

## Euroopan keskuspankin haasteet – integraation vai rahapolitiikan ongelmia?\*

Sirkka Hämäläinen

*Kauppat. tri*

Helsinki

Yhteinen rahapolitiikka lähestyy viiden vuoden virstanpylvästä ensi vuoden alussa. Euroopan keskuspankki on näiden vuosien aