

### Talouspoliittinen Paneeli 17.5.2001

SITRA ja Kansantaloudellinen Yhdistys järjestivät 17.5.2001 Säätytalolla perinteisen talouspoliittisen paneelin. Pääpuhujana oli Euroopan keskuspankin pääekonomisti *Otmar Issing*. Tämän jälkeen finanssineuvos *Tuomas Sukselainen* esitteli talouspolitiikan tulevaisuuden haasteita valtiovarainministeriön strategiatyön pohjalta. Paneelissa alustivat myös professori *Erkki Koskela*, tutkimuskoordinaattori *Pekka Sauramo* ja toimitusjohtaja *Vesa Vibriälä*. Kansantaloudellinen aikakauskirja julkaisee tässä numerossa toimituksen editoiman version tilaisuudessa pidetyistä alustuksista.

## Euron alkutaival

Otmar Issing

*Pääekonomisti*

Euroopan keskuspankki

Yhteinen rahapolitiikka on ollut olemassa vain – tai pitäisikö sanoa jo – kaksi ja puoli vuotta, mutta edelleen on sitkeitä ‘tuhon aivueita’ varoittelemassa euroaluetta kohtaavista tulevaisuuden riskeistä ja jopa varmoista katastrofeista. Kun Maastrichtin sopimusta viimeisteltiin, monet kommentaattorit pitivät raha- ja talousliiton perustamisen kolmosvaihetta toteuttamiskelvottomana ja uhkarohkeana hyppynä tuntemattomaan. Rehellisyyden nimissä minun on tunnustettava, että en itsekkään ollut tuolloin tunnettu eurointoilijana.

Taloustieteessä perinteisiä optimaalisen valutta-alueen teoriaan pohjautuvia käsityksiä

käytettiin usein perustelemaan Euroopan rahanliittoon kohdistettua kritiikkiä. Tuolloin yleisen käsityksen mukaan tarvittavaa poliittista konsensusta ei koskaan saataisi syntymään kansallisvaltioiden vapaaehtoisesta itenäisestä rahapolitiikasta luopumisen tueksi. Kansallinen etukävisi aina yhteisen edun edellä. Tätä kritiikkiä näytti puoltavan vuorollaan jokainen taloudellinen häiriö, oli se sitten Saksan yhdistymisen tai Euroopan valuuttakurssimekanismin kohdantunut kriisi. Jopa vuonna 1998, kun euron käyttöönoton varmistuminen oli vain ajan kysymys, esitettiin spekulatioita rahoitusmarkkinoiden kuihtumisesta ja keskinäisten

valuuttakurssien lopullisen kiinnittämisen kes-  
tämättömyydestä. Epäilijät kiinnittivät huomio-  
ta historiallisesti ainutlaatuisen yhden keskus-  
pankin ja 12 kansallisen hallituksen epäsym-  
metriaan. Sittenkin kritiikki on keskittynyt  
EKP:n alkutaipaleen vaikeimpaan päätökseen  
rahaliiton olosuhteisiin sopivasta rahapoliitti-  
sesta strategiasta. EKP:n strategiaa moitittiin  
euroalueelle sopimattomaksi eli ei riittävän lä-  
pinäkyväksi, vallitsevan taloustieteellisen ajat-  
telun vastaiseksi ja lopulta huonoon rahapoli-  
tiikkaan johtavaksi.

Tätä taustaa ajatellen ei liene kohtuutonta  
väittää yhteisvaluutan käyttöönottoa menestyk-  
seksi. Viimeaikainen tutkimus vahvistaa, että  
valuuttamarkkinoilla toimivat tottuivat uusiin  
rahamarkkinoihin muutamassa viikossa. Uusi  
valuutta otettiin käyttöön ilman suurempia ong-  
gelmiä. Muutaman rahapolitiikan strategiaam-  
me kohdistetun arvosteluryöpyän jälkeen useim-  
mat kommentaattorit nykyisin myöntävät, että  
se lopultakin edesauttoi hyvien rahapoliittisten  
päästösten tekoa. Rahamarkkinoiden silmissä  
olemme saavuttaneet keskuspankin toiminnalle  
tarvittavan uskottavuustason.

Olisi naiivia kuvitella, että kaikki vaikeudet  
Euroopan integraation tieltä on nyt raivattu ja  
takaiskuja ei tulevaisuudessa satu. Tulemme  
päinvastoin epäilemättä kohtaamaan ongelmia  
esimerkiksi EU:n laajenemisen yhteydessä, joka  
tulee haastamaan Unionin institutionaalisen  
rakenteen kokonaisuudessaan. Uusien maiden  
liittyminen vaikuttaa myös yhteiseen rahapoli-  
tiikkaan. Muistutettakoon, että muutaman  
kuukauden kuluttua, ensi tammikuun ensim-  
mäisenä päivänä eurosta tulee kouraantuntu-  
va raha, seteleitä ja kolikoita satojen miljoonien  
eurooppalaisten käsissä pelkän laskentayksikön  
sijaan. Käteisrahaan siirtyminen todistaa Eu-  
roopan (taloudellisen) integraation onnistumi-

sesta symbolisena kohokohtana yhteen valuut-  
taan johtaneelle prosessille.

Lyhyen historiansa aikana yhteinen rahapo-  
litiikka on osaltaan myötävaikuttanut tähän  
onnistuneeseen lopputulokseen. Viimeaikais-  
ten ei-triviaalien häiriöiden jälkimainingeissa  
voitaneen väittää EKP:n strategian käytännös-  
sä toimineen tähän mennessä tyydyttävästi.  
Yhteisen rahapolitiikan alussa, 2,5 vuotta sit-  
ten, poikkeuksellisen epävarmuuden vallitessa  
uuden rahapoliittisen toimintaympäristön  
vuoksi olisimme tuskin voineet toivoa parem-  
pia tuloksia.

Tähänastisesta toiminnastaan keskuspanki  
on lopulta tilivelvollinen suurelle yleisölle.  
Tässä suhteessa Maastrichtin sopimuksessa  
lukkoon lyödyt instituutiot ja EKP:n neuvos-  
ton ensimmäiset päätökset ovat kypsyttäneet  
EKP:a täyteen vastuunottoon tekemistään pää-  
töksistä. Sopimus erittelee EKP:n tavoitteet ja  
perustelee niiden välisen tärkeysjärjestyksen,  
hintavakauden saadessa yksiselitteisesti ensim-  
mäisen sijan. Tämä säännös heijastaa taloustie-  
teessä vallitsevaa laajaa yksimielisyyttä siitä,  
että hintavakauden saavuttaminen ja ylläpitä-  
minen on rahapolitiikan päämäärä. Olemassa  
oleva konsensus pohjautuu käsitykseen, jonka  
mukaan rahapolitiikka edesauttaa yleistä vau-  
rautta parhaiten pitämällä hintavakautta yllä,  
sallien siten hintamekanismien toimia tehok-  
kaammin. Tämä väittäjä saa erittäin laajalti  
tukea keskipitkän aikavälin kasvun ja hintake-  
hityksen suhdetta eri maissa ja eri aikakausina  
tutkivasta taloustieteellisestä kirjallisuudesta.  
Haluan tässä ohessa korostaa, mainitusta kir-  
jallisuudesta lainattua termiä käyttäen, että  
EKP nauttii itsenäisyyttä instrumenttien, mut-  
ta ei tavoitteiden suhteen. EKP:n ensisijainen  
tavoite on määrätty sopimuksessa. Sitä ei ole  
valittu, eikä olisi voitu valita EKP:n neuvostos-

sa. EU:n jäsenvaltioiden hallitukset ja kansanedustuslaitokset valitsivat yhdessä hintavakauden EKP:n päätavoitteeksi ja antoivat sille perustuslaillisen aseman kirjatessaan sen sopimukseen.

Saatuaan tehtäväksi hintavakauden ylläpitämisen ja ottaen huomioon pyrkimyksen läpinäkyvyyteen ja arvioitavuuteen EKP:n piti julkaista oma tulkintansa hintavakauden käsitteestä. Eurojärjestelmän luoneiden keskuspankkien esimerkkiä seuraten EKP:n neuvosto päätti lokakuussa 1998 julkaista hintavakaudelle kvantitatiivisen määritelmän sekä fokuroidakseen inflaatio-odotuksia että luodakseen selkeän mittarin, jolla suuri yleisö, parlamentaarikot ja media pystyvät arvioimaan EKP:n toimia. Neuvosto määritteli hintavakauden valitsevan euroalueella, jos kuluttajahintaindeksin vuosittainen kasvu jää alle 2 prosentin. Määritelmää muotoiltaessa pyrittiin huomioimaan teoreettisia ja tilastollisia ongelmia, kuten esimerkiksi kuluttajahintaindeksin vääristymä ja sen suuruus. Mielestäni on kuitenkin selvää, että EKP:lla ei ollut muuta mahdollisuutta kuin määritellä ensisijainen tavoitteen sa siten, että yli 2 prosentin inflaation katsotaan olevan ristiriidassa hintavakausehdon kanssa.

Rahaliiton alussa oli erittäin tärkeää vakuuttaa suuri yleisö siitä, että ne hintavakauden olosuhteet, jotka oli saatu aikaan siirtymäprosessin aikana 1990-luvulla, tulisivat kestäväksi. Tosin sillä erotuksella aikaan ennen EMU:a, että hintavakautta pyritään nykyisin ylläpitämään euroalueella kokonaisuutena, mikä ei välttämättä tarkoita sitä, että alueen jokaisessa maassa vallitsee joka hetki hintavakaus. Vuosittainen alle 2 prosentin alle jäävä korotus yhdenmukaistetussa kuluttajahintaindeksissä edustaa mainitsemani määritelmän mukaan

hintavakautta, vaikka alueen joidenkin maiden kansallinen indeksi kohoaisi enemmän kuin 2 prosenttia. Kansalliset erot tulisi siten nähdä tässä suhteessa täysin analogisina *headline*-indeksin eri komponenttien välisille eroille.

Inflaatioerot eri maiden välillä voivat liittyä nk. *Balassa-Samuelson* efektiin. Talousteoriasa tämä efektin katsotaan johtavan nopeammin kasvavaan ja korkeampaan inflaatioon maissa, joiden talous kasvaa nopeimmin avoimella sektorilla. Toisaalta empirian näkökulmasta tuottavuuden mittareihin, eri maiden väliseen vertailukelpoisuuteen sekä avoimen ja suljetun sektorin määrittelyyn liittyvien epävarmuustekijöiden vuoksi Balassa-Samuelson efektin mittaaminen eksakteina inflaatiotasoina on erittäin vaikeaa. Tästä syystä efekti mainitaan yleensä vain puhuttaessa nuorista valtioista, joissa tuottavuus nousee rajusti. Silti viime aikoina on esitetty arvioita, perustuen pelkästään työn tuottavuudesta tehtyihin estimointeihin, joiden mukaan tämä efektin vaikutukset näkyisivät tällä hetkellä euroalueella. Mikäli näin on, suurta osaa maiden välisistä inflaatioeroista voitaisiin väittää rakenteellisiksi.

Nämä arviot eivät vaikuta robusteilta. Ne rajoittuvat erityistapauksiin: tiettyyn ajanjaksoon, tiettyyn tuottavuuden määritelmään ja perustuvat olettamukseen, että tuottavuuserot noudattavat valtioiden rajoja. Useat tutkimukset nimittäin osoittavat, että eroja voidaan havaita myös alueiden tasolla ja että ne eivät ole euroalueella suurempia kuin rahaliiton alueella kokonaisuudessaan. Lisäksi ainakin osa viime vuosina Euroopassa havaituista inflaatioeroista on osoittautunut väliaikaisiksi. On kuitenkin mahdollista, että jonkin euroalueen valtion inflaatio jossakin vaiheessa alkaa – eikä välttämättä Balassa-Samuelson -efektin takia – pysyvämmiin erottua alueen keskiarvosta. Täl-

lainen rakenteellinen poikkeama voi helposti kasvaa ja muuttua kestävämmäksi alkuun päästyään.

Rakenteellisten inflaatioerojen riski oli tiedossa ennen rahaliiton solmimista ja ne tunnus-tettiin huolen aiheeksi. Talousteorian mukaan oli myös ilmeistä, että sellaisessa tapauksessa yhteinen rahapolitiikka ei voi vaikuttaa merkittävästi sopeutumisprosessiin, koska EKP ei pysty vaikuttamaan inflaatioeroihin alueella. Viime aikaiset vaatimukset siitä, että neuvoston tulisi korjata hintavakauden määrittelmää korkeammalle tasolle, jotta välttyttäisiin deflaatiolta hitaamman kasvun maissa, eivät ole teoreettisesti perusteltuja. Eikö samoin argumen-tein voitaisi vaatia, että rahapolitiikalla estet-täisiin deflaatiota euroalueen jokaisella aluetasolla kaupunkeja myöten? Siitä huolimatta, että kasvavat ja kestävämmät inflaatioerot euroalueella saattavat kehittyä levottomuutta herättäviksi, pitäisi kyetä erottamaan suhteellisten hintojen sopeutuminen hintatason muutoksista. Vaikka hinnat laskisivat joskus tulevaisuudessa jossakin Euroopan rahaliittoon kuuluvasa maassa, vaikutukset eivät olisi samaa luokkaa kuin deflaatio koko alueella aiheuttaisi.

Mikäli mittavia ja kasvavia inflaatioeroja syntyy euroalueella, kansallisten päätöksentekijöiden täytyy reagoida. Kansallistason finanssipolitiikassa tulee käyttää automaattisia vakauttajia. Yhteiskunnan eri intressiryhmien tulee myös osallistua sopeuttamiseen varmistamalla, että palkkaratkaisut tukevat hintavakautta ja korkeaa työllisyyttä. Tästä syystä on tärkeää nopeuttaa finanssipolitiikan vakauttamis- ja rakenteellisia uudistusprosesseja. Lisääntynyt joustavuus tuotannossa, työvoima- ja pääomamarkkinoilla vahvistaa yksittäisen kansantalouden kykyä sopeutua idiosynkraattisiin tai tavanomaisiin talouden häiriöihin. Vakaa

julkinen talous on välttämätön edellytys auto-maattisten vakauttajien toiminnalle sopeutumisprosessissa.

EKP:n neuvoston hintavakauden kvantitatiivisen määrittelmän avulla kuka tahansa voi hetkessä arvioida onko *headline*-inflaatio sopu-soinnussa hintavakauden määrittelmän kanssa. Tällä hetkellä esimerkiksi on selvää, että euroalue ei ole hintavakaa. Tässä taloudellisessa solmukohdassa neuvoston ensisijaisena tehtävänä ja vastuuna on siten varmistaa, että tämänhetkinen poikkeaminen hintavakaudesta jää tilapäiseksi ilmiöksi ja että hintavakaus saadaan pian aikaan euroalueelle. EKP:n tähänastista toimintaa ei kuitenkaan voida arvioida ulkoisista ja väistämättömistä häiriöistä johtuvien, tilapäisten hintavakaudesta poikkeamien perusteella. Ottaen huomioon viipeen, jolla rahapolitiikan päätökset vaikuttavat talouteen, EKP ei voi taata hintavakautta aivan joka hetkenä ulkoisten häiriöiden sattuessa. Julkilausmassaan lokakuussa 1998 neuvosto yksiselitteisesti myönsi tämän ja korosti, että hintavakautta tulee ylläpitää keskipitkällä aikavälillä. Tässä suhteessa on huomattava, että EKP on pystynyt pitämään yllä sijoittajien ja rahamarkkinoiden luottamusta hintavakauteen euroalueella. Tätä näyttäisi vahvistavan laaja valikoima indikaattoreita, kuten esimerkiksi pitkäaikaisen obligaatioiden hintakehitys, lyhyemmän jakson odotukset ja eri laitosten ennusteet sekä taloudelliset kartoitukset.

Uskottavan politiikan arvoa lisää sen saavuttaminen viime aikojen usein vaikeissa ja epävarmoissa oloissa. Ensinnäkin euron käyttöönotto sinänsä epäilemättä muutti ja tulee edelleen muuttamaan odotusten muovautumista euroalueella, siten vaikuttaen tulevaan taloudelliseen käyttäytymiseen. Tämä järjestelmän vaihdos on otaksuttavasti vaikuttanut koko ra-

hapoliittiseen välittymismekanismiin ja hintakehitykseen. Eurohan otettiin käyttöön Aasian ja Venäjän vuosien 1997–1998 talouskriisin jälkimainingeissa, mikä puolestaan oli omiaan vähentämään ulkoista kysyntää ja lisäämään epävarmuutta. Järjestelmän vaihdokseen, erityisesti rahaliiton kolmanteen siirtymävaiheeseen liittyvät epävarmuustekijät korostuivat, koska nämä taloudelliset häiriöt sattuivat samaan aikaan.

Toinen menneen kahden vuoden inflaatiokehitykseen suoraan vaikuttanut taloudellisten häiriöiden syy on valuuttakurssi, erityisesti euron pitkittynyt heikkous suhteessa dollariin. Pitkittyneet ali- ja yliarvostuksen jaksot ovat tuskin mikään poikkeus minkään valuutan kohdalla. Silti erityisesti valuutan elämän alkuvaiheeseen sattuva ulkoisen arvon pitkittynyt heikkous on vaarallista, sillä se voi syödä sijoittajien luottamusta valuuttaan. EKP:n kyky pitää yllä uskottavuutta euron heikkoudesta huolimatta on tästä näkökulmasta katsoen erityisen merkittävää.

Lopuksi olemme viime aikoina todistaneet harvinaisten voimakkaiden energiahintojen heilahtelujen jaksoa. Vuosina 1990–2000 öljyn hinta dollareissa miltei kolminkertaistui, ennen nousun taittumista ja hintojen vähittäistä laskua viime vuoden loppupuolella. Tämän hintakehityksen välittömät seuraukset *headline*-inflaatioon ovat olleet merkittäviä ja ne tuntuivat edelleen. Jos tästä kehityksestä huolimatta EKP:n toiminnan voidaan arvioida tähän mennessä olleen tyydyttävää, osasta saavutuksia täytyy antaa tunnustus niille käytännöille, joilla organisoimme saatavissa olevan informaation analyysia ja strukturoimme päätöksentekoprosessiamme.

Nämä tunnuspiirteet muodostavat vakauttavan rahapoliittisen strategiamme ytimen. Hy-

vän rahapoliitiikan täytyy taata, että poliitikot saavat kaiken välttämättömän informaation johdonmukaisen päätöksenteon tueksi. Tämän lisäksi sen tulee tarjota selkeä viitekehys kommunikoimiselle rahamarkkinoiden kanssa, joka sallii EKP:n selostaa rahapoliitiikan päätöksien taustalla olevia taloudellisia rationaaliteetteja johdonmukaisella tavalla. Jälkimmäinen vaatimus, tarve varmistaa rahapoliittisen päätöksenteon läpinäkyvyys, on aivan yhtä tärkeä kuin ensimmäinenkin, relevantin tiedon järjestäminen ja prosessointi päätöksenteon tueksi. Demokraattisessa yhteiskunnassa suuri läpinäkyvyys ja arvioitavuus rahapoliitikassa vahvistaa keskuspankin toimivaltuuksia ja vahvistaa tukea sen hintavakaumandaatille. Lisäksi läpinäkyvyys vaatii päätöksentekijöiltä kurinalaisuutta ja helpottaa rahapoliittisen strategian yleistä ymmärrettävyyttä. Tämä puolestaan saattaa lisätä rahapoliitiikan uskottavuutta ja sitä kautta myös tehokkuutta, edesauttaen siten keskuspankkia sen tavoitteiden saavuttamisessa.

Läpinäkyvyys on siis epäilemättä tärkeä edellytys minkä tahansa keskuspankin toiminnalle. Mutta vaikka yleisperiaate läpinäkyvyyden tärkeydestä rahapoliitikassa on helppo hyväksyä, sen soveltaminen moderneissa keskuspankeissa on kaikkea muuta kuin yksinkertaista. Rahapoliittinen päätöksenteko on todellisuudessa hyvin monimutkaista. Talouselämässä liikkuu joka hetki näennäisesti ristiriitaisia signaaleja, jotka tapauksesta ja olosuhteista riippuen näyttävät perustelevan erilaisia näkemyksiä tai malleja maailmantalouden tilasta. Näitä hajanaisia signaaleja on mahdotonta nivoa yhteen yksinkertaiseksi, elegantiksi ja sisäisesti johdonmukaiseksi teoreettiseksi viitekehykseksi.

EKP:n neuvoston kokouksissa muodostuneiden kollektiivisten arvioiden raportointi re-

hellisesti, selkeästi ja synteettisesti on pulma, johon ei voi olla yksinkertaista ratkaisua. Vaikka keskuspankeissa yleisesti pyritään päätöksenteon läpinäkyvyyteen, on luonnollista, että erilaisia lukemattomista eri olosuhteista ja näkökohdista riippuvia ratkaisuvaihtoehtoja tutkitaan ja kokeillaan. Olisi naiivia otaksua, että läpinäkyvyydelle on olemassa yksi ainutlaatuisen ja – käyttäkseni avainsanaa – optimaalinen perusta riippumatta kyseisen raha-alueen erikoispiirteistä tai päättäjien preferensseistä. Melko monilla ideoilla ja idiosynkraattisilla muuttujilla on merkitystä sille, miten keskuspankki kommunikoi yleisönsä kanssa. Vaikutelmakseni on kuitenkin jäänyt, että monet EKP:n tiedotuspolitiikkaan kohdistetuista kommentteista ja kritiikistä perustuvat uskemukseen tällaisen ainutlaatuisen ja optimaalisen läpinäkyvyyden perustan olemassaolosta, johon olennaisena osana kuuluu keskuspankin sisäisen inflaatioennusteen julkaiseminen ja rahapolitiikan reagointi mekaanisesti ennusteen poikkeamiin tavoitteessa etukäteen määritellyllä ajanjaksolla. Joskus tämän mallin mukainen läpinäkyvyys vaikuttaa binäärimuuttujalta saaden arvon 1, jos ennuste julkaistaan ja 0, jos ei. En voisi olla jyrkemmin eri mieltä tämän näkemyksen kanssa, joka ei sen paremmin filosofian kuin käytännönkään suhteen osu yksin minkään tärkeän keskuspankin kanssa. Olen edelleen vakuuttunut, että läpinäkyvyyden suhteen EKP selviää hyvin vertailusta minä tahansa johtavan keskuspankin kanssa.

Kuten muidenkin keskuspankkien EKP:n täytyi räätälöidä kommunikaatiopolitiikkansa omiin erityishaasteisiinsa ja kohderyhmiensä tarpeisiin sopivaksi. Euroalue koostuu nykyisellään 12 itsenäisestä valtiosta, joilla jokaisel-

la on oma monetaarinen historiansa ja perintönsä. EKP:n täytyy kommunikoida 12 eri maassa EU:n kaikilla 11 virallisella kielellä. Rahamarkkinoitten toimijat, poliittiset ryhmät ja organisaatiot, taloustieteilijät ja suuri yleisö asettavat kukin omat vaatimuksensa informaation määrälle ja luonteelle. Suoran julkaisujen ja tiedotustilaisuuksien kautta tapahtuvan kommunikoinnin lisäksi medialla on merkittävä rooli tiedon levittämisprosessissa mille tahansa näistä ryhmistä. EKP:n tiedotuspolitiikka on räätälöity uudessa, laajassa ja kompleksisessa ympäristössä toimivan keskuspankin tarpeisiin. Siksi EKP:n neuvoston joka kuukauden ensimmäisen kokouksen yhteydessä järjestettävää lehdistökonferenssia pidetään tärkeänä; unohtamatta kyselytuntia, jossa median edustajat pääsevät esittämään kysymyksiä EKP:n presidentille ja varapresidentille. Tiedotuspolitiikkamme ydin on kuukausittain ilmestyvä tiedote, jossa pyritään tarjoamaan suurelle yleisölle ja rahamarkkinoille syvälleikäviä arviointeja taloudellisista olosuhteista.

Vaikka olemme eläneet viimeiset kaksi vuotta erityisen vaikeissa ja epävarmoissa taloudellisissa oloissa kokemuksemme vakauttavasta strategiasta ovat olleet tähän asti positiivisia. Ei siis ole kysymys aivan vähäpätöisestä saavutuksesta. Kuten kaikki keskuspankit, mekin pyrimme jatkuvasti parantamaan kommunikointia ulkoisen ympäristömme kanssa. EKP:n rahamarkkinoilla saavuttama uskottavuus aina yhteisvaluuttapolitiikan ensi askelista lähtien on perusehto sille, että hintavakaus kehittyi euroalueen pysyväksi ominaisuudeksi. □

(Käännös *Riitta Latvio*)