

Euroalueen laajenemisen vaikutuksista eurojärjestelmän toimintaan*

Pentti Pikkarainen
Ph.D., Osastopäällikkö
Suomen Pankki

1. Johdanto

Ensi vuoden toukokuussa EU saa kymmenen uutta jäsentä. Myös Bulgaria ja Romania liit-tynevät EU:hun ennen vuosikymmenen vaih-detta. EU:n laajeneminen tuskin loppuu tähän: myös Turkki tavoittelee EU:n jäsenyyttä, ja Länsi-Balkanin maat, Ukraina sekä mahdolli- sesti Moldova ja Valko-Venäjä ovat potentiaa- lisia jäseniä.

EU:n laajeneminen merkitsee väistämättä myös euroalueen laajenemista. Maastrichtin lähentymiskriteerien valossa ensi vuonna EU:hun liittyvät uudet jäsenmaat täyttävät EMU:n lähentymisehdot varsin hyvin. Uudet jäsenmaat ovat pääosin hyvin innokkaita liittymään euroalueeseen mahdollisimman pian.

Ruotsissa järjestetään kansanäänestys EMU-jäsenyydestä syyskuussa. Jos kansanää-

nestyksen tulos on myönteinen, se voi avata EMU-tien myös Tanskassa ja mahdollisesti Bri- tanniassa. Onkin todennäköistä, että nykyinen 12 maan euroalue laajenee jopa 25 maan ta- lous- ja rahaliitoksi vuosikymmenen jälkimmäi- sellä puolella. Ensi vuosikymmenellä mukaan voi vielä tulla noin kymmenen uutta maata.

On selvää, että euroalueen näin voimakas laajeneminen vaikuttaa syvällisesti Euroopan keskuspankin (EKP) ja koko eurojärjestelmän toimintaan. Asiaa käsittelevässä keskustelussa on kiinnitetty huomiota lähinnä siihen, kuinka varmistaa tehokas päätöksenteko EKP:n neu- vostossa. Vaikka tämä on hyvin tärkeä kysy- mys, se on vain pieni osa koko keskuspankki- toiminnan kokonaisuutta. Tässä alustuksessa pohdin hieman laajemmin EU:n ja euroalueen laajenemisen vaikutuksia eurojärjestelmän toi- mintaan: päätöksentekoon, rahapolitiikan stra- tegiaan ja harjoittamiseen, operatiiviseen toi- mintaan sekä yleensä eri toimintojen organi- sointiin eurojärjestelmässä.

* *Esitelmä Kansantaloudellisen Yhdistyksen vuosikokouk- sessa 31.3.2003. Kiitän Anneli Isopuroa ja Tuomas Saaren- heimoa hyödyllisistä kommentista. Tässä esitetyt näkemyk- set ovat omiani eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin virallista kantaa.*

2. EKP:n neuvoston päätöksenteko

Monet keskustelijat ovat kiinnittäneet julkisuudessa huomiota siihen, että EKP:n neuvoston päätöksenteko voi vaikeutua, kun neuvosto laajenee nykyisestä merkittävästi.¹ 30–40 jäsenen neuvosto on toki suuri, ja onkin oikeutettua epäillä näin suuren päätöksentekoelimen tehokkuutta. On myös esitetty, että laajenemisen myötä euroalueen pienet maat voivat dominoida päätöksentekoa ja siten EKP:n neuvoston päätöksillä ei olisi enää suurten maiden edustajien ja sitä kautta euroalueen kansalaisten enemmistön tukea. Nizzan sopimuksessa luotiin mahdollisuudet tarkastella neuvoston päätöksentekoa laajenevassa euroalueessa.

EKP:n neuvosto pohtikin kysymystä viime vuonna intensiivisesti. Joulukuussa se julkisti oman ehdotuksensa siitä, kuinka neuvoston päätöksentekoa tulisi muuttaa, kun neuvosto laajenee.² Nyt neuvoston esitystä on ryhdytty käsittelemään poliittisilla foorumeilla, ja tällä hetkellä näyttää siltä, että se tulee hyväksytyksi.

Keskeinen idea neuvoston ehdotuksessa on, että kansallisten keskuspankkien pääjohtajat jaetaan kolmeen (alussa kahteen) ryhmään, ja kullekin ryhmälle on allokoitu tietty määrä ääniä: ensimmäiseen ryhmään kuuluvat viiden suurimman maan kansallisten keskuspankkien pääjohtajat, ja heillä on yhteensä neljä ääntä. Toisessa ryhmässä on puolet pääjohtajista, ja heillä on yhteensä kahdeksan ääntä. Lopuilla pääjohtajista on kolme ääntä. Äänioikeudet kiertävät kussakin ryhmässä. EKP:n johtokunnan jäsenillä on pysyvä äänioikeus. Maan kokoa mitataan indikaattorilla, joka on painotettu keskiarvo maan bruttokansantuotteesta ja

finanssisektorin taseen varoista. Näiden tekijöiden painot ovat 5/6 ja 1/6.

Kun Maastrichtin sopimusta aikoinaan valmisteltiin, oli esillä kaksi vaihtoehtoista päätöksentekosääntöä. Yhtenä vaihtoehtona oli malli, jossa kunkin kansallisen keskuspankin pääjohtajan äänimäärä heijastaa maan kokoa. Tämä vaihtoehto kuitenkin hylättiin ja päädyttiin nykyiseen malliin, jossa kullakin kansallisen keskuspankin pääjohtajalla on yksi ääni. Tällä valinnalla haluttiin korostaa sitä, että kunkin kansallisen keskuspankin pääjohtaja on yhtäläisesti vastuussa koko euroalueen hintavakaudesta (ja muistakin EKP:n neuvostolle kuuluvista asioista) ja ettei pääjohtajien tule ajaa oman maan etua vaan koko euroalueen etua. EKP:n neuvoston ehdotus merkitsee askelta pois päin tästä periaatteesta. Vaatimukset ja esitykset kansallisten keskuspankkien pääjohtajien jakamisesta eri ryhmiin voivat kannustaa pääjohtajia korostamaan oman maan etua koko euroalueen edun kustannuksella.

EKP:n neuvoston esitys ja monet vastaavat esitykset merkitsevät sitä, että suurten maiden rooli tulee kasvamaan verrattuna EKP:n neuvoston nykyiseen käytäntöön. Tämä johtuu sekä kansallisten keskuspankkien pääjohtajien ryhmittelystä että myös siitä, että EKP:n johtokunnan jäsenistä suurin osa tulee käytännössä suurista maista. On vaikea kuvitella, ettei EKP:n johtokunnassa olisi jatkuvasti Saksan, Ranskan, Italian ja euroalueeseen liittyessään Britannian edustajaa. Sen lisäksi Espanja ja Puola tulevat pitämään puolensa jaettaessa EKP:n johtokunnan paikkoja. Muille maille jää siten 1–2 paikkaa.

On epäselvää, missä määrin päätöksenteon muuttaminen tulee käytännössä vaikuttamaan neuvoston päätöksentekoon. Toistaiseksi päätökset on tehty keskustelussa syntyneen kon-

¹ Ks. esim. Baldwin ym. (2001) ja Widgrén (2001).

² Ks. EKP (2002).

sensuksen pohjalta ilman äänestyksiä. Tulevaisuus näyttää, voidaanko tätä menettelytapaa enää noudattaa, kun puhevaltaisten jäsenen määrä kasvaa huomattavasti.

3. Eurojärjestelmän rahapolitiikan strategia ja rahapolitiikan harjoittaminen

EKP:n rahapolitiikan strategia koostuu kolmesta elementistä: hintavakauden tavoitteesta, raha-aggregaatit ja luottojen kehityksen sisältävästä ns. ensimmäisestä pilarista sekä muun informaation sisältävästä ns. toisesta pilarista.³

Eurojärjestelmän rahapolitiikan tavoite on pitää inflaatio alle kahden prosentin. Kuten monet keskustelijat ovat esittäneet, uusissa jäsenmaissa inflaatio tulee todennäköisesti olemaan jonkin verran nopeampi kuin euroalueen nykyisissä jäsenmaissa.⁴ Tämä johtuu lähinnä siitä, että tuottavuuserojen tasaantuessa myös hintatasot pyrkivät konvergoitumaan euroalueella ja tämä tapahtuu todennäköisesti siten, että inflaatio tulee olemaan euroalueen uusissa maissa nopeampi kuin nykyisissä jäsenmaissa. Tulotason nousun myötä lähinnä palveluiden hintataso pyrkii nousemaan uusissa jäsenmaissa. Tämä on ns. *Balassa – Samuelsonin* vaikutus. On esitetty, että syntyy tilanne, jossa laajenemisen myötä euroalueen inflaatio pyrkii kiihtymään ja EKP joutuu sen johdosta pitämään yllä korkotasoa, joka olisi korkeampi kuin ilman laajenemista. EKP:n korkopolitiik-

ka olisi siten erityisesti ns. ydinmaiden kannalta liian kireää ja rajoittaisi kasvua ydinmaissa.

Ensi vuonna EU:hun liittyvät maat kasvatavat nykyisen euroalueen väkimäärää noin 25 prosenttia, mutta nykyisen euroalueen bruttokansantuote kasvaa vain noin 6 prosenttia. Hakijamaiden vaikutus euroalueen inflaatioon jää siten pieneksi ja deflaatoriski kohtuullisen vähäiseksi nykyisissä jäsenmaissa. Jos kuitenkin uudet jäsenmaat kasvavat selvästi nopeammin kuin nykyiset jäsenmaat ja inflaatio pysyy jonkin verran nopeampana kuin nykyisissä jäsenmaissa, ongelma ei ole välttämättä mitätön.⁵ Ongelmaa helpottaa, jos Maastrichtin lähentymiskriteerejä tulkitaan tiukasti ja uusilta hakijamailta edellytetään hintavakauden kestävästä täyttymistä ennen EMU-jäsenyyttä.⁶ Tähän ei voida kuitenkaan luottaa, koska EMU-jäsenyys, kuten EU-jäsenyyskin, on pohjimmiltaan poliittinen, ei taloudellinen päätös.

Rahapolitiikan onnistunut harjoittaminen edellyttää luotettavia ja nopeasti saatavia tilastoja. Monen hakijamaan tilastot ovat todennäköisesti huonompia kuin nykyisissä EU-maissa. Tilastotietojen laadun ja nopeuden kehittäminen on menossa hakijamaissa, mutta monella on vielä pitkä tie edessä.

Laajenemisen myötä euroalueen heterogeenisuus kasvaa. Rahapolitiikan välittymismekanismi hämärtyy. Tämä on suuri haaste sekä rahapolitiikan päättäjille että valmistelijoille. Eu-

³ Ks. EKP (2001), *luvut 3 ja 5*.

⁴ Kysymys on ollut laajasti esillä myös euroalueen ja hakijamaiden keskuspankkiireiden vuoropuhelussa, ks. esim. *European Central Bank and Oesterreichische Nationalbank* (2001).

⁵ Ks. *Björkstén* (2000).

⁶ *Hintavakauden kestävästä täyttymisestä arvioidaan erityisesti vertaamalla inflaatiota ja pitkiä korkoja euroalueella ja hakijamaissa. Pitkien korkojen sijaan olisi parempi käyttää lyhyttä korkoa: jos hakijamaan lyhyt korko on pitkän aikaa samalla tasolla kuin EKP:n keskeinen ohjauskorko ja maan rahataloudellinen tilanne pysyy vakaana, tämä on hyvä merkki hintavakauden kestävästä saavuttamisesta.*

rojärjestelmässä tehdään ennusteet lähtien maittaisista ennusteista, joista aggregoidaan johdonmukainen euroalueen ennuste. Tulemaa verrataan euroalueen aggregaattimallien avulla laadittuun ennusteeseen. Ensin mainittu lähestymistapa joutuu kovalle koetukselle, kun täytyy yhdistää nykyistä paljon suuremman maajoukon ennusteet johdonmukaiseksi kokonaisuudeksi. Kun taas tehdään suoraan aggregaatiennuste näin heterogeenisessa maajoukossa, ennusteen luotettavuus todennäköisesti kärsii.

Eurojärjestelmä ei ole juuri intervenoinut valuuttamarkkinoilla. Kun tarkastelee eurojärjestelmän lyhyttä historiaa, eurojärjestelmän valuuttamarkkinatoiminnan aktiivisuus asettuu Yhdysvaltain ja Japanin viranomaisten väli-maastoon, mutta on kuitenkin selvästi lähempänä Yhdysvaltoja. Japanin viranomaiset ovat selvästi näitä kahta innokkaampia puuttumaan valuuttamarkkinoiden kehitykseen.

Eurojärjestelmällä ei ole ollut syytä intervenoida valuuttamarkkinoilla mm. ERM II:n rauhallsuuden vuoksi. Nykyisinhän ERM II:ssa on mukana vain Tanska, jolla on pitkä ja uskottava kiinteän valuuttakurssin historia. Tilanne kuitenkin todennäköisesti muuttuu, kun nykyiset hakijamaat ja mahdollisesti myös Ruotsi ja Britannia ryhtyvät tavoittelemaan EMU-jäsenyyttä ja hakeutuvat ERM II:een. Vaikka eurojärjestelmän politiikkana on, että kunkin ERM II:ssa olevan maan tulee itse huolehtia valuuttakurssinsa vakaudesta, häiriöiden sattuessa poliittiset paineet eurojärjestelmää kohtaan todennäköisesti kasvavat ja eurojärjestelmää tultaneen ajoittain painostamaan intervenoimaan kriisissä olevien valuuttojen tukemiseksi. Tällainen politiikka voi periaatteessa häiritä eurojärjestelmän rahapolitiikkaa ainakin kahdella tavalla. Valuuttakurssitavoitteen pai-

nottaminen voi toisaalta johtaa siihen, että hintavakauden tavoite vaarantuu. Toisaalta massiiviset interventiot valuuttamarkkinoilla voivat aiheuttaa normaalista poikkeavaa kehitystä euroalueen likviditeetissä (strategian ensimmäinen pilari).

Rahapolitiikan onnistunut harjoittaminen edellyttää, että euroalueen eri maiden kehitys on mahdollisimman yhtenäistä. Jos hakijamaat liittyvät euroalueeseen liian nopeasti ja lähen-tyminen ei ole kestäväällä pohjalla, maat voivat ajautua tasapainottomaan kehitykseen. Näin kävi nykyisistä jäsenistä ainakin Irlannille, Portugalille ja Kreikalle. Näissä maissa rahaliiton jäsenyys merkitsi korkojen nopeaa alentamista lyhyessä ajassa, mitä kautta talouksiin syntyi monetaarinen pommi, joka näkyi mm. nopeana luottojen kasvuna ja varallisuusesineiden hintojen nousuna. Nyt nämä maat kärsivät liian nopean lähentymisen jälkeisestä krapulasta. Jos näistä virheistä ei oteta opiksi, hakijamaat voivat ajautua samanlaiseen kehitykseen. Maiden väliset erot kasvavat, ja yhteisen rahapolitiikan sopivuus koko euroalueelle vaikeutuu.

4. Eurojärjestelmän raha- ja valuuttamarkkinaoperaatiot

Eurojärjestelmän toiminta raha- ja valuuttamarkkinoilla on keskitettyä siinä mielessä, että EKP tekee kaikki raha- ja valuuttamarkkinaoperaatioita koskevat päätökset. Keskeiset päätökset tekee EKP:n neuvosto, ja EKP:n johtokunta ohjaa toimintaa. Operaatiot kuitenkin toteutetaan hajautetun mallin mukaisesti kansallisten keskuspankkien kautta.⁷

⁷ Eurojärjestelmän operatiivisesta keikosta ks. EKP (2000) ja EKP (2001), erityisesti luku 4.

Eurojärjestelmän raha- ja valuuttamarkkinaoperaatiot voitaisiin toteuttaa vaihtoehtoisesti täysin keskitetysti EKP:n kautta. Mm. EMUn tiukan aikataulun vuoksi ainoa mahdollinen vaihtoehto alun perin oli hyödyntää kansallisten keskuspankkien olemassa olevaa infrastruktuuria. Raha- ja valuuttamarkkinaoperaatioiden toteuttaminenhan tarvitsee tuekseen mm. vakuusmateriaalin hallinnan, kauppohen selvityksen ja maksuliikenteen infrastruktuurin.

Keskitetty toimintatapa merkitsisi sitä, että eurojärjestelmällä olisi selvästi nykyistä vähemmän vastapuolia. Tällöin rahamarkkinoille syntyisi kahden tason toimijoita: ne, jotka ovat mukana EKP:n/eurojärjestelmän operaatioissa, sekä ne, jotka ovat riippuvaisia edellisistä.⁸ Tämä asetelma koetaan erityisen hankalaksi niissä maissa, joiden pankkisektorissa on suhteellisen paljon pieniä pankkeja, kuten Saksassa ja Ranskassa.

Euroalueen laajeneminen on iso haaste operatiivisen toiminnan näkökulmasta. Kun maiden ja vastapuolien joukko kasvaa, järjestelmiä koskevat vaatimukset kasvavat ja sisäisten toimintatapojen on oltava tiukat. Rahapolitiikan hajautettu toimintatapa on kuitenkin laajenemisen näkökulmasta hyvä, sillä sitä kautta kukin uusi maa ja keskuspankki voidaan joustavasti integroida osaksi kokonaisuutta.

Laajenevassa euroalueessa joillakin kansallisilla keskuspankeilla tulee olemaan harvoja vastapuolia ja siten hyvin vähän aktiivista toimintaa rahamarkkinoilla. Tämä koskee esim. Suomea, Ruotsia, Tanskaa, Baltian maita ja

Maltaa. Jo nyt vastapuolten lukumäärä on pieni monilla kansallisilla keskuspankeilla. Jotkin vastapuolet ovat aktiivisia useissa nykyisissä ja tulevaisuudessa euroalueen maissa. On myös todennäköistä, että pankkien treasury-toiminnot keskittyvät ja pankit tulevat hoitamaan eurolikviditeetin hallintansa vain yhdestä paikasta.

Eurojärjestelmän interventiot valuuttamarkkinoilla tehdään EKP:n valuuttavarannolla. Tämän lisäksi kansallisilla keskuspankeilla on omia valuuttavarantojaan. Rahamarkkinaoperaatioiden tavoitin EKP:n varannon hoitamisen keskeiset periaatteet päättää EKP:n neuvosto, mutta kukin kansallinen keskuspankki hoitaa omaa osuuttaan EKP:n valuuttavarannosta. EKP:n varannon hoidon ns. front office- ja back office -toiminnot ovat siten kansallisissa keskuspankeissa mutta ns. middle office -toiminnot hoitaa EKP.

EKP:n valuuttavarannon hajautettu, täysin symmetrinen hoitotapa joutunee kovalle koetukselle euroalueen laajenemisen myötä. Rahoitustutkimuksen mukaan sijoittajan kannattaa antaa varallisuutensa muutaman samanlaisella mandaatilla toimivan salkunhoitajan hoidettavaksi, jos salkunhoitajien tyyli eroaa toisistaan. Näin voidaan saavuttaa parempi tuotto-hajontasuhde kuin käyttäen vain yhtä salkunhoitajaa. Tämä edellyttää tietenkin sitä, että useiden salkunhoitajien myötä kustannukset eivät nouse liikaa.

Optimaalinen salkunhoitajien lukumäärä ei ole kuitenkaan kovin iso, yleensä muutama riittää. Jo nyt nykyisen varannon hallintatavan perustelevminen on vaikeaa. Tilanne käynee kesämättömäksi, kun euroalue laajenee merkittävästi. Tällöin on vaihtoehtona EKP:n valuuttavarannon hoitamisen keskittäminen EKP:hen. Voidaan pohtia myös erilaisia erikoistumisvaihtoehtoja.

⁸ Yhdysvalloissa FED toteuttaa rahamarkkinaoperaationsa tämän mallin mukaisesti. Operatiivisesta toiminnasta vastaa kuitenkin Federal Reserve Bank of New York, ei Washingtonissa toimiva Board of Governors.

5. Näkökohtia toimintojen organisoinnista eurojärjestelmässä

Eurojärjestelmässä tulee aina olemaan jännite keskuksen ja periferian (kansallisten keskuspankkien) välillä. Eurojärjestelmä on siinä mielessä erikoinen rakennelma, että periferia omistaa keskuksen, ei päinvastoin. Tämä asetelma antaa periferialle periaatteessa mahdollisuuden kontrolloida keskusta. Keskuksella on kuitenkin oma voimakas tahtonsa, ja siten käytännössä keskuksen kontrollointi ei ole helppoa. Lisäksi periferia on hajanainen eikä välttämättä edusta yhtenäisiä mielipiteitä.

Resurssien tehokkaan käytön kannalta eurojärjestelmän tulee supistua. Eurojärjestelmän kansallisilla keskuspankeilla on pitkälti samantyyppiset tehtävät. Laajentumisen myötä eurojärjestelmän nykyinen tasavertainen toimintamalli voidaan asettaa kyseenalaiseksi. Resurssien tehokas käyttö tulee ajan myötä merkitsemään joidenkin tehtävien siirtämistä keskukseseen sekä kansallisten keskuspankkien erikoistumista. Erikoistuminen voi koskea keskuspankkitoiminnan eri lohkoja: talousanalyysiä, raha- ja valuuttamarkkinaoperaatioita, EKP:n valuuttavarannon hoitamista, maksujärjestelmää, rahoitusta jne.

Jos EU:n kehitys etenee kohti liittovaltiota, joskus tulevaisuudessa, ehkä jo 2010-luvulla, kansalliset keskuspankit joko delegoivat suuren osan tehtävistään keskukselle tai muodostavat alueellisia keskuspankkeja. Alueellis-

ten keskuspankkien muodostaminen voi olla luontevaa erityisesti pienille maille, joilla on jo aikaisemmin ollut tiivis yhteistyö ja joiden kulttuurilliset siteet ovat vahvat. Tällöin alueellisen keskuspankin pääjohtaja edustaisi omaa aluettaan EKP:n neuvostossa. Alueelliset keskuspankit vastaisivat oman alueensa koko keskuspankkitoiminnasta eurojärjestelmässä (taloudellinen tutkimus, erilaiset operaatiot, keskuspankille kuuluva tilastointi jne.). Rahoituksen järjestämiseksi alueelliset keskuspankit voisivat sijoittaa konttorinsa siten, että ne palvelivat parhaiten koko aluetta. □

Kirjallisuus

- Baldwin, Richard, Erik Berglöf, Francesco Giavazzi and Mika Widgrén (2001): *Preparing the ECB for Enlargement*. Centre for Economic Policy Research, Policy Paper No. 6.
- Björkstén, Nils (2000): *Real convergence in the enlarged euro area: a coming challenge*. Bank of Finland, Economics Department, Working Paper 1/2000.
- EKP (2000): Eurojärjestelmän valuuttavaranto ja operaatiot. *Kausikatsaus*, tammikuu, s. 51–57.
- EKP (2001): *EKP:n rahapolitiikka*.
- EKP (2002): EKP:n neuvosto valmistautuu EU:n laajenemiseen. *Lehdistötiedote* 20.12.2002.
- European Central Bank and Oesterreichische Nationalbank (2001): *Eurosystem Seminar with Accession Countries' Central Banks – Vienna 2000*.
- Widgrén, Mika (2001): EKP:n rahapolitiikan päätöksenteko ja EU:n itälaajeneminen. *Politiikka*, 43. vsk, nro 4, s. 277–286.