

## Ajatuksia euroalueen keskuspankkijärjestelmän kehittämiseksi\*

Pentti Pikkarainen

*Ylijohdaja*

Valtiovarainministeriö

Euroalueen ensimmäiset kymmenen vuotta menivät pääasiassa onnellisten tähtien alla. Makrotaloudellinen kehitys oli varsin suotuisaa ja euroalueen keskuspankkijärjestelmä, eurojärjestelmä, onnistui hämmästyttävän hyvin liikkeeseen lähdössään. Elokuussa 2007 alkanut rahoitusmarkkina- ja talouskriisi on kuitenkin laittanut euroalueen talouden ja sen keskuspankkijärjestelmän kovalle koetukselle.

Esitän tässä kirjoituksessa muutamia näkökohtia siitä, onko ja mahdollisesti kuinka Euroopan keskuspankin ja koko eurojärjestelmän toimintaa syytä muuttaa ottaen huomioon sekä ”rauhan ajan” että rahoitusmarkkina- ja talouskriisiin kokemukset. Vaikka EKP:n ja eurojärjestelmän toimintaa voidaan pitää menestyksenä, on syytä arvioida ja keskustella avoimesti, missä olisi parantamisen varaa ja tarvetta muuttaa toimintaa ja rakenteita. Kirjoituksen alussa esitän joitakin näkökohtia eurojärjestelmän operatiivisesta kehikosta. Sen jälkeen pohdin

rahopoliitiikan, makrovakauskysymysten ja rahoitusvalvonnan suhdetta.

Kaikilta julkisilta instituutioilta, myös keskuspankeilta, tulee edellyttää, että ne suorittavat niille asetetut tehtävät mahdollisimman hyvin ja tehokkaasti. Tätä jokainen kansalainen ja veronmaksaja voi edellyttää. Keskuspankkien tulee siten tuottaa keskuspankkipalvelut mahdollisimman tehokkaasti ja laadukkaasti. Tämä näkökulma ei aina toteudu eurojärjestelmän toiminnassa. Eurojärjestelmän toiminnassa heijastuu monilta osin kansallisten keskuspankkien ja EKP:n välinen kauneuskilpailu ja kilpavarustelu. Erityisesti suuret kansalliset keskuspankit kilpailevat sekä toisiaan että EKP:tä vastaan. Tällainen asetelma ei yleensä johda siihen, että euroalueen kansalaisten kannalta keskuspankkipalvelut tuotetaan mahdollisimman tehokkaalla ja järkevällä tavalla. Kauneuskilpailun tuloksena on raskas ja kallis toimintamalli.

Eurojärjestelmän operatiivinen kehikko (rahopoliitiikan operaatiot, maksujärjestelmä) perustuu pitkälti hajautettuun toimintamalliin. Päätökset tehdään pääasiassa keskitetysti EKP:ssä,

\* *Kirjoituksessa esitetyt näkemykset ovat kirjoittajan eivätkä ne välttämättä vastaa valtiovarainministeriön virallista kantaa.*

mutta toteutus tapahtuu pitkälti hajautetusti kansallisten keskuspankkien kautta. Toki toiminnoissa on vähitellen tapahtunut jossakin määrin keskittymistä ja erikoistumista. Tällainen kehitys on tervetullutta. Silti eurojärjestelmän operatiivisessa toiminnassa on monia asioita, joissa tulisi miettiä uusia toimintamalleja.

Yksi tällainen alue on EKP:n *valuuttavarannon* sijoittaminen. EKP:n valuuttavaranto on kansainvälisesti tarkastellen erittäin pieni, vain noin 40 miljardia euroa ilman kultaa. Se on hyvin yksinkertainen salkku siinä mielessä, että se sijoitetaan vain Yhdysvaltojen dollariin ja Japanin jeniin ja sisältää pääasiassa valtion velkainstrumentteja. Valuuttavarannon sijoittamisessa lähdettiin alkuvaiheessa siitä, että kukin kansallinen keskuspankki hallinnoi EKP:n pääoma-avaimen mukaista osuutta sekä dollari-että jenimääräisistä sijoituksista. Käytäntöä muutettiin vuoden 2006 alussa siten, että kukin kansallinen keskuspankki hoitaa vain joko dollari- tai jenisalkkua EKP:n lukuun. Saksan ja Ranskan keskuspankit sijoittavat kuitenkin edelleen molempiin valuuttoihin. Kansallinen keskuspankki voi myös luopua tästä toiminnasta tai ne voivat yhdistää salkkujan ja niiden sijoitustoimintoja. Näin onkin tapahtunut jossakin määrin.

EKP:n valuuttavarannon sijoittamisen hajautettu toimintamalli on poliittinen ratkaisu. Kansallisten keskuspankkien vallan pönkittämiseksi tätä toimintaa ei haluttu eikä haluta antaa EKP:n hoidettavaksi. Tehokkuuden näkökulmasta toimintatapaa ei voi mitenkään perustella: se on hyvin kallista ja monimutkainen. Näin pientä ja yksinkertaista salkkua voi kivut- ta hoitaa yksi toimija. Olisi luontevinta antaa tämä toiminta EKP:n hoidettavaksi. Tämä olisi hyödyllistä myös siitä näkökulmasta, että näin EKP saisi paremman tuntuman markkinoiden

toimintaan. Tällöin EKP:llä olisi hoidettavanaan sen omaa pääomaa vastaava sijoitussalkku ja EKP:n valuuttavaranto. EKP:n neuvosto päättäisi tietenkin edelleen toiminnan keskeisistä piirteistä.

Tässä asetelmassa kansalliset keskuspankit hoitaisivat edelleen omaa rahoitusvarallisuuttaan (euromääräiset ja valuuttamääräiset) ja toteuttaisivat rahapolitiikan operaatiot. Kansallisten keskuspankkien omien salkkujen hoitamista rajoittavat tietyt yhdessä sovitut pelisäännöt. EKP ei voi kuitenkaan täysin tietää, saati kontrolloida, mitä kansalliset keskuspankit tekevät näissä salkuissaan. Jotta näissä salkuissa tehdyt operaatiot eivät häiritsisi yhteistä rahapolitiikkaa, EKP:llä tulisi olla mahdollisuus jatkuvasti ja ajantasaisesti seurata kansallisten keskuspankkien sijoitustoimintaa.

Rahoituskriisin aikana eurojärjestelmän ja monien muiden keskuspankkien tase on kasvanut voimakkaasti ja riskipitoisuus lisääntynyt. Rahoitusmarkkinoiden vakauden sekä rahapolitiikan itsenäisyyden ja liikkumatilan kannalta keskuspankin vahva tase on tärkeää. Eurojärjestelmän taseessa on saatavapuolella eriä, joista vastuu jaetaan. Tällaisia eriä ovat rahapolitiikan luotot, arvopapereiden suorat ostot ja EKP:n valuuttavaranto. Näihin tase-eriin liittyvät riskit tunnetaan hyvin eurojärjestelmässä. Lisäksi kunkin kansallisen keskuspankin taseessa on eriä, joista ne ovat itse vastuussa. Tällaisia eriä ovat kansallisten keskuspankkien valuuttavarannot, kultavarannot, eurosalkut ja mahdolliset hätärahoitusoperaatiot. Kyseisten erien tarkka sisältö ja riskiprofiili ovat vain kunkin kansallisen keskuspankin tiedossa. Tällainen tilanne ei ole tyydyttävä. Eurojärjestelmän toimintakykyyn vaikuttaa koko keskuspankkijärjestelmän tase ja sen riskiprofiili, myös yksittäisen kansallisen keskuspankin tila.

Kansallisen keskuspankin riskiprofiililla voi olla vaikutus kansallisen keskuspankin pääjohtajan toimintaan EKP:n neuvostossa. Tiedot kansallisten keskuspankkien tarkasta taloudellisesta tilanteesta pitäisi jakaa aina vähintään EKP:n neuvostossa. Myös hallituksilla on kiinnostus tällaiseen tietoon. Hallitukset ja lopulta veronmaksajat vastaavat eurojärjestelmän toimintakyvystä ja vakavaraisuudesta.

Yksi eurojärjestelmän suurista rahoitusmarkkinoiden kehittämishankkeista on ns. *TARGET2-Securities-järjestelmä* (T2S). T2S:ssä arvopapereiden selvitys tapahtuu eurojärjestelmän rakentamalla ja tarjoamalla alustalla keskuspankkirahalla. Hanke on kiistanalainen siinä mielessä, että siinä julkinen sektori (keskuspankki) ottaa vastuulle tehtävän, joka on aikaisemmin ollut yksityisen sektorin hoidossa. Samanlaisia piirteitä on TARGET2-maksujärjestelmässä. Se piti rakentaa alun perin keskuspankkien välisiä maksuja ja suuria maksuja varten. Joissakin maissa, erityisesti Saksassa, se on hyvin tärkeä pientenkin maksujen välityskanava. Tällaisia ratkaisuja tulee aina tarkastella kriittisesti: Miksi sosialisoida jokin yksityisen sektorin hoitama tehtävä julkiselle sektorille? Johtaako se lopulta tehokkaampaan toimintaan? Julkisen sektorin (veronmaksajan) ei ainaakaan pitäisi subventoida tällaista toimintaa, ellei siihen selvästi liity yhteiskunnan kannalta positiivisia ulkoisvaikutuksia. Keskuspankkien ei tule haalia itselleen tehtäviä sen vuoksi, että sitä kautta säilytetään työllisyys keskuspankeissa.

Rahoitusmarkkina- ja talouskriisi on aiheuttanut paljon pohdintaa ja keskustelua rahapolitiikan periaatteista. Varsin monet ovat sitä mieltä, että keskuspankkien tulisi painottaa rahapolitiikan mitoituksessa selvästi aikaisempaa enemmän varallisuusesineiden hintojen, luottojen ja rahan määrien kehitystä. Näin tu-

lisi tehdä erityisesti hyvinä aikoina. EKP:n rahapolitiikan kahden pilarin strategia, joka nojaa toisella jalallaan monetaariseen analyysiin, antaa tähän mainion lähtökohdan – paremman kuin monilla muilla keskuspankeilla.

Rahoitusmarkkinakriisi on nostanut jälleen esille keskuspankin (rahapolitiikan), makrovauskysymysten ja rahoitusvalvonnan suhteen. Monissa maissa keskuspankille on annettu tehtäväksi talouden *makrovakausanalyysi*. Makrovakausanalyysi ja -politiikka ovat niin uusia asioita, että näitä käsitteitä ei ole edes pystytty määrittelemään yksiselitteisesti ja makrovauskuspolitiikan välineiden kehittämisessä otetaan vasta ensiaskeleita. Finanssikriisin seurauksena EKP:n yhteydessä aloitti tämän vuoden alussa Euroopan järjestelmäriskikomitea, jonka tehtävänä on seurata ja analysoida makrovakautta EU:ssa ja antaa suosituksia eri maille. Euroopan järjestelmäriskikomitean jäseninä ovat kansallisten keskuspankkien pääjohtajat ja kansallisten valvontaviranomaisten edustajat. Kansallisten valvojien edustajilla ei ole äänestysvoimaa. Komitea raportoi valtiovarainministeriöiden ECOFIN-neuvostolle. Makrovauskuspolitiikan organisointi kansallisella tasolla on jätetty pitkälti jäsenvaltioiden päätettäväksi.

EU:n institutionaaliseen ratkaisuun liittyy ainakin kaksi merkittävää kannustinongelmaa. Makrovakausingelmien syynä voi olla itse rahapolitiikka. Jää nähtäväksi, kuinka tällainen oman toiminnan arviointi onnistuu. Voi toki myös käydä siten, että rahapolitiikan harjoittajat tulevat tätä kautta ottamaan paremmin huomioon mahdolliset makrovakausingelmat. Tämä olisi hyvä asia, jos se johtaisi nousuhuomassa rahapolitiikan nojaamiseen tuulta vastaan. Kansallisella tasolla ongelma muodostuisi siitä, jos keskuspankki vastaisi myös kansallisesta makrovakausingelmitilasta. Tällöin komi-

tean jäsenet olisivat arvioimassa ja antamassa suosituksia omasta politiikasta itselleen. Asetelma olisi toisenlainen, jos järjestelmäriskikomitea olisi muodostettu täysin riippumattomista asiantuntijoista. Tällöin ei olisi muodostunut nykyisen kaltaisia riippumattomuus- ja integriteettiongelmia.

Keskuspankin ja *rahoitusvalvonnan* välinen suhde on ratkaistu eri tavoin eri maissa. Jotkut ovat tulkinneet kriisin kokemuksi siten, että keskuspankin ja rahoitusvalvonnan suhde pitäisi olla hyvin läheinen. Mahdollisesti rahoitusvalvonta tulisi olla organisoitu osaksi keskuspankkia. Keskeinen argumentti tässä näkemyksessä on se, että erityisesti kriisioloissa rahapolitiikan toteuttamisessa sekä rahoitusmarkkinoiden ja -laitosten kriisien hallinnassa tarvitaan pitkälti samaa informaatiota.

Tälle kehitykselle ja argumentaatiolle voidaan esittää ainakin neljä varausta tai vastaväitettä. Ensiksikin rahapolitiikan harjoittamisessa ja rahoitusvalvonnassa tarvitaan erilaista osaamista. Vaadittavat kompetenssit eroavat siten toisistaan. Toiseksi yksittäisille toimijoille ei kannata välttämättä antaa liian paljon valtaa. Valtaa ja päätöksentekoa voi olla hyvä hajauttaa, jotta vältetään megaluokan virheitä, joita voi syntyä samansuuntaisesta mutta väärästä toiminnasta. Kolmanneksi tietojen ajantasainen vaihto voidaan järjestää muutenkin kuin yhdistämällä toiminnot samaan organisaatioon. Tässä on kyse enemmän halusta kuin keinojen puutteesta. Neljänneksi rahoitusvalvonnan ja rahapolitiikan välinen liian läheinen yhteys voi johtaa siihen, että rahapolitiikan harjoittamisessa painotetaan liikaa rahoitusmarkkinoiden ja rahoituslaitosten tilaa. Kun rahoitusmarkkinoilla on lähes aina jonkinlaisia ongelmia, tämä voi johtaa liian keveään rahapolitiikkaan ja siten aiheuttaa tuhoisia seurauksia myöhemmin.

Rahapolitiikan nojaaminen tuulta vastaan voi siten käydä mahdottomaksi tai ainakin hyvin vaikeaksi.

Toisaalta voidaan esittää, että eurojärjestelmässä yksittäisen kansallisen keskuspankin ja sen pääjohtajan rooli EKP:n rahapolitiikan viityksestä päätettäessä on hyvin pieni, lähes olematon. Ongelma voitaisiin ratkaista myös siten, että EKP:n rahapolitiikasta, erityisesti korkopolitiikasta, päättäisi pelkästään EKP:n johtokunta, ei neuvosto, jossa ovat mukana EKP:n johtokunnan lisäksi kansallisten keskuspankkien pääjohtajat. Tällainen institutionaalinen ratkaisu ainakin lievittäisi pelkoa siitä, että rahoitusvalvontaan ja rahoituslaitoksiin liittyvät huolet saastuttavat merkittävästi EKP:n rahapolitiikan harjoittamista. Voitaisiin pohtia myös sitä, että EKP:n neuvostossa korkopoliittiseen päätöksentekoon eivät saisi osallistua sellaisien kansallisten keskuspankkien pääjohtajat, joiden keskuspankeilla on vastuu rahoituslaitosten valvonnasta. Ratkaisu ei kuitenkaan välttämättä eliminoisi kokonaan huolta rahapolitiikan saastuttamisesta.

Euroalueen laajenemisen myötä olisi muutenkin syytä pohtia ja arvioida *EKP:n neuvoston rakennetta ja toimintatapoja*. Yli kahdenkymmenen henkilön päätöksentekoeelin ei ole välttämättä järkevä ja toimiva. Yksi ratkaisu voisi olla sellainen, että EKP:n johtokunta vastaa korkopolitiikasta ja neuvosto muista asioista, mukaan lukien likviditeettipolitiikka. Tällainen muutos edellyttänee EKP:n (eurojärjestelmän) statootien muutosta. EKP:n neuvoston pohtima rotatiomalli ei välttämättä vie uudistusta riittävän pitkälle. Vähintäänkin EKP:n neuvoston pitäisi luopua konsensukseen perustuvasta päätöksenteosta ja siirtyä erityisesti korkopolitiikassa äänestämiseen ja enemmistöpäätöksiin. □