

Euroopan keskuspankin rahapolitiikan haasteet lähivuosina*

PENTTI PIKKARAINEN

Osastopäällikkö, Ph.D.

Suomen Pankki

Euroopan keskuspankki EKP ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä EKPJ aloittivat toimintansa kesäkuun alussa. Tähän mennessä EKP:n neuvosto on jo tehnyt merkittäviä rahapolitiikan infrastruktuuria koskevia päätöksiä, kuten päättänyt vähimmäisvarantojärjestelmästä – joka otetaan käyttöön, mutta mm. Suomen nykykäytännöstä poiketen siten, että vähimmäisvarantotalletuksille maksetaan markkinakorkoa – ja päättänyt maksujärjestelmän TARGETin hinnoittelusta ja euroalueen ulkopuolisten EU-maiden pääsyehdoista maksujärjestelmään. Rahapolitiikan strategiaa koskevat päätöksensä EKP:n neuvosto tekee myöhemmin tänä vuonna.

Otan artikkelissani esille joitakin EKPJ:n rahapolitiikan periaatteisiin liittyviä periaatteita ja nostan esille joitakin politiikkakysymyksiä, joita EKPJ voi joutua pohtimaan lähivuosina. Jätän artikkelini ulkopuolelle EKPJ:n rahapolitiikan infrastruktuuriin liittyvät kysymykset.

* Esitelmä Taloustieteellisessä Seurassa 29.9.1998.

1. EKPJ:n rahapolitiikan periaatteista

Heti alkuun on syytä korostaa, että EKPJ:n rahapolitiikan tavoite on turvata hintavakaus euroalueella. Tätä tavoitetta tulee tulkita siten, että EKPJ pyrkii virittämään rahapolitiikan linjan siten, että hintavakaus turvataan euroalueella keskimäärin, ts. että yhteistä rahapolitiikkaa harjoitetaan euroalueen keskimääräisen kehityksen mukaan. Toisaalta on selvää, että syntyy tilanteita, joissa tätä tulkintaa pyritään asettamaan koetukselle ja yhteisestä rahapolitiikasta yritetään tehdä »aluepolitiikkaa».

Sen jälkeen kun EMUn kolmannen vaiheen syntyminen varmistui, lukuisissa puheenvuoroissa on vaadittu, että EKPJ:n rahapolitiikan tulisi olla mahdollisimman selkeää. Tähän vaatimukseen on helppo yhtyä mm. seuraavista syistä:

- (1) Kun taloudenpitäjillä on selkeä käsitys rahapolitiikan periaatteista ja linjasta, se vakauttaa taloudenpitäjien odotuksia ja taloudenpitäjät osaavat asettaa käyttäytymisensä yhteisen rahapolitiikan asettamiin raameihin.

- (2) Edelliseen näkökohtaan liittyy se, että raha- ja finanssipolitiikan yhteensovittaminen on sitä helpompaa, mitä parempi käsitys finanssipolitiikan päättäjillä on yhteisen rahapolitiikan periaatteista ja linjasta.
- (3) Kun rahapolitiikan periaatteet ja toimintatapa ovat selkeät, ulkopuoliset voivat valvoa, että EKPJ todella toimii mandaattinsa mukaan.
- (4) Selkeys voi auttaa ns. demokratiavajeen ongelman ratkaisemisessa.

On siten helppo yhtyä käsitykseen, että EKPJ:n rahapolitiikan tulisi olla selkeää. Eri asia kuitenkin on, mitä tämä merkitsee käytännössä. Erityisesti kun euro tulee olemaan kelluva valuutta ja kun rahapolitiikan tavoitteeksi on asetettu hintavakauden turvaaminen, selkeys voisi tarkoittaa käytännössä lähinnä seuraavia asioita:

- (1) Hintavakauden tavoitteen operationalisointi. Täsmennetään, mikä inflaatiovauhti on sopuisuudessa hintavakauden tavoitteen kanssa ja kuinka EKPJ tulee mittaamaan inflaatiota.
- (2) Rahamäärien kehityksen täsmällinen rooli rahapolitiikan strategiassa. On selvää, että EKPJ tulee antamaan hyvin suuren painon rahamäärien kehitykselle. Jos rahan kysyntä on vakaa tai hyvin ennustettavissa ja keskuspankki pystyy kontrolloimaan rahanmäärän kehitystä, rahamäärälle voidaan antaa välitavoitteen asema. Jos näiden ehtojen ei arvioida olevan voimassa, rahamäärän kehitykselle ei voida antaa välitavoitteen asemaa, vaan merkittävän indikaattorin rooli. EKPJ tulee siten myöhemmin tänä vuonna täsmentämään vastaukset seuraaviin kysymyksiin: Mikä on eri raha-aggregaattien rooli? Nostetaanko jokin raha-aggregaatti jopa välitavoitteen ase-

maan? Jos kyllä, kuinka tavoite on johdettu? Jos ei, mikä on raha-aggregaattien tulkinta indikaattorina?

- (3) Eteenpäin katsova rahapolitiikkaraportti. Jos rahapolitiikan strategia perustuu rahamäärätavoitteeseen, tällöin ainakin teorias-
sa valitun rahamäärän kehitys on riittävä tunnusluku kertomaan tulevista inflaatiopaineista. Tällöin raportissa tulee analysoida erityisesti raha- ja luottomäärien kehitystä. Jos taas strategia on lähellä ns. suoraa inflaatiotavoitetta – kuten tällä hetkellä mm. Ruotsissa ja Isossa-Britanniassa – Ruotsin ja Englannin keskuspankkien raportit tarjoavat erinomaisen mallin hyvistä rahapolitiikkaraporteista. Joidenkin ekonomistien mielestä Ruotsin ja Englannin käytäntö menee jopa liian pitkälle. Näkisin, että kun-
niahimoinen julkaistu rahapolitiikkaraportti on oiva piiskuri korkeatasoiseen ekonomistityöhön ja nostaa riman korkealle myös varsinaisten päätöksentekijöiden piirissä. Raportinhan täytyy heijastaa EKP:n neuvoston käsitystä taloustilanteesta.
- (4) EKPJ:n rahamarkkinatoimintatapojen selkeys. Tämä voisi käytännössä tarkoittaa mm. sitä, että EKPJ asettaa repokoron ns. määrähuutokaupoilla ja tarjoaa markkinoille informaatioita euroalueen likviditeettitilanteesta.
- (5) EKP:n neuvoston rahapolitiikkaa koskevien pöytäkirjojen julkisuus. Julkisuusperiaate toteutuu tällä hetkellä mm. USA:ssa ja Isossa-Britanniassa, ja ymmärtääkseni Ruotsissa ollaan siirtymässä tällaiseen käytäntöön ensi vuonna. Pöytäkirjojen julkistaminen (sisältö, aikataulu) voi tietenkin tapahtua eri tavoin.

EKP:n neuvosto tulee myöhemmin tänä vuonna täsmentämään kaikki edellä mainitut

elementit. Näkisin, että neuvoston pöytäkirjojen julkistaminen ei ole aivan välttämätöntä. Jos muut edellä mainitut kohdat täsmennetään onnistuneesti, pöytäkirjojen julkistamisen hyödyllisyys vähenee. Toisaalta julkistaminen voi olla jossakin määrin substituutti erityisesti yksityiskohtaiselle rahapolitiikka-reportille.¹

2. *Mahdollisia rahapolitiittisia haasteita*

Käsittelen seuraavaksi joitakin politiikkakysymyksiä, jotka voivat nousta EKPJ:n agendalle lähivuosina.

Vaikka EKPJ täsmentäisi rahapolitiikan periaatteet kuinka huolellisesti tahansa, aina syntyy tilanteita, joita ei aikaisemmin osattu ennakoita. On siten varsin todennäköistä, että rahapolitiikan linjan perusteleminen ei ole aina kovin helppoa. Yksi mahdollinen haaste liittyy juuri raha-aggregaattien kehitykseen. Kuten aikaisemmin totesin, raha- ja luottoekspansion seuraaminen on toki pitkällä aikavälillä erittäin tärkeää, mutta ainakin tilapäisesti raha-aggregaattien kehityksen tulkintaan voi liittyä ongelmia. Näin voi olla erityisesti EMUn kolmannen vaiheen alussa, joka sinänsä tulee olemaan merkittävä muutos rahataloudellisessa ympäristössä. EKPJ:n kannalta onkin suuri haaste, kuinka täsmentää raha-aggregaattien rooli alkuvaiheessa ja kuinka tulkita raha-aggregaattien kehitystä siten, että ei aiheuteta häiriötä rahoitusmark-

kinoilla ja anneta vääriä signaaleja rahapolitiikan periaatteista ja linjasta.

Monissa EU-maissa ja tulevissa euromaissa rahapolitiittisessa keskustelussa on annettu hyvin suuri paino valuuttakurssikehitykselle ja rahapolitiikkaa on ajateltu ns. pienen avoimen talouden mallin termein. Euromaiden tilanne muuttuu varsin radikaalisti, ja euroaluetta tulisikin ajatella lähinnä suurena suljettuna taloutena tai osana kolminapaista maailmantaloutta (euroalue, Yhdysvallat, Japani) unohtamatta kehittyviä talouksia² Kun kukin näistä kolmesta alueesta on suhteellisen suljettu talous ja kun kullakin alueella keskuspankit tähtäävät hintavakauteen antaen varsin pienen painon valuuttakurssin kehitykselle, tämä voi johtaa tilanteeseen, jossa päävaluuttojen välinen vaihtelu voi jossakin määrin lisääntyä. Tämän uuden asetelman ymmärtäminen ei ole haaste pelkästään EKPJ:lle mutta myös muille euroalueen taloudenpitäjille. On todennäköistä, että asetelman hyväksyminen ei ole aivan kivutonta varsinkaan niissä maissa, joissa on perinteisesti annettu hyvin suuri paino valuuttakurssin kehitykselle ja valuuttakurssin vakaudelle.

EMUn kolmanteen vaiheeseen ei siirrytä finanssipolitiikan osalta täysin optimaalisessa asennossa. Julkisen talouden alijäämät ovat edelleen hyvin lähellä kolmea prosenttia, ja velkaongelmat ovat ratkaisematta monessa maas-

¹ Keskusteltaessa pöytäkirjojen julkistamisesta mielipiteet jakaantuvat kahtaalle. Jotkut vastustavat pöytäkirjojen julkistamista sillä perusteella, että se voi uhata päätöksentekijöiden riippumattomuutta. Toinen koulukunta taas haluaa pöytäkirjat julkisiksi, koska tällä tapaa voidaan tarkkailla, toimivatko rahapolitiikan päättäjät todella riippumattomasti vai ehkä poliittisen painostuksen alaisina.

² Euroalueen ulkomaankaupan (tavarakaupan viennin ja tuonnin keskiarvon) osuus alueen kokonaistuotannosta pienenee nykyisestä vajaasta 25 prosentista noin puoleen. Jos koko EU-alue tulisi mukaan rahanliittoon, ulkomaankaupan osuus painuisi ilmeisesti jopa alle 10 prosentin. Toisaalta joissakin pienissä maissa osuus säilyy tähän nähden yli kaksinkertaisena ja Irlannissa jopa 40 prosentissa. Suomessa euroalueen ulkopuolisen kaupan osuus tulee olemaan noin viidennes BKT:sta.

sa.³ On siten mahdollista, että jotkin maat tai jokin maa ajautuu vakaus- ja kasvusopimuksen mukaan sanktioitavaksi kutakuinkin normaaleissa olosuhteissa. On todennäköistä, että tällaisessa tilanteessa syntyy keskustelua toimitatavoista: Pidetäänkö vakaus- ja kasvusopimuksesta todella kiinni? Missä määrin syntyy painetta EKPJ:tä kohtaan rahapolitiikan löysäämiseksi jonkin maan julkisen talouden »pelastamiseksi»? Jos painostus on merkittävää, on todennäköistä, että tämä vaikuttaa euroalueen rahoitusmarkkinakehitykseen haitallisesti: euron ulkoinen arvo pyrkii heikkenemään, pitkätkä korot nousemaan ja pörssikurssit laskemaan.

Myös suhdannetilanteen osalta euroalueen eri maat siirtyvät EMUn kolmanteen vaiheeseen hieman eri tahdissa. Suhdannetilanne on selvästi edellä Irlannissa, Hollannissa ja Suomessa euroalueen ytimen (Saksa, Ranska, Belgia, Itävalta) tilannetta; Etelä-Euroopan maat asettuvat näiden välimaastoon. Suomen ohella ylikuumenemisen riski on siten lähivuosina relevantti Ir-

³ Euroalueen julkisen talouden alijäämä vuonna 1997 oli 2.5 % BKT:sta ja tulee paranemaan ennusteiden mukaan tänä ja ensi vuonna vain marginaalisesti, vaikka BKT:n kasvun ennustetaan samaan aikaan kiihtyvän euroalueella. Euroalueen julkinen velka/BKT oli 75.2% viime vuonna.

lannissa, Hollannissa ja Etelä-Euroopan maissa.⁴ On siten todennäköistä, että alkuvaiheessa yhteinen rahapolitiikka on jossakin määrin liian keveää näiden maiden kannalta. Mahdolliset ongelmat syntyvät vasta muutaman vuoden kuluessa, jos ylikuumenemisen riskit toteutuvat ja jos julkisen talouden tilaa ei ole saatu vahvistettua selvästi näissä maissa.⁵ On todennäköistä, että puheenvuorot EKPJ:n rahapolitiikan keventämiseksi krapulaisten auttamiseksi lisääntyvät tällaisessa tilanteessa. Myöhemmin näiden tilanteiden todennäköisyys pienenee, kun yhteisestä rahapolitiikasta (korko- ja valuuttakurssikehityksestä) tulee tekijä, joka pyrkii siivittämään euroalueen eri osat kutakuinkin samaan suhdannerytmiin.

⁴ Suomen osalta ylikuumenemisen riskiä ovat viime aikoina pienentäneet Aasian kriisin vaikutukset, Venäjän kriisi ja markan (euron) ulkoisen arvon vahvistuminen erityisesti suhteessa Yhdysvaltain dollariin, Ruotsin kruunuun ja Norjan kruunuun. Keväästä markka on vahvistunut noin 5 % mitattuna kauppapainoisella valuuttakurssi-indeksillä.

⁵ Ylikuumenemiseen liittyvät erityisesti kotimaisten kustannusten liian nopea nousu ja varallisuusineiden hintojen (pörssikurssit, asuntojen hinnat) voimakas nousu ja sitä seuraava romahdus.