkeja tässä toiminnassa.

Arvioitaessa EKP:n tulevaa rahapolitiikkaa on syytä tehdä perinteinen kolmijako rahapoli-

¹ Saksan rahapolitiikan toimintatapaa ja rahan määrätavoitteen toimivuutta suhteessa muihin päämääriin on pohdittu mm. tutkimuksissa Kole L.S. & Meade E.E. (1995) ja von Hagen (1989).

tiikan tavoitteiden, toimintastrategian ja väli-
neiden kesken.

Maastrichtin sopimus asettaa EKPJ:n rahan-
politiikan yleiseksi tavoitteeksi hintojen vakau-
den (artikla 105, kohta 1). Tätä käsitettä ei so-
pimuksessa kuitenkaan määritellä tarkemmin,
mikä voi tuntua yllättävältä. On kuitenkin to-
dettava, että lähes kaikissa maissa rahapolitiikan
yleistavoite on vastaavalla tavalla väljästi
esitetty. Huomionarvoinen piirre on lisäksi se,
että EKPJ:lle ei ole annettu ”lender of last resort”
-tehtävää.¹ Verrattaessa EKP:n ja nykyisten
kansallisten keskuspankkien säännöksiä
huomataan, että monien eri maiden lainsäädän-
nössä keskuspankeille on määritelty hintavaka-
utta yleisemmät tavoitteet, kuten rahan arvon
ja finanssijärjestelmän vakaus (ks. esim. von
Hagen, 1996).

Rahapolitiikan strategia koostuu joukosta ly-
hyen ja keskipitkän aikavälin menettelytapoja
ja sen määrittely edellyttää tavoitteen täsmentä-
mistä. Maastrichtin sopimuksen mukaan
EKP:n neuvostolle on annettu tehtäväksi mää-
rittää rahapolitiikan strategia (EKP:n perus-
sääntö, artikla 12). Tämän takia lopulliset pää-
tökset asiassa voidaan tehdä vasta kun EKP on
perustettu. Tämä taas edellyttää, että tiedetään
rahaliiton tulevat jäsenet ja siksi päätös strate-
giasta voidaan tehdä aikaisintaan syksyllä
1998. EKP:n edeltäjässä, rahaliittoa valmistelevassa
Euroopan rahainstituutissa EMI:ssa on
kuitenkin valmisteltu EKP:n strategian vaihto-
ehtoja melko yksityiskohtaisesti (ks. EMI:n rap-
ortit 1997a, b). Tällä hetkellä strategiaa kos-
keva keskustelu on paljolti keskittynyt kahden
päävaihtoehdon, suoran inflaatiotavoitteen ja
rahan määrää perustuvan välitavoitteen vertailuun.

¹ Tällä tarkoitetaan rahajärjestelmän yleistä vakautta
ja tukea tarvittaessa.

Rahapolitiikan instrumenteista ei yleisellä
säästöasolla ole kovin paljoa todettu ja kysy-
mys onkin lähinnä ns. rahapolitiikan mikroraken-
teesta eli avomarkkina- ym. operaatioita
EKP ja sen jäsenmaiden keskuspankit tulevat
käyttämään. Erilaiset mikrorakenteet eivät
yleensä rajoita olennaisesti rahapolitiikan in-
flaatiotavoitteen tai rahan määrätavoitteen saa-
vuttamista. Maastrichtin sopimuksen mukaan
EKPJ:n tulee toiminnassaan kunnioittaa
”avointa markkinataloutta ja vapaata kilpailua”
(artikla 105, kohta 1 ja EKP:n perussääntö, ar-
tikla 2), mikä voidaan tulkita esteeksi mm.
joissakin maissa esiintyvälle pankkien suorien
luottokiintiöiden tai korkosäännöstelyn käytölle.

EKPJ:llä tulee olemaan myös eräitä muita
tehtäviä rahapolitiikan ohella. Sen täytyy edis-
tää maksujärjestelmän kitkatonta toimintaa (ar-
tikla 105, kohta 2 ja EKP:n perussääntö, artikla
3). EMU:ssa on tarkoitus ottaa käyttöön uusi
rahaliittotasoinen maksujen selvitysjärjestelmä
TARGET.² Suhteet rahaliiton ulkopuolisiin
maihin ja siten valuuttajärjestelmä ovat myös
keskeisiä EMU:n toiminnassa, ja mm. valuuttakurssijärjestelmiin liittyviä kysymyksiä on kai-
ken aikaa valmisteltu eteenpäin. Euron suhteista
EU:n ulkoisiin valuuttoihin päättää kuitenkin
EU:n ministerineuvosto (artikla 109). Näiden
päättösten tulee kuitenkin olla sopusoinnussa
hintavakauden tavoitteen kanssa ja EKPJ:lla tu-
lee huolehtimaan valuuttaoperaatioista (artikla
105, kohta 2) ja sitä tullaan konsultoimaan va-
luuttakursseja koskevissa päätöksissä (artikla
109, kohta 1).

² Ks. EMI (1997a) sen yksityiskohdista.

3. EKP:n rahapoliittinen toimintaympäristö

3.1 Jäsenmaiden heterogeenisuus

Erityisesti rahaliiton käynnistymisvaiheessa ja alkutaipaleella EKPJ:n toimintaympäristö tulee asettamaan melkoisia vaikeuksia vakaan rahapoliittisen toimintatavan saavuttamiselle. Euroopan Unionin maat ovat taloudellisilta rakenteiltaan melko heterogeenisia, mitä seikkaa on paljon korostettu nk. optimaalisen valuutta-alueen tutkimuksessa (ks. esim. Frenkel & Rose 1996 ja Melitz 1996). Sama koskee myös rahaliiton todennäköisiä jäsenmaita, vaikka varsinkin suppean rahaliiton tapauksessa maat olisivat selvästi homogeenisempia kuin EU kokonaisuutena.

EU:ta optimaalisena valuutta-alueena arvioiva kirjallisuus on korostanut eri maiden aika ajoin kohtaamia epäsymmetrisiä häiriöitä. EKP:n rahapolitiikalla niihin ei pystytä reagoimaan. Kuitenkin eri maiden heterogeenisuus on olennainen seikka myös symmetrisissä häiriöissä, sillä heterogeenisuuden takia häiriöt ja rahapolitiikka tulevat välittymään eri maissa eri tavoin. Mm. joissakin maissa lyhyet ja toisissa maissa pitkät korot ovat talouden toiminnassa keskeisiä, koska yleisön luotot saattavat maasta riippuen pääosaltaan olla joko vaihtuva- tai kiinteäkorkoisia. Tällöin rahapolitiikkaa muutettaessa rahaliittotasoinen korkoreaktio ei tule kohtelemaan symmetrisesti jäsenmaiden kansantalouksia.¹ Ajan myötä rahaliiton jäsenmaissa tapahtunee samankaltaistumista, mutta joitakin ongelmia tässä suhteessa saattaa esiintyä myös pidemmällä aikavälillä.

¹ Käytännön rahapoliittisen aktivismin perusteet ovat paljolti avoin kysymys. Tuleeko esim. EKP reagoimaan isojen maiden kohtaamiin shokkeihin?

Myös eri EU-maiden rahoitusjärjestelmät poikkeavat toisistaan melkoisesti. Tämä tulee vaikuttamaan jossain määrin sekä rahapolitiikan välittymiseen että tarvittaviin finanssijärjestelmän rakennemuutoksiin. Nimenomaan alkuvaiheessa finanssijärjestelmien eroavuudet merkitsevät epävarmuustekijöitä rahaliiton toimivuudelle ja joidenkin maiden osalta suurikin finanssijärjestelmän muutostarpeita.²

3.2. Finanssi- ja rahapolitiikan kytkennät

Eräs rahajärjestelmän peruskysymyksistä on sen suhde finanssipolitiikkaan. EMU:ssa finanssipolitiikka tulee suunnitelmien mukaan pysymään pitkälti kansallisen tason järjestelmänä, ja EU:n oma budjetti tulee pysymään lähivuosina sangen pienenä. Maastrichtin sopimuksessa on alunpitäen lähdetty siitä, että EKP ja EKPJ:n kansalliset keskuspankit tulevat olemaan poliittisesti riippumattomia. Tämä vähentää osaltaan mahdollisuuksia käyttää keskuspankkia valtiontalouden rahoittamispyrkimyksissä. Samaan tähtäävät myös Maastrichtin sopimuksen liiallisia alijäämiä koskevat kriteerit, "no-bail-out" -klausuuli sekä viime vuoden lopussa periaatteiltaan päätetty nk. vakaus- ja kasvusopimus.

Voidaan kuitenkin aprikoida, riittävätkö nämä luonteeltaan oikeudelliset järjestelmät pitämään EKPJ:n erillään kansallisten valtiontalouksien ongelmista ja poliittisista paineista. On näet huomattava, että EKP:lle on säilytetty vastuu myötävaikuttaa rahoitusjärjestelmän vakauteen. Tätä kautta saattaa äärimmäisissä olosuhteissa syntyä paineita, ainakin mikäli joku iso rahaliiton jäsenmaa ajautuu vakaviin ongel-

² Yksityiskohdista ks. von Hagen (1996).

miin valtiontaloudessaan. Tällainen tilanne voi syntyä, jos rahoitusmarkkinat eivät pysty riittävästi ennakoimaan tilannetta korkojen nousun muodossa. Silloin valtion velkaantuminen voisi jatkua ilman korkojen noususta syntyviä lisäkustannuksia. Tämän mahdollisuuden todennäköisyyttä on hyvin vaikea arvioida etukäteen. Rahoitusmarkkinoiden osalta USA:ssa on havaittu, että eri osavaltioiden velkapapereiden korkoerot ovat melko suuria (ks. McKinnon 1996). Tämä antaa jonkin verran tukea oletukselle rahoitusmarkkinoiden suhteellisen hyvästä arviointikyvystä, mutta kovin suurta varmuutta asiasta ei voi olla.

On myös esitetty, että asetetut fiskaaliset rajoitusjärjestelmät saattavat luoda poliittisia paineita velanottoon EU:n tasolla (ks. Eichengreen & von Hagen 1995). Tämä voi äärimmillään tuottaa ongelmia koko finanssijärjestelmälle ja paineita EKP:lle ryhtyä ”pelastustoi-miin”. Tämä mahdollisuus riippuu eri maiden julkisen sektorin käyttäytymisestä, EU-tason poliittisista päätöksistä ja myös eri kansantalouksien kehityksestä. Mikäli rahaliiton jäsenmaiden finanssipolitiikka on budjettikuriltaan hyvää eikä suuria häiriöitä kansantalouksien kehityksessä esiinny, ei tällaisiin äärimmäistilanteisiin jouduta. Tämän ongelman todennäköisyys riippuu myös siitä, miten EU:n tasolla talouspoliittisesti reagoidaan esimerkiksi jonkun ison jäsenmaan taloudellisiin vaikeuksiin. Mikäli tällaisissa mahdollisissa tilanteissa voidaan tulkita fiskaalisia kriteerejä niiden tarkoituksen, ei kirjaimen mukaan, vähenevät paineet unionitason rahapoliittiselle akkommodaatiolle.

3.3 Käynnistymis- ja siirtymävaihe

Edellä pohditut rahapolitiikan toimintaympäristöä koskevat ongelmat ovat olemassa ainakin muutamia vuosia, mutta ajan myötä rahaliiton

toiminnan jatkuessa eri maiden rahoitusjärjestelmien sopeutumiset vähentävät joidenkin em. ongelmien merkitystä.

Valmistelu- ja käynnistysvaiheessa on lisäksi odotettavissa erityisiä ongelmia, koska rahaliiton syntyminen on hyvin suuri muutos Euroopan finanssijärjestelmälle. On mahdollista, että rahaliittoa koskevia ratkaisuja tehtäessä ja alkuvaiheessa rahoitusmarkkinoilla esiintyy hermostuneisuutta ja erilaisia suuriakin heilah-teluja. Myös spekulatiohyökkäykset rahaliiton maita ja erityisesti sen ulkopuolisia maita kohtaan ovat mahdollisia. Niiden todennäköisyyttä ja laajuutta on vaikea arvioida etukäteen. Eri-tyisesti budjetti- ja/tai inflaatiomaineeltaan heikkojen maiden kohdalla tällaiset spekulatiohyökkäysten riski on olemassa. Tätä vielä ruokkivat suhteellisen korkeat reaalikorot, jotka aiheuttavat erityisiä vaikeuksia maineeltaan heikoille maille pyrkimyksissä matalaan inflaation ja budjettitavoitteisiin.

Konversiokursseista, joilla kansalliset valuutat liitetään euroon, päättämisen on katsottu aiheuttavan erityisiä paineita rahoitusmarkkinoille vuoden vaihteen 1998-1999 lähestyessä.¹ Rahaliiton jäsenistä päätetään ilmeisesti ke-väällä 1998 ja tämä aikataulu implikoi kaksi epävarmuuden lähdeä. Yksi niistä on reaalis-ten häiriöiden mahdollisuus nykyisen ERM:n loppuvaiheessa. Tällaisessa tilanteessa kiinnite-tyt kurssit eivät enää vastaisi tasapainoa. Toi-son mahdollisen epävarmuuden lähde on ns. loppupeli-ongelma, jonka taustalla on houkutus devalvoida viimeisen kerran sen jälkeen kun osallistujat on valittu. Silloin kolmas vaihe voi-si alkaa ao. maalle edullisin konversiokurssein. Markkinat saattavat ennakoita tätä houkutusta,

¹ Ks. esim. CEPR (1997) ja De Grauwe (1996c).

mikä saattaa synnyttää spekulatiota.

Oman vaikutuksensa tähän epävarmuuteen tuo rahaliittoon osallistuvien maiden valintaprosessi. Maastrichtin sopimuksen mukaan EMU-maiden valinta tapahtuu määränemistöpäätöksen kautta EU:n ministerineuvostossa käytettyjen äänimäärien perusteella. Oheinen taulukko kuvaa äänien jakautumista.

Taulukko 1 Äänien jakauma EU:n ministerineuvostossa

Saksa	10	Portugali	5
Ranska	10	Itävalta	4
Italia	10	Ruotsi	4
Iso-Britannia	10	Tanska	3
Espanja	8	Suomi	3
Belgia	5	Irlanti	3
Kreikka	5	Luxemburg	2
Hollanti	5		

Määränemistöön tarvitaan 62 kaikkiaan 87 äänestä. Vastaavasti valinnan estävään vähemmistöön tarvitaan 26 ääntä. On melko selvää, että valintaprosessissa saattaa syntyä joitakin koalitioita, jotka pyrkivät vaikuttamaan toisaalta jäsentensä mukaanpääsyyn ja toisaalta tarvittaessa estämään ”hankalaksi heittäytyvien” maiden valintaa. Lisäksi EKP:n johtokunta ja konversiokurssit päätetään suunnitelmien mukaan 1.1.1999, jolloin yksikin mukaan tuleva maa voi pyrkiä sabotoimiaan koko systeemiä. Kaiken kaikkiaan valintaprosessi tulee ilmeisesti olemaan sangen mutkikas ja sisältämään melkoista kaupankäyntiä. Asetelmasta ovat jotkut tutkijat koettaneet järkeillä rahaliittoon osallistuvien maiden lukumäärää. Mm. Paul De Grauwen (1996a) arvio on, että rahaliitosta tulee suhteellisen laaja.

Kolmannessa vaiheessa euro ja kansallinen

raha ovat rinnakkain käytössä kussakin rahaliiton jäsenmaassa. Kyseiset rahat ovat toisilleen täydellisiä substituutteja konversiokurssien mukaisesti. Silloin esimerkiksi euron ja markan taloudellinen ja oikeudellinen suhde on sama kuin nyt markan ja pennin. Suunnitelmien mukaan siirtymävaihe tulee teknisistä syistä kestämään kolme vuotta. Tällä hetkellä on vaikea arvioida, kuinka nopeasti eri taloudenpitäjät tulevat tosiasiaassa siirtymään kansallisesta rahasta euroon. Ilmeisesti suuret ja ulkomaankauppaa käyvät yritykset siirtyvät hyvinkin nopeasti käyttämään euroa laskennassaan, kun taas pienyrityksille ja kotitalouksille siirtymävaihe on pidempi jo sen vuoksi ettei euromääräisiä seteleitä ja kolikkoja ole saatavilla.

4 Rahapoliittisia kysymyksiä

4.1 Hintatason vakauden käsite

Rahaliiton tulevan toimivuuden kannalta keskeinen kysymys on rahapolitiikan strategia. Päätöstä hintatason vakauden tavoitteen operationalisoinnista ei voida tehdä ennenkuin EKP:n toiminta on käynnistynyt (EMI 1997a,b).

Hintavakauden määrittelyssä on tehtävä erottelu hintatasotavoitteen ja inflaatiovauhtia koskevan tavoitteen kesken.¹ Hintatasoa koskevaa tavoitetta on pidettävä ankarampana kuin matalan inflaation tavoitetta, koska hintatasotavoitetta käytettäessä kertaluonteiset hintamuutokset johtavat vastaisuudessa korjausreaktioon. Tavoitteen toteuttaminen edellyttää, että reaktio tulee tehdä hintatason muutoksen lähteestä tai pysyvyydestä riippumatta. Näin esi-

¹ Vrt. esim. Fischer (1995) käsitteiden eroista.

merkiksi öljyn hinnan kohoaminen maailmanmarkkinoilla johtaisi automaattisesti rahapoliittiseen vastareaktioon, vaikka häiriön lähde olisi tässä tapauksessa täysin ulkopuolinen. Tämän-tyyppiset reaktiot johtaisivat ilmeisesti suhteellisen suuriin hintojen ja kokonaistuotannon vaihteluihin lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, mikä olisi todennäköisesti myös poliittisesti kiistanalaista. Näitä vaihteluita voidaan periaatteessa vähentää, mikäli hintatasotavoitteen aikajänne asetetaan sängen pitkäksi.

Mikäli hintavakauden käsite määritellään inflaatiiovauhdin kautta, on rahaviranomaisilla jonkin verran vapaammat kädet kuin hintatasotavoitetta käytettäessä. Inflaatio tarkoittaa pitemmän aikavälin hintojen nousua, jolloin kertaluonteiset hintamuutokset voidaan ”päästää läpi”. Esimerkiksi edellä mainittu öljyn hinnan kohoaminen voitaisiin inflaatiotavoitteen tapauksessa tulkita kertaluonteiseksi tapahtumaksi, johon ei rahapolitiikan keinoin tarvitse reagoida. Ko. vastareaktio olisi tarpeen ainoastaan silloin, jos öljyn hinnan kohoaminen johtaisi varsinaisen inflaatioprosessin käynnistymiseen.

Inflaatiotavoitetta voidaan pitää sikäli ongelmallisena, että se aiheuttaa suurempaa epävarmuutta hintoihin pitkällä aikavälillä kuin hintatasotavoitteen noudattaminen. Empiiriset arviot kuitenkin osoittavat, että pitkän aikavälin hintaepävarmuuden lisäys olisi empiirisesti sängen pieni.¹

Koska hintatasotavoite saattaa olla ongelmallinen lyhyen tähtäyksen vaihteluita lisäävänä tekijänä ja poliittisesti vaikeasti hyväksyttävissä, on hintavakaus on yleensä tulkittu alhaisen inflaation tavoitteeksi. Tavoite asetetaan

yleensä vielä keskipitkälle aikavälille, jotta vältetään kovin äkillisten ja voimakkaiden reaktioiden tarve. Onkin otaksuttavissa, että myös EKP:ssa hintavakauden käsite tullaan ymmärtämään matalana inflaationa eikä hintatasotavoitteena.

Hintavakauden käsitteen operationalisointi edellyttää jonkun tai joidenkin selkeästi määriteltujen hintatasoa kuvaavien indeksien määrittystä. rahaliitossa tämä ratkaisu on melko mutkikas, sillä mitään yhtä hintaindeksiä ei ole ainakaan vielä kehitetty. Yksi mahdollisuus olisi määritellä hintavakaus rahaliitossa keskiarvona jäsenten hintaindekseistä. Mikäli tähän päädyttäisiin, olisi vielä konkreettisesti ratkaistava käytettävät hintaindeksit.²

Oma kysymyksensä on optimaalisen inflaatiiovauhdin määrittäminen. Tähän sisältyy viimeaikaisen tutkimuksen perusteella kaksi ongelmaa. Käytännössä on havaittu, että sovelletut hintaindeksit yleensä yliarvioivat inflaatiota, koska ne eivät riittävän hyvin ota huomioon tapahtuvia hyödykkeiden laatuvarmuuksia ja suhteellisten hintojen muutoksia. Onkin arvioitu, että hintaindeksit yliarvioivat todellisen inflaatiiovauhdin 0,5-1,5 prosentilla, joskin tässä esiintyy maittaisia eroja.³ Laatuvarmuuden määrittäminen on erityisen hankala kysymys matalan inflaation oloissa: Esimerkiksi prosenttiyksikön suuruinen korjaus – luonnostaan hyvin epävarma arvio – on puolet kahden prosentin inflaatiotavoitteesta. Toinen näkökohta on se, että kovin lähellä nolaa oleva inflaatio saattaa hyvinkin vaikeuttaa työmarkkinoiden toimivuutta. Käytännössä nimellispalkat ovat jäykkiä alaspäin, jolloin tarvittavat suhteelliset

¹ Tuore arvio on McCallumin (1997) esittämä. Esim. USA:n aineiston perusteella laskettuna inflaatiotavoitteen aiheuttama epävarmuuden lisäys on noin kahdeksan prosenttia 20 vuoden aikajänneellä.

² Hintaindeksien yhtenäistäminen on parhaillaan työn alla.

³ Ks. esim. Shapiro & Wilcox (1996) ja Kortelainen (1996).

ten palkkojen muutokset on helpommin toteutettavissa matalan positiivisen inflaation olosuhteissa kuin nollainflaation maailmassa (Akerlof et al 1996). Tähän on vielä lisättävä, että arviot inflaation kustannuksista eivät alhaisen inflaation maissa ole kovinkaan merkittäviä.¹

Onkin esitetty arvioita, että näiden kahden tekijän takia optimaalinen inflaatiiovauhti voisi olla hieman korkeampi kuin usein käytetty kahden prosentin tavoite (esim. De Grauwe 1996a). Mikäli tämä argumentti hyväksytään, on olemassa jonkinasteinen ristiriita nykyisin käytössä olevien tavoitteiden suhteen. Useat keskuspankit käyttävät kahden prosentin inflaatiotavoitetta. Espanjassa tavoitetaso on kolme prosenttia. Saksan nykyisen tavoitteen on arvioitu olevan vain 1,5 prosenttia (ks. Pikkarainen, Pyyhtiä & Mattila 1996). Kun toisaalta EMU:n taholta on todettu hyödylliseksi pyrkiä rahapoliittiseen jatkuvuuteen rahaliittoon siirryttäessä, saattaa inflaatiotavoitteesta tulla sangen tiukka. Kahden prosentin tasoa oleva inflaatiotavoite muodostuu ehkä vallitsevaksi ratkaisuksi.

Tätä arviota puoltavat myös tavoitetasoa koskevat kannustenäkökohdat. Yhtäältä EMU:n kolmannen vaiheen alussa on tarpeen hankkia riittävä uskottavuus EKPJ:n rahapolitiikalle. Koska EKPJ tulee olemaan uusi instituutio, sillä ei ole historian perusteella saavutettua uskottavuutta. Toisaalta rahaliittoa toteutettaessa on ollut tarpeen ja tulee myös jatkossa huolehtia siitä, että myös alhaisen inflaation omaavilla mailla on perusteet liittyä rahaliittoon.²

¹ Suhteellisen nopean inflaation katsotaan nykyään aiheuttavan merkittäviä tehokkuus- ym. kustannuksia, ks. esim. Barro (1995).

² Argumentin yksityiskohdista ks. esim. De Grauwe (1996b).

4.2 Välitavoitteen valinta

Rahapolitiikkaa konkreettisesti toteuttaessa on keskuspankeilla tavallisesti seurannassaan koko joukko erilaisia indikaattoreita. Silti käytännössä on tarpeen tehdä ratkaisu käytettävästä välitavoitteesta. Valitusta tavoitemuuttujasta tulee keskeisin seurattavista rahapolitiikan indikaattoreista ja käytännössä politiikan onnistumista tullaan ainakin jossain määrin arvioimaan myös välitavoitteen saavuttamisen kautta. Tehtyjen pohdintojen perusteella valinta tul-taneen tekemään suoran inflaatiotavoitteen ja rahan määrän tavoitteen välillä, ks. EMI (1997a,b). Ensiksi mainittu tulisi ilmeisesti perustumaan EKP:n omaan inflaatioennusteseen.

Molempiin vaihtoehtoihin sisältyy ongelmia erityisesti alkuvaiheessa. Inflaatiotavoitteessa on yhtenä ongelmana jo edellä mainitut hintaindeksien konkreettinen määrittäminen. Tämä on kuitenkin lähinnä tekninen kysymys, johon on ajan myötä varmaankin löydetävissä suhteellisen selkeä menettely. Sen sijaan suurempi peruskysymys on suoran inflaatiotavoitteen heikohko kontrolloitavuus. Välitavoitteena inflaatioennuste ei ole kovin "läpinäkyvä". Tämä voi pahimmillaan herättää kysymyksiä jopa valitun rahapolitiikan linjan uskottavuudesta. Uskottavuusongelma on suurimmillaan EMU:n kolmatta vaihetta käynnistettäessä, sillä EKPJ tulee olemaan täysin uusi instituutio ilman menneestä käyttäytymisestä seuraavaa mainetta. Myös EKPJ:n vastuullisuutta³ strategian toteuttamisen suhteen on melko hankalaa arvioida käytettäessä inflaatiotavoitetta.

