

## Euroopan keskuspankkijärjestelmän rahapolitiikan strategia

PENTTI PIKKARAINEN

Ph.D., osastopäällikkö

Suomen Pankki, rahapolitiikan osasto

Maastrichtin sopimus jättää Euroopan keskuspankkijärjestelmälle EKPJ:lle varsin vapaat kädet harjoitettavan rahapolitiikan strategian suhteen. Sopimuksen mukaan EKPJ:n ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. EKPJ:n tulee myös tukea EU:n yleistä talouspolitiikkaa kuitenkin vaarantamatta hintavakauden tavoitetta.

Maastrichtin sopimuksessa ei täsmennetä, millaista strategiaa EKPJ:n tulisi noudattaa hintavakauden tavoittelemiseksi ja miten hintavakauden tavoite tulisi asettaa. EKPJ:n rahapolitiikan strategiaa on valmisteltu Euroopan rahapoliittisen instituutin EMIn piirissä, ja valmistelut jatkuvat edelleen (EMI 1997a ja 1997b). Lopulliset päätökset EKPJ:n rahapolitiikan strategiasta tekee aikanaan Euroopan keskuspankin EKP:n neuvosto.

Valmisteluissa on noussut esille kaksi vaihtoehtoa: suora inflaatiotavoite (DIT, direct inflation targeting) ja rahan määrä rahapolitiikan välitavoitteena (MT, monetary targeting). Suoraan inflaatiotavoitteeseen nojautuvaa strategiaa noudattavat EU-maista tällä hetkellä Iso-

Britannia ja Ruotsi - joiden valuutat kelluvat - sekä Espanja ja Suomi ERMin puitteissa. Saksa noudattaa raha-aggregaatti M3:een perustuvaa strategiaa.<sup>1</sup> Laajoihin raha-aggregaatteihin perustuva strategia on hyvin läheistä sukua nimellisen BKT:n käytölle rahapolitiikan välitavoitteena (ks. esim. Timonen 1995).

### *1 Lähestymistapojen erot käytännössä pieniä*

MT-lähestymistapa perustuu oleellisesti siihen, että rahan kysyntäfunktio on vakaa ja tunnettu. Lisäksi se edellyttää, että keskuspankki pystyy jollakin tarkkuudella säätelemään liikkeessä olevan rahan määrää ainakin keskipitkällä aikavälillä. Liikkeessä oleva rahan määrä on rahapolitiikan välitavoite ja siten keskeinen inflaatiopaineista kertova indikaattori.

Suoraan inflaatiotavoitteeseen perustuva strategia taas lähtee siitä, että on vaikea tai

<sup>1</sup> Ks. esim. Pikkarainen, Mattila ja Pyyhtiä (1996) eri ERM-maiden noudattamista rahapolitiikoista.

mahdotonta löytää välitavoitetta, jonka perusteella rahapolitiikka voitaisiin mitoittaa tai että välitavoitteen asettaminen on tarpeetonta. Lähestymistavassa rahapolitiikan mitoitus perustuu useisiin talouden kehitystä kuvaaviin indikaattoreihin, ml. keskuspankin inflaatioennusteeseen ja liikkeessä olevan rahan määrään.

Ensi näkemältä lähestymistavat voivat tuntua kovin erilaisilta. Monien rahapolitiikan asiantuntijoiden mukaan lähestymistapojen väliset erot ovat kuitenkin käytännössä olemattoman pieniä; monien ekonomistien mielestä esimerkiksi Saksan keskuspankin Bundesbankin harjoittama rahapolitiikka ei lainkaan poikkea siitä, mitä se olisi, jos rahapolitiikan mitoitus perustuisi suoraan inflaatiotavoitteeseen. Vaikka lähestymistapojen välillä on joitakin eroja, yhtäläisyydet ovat käytännössä suuria.

Molemmissa lähestymistavoissa tavoite - inflaatiotavoite tai rahan määrän tavoite - tulkitaan keskipitkän aikavälin tavoitteeksi. Jos taloudessa ilmenee inflatorisia tai deflatorisia häiriöitä ja talous ajautuu pois tavoitteen mukaisesta tilasta, rahapolitiikan viritystä muutetaan siten, että inflaatiotavoite tai siitä johdettu rahan määrän tavoite pyritään saavuttamaan keskipitkällä aikavälillä, ts. jopa usean vuoden päästä riippuen häiriön luonteesta ja voimakkuudesta.

Molemmissa lähestymistavoissa on täsmennettävä inflaatiotavoite. Asetettua inflaatiotavoitetta vastaa tietty rahan määrän kehityksen tavoite. Yleinen käsitys on, että MT-lähestymistavassa inflaatiotavoite voidaan kuitenkin täsmentää epämääräisemmin kuin DIT-lähestymistavassa. Koska eri hintaindeksit kehittyvät keskipitkällä aikavälillä hyvin samansuuntaisesti, MT-strategiassa ei ole välttämätöntä täsmentää hintaindeksiä, jolla inflaatiota mitataan tai jonka avulla implisiittinen inflaatiotavoite määritellään. Esimerkiksi BKT:n deflaattori -

jonka kehitykseen Bundesbank usein viittaa - on aivan yhtä käypä inflaatiomittari kuin kuluttajahintaindeksi tai ns. pohjainflaation mittari. Keskuspankilla on MT-strategiassa näin ollen enemmän valinnan varaa painottaen eri hintaindeksien kehitystä.

Isossa-Britanniassa ja Ruotsissa - jotka siis molemmat noudattavat DIT-lähestymistapaa - inflaatiotavoitteelle on täsmennetty tietyt rajat, joiden sisällä kuluttajahintaindeksillä tai pohjainflaatiolla mitatun inflaation tulisi kehittyä. Suomessa inflaatiotavoite on täsmennetty vain yhden, keskipitkän aikavälin tavoitetta kuvaavan luvun avulla.

MT-lähestymistavan mukainen rahapolitiikan kytkeminen tietyn raha-aggregaatin kehitykseen ei suinkaan tarkoita sitä, että tietty raha-aggregaatti olisi ainoa indikaattori, jota keskuspankki seuraa ja joka vaikuttaa rahapolitiikan viritykseen. MT-lähestymistavassa tietylle raha-aggregaatille annetaan suurin paino eri indikaattoreiden hierarkiassa arvioitaessa rahapolitiikan viritystä ja perusteltaessa rahapolitiikan linjaa julkisuudessa. Vastaavasti DIT-lähestymistavassa keskuspankin inflaatioennusteelle annetaan suurin paino mutta myös raha- ja luottomäärien kehitystä tarkkaillaan huolellisesti. Molemmissa strategioissa keskuspankki siten arvioi kaikkea mahdollista tietoa talouden kehityksestä, mutta eri muuttujien rooli arviotaessa rahapolitiikan viritystä ja perusteltaessa rahapolitiikan linjaa etenkin julkisuudessa painottuu näissä strategioissa eri tavoin.

## *2 Inflaatiotavoitteen määrittely*

Kun inflaatiotavoite määritellään, on otettava huomioon kaksi näkökulmaa: Mikä on hintavakauden tavoitteen kanssa sopusoinnussa oleva inflaatiiovauhti? Mikä on taloudellisesti järkevä inflaatiiovauhti?

Käytössä olevat hintaindeksit yleensä yliarvioivat toteutunutta inflaatiokehitystä, mikä johtuu mm. hyödykkeiden laadun muutoksista, hyödykkeiden suhteellisten hintojen aiheuttamasta kulutuskäyttäytymisen muutoksista ja uusien hyödykkeiden tulosta markkinoille. Eri maita koskevat arviot poikkeavat jonkin verran toisistaan, mutta monissa maissa harhan on arvioitu olevan noin yhden prosenttiyksikön suuruinen vuositasolla, ts. alle yhden prosentin inflaatio vuositasolla merkitsee deflaatiota (Kortelainen 1996).

Viime aikoina taloustieteilijät ovat jälleen keskustelleet vilkkaasti siitä, mikä on taloudellisesti mielekäs inflaatiovauhti.<sup>1</sup> Jos nimellispalkat eivät jousta alaspäin – kuten monissa maissa näyttäisi olevan – suhteelliset palkat muuttuvat helpommin tilanteessa, jossa inflaatio on maltillista, kuin nollainflaation maailmassa. Tällöin esimerkiksi joidenkin työntekijöiden reaali-palkkoja voidaan tarvittaessa laskea pitämällä nimellispalkat ennallaan. Koska resurssien kohdentuminen perustuu suhteellisten palkkojen ja hintojen muuttumiseen, maltillinen inflaatio voisi näin ollen tuottaa paremman resurssien kohdentumisen ja nopeamman talouskasvun kuin nollainflaatio. Toisaalta voidaan esittää, että kansantalouden etujen mukaista olisi pikemminkin muuttaa palkanmuodostusta kuin kiihdyttää inflaatiota jonkin verran. Lisäksi on huomattava, että havainnot nimellispalkkojen jäykkyydestä ovat selvästi nopeamman inflaation kaudelta kuin inflaatio on nykyisin OECD-maissa. Kun työmarkkinoilla havaitaan, että inflaatio on hidastunut pysyvästi, saattaa palkkajousten vastustus vähentyä.

Edellä mainitut näkökohdat tulee jokaisen

<sup>1</sup> Aivan viimeaikainen keskustelu lähti liikkeelle Akerlofin, Dickensin ja Perryn (1996) kirjoituksesta.

keskuspankin ottaa huomioon täsmentäessään inflaatiotavoitetta. Esimerkiksi Yhdysvalloissa FED tyytyy noin kolmen prosentin inflaatioon, ja Suomen Pankki asetti tavoitteeksi helmikuussa 1993 noin kahden prosentin keskimääräisen inflaation. Saksassa Bundesbank johtaa rahan määrän kasvutavoitteen 1 ½ prosentin inflaationormin perusteella.

### *3 Useita erityistekijöitä EMUn kolmannen vaiheen alussa*

Pohdittaessa EKPJ:n rahapolitiikan strategiaa ja viritystä joudutaan ottamaan huomioon useita poikkeuksellisia tekijöitä.

EKPJ:n, kuten jokaisen taloudenpitäjän, tulee luoda oma uskottavuutensa. Tässä EKPJ ei voi nojautua omaan aikaisempaan historiaansa, eikä EKPJ:n muodostamien kansallisten keskuspankkien – erityisesti Bundesbankin – uskottavuuden siirtyminen EKPJ:lle ole mitenkään itsestään selvää.

Yksi välttämätön ehto EKPJ:n uskottavuuden luomiselle on se, että Maastrichtin sopimuksen lähentymisehdoista pidetään tiukasti kiinni. Jos näin ei tehtäisi, markkinoiden ja suuren yleisönkin mielestä kasvaa todennäköisyys, että sovitusta säännöistä ei pidetä kiinni tulevaisuudessakaan. Tällainen tilanne johtaisi helposti pääomien ulosvirtaukseen euroalueelta, euron ulkoisen arvon heikentymiseen ja sitä kautta inflaatiopaineiden lisääntymiseen, nimellis- ja reaalikorkojen nousuun ja kasvun hidastumiseen.

Olisi myös onnetonta, jos julkisen talouden lähentymiskriteereitä tulkittaisiin niin löysästi tai jos muutoin euroalueen talouskehitys olisi niin heikkoa, että maat joutuisivat heti EMUn kolmannen vaiheen alkuvuosina maksamaan sanktioita vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisesti. Tällainen tilanne voisi johtaa kärjekkäi-

siinkin riitoihin euroalueen jäsenmaissa ja talous- ja rahaliiton epäsuosioon kansalaisten keskuudessa. Myös tällainen tilanne lisää epävarmuutta rahoitusmarkkinoilla ja johtaisi epäedulliseen korko- ja kasvukehitykseen euroalueella.

Euron uskottavuuteen voidaan vaikuttaa myös EKPJ:n infrastruktuuriin - kuten rahapolitiikan välineiden, maksujärjestelmien ja maksuvälineiden - onnistuneella ratkaisulla. Tähän seikkaan onkin kiinnitetty paljon huomiota EMIn piirissä tehdyssä valmistelutyössä, joka on edennyt määrätietoisesti ja aikataulun mukaisesti.

EKPJ:n rahapolitiikan harjoittamista ensimmäisinä vuosina voi häiritä se, että rahapolitiikan välittyminen keskuspankkikoroista toisaalta kokonaiskysynnän toisaalta valuuttakurssin kautta inflaatioon voi poiketa euroalueen eri osissa. Erityisesti Isossa-Britannissa, Ruotsissa ja Suomessa lyhyiden korkojen merkitys luottojen viitekorkona on suurempi kuin useissa muissa EU-maissa. Tällöin rahapolitiikan virityksen muuttaminen vaikuttaa näissä kolmessa maassa voimakkaammin kuin ns. ydinmaissa. Jäsenmaiden välillä on eroja myös työmarkkinoiden toiminnassa (ks. esim. Vinals ja Jimeno 1996). Kun EMUn kolmannen vaiheen myötä rahapoliittinen ympäristö on kaikissa talous- ja rahaliittoon osallistuvissa maissa sama, erot rahapolitiikan välitysmekanismissa pienenevät ajan myötä. Tämä kestää kuitenkin useita vuosia.

EMUn kolmannen vaiheen alku on sokki rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta. On todennäköistä, että euroalueen ja koko EU:n rahoitusmarkkinoiden toiminta muuttuu paljonkin EMUn kolmannen vaiheen myötä. Siirtyminen EMUn kolmanteen vaiheeseen voi heikentää rahan kysynnän vakautta - ainakin rahan kysyntäfunktion estimointi voi alussa olla

vaikeaa. Toisaalta monet tutkimukset viittaavat siihen, että rahan määrän ja inflaation välinen riippuvuus on paremmin ennakoitavissa suurissa kuin pienissä maissa (ks. esim. Artis, Bladen-Hovell ja Zhan 1993, Monticelli ja Papi 1996, Groeneveld, Koedijk ja Kool 1996). Toisaalta Yhdysvalloissa - suuressa maassa - rahan kysynnän vakaus on ollut kyseenalaista 1980-luvun alusta alkaen, jolloin FED luopui rahan tarjonnan säätelyyn perustuvasta rahapolitiikastaan. Myös Englannin keskuspankilla oli tuolloin vaikeuksia, kun se kokeili samanlaista politiikkaa. Jotkut ekonomistit suhtautuvatkin hyvin pessimistisesti rahan määrän käyttämiseen rahapolitiikan välitavoitteena tai edes informaatiomuuttujana (ks. esim. Estrella ja Mishkin 1996).

#### *4 Kansallisten keskuspankkien rooli EKPJ:n rahapolitiikan harjoittamisessa*

EKPJ:n rahapolitiikan virityksestä päättää EKP:n neuvosto, jonka jäseniä ovat EKP:n johtokunnan jäsenet ja euroalueen kansallisten keskuspankkien pääjohtajat. EKP:n johtokunnan muodostavat puheenjohtaja, varapuheenjohtaja ja neljä jäsentä. On todennäköistä, että EKP:n johtokunnan jäsenet tulevat suurista maista ja pienillä mailla voi olla mahdollisuus yhdessä yhteen johtokunnan paikkaan. Rahapoliittisissa kysymyksissä kullakin neuvoston jäsenellä on yksi ääni. Suhteessa maan asukaslukuun tai BKT:hen pienten maiden keskuspankkien pääjohtajilla on siten potentiaalisesti hyvin suuri vaikutusvalta verrattuna suurten maiden pääjohtajiin.

EKPJ:n rahapolitiikan viritys perustuu koko euroalueen inflaatioon. Käytännössä tämä merkitsee sitä, että EKPJ:n rahapolitiikka perustuu paljolti euroalueen isojen maiden talouskehi-

tykseen. Suomen ja Irlannin kaltaisten pienten maiden tulee sopeuttaa talouskehityksensä siihen, sopii EKPJ:n rahapoliittinen viritys niiden talouskehitykseen tai ei.

Neuvoston kunkin jäsenen vaikutusvalta päätettäessä EKPJ:n rahapolitiikan virityksestä perustuu paitsi hänen edustamansa maan kokoon - erityisesti kansallisten keskuspankkien pääjohtajien osalta - mutta myös siihen, kuinka hyvin hän pystyy perustelemaan näkemyksensä koko euroalueen taloudellisesta kehityksestä. Euroalueen taloudelliseen kehitykseen vaikuttaa oleellisesti myös muiden suurten maiden, kuten Yhdysvaltain ja Japanin, taloudellinen kehitys. Monien pienten maiden kannalta tällainen rahapoliittinen keskusteluasetelma on jossakin määrin uusi haaste.

On myös todennäköistä, että syntyy jonkinlainen kilpailuasetelma EKP:n johtokunnan ja kansallisten keskuspankkien pääjohtajien välille. EKP:n johtokunnan jäsenethän muodostavat hyvin tiiviin työyhteisön, ja heillä on lähellä keskuksen, EKP:n, asiantuntemus. Tällainen tilanne luokin kansallisille keskuspankeille merkittäviä haasteita: niiden pääjohtajilla ja ekonomisteilla tulee olla erittäin hyvät valmiudet keskustella EKPJ:n rahapolitiikan virityksestä globaalista näkökulmasta. Kansallisilla keskuspankeilla tulee tietenkin olla paras tieto oman maan taloudesta.

Kansallisten keskuspankkien ja EKP:n yhteistyö tulee olemaan tiivistä. Nykyaikainen tietotekniikka helpottaa verkostumisessa: työn tekeminen ei ole kovin sidottua paikkaan ja yhteydenpito yli kansallisten rajojen on vaivatonta. Tietotekniikan tulevaisuuden ratkaisut vain helpottavat tällaista kehitystä. Jo nyt on sovittu, että esimerkiksi EKPJ:n piirissä kehitetyt rahapolitiikan mitoittamista palvelevat ekonometriset mallit ovat kaikkien EKPJ:n ekonomistien käytössä. Tällaiset ratkaisut nostavat EKPJ:n

piirissä käytävän rahapoliittisen keskustelun tasoa; kanssakäyminen lisää ammattitaitoa, ja kansainväliseen yhteistyöhön kuuluva moniarvoinen keskustelu luo vahvan pohjan EKPJ:n päätöksenteolle.

Yhdysvaltain keskuspankkijärjestelmän mukaisesti voidaan odottaa, että kansalliset keskuspankit erikoistuvat EKPJ:n piirissä tutkimuksellisesti esimerkiksi teoreettiseen rahataloudelliseen tutkimukseen, ekonometriseen tutkimukseen, rahapolitiikan välineisiin liittyviin kysymyksiin, maksujärjestelmäkysymyksiin, Itä-Euroopan tutkimukseen tai kansainväliseen kauppaan. Kukin keskuspankki tuo siten oman tiedollisen panoksensa EKPJ:n rahapolitiikan harjoittamiseen erikoistumalla joihinkin kysymyksiin.

Vaikka EKPJ:n rahapolitiikan strategia ja viritys päätetään keskitetysti ja kansalliset rahapolitiikat häviävät, rahapoliittiset operaatiot toteutetaan kansallisten keskuspankkien kautta. Kansallisilla keskuspankeilla tulee olemaan merkittävä rooli myös yhteisen rahapolitiikan markkinoinnissa omissa maissaan. Vaikka rahapoliittiset päätökset tehdään keskitetysti EKP:n neuvostossa, rahapolitiikan linjan menestyksellinen markkinointi edellyttää paikallisen kulttuurin ja kielen tuntemista. Kansallisten keskuspankkien rooli kasvaa erityisen suureksi EMUn kolmannen vaiheen alussa ja tilanteissa, joissa maan taloudellinen kehitys poikkeaa oleellisesti muiden euroalueen maiden kehityksestä ja siten mahdollisesti edellyttäisi toisenlaista rahapolitiikkaa kuin EKPJ harjoittaa.

### *Kirjallisuus*

Akerlof, G.A., Dickens, W.T. ja Perry, G.L. (1996): "The Macroeconomics of Low Inflation", *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, 1-76.

- Artis, M.J., Bladen-Hovell, R.C. ja Zhang, W. (1993): "A European Money Demand Function" teoksessa Masson, P.R. ja Taylor, M.P. (toim.) *"Policy Issues in the Operation of Currency Unions"*, Cambridge University Press, 240-263.
- EMI (1997a): *The Single Monetary Policy in Stage Three - Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB*, Frankfurt.
- EMI (1997b): *The Single Monetary Policy in Stage Three - Specification of the Operational Framework*, Frankfurt.
- Estrella, A. ja Mishkin, F.S. (1996): "Is There a Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary Policy?", NBER Working Paper No. 5845.
- Groeneveld, H., Koedijk, K. ja Kool, C. (1996): "Monetary Interdependencies in the 'Core' ERM Countries: The P-Star Approach" teoksessa Alders, K., Koedijk, K., Kool, C. ja Winder, C. (toim.) *"Monetary Policy in a Converging Europe"*, Kluwer Academic Publishers, Financial and Monetary Policy Studies, Vol. 31, 39-60.
- Kortelainen, M. (1996): "Kulutajahintaindeksiin liittyvät harhat", Suomen Pankin kansantalouden osaston työpäpöri 8/96.
- Monticelli, C. ja Papi, L. (1996): *"European Integration, Monetary Co-ordination and the Demand for Money"*, Oxford University Press.
- Pikkarainen, P., Mattila, V-M. ja Pyyhtiä, I. (1996): "ERM-maiden rahapolitiikat eroavat toisistaan", *Unitas*, Vol. 68, No. 4, 9-14.
- Timonen, J. (1995): "Nominal Income as an Intermediate Target for Monetary Policy", Suomen Pankin keskustelualoitteita 21/95.
- Vinals, J. ja Jimeno, J.F. (1996): "Monetary Union and European Unemployment", CEPR Discussion Paper No. 1485.