

”Epäilysten alhangosta uskottavuuden jalustalle”, kommentti-puheenvuoro Sirkka Hämäläisen alustukseen ”Euroopan keskuspankin haasteet -integraation vai rahapolitiikan ongelmia”

Juha Ahtola
Pääekonomisti
Nordea

Aluksi haluaisin kiittää Sirkka Hämäläistä erinomaisesta, rahapolitiikan tekijän luotauksesta niihin tunnelmiin ja kokemuksiin, joita euroalueen viiden ensimmäisen vuoden kokemukset ovat hänelle antaneet. Uskon kuitenkin, että nämä argumentit heijastelevat myös laajemmin Euroopan keskuspankin ja erityisesti sen Neuvoston kokemuksia ja niissä edelleen vallitsevaa ajattelutapaa rahapolitiikan teosta ja sen haasteista. Siksi tämä esitys palveleekin hyvin keskustelun pohjana Euroopan keskuspankin rahapolitiikasta yleisesti.

Vaikka keskuspankin institutionaalisten haasteiden kommentointi ei varsinaisesti ole aiheenani, niin en malta aluksi olla puuttumatta yhteen kysymykseen, joka esitetään jo esityksen otsikossa. Uskon, että EU:n laajenevan integraation myötä syntyvät haasteet tulevat olemaan EKP:lle jatkossa vaikeampia purtavia kuin käytännön rahapolitiikan tekemiseen liittyvät haasteet. Eikä vähiten sen vuoksi, että EKP varmasti joutuu taistelemaan kansallispo-

liittisten tuulimyllyjen ja ”one size fits all”-jakkupuvun istuvuusongelmien ristipaineissa, kun euroalue aikanaan laajenee uusiin EU-maihin. Markkinoiden näkökulmasta vähäriskisin institutionaalinen ratkaisu olisi sementoida ainakin rahapoliittinen päätöksenteko ”luotettaviin” käsiin, jotka edelleen ymmärtävät koko euroalueen keskimääräiset tarpeet parhaiten. Markkinoita ei kiinnosta kuinka tasapuolista yli maiden päätöksentekovalta on, vaan se minkälaisia päätöksiä tehdään, kuinka hyvin ne osataan kommunikoida ja miten tulevaa rahapolitiikkaa kyetään ennakoimaan. Päätäjiä voi vallan mainiosti olla vaikka paljon vähemmän kuin tänä päivänä.

Aiheeseen liittyen odotinkin esityksessä joi-tain käytännön kokemuksia niistä ongelmista tai ongelmattomuuksista, jotka liittyvät tuohon ”one size fits all”-problematiikkaan euroalueen lähihistorian aikana. Tätähän markkinoilla, etenkin anglo-amerikkalaisessa maailmassa pidetään edelleen euroalueen käytännön raha-

politiikan suurimpana pysyvänä haasteena. Ei niinkään päätöksenteon kannalta, koska päätöksissä tietysti painavat, ja pitääkin painaa, ison massan tarpeet eniten, vaan päätösten vaikutusten kannalta yksittäisten maiden talouksiin. Omat lähitaloushistorian muistikuvani eivät tuo mieleen mitään valtaisia yksittäisiä ylikuumenemis- tai alijäähtymisongelmia puhumattakaan kansallisista epäsymmetrisistä shokeista, joiden uhkista niin paljon puhuttiin Euroopassa 90-luvun jälkipuoliskolla. Onko rahapolitiikan tekemisessä jouduttu paljon pohtimaan kansallisia seurausvaikutuksia? Ja etenkin, ovatko ne koskaan tuottaneet ongelmia euroalueen päätöksenteossa?

Sitten yleisempiin rahapolitiikka-asioihin, jotka nekin johtavat minut muutamaan kysymykseen. Keskityn jatkossa seuraaviin aiheisiin

1. Euroalueen viiden vuoden rahapoliittinen historia ja EKP:n uskottavuus
2. Rahapolitiikan tavoitteenasettelu ja kommunikointi
3. Vakaus- ja kasvusopimus

1. Euro aloitti taipaleensa sille hämmästyttävän suotuisissa oloissa v. 1999 alussa

Kehittyvien maiden ja Yhdysvaltojen koko rahoitusjärjestelmiä kohtaan oli suuria paineita erityisesti vuoden 1998 loppukuukausina (Kaakkois-Aasian ongelmat, Venäjän velkakriisi, Long Term Capital Management -vipurahaston kaatuminen), ja tulevan euroalueen valuutat nähtiin parhaana turvasatamana noissa oloissa. Jatkon kannalta ehkä suurin ongelma olikin siinä, että (laskennallinen) euro pääsi vahvistumaan voimakkaasti juuri ennen syntymäänsä. Tästä vahvistuneesta arvosta (lähes

1,20 dollaria yhtä euroa vastaan) tuli viitearvo, johon euron kulloistakin arvoa aina verrattiin, kun alueen alkutaipaleen menestystä arvioitiin. Vuodet 1999 ja 2000 olivat dollarin rynnistystä supervahvan Yhdysvaltojen talouskasvun vauhdittamana. Euroalueellakin meni silloin loistavasti, mutta koska kaikki on suhteellista, niin siltä ei oikein tuntunut, erityisesti koska dollari näytti nöyryyttävän euron. Näissä oloissa oli varsin luonnollista, että poliittinen ja talouspoliittinen itsetunto ei euroalueella ollut kovin korkealla. Jos jokin oli silloin koetuksella, niin se oli euron poliittinen uskottavuus markkinoilla. EKP:n rahapolitiikkaa, sen tavoitteita ja strategiaa tai päättäjiä kohtaan ei alussa ymmärtääkseni tunnettu mitään erityistä epäluuloa. Toki markkinoita kiinnosti nähdä miten EKP sietää alkuaikojen paineet toisaalta valuuttamarkkinoilta ja toisaalta poliittisten päättäjien taholta. Näistä isoista ongelmista EKP mielestäni selvisi erinomaisen hyvin ja onnistui rakentamaan uskottavan eurooppalaisen keskuspankin maineen, mikä uskottavuus ei ole perusteiltaan horjunut sen jälkeenkään. Epäilyksen alhanko ei siis ehkä kuitenkaan ollut aivan niin syvä kuin miltä se saattoi EKP:n sisällä tuntua. Ehkä EKP:ssä luettiin vähän liiankin kanssa joitakin rahoitusmarkkinoiden tarkoituksellisesti spekulatiivisia ja jopa provosoivia arvioita siitä ja analyttisemmat arviot jäivät näiden varjoon.

2. Rahapolitiikan tavoitteenasettelu

On tietysti totta, että muodollisesti EKP:n rahapolitiikan ensisijaiseksi, ja markkinoiden mielestä lähes yksinomaiseksi, tavoitteeksi asetettu hintavakauden vaaliminen on ollut EU-tason poliittinen päätös. EU-poliitikoilla tuskin

kuitenkaan on ollut kovin vahvaa omaa tahtoa tässä tavoitteenasettelussa, ainakaan ohi sen tutkimuksiin ja traditioihin perustuvan tietämyksen ja tahtotilan, mikä eurooppalaisilla keskuspankeilla ja EKP:n valmisteluelimessä Euroopan rahapoliittisessa instituutissa ymmärtääkseni melko yleisesti vallitsi. Uskoakseni poliitikot siis siunasivat vallitsevan eurooppalaisen rahapolitiikan doktriinin myös EKP:n ohjenuoraksi eurooppalaisten keskuspankkien toiveiden mukaisesti. Jos olen tässä väärässä, niin toivon pikaista korjausta.

Mitä tulee itse tavoitteenasetteluun, niin EKP:han sai itse konkretisoida sen, miten se katsoo hintavakaustavoitteen toteutuvan ja miten tätä monitoroidaan ja miten siihen liittyviä riskejä arvioidaan. Syntyi kahden pilarin strategia, joissa ensimmäinen pilari, rahan määrä, nostettiin omalle jalustalleen ja ”kaikki muu” hintoihin vaikuttavat monitoroitavat tekijät heitettiin toiseen pilariin. Näiden pilarien varaan rakennetun strategian tehtävä oli taata, että keskipitkällä aikavälillä euroalueen harmonisoitu kuluttajahintainflaatio pysyy alle kahdessa prosentissa.

En muista, että tämä tavoitteenasettelu ja strategia olisivat sinällään nostattaneet markkinoilla kulmakarvoja pystyyn. EKP:sta odotettiin tulevan haukkamaisemman inflaation vastaisen taistelun linnakkeen kuin Yhdysvaltojen Fed oli, ja tämä myös näytti toteutuvan. Alle kahden prosentin tavoitetta kyllä pidettiin kunnianhimoisena, ehkä jopa tiukkanakin, mutta sen hiukan kryptisesti formuloidun eksaktin luonteen väljyys tarjosi kuitenkin takaportin rahapolitiikan tekijöille, mikä kyllä ymmärrettiin markkinoilla. Markkinat halusivat yksinkertaisesti nähdä miten politiikkaa käytännössä aletaan tehdä ja miten siitä aletaan argumentoida.

Uskon, että markkinat ovat jo pitkään antaneet EKP:n rahapolitiikan tekijöille lähes puhtaat paperit niistä päätöksistä, joita EKP:n tavoitteen ja strategian puitteissa on tehty. Kritiikkiä ja kysymyksiä on esitetty lähinnä itse tavoitteenasettelun liiallisesta jäykkyydestä. Erityisesti verrattaessa Fed:n tavoitteenasetteluun, jossa tasapainoinen kasvu- ja työllisyyskehitystavoite mainitaan suoraan eikä teoreettisen mutkan kautta, kuten EKP:n tapauksessa.

Kärjistän ehkä hieman liikaa, kun sanon, että käytännön rahapolitiikan päätöksenteon kannalta en usko, että nämä keskuspankit kuitenkaan enää toimivat kovinkaan eri tavalla, paitsi ehkä reaktionopeudessa ja rohkeudessa. Päätöksentekoon vaikuttavat parametrit näyttävät kuitenkin lähentyneen toisiaan.

Rahan määrän kasvun huiteleminen kaukana viitearvojensa yläpuolella tuskin enää pitkään on ollut mikään suuri uhkatekijä eurooppalaisille keskuspankkiireille. Rahoitusmarkkinoiden globalisoituminen ja rahoitusinnovatiot ovat tehneet raha-aggregaattien seurannasta rahapolitiikan apuvälineenä melko turhauttavaa työtä, mikä varmasti on havaittu myös EKP:ssa. Toinen pilari on siis saanut merkittävämmän jalansijan ja hintanäkymien seuranta ja ennustaminen on varmaan melko samankaltaista työtä sekä Fed:ssä että EKP:ssä. EKP on myös tarkentanut hintavakauden ilmentymisen konkreettista tavoitetta hieman joustavampaan suuntaan, kun nykyään tavoitellaan noin kahden prosentin inflaatiota aikaisemman korkeintaan kahden asemasta. Numerosta kaksi voidaan tietysti edelleen kysyä onko se paljon vai vähän? Ainoa oikea vastaus lienee, että: On. Toisaalta Fed:n avomarkkinakomiteassa on jäseniä, joiden mielestä nollainflaatio on tavoiteltavin olotila (tosin inflaatio pitää silloin mitata oikein) ja toisaalta jäseniä joiden mie-

lestä tuotteiden normaali ja tehokas hinnanmuodostumismekanismi vaatii jonkinasteista yleistä hintatason kohoamisvauhtia. Päätösten teko Fed:ssä on silloin enemmän tasapainoilua näiden ajattelutapaerojen paineiden välillä, ja tietysti antaa puheenjohtajan auktoriteetille mahdollisuuden tulla voimakkaammin esille itse päätöksenteossa ja niiden perusteissa sekä riskiarvioissa lähitulevaisuuden suhteen. Luulenkin, että markkinoilla haluttaisiin myös Euroopan keskuspankille hieman henkilöityneempi auktoriteettikuva pois päin nykyisestä konsensushakuisesta keskustelu- ja päätösten tekokulttuurista. Voisin kuvitella, että EKP:n uudella pääjohtajalla voisi olla hyvä lähtökohta viedä kehitystä tähän suuntaan, jos EKP:n Neuvosto vain suostuu antamaan sopivasti löysää narua.

Luulenkin, että suurin ero käytännön rahapolitiikassa EKP:n ja Fed:n välillä löytyy siitä, mihin Sirkka Hämäläinenkin viittasi, eli uskoon siitä, minkälaisia reaalitaloudellisia vaikutuksia aktiivisella rahapolitiikalla voidaan saavuttaa. Yhdysvalloissa usko rahapolitiikan tehoon syklisten ongelmien auttajana on melkoinen. Se on sitä myös markkinoilla varsinkin jos puhutaan Yhdysvaltojen taloudesta. Euroopassa tunnutaan ajattelevan toisin, ainakin EKP:ssa. Mutta onko tässäkin suhteessa tiettyä lähentymistä tapahtumassa? Näin voisi päätellä niistä muutoksista, joita on viime aikoina tehty siihen tapaan, jolla EKP nykyään kommunikoi strategiastaan. Rahan määrästä alkavasta analyysistä on siirrytty makrotaloudellisesta ympäristöstä alkavaan analyysiin. Tämänhän ei tarvitse merkitä muuta kuin sitä, että nykyään halutaan kertoa ensin ne asiat, jotka markkinoita eniten kiinnostavat ja sitten vasta mennään doktriinin kannalta ”oikeisiin” asioihin. Luulen, että kyseessä on kuitenkin hieman

enemmän kuin pelkkä kommunikaatiokysymys, mikä jo sellaisenaankin on kovasti tervetullut. Uskon, että EKP:llä on nykyään hieman herkemmat korvat ainakin pohtia reaalitalouden merkittävämpiä syklisiä ja muitakin häiriöitä myös rahapolitiikan näkökulmasta.

Pidemmällä tähtäimellä keskuspankkien, myös EKP:n, yhdeksi keskeiseksi tehtäväksi voisi tulla monitoroida ylipäänsä tasapainoista talouskehitystä vakavasti uhkaavia riskitekijöitä, vaikka näiden todennäköisyys olisi hyvinkin vähäinen. Siis jotain muuta, kuin tyypillinen ennustaminen. Ja myös toimia niin, että markkinoilla ei pääse syntymään paniikkireaktioita tällaisten riskien pelossa. Tämä aiheuttaa valtavasti uusia haasteita ei vain rahapolitiikalle mutta myös keskuspankkien kommunikoinnille. Esimerkiksi kelvannee Fed:n käynnistämä deflaatoriskikeskustelu viime keväänä, joka ryöpsähti markkinoilla yli äyräidensä, kun Fed alkoi puhua jo ”hätäsunnitelmiksi” tulkituista operaatiomahdollisuuksistaan. Jossain siis kulkee raja myös siinä, mitä kaikkea on järkevä puhua julkisuudessa ja mitä pohtia kotitöinä. Täydellinen avoimuus ei ole markkinoidenkaan kannalta keskuspankkien ihanteellisin toimintatyyli.

3. Lopuksi muutama sana vakaudesta ja kasvusopimuksesta

Minulla ei ole mitään vaikeuksia allekirjoittaa täysin Sirkka Hämäläisen huolia euroalueen potentiaalisen kasvun rakenteellisista esteistä. Nämä ovat koko alueen pitkän ajan hyvinvoinnin kannalta aivan keskeisiä tekijöitä. Heikko kasvu yhdistettynä hitaasti rakenteellisiin uudistuksiin monissa euroalueen maissa häiritsee nyt vakavasti niitä sopimuksia, joita euroalueen synnyttämiseksi tehtiin, erityisesti Vakaus- ja

kasvusopimusta. Kaikki tähänastinen poliittinen ja talouspoliittinen keskustelu huomioon ottaen olen jopa hieman yllättynyt, että tämä asia ei ole pahemmin markkinoiden hampaisa. Ehkä markkinoilla on jokin tätäkin kiinnostavampi asia päällä tällä hetkellä, mutta tähän ei ole syytä tuudittautua pitkäksi aikaa. Tämä huoli heijastuu hyvin selvästi myös Sirkka Hämääläisen esityksestä.

Kysyisinkin nyt, että mikä olisi euroalueen rahapolitiikan kannalta onnellisin ratkaisu nykyiseen ongelmatilanteeseen, jos unohdetaan optimistisin ratkaisu epärealistisena. Eli kun Saksa ja Ranska paukuttavat sopimuksen rajoja puhki oikein olan takaa, niin pitäisikö

- a) Etsiä poliittinen sopuratkaisu, jolla vältetään näiden maiden sanktioiminen ja katsella nykyisin sopimuksin parempaan tulevaisuuteen, jossa talouskasvu tuo jälleen helpotuksen?
- b) Etsiä poliittinen sopuratkaisu, jolla vältetään sanktioiminen ja aloitetaan sopimuksen uudelleenmuotoilu järkevämpään suuntaan?
- c) Sanktioida näitä maita ja elää nykyisen sopimuksen puitteissa?
- d) Sanktioida ja aloittaa sen jälkeen järkevämmän sopimuksen muotoilu?

Kiitos Sirkka Hämääläiselle vielä kerran erinomaisesta alustuksesta. □