³ Kysymys rahapolitiikan vastuullisuudesta EKPJ:ssä on herättänyt varsin paljon keskustelua. Riippumaton keskuspankki merkitsee tiettyä "demokratiaajetta", jonka vastapainoksi on esitetty (jatk.)

Toinen mahdollinen vaihtoehto on jonkin rahakäsitteen määrän käyttö välitavoitteena.¹ Sen etuna olisi sangen välitön kontrolloitavuus, jolloin EKP:n rahapolitiikka on helpommin seurattavissa ja sen uskottavuus on arvioitavissa. Samoin EKPJ:n vastuullisuuden (tavoitteen saavuttamisen asteen) arviointi on suhteellisen selkeätä ja ainakin helpompaa kuin suoran inflaatiotavoitetta sovellettaessa. Toisaalta rahan määrällä saattaa olla vain välillinen yhteys lopullisen hintavakauden tai alhaisen inflaation tavoitteeseen. Rahan kiertonopeudessa tapahtuvat muutokset ja reaalisien BKT:n kasvun mahdollinen riippuvuus monetaarisista tekijöistä haittaavat tässä suhteessa. Lisäksi rahaliiton alkuvaiheessa on odotettavissa, että rahan kysyntä ja kiertonopeus tulevat olemaan ainakin jossain määrin epävakaita.²

Edellä esitetyt pohdinnat ovat olleet sangen laajalti esillä välitavoitetta käsittelevässä keskustelussa.³ Käytännössä inflaatiotavoitteen ja rahan määrätavoitteen eroavuudet saattavat jäädä melko vähäisiksi, etenkin jos myös rahan

vastuullisuutta tavoitteiden saavuttamisen suhteen. Ks. esim. Scheinin (1997). Suunniteltu vakausneuvosto, joka ilmeisesti tulee olemaan epävirallinen (esim. HS 14.3.-97), on myös nähtävissä keinona lisätä vastuullisuutta.

¹ Rahan määrälle ei ole yksiselitteistä määritelmää, vaan puhutaan esim. suppeasta ja laveasta rahasta (M1 ja M2). Ensiksi mainittu sisältää käteisen ja vaadittaessa nostettavissa olevat talletukset. Laveaan rahan sisällyttään lisäksi aika- ja muut markkatalletukset. Ns. laajan rahan käsite (M3) sisältää lisäksi yleisön hallussa olevat pankkien sijoitustodistukset.

² Tästä saatiin näyttöä mm. Saksan yhdistymisessä, jolloin rahan kysynnässä esiintyi epävakaisuutta siten, että erityisesti ns. lavean rahan kysyntäfunktio pyrki olemaan epästabili (riippuvuus muista tekijöistä oli vaihtelevaa). Sen sijaan suppean rahan kysyntä käyttäytyi vakaammin (ks. von Hagen 1993).

määrätavoitteen osalta painotetaan keskipitkän aikavälin linjausta samalla tapaa kuten menettellään inflaatiotavoitetta käytettäessä. Rahapoliittiset viranomaiset ovatkin todennet, ettei näillä välitavoitteilla ole käytännössä kovin suurta eroa.⁴ Kumpikin tavoite on itse asiassa sangen lähellä myös nimellisen kansantuotteen kehitystä, jota on aika ajoin ehdotettu rahapolitiikan välitavoitteeksi ja joka on makromalleilla suoritetuissa analyyseissa osoittautunut periaatteellisella tasolla robustiksi menettelyksi (ks. esim. McCallum 1997). Käytännössä tosin nimellinen kansantulo on ongelmallinen on mittavuusvaikeuksien takia, joten se voi tarjota lähinnä vain referenssipisteen.

4.3 Rahapolitiikan instrumentit

Rahapolitiikan lopullisia ja välitavoitteita toteutetaan rahapoliittisia instrumentteja käyttämällä. EMI on valmistellut melko pitkälle rahaliitossa käytettäviä rahapoliittisia välineitä, ks. EMI (1997a). Avomarkkinaoperaatiot tulevat olemaan keskeisin rahapolitiikan välineistä EMI:n neuvoston päätösten mukaisesti. Operaatioilla sekä säädellään korkoja että vaikutetaan markkinoiden likviditeettitilanteeseen. Avomarkkinaoperaatiot toimivat myös signaaleina rahapolitiikan linjasta.

Avomarkkinaoperaatioita on tarkoitus toteuttaa arvopapereiden takaisinmyyntiin perustuvien huutokauppojen (nk. repokauppojen), suorien kauppojen, velkasitoumusten myynnin, valuuttakauppojen sekä määräaikaistalletusten vastaanottamisen avulla. Operaatioita on myös

³ Tuoreita katsauksia ovat esim. De Grauwe (1996b), EMI (1997a,b) ja von Hagen (1996).

⁴ Ks. esim. EMI (1997a) ja Pikkarainen (1997).

useita tyypejä: säännölliset perusrahoitukset (maturiteetti kaksi viikkoa), pitkäaikaiset (kolmen kuukauden pituiset) rahoitukset sekä ns. hienosäätöoperaatiot. Tämän lisäksi EKPJ:lla tulee olemaan mahdollisuus suoriin ja repo-kauppoihin pankkijärjestelmän kanssa.

Maksuvalmiusjärjestelyjä, jotka ovat lähinnä yön yli ulottuvia järjestelyjä, on puolestaan sekä maksuvalmiusluoton että talletuksien muodossa. Lisäksi EMI:ssa on valmisteltu luottolaitoksien vähimmäisvarantojen järjestelmää, joskin sitä koskeva päätöksenteko tulee tapahtumaan vasta EMU:n kolmannen vaiheen käynnistämisen jälkeen.

Rahapolitiikan instrumenttien kehittämiseksi on käytettävien muotojen lisäksi ratkaistava sekä kaupankäynnin vastapuolet että niissä konkreettisesti kelvollinen materiaali (arvopaperit). Kauppojen ja operaatioiden vastapuolia tulee olemaan monenlaisia. Luonnollinen perusvaatimus on, että EKPJ:n avomarkkinaoperaatioiden vastapuolet tulevat saamaan yhdenmukaisen kohtelun. Vastaavasti käytettävien arvopapereiden suhteen vakuuskelpoisuus on keskeinen periaate. Tämänhetkisten suunnitelmien mukaan (ks. EMI (1997a)) kauppamateriaali tullaan jakamaan ykkös- ja kakkostason arvopapereihin. Ensiksi mainittuun tasoon ovat koko rahaliiton alueella jälkemarkkinakelpoisia. Liikkeellelaskijana toimii useasti EKPJ, mutta myös julkisen sektorin ja eräät yksityisen sektorin liikkeelle laskemat arvopaperit voivat kuulua ykkösluokkaan. Kakkostason arvopapereihin sisältyvät puolestaan enemmän kansallisella tasolla kaupan kohteena olevat maksusitoumukset ja osakkeet. Liikkeellelaskija voi olla julkinen tai yksityinen sektori. Kummassakin luokassa arvopaperin tulee täyttää vakavaisuusvaatimus.

5 Rahaliitto ja valuuttajärjestelmä

Maastrichtin sopimuksen mukaan EU:n ulkopuolisten valuuttojen ja euron suhteista päättää ministerineuvosto (artikla 109). Suhteiden yksityiskohdista sopimuksessa ei kuitenkaan todeta oikeastaan mitään. Rahaliiton myötä maailman valuuttajärjestelmä muuttuu paljolti kolminapaiseksi, jossa euro, USA:n dollari ja Japanin jeni ovat keskeiset valuutat. Näiden valuuttojen keskinäisiä suhteita sääntelevistä järjestelyistä ei ole ainakaan julkisuudessa suunnitelmia. Onkin todennäköistä, että nämä keskeiset valuutat tulevat kellumaan toisiaan vastaan.

Suunnitelmien mukaan EKPJ:lle tulee mahdollisuus ja valmius valuuttamarkkinoiden interventioiden toteuttamiseen. Osa jäsenkeskuspankkien valuuttavarannoista siirretään EKP:n käyttöön, mikä antaa tosiasialliset mahdollisuudet valuuttatoimiin. EKPJ tulee toimimaan tarvittaessa euron ja EU:n ulkopuolisten valuuttojen markkinoilla, jotta se voi torjua euron liiallisia kurssiheilahteluja suhteessa tärkeisiin ulkopuolisiin valuuttoihin. Interventioita voidaan toteuttaa joko keskitetysti EKP:n tai hajautetusti kansallisen keskuspankin kautta. Perusratkaisuna suhteessa ulkopuolisiin tulee ilmeisesti olemaan kellunta, jolloin EKPJ:n valuuttainterventioiden tavoitteena tulee olemaan ainoastaan väliaikainen heilahtelujen vakauttaminen.

Rahaliiton ulkopuoliset maat tulevat koostumaan yhtäältä rahaliiton ulkopuolelle jäävistä EU:n jäsenmaista sekä toisaalta EU:n ulkopuolisista maista. EU:n jäsenmaista Maastrichtin sopimuksessa on Englannille ja Tanskalle annettu mahdollisuus jättäytyä rahaliiton ulkopuolelle. Jotkut muut EU:n jäsenmaat jäänevät ulkopuolelle päätettäessä kolmannen vaiheen toteuttamisesta. Maastrichtin sopimus velvoittaa liiallisten valuuttakurssiheilahtelujen välttä-

miseen (artikla 109m) ja lähentymiskriteereitä tullaan vastaisuudessaakin soveltamaan.

Oman kysymyksensä EKPJ:n toiminnassa muodostaa Dublinin huippukokouksessa sovitun ERM 2-järjestelmä. ERM 2:n rakenne tulee noudattamaan nykyistä ERM-järjestelmää monilta osin, ks. esim. EMI (1997a). Keskikurssien määrittelyn suhteen tiedetään, että ERM 2:ssa keskuskurssit tullaan määrittelemään vain euron ja kunkin ERM 2-maan valuutan välille kun nykyisessä ERM:ssä ne on määritelty kaikkien valuuttojen kesken. Interventiot ERM 2:ssa tulevat tarvittaessa tapahtumaan koordinoitusti ao. ulkopuolisen maan ja EKPJ:n välillä. Tärkeä kysymys on ERM 2-maan kurssin puolustaminen ja siitä luopuminen. Tätä koskevat kriteerit ja menettelytavat ovat paljolti avoimina - mahdollisuus kurssin puolustamisesta luopumiseen on tietysti syytä säilyttää, jotta esim. EKP:n inflaation vastainen tavoite ei vaarannu.

ERM 2 tulee ilmeisesti olemaan välietappi rahaliittoon myöhemmässä vaiheessa mukaan pyrkiville maille. Toinen mahdollinen euroalueen ulkopuolinen ryhmä ovat sekä rahaliiton että ERM 2-järjestelyn ulkopuolelle jäävät EU-maat. Näiden maiden valuutat tulevat kellumaan suhteessa euroon. Toinen epätodennäköinen vaihtoehto on kurssin yksipuolinen kiinnitys. EMU:n jäsenmailla ei tule olemaan suoraa sananvaltaa tällaisten maiden valuuttapolitiikkaa kohtaan, joskin Maastrichtin sopimuksessa on yleislausuma siitä, että valuuttakurssipolitiikka on EU:n yhteinen intressi (artikla 109m). Yksi tapa huolehtia kurssin sääntelystä on koordinaatio suoraan rahapolitiikan tavoitteen, kuten inflaatiotavoitteiden avulla, ks. von Hagen (1996). Mikäli sekä rahaliitto että ao. maat asettaisivat samanlaiset inflaatiotavoitteet, tulisi tätä kautta parhaimmillaan jonkinasteista väkautta euron ja ao. valuutan välille. Tätä ei kui-

tenkaan voida vaatia mailta, jotka eivät ole siihen halukkaita. Myös finanssipolitiikalle asetetut vakauskriteerit ovat väline talouspolitiikan koordinaatiossa.

Kirjallisuus

- Akerlof G., Dickens W.T. & Perry G.L. (1996): The Macroeconomics of Low Inflation, *Brookings Papers on Economic Activity*, no.1, 1-59.
- Alesina A. & Summers L. (1993): Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence, *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 25, 151-162.
- Barro R.J. (1995): Inflation and Economic Growth, NBER Working Paper no.5326.
- CEPR (1997): EMU, Getting the End-game Right, *Monitoring European Integration 7*, CEPR London.
- Cukierman A. (1992): *Central Bank Strategy, Credibility and Independence: Theory and Evidence*, MIT Press, Cambridge Mass.
- Cukierman A. (1996): The Credibility Problem, EMU, and Swedish Monetary Policy, taustaraportti Ruotsin EMU-työryhmälle.
- EC Commission (1990): One Market, One Money, *European Economy*, no. 44.
- European Monetary Institute (1997a): Yhteinen rahapolitiikka kolmannessa vaiheessa: Toimintakehikon täsmentäminen, tammikuu.
- European Monetary Institute (1997b): *The Single Monetary Policy in Stage Three: Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB*, helmikuu.
- De Grauwe, P. (1996a), The Prospects of a Mini Currency Union in 1999, CEPR Working Paper no.1458.
- De Grauwe, P. (1996b): The Design of the European Central Bank, BI Discussion Paper

- no. 12/96.
- De Grauwe P. (1996c): Problems of Transition and Initialization of EMU, taustaraportti Ruotsin EMU-työryhmälle.
- Eichengreen B. & von Hagen J (1995): Fiscal Restrictions and Monetary Union: Rationals, Repercussions, Reforms, käsikirjoitus.
- Fischer S. (1995): Modern Central Banking, teoksessa Capie F. et al (eds.), *The Future of Central Banking: the Tercentenary Symposium of the Bank of England*, Cambridge University Press, Cambridge UK.
- Frenkel J.A. & Rose A.K. (1996): Economic Structure and the Decision to Adopt a Common Currency, taustaraportti Ruotsin EMU-työryhmälle.
- Kole L.S. & Meade E.E. (1995): German Monetary Targeting: A Restrospective view, *Federal Reserve Bulletin*, October.
- Kortelainen, M. (1996): Kuluttajahintaindeksiin liittyvät harhat, Suomen Pankin kansantalouden osaston työpäpöri 8/96.
- McCallum, B.T. (1997), Issues in the Design of Monetary Policy rules, käsikirjoitus.
- McKinnon R. (1996): Alternative Exchange Rate Regimes, the EMU, and Sweden: the Fiscal Constraints, taustaraportti Ruotsin EMU-työryhmälle.
- Melitz J. (1996): The Evidence about the costs and Benefits of EMU, taustaraportti Ruotsin EMU-työryhmälle.
- Pikkarainen, P. (1997): Euroopan keskuspankkijärjestelmän rahapolitiikan strategia, *Kansantaloudellinen aikauskirja*, vol. 93.
- Pikkarainen, P., Pyyhtiä, I. ja Mattila V.-M. (1996): ERM-maiden rahapolitiikat eroavat toisistaan, *Unitas* 4/96.
- Scheinin M. (1997): *EMU ja Suomen valtiösääntö: Yhteiseen rahaan siirtyminen ja Suomen Pankin asema*, Lakimiesliiton Kustannus, Helsinki.
- Shapiro, M. and Wilcox, D. (1996): Mismeasurement in the Consumer Price Index: an Evaluation, NBER Working Paper no.5590.
- von Hagen J. (1989): Monetary Targeting with Exchange Rate Constraints: The bundesbank in the 1980s, *Federal Reserve Bank of St.Louis Economic Review*, September/October 1989.
- von Hagen, J. (1993): Monetary Union, Money Demand and Money supply: a Review of the German Monetary Unification, *European Economic Review*, vol. 37, 803-827.
- von Hagen, J. (1996), Monetary Policy and Institutions in the EMU, taustaraportti Ruotsin EMU-työryhmälle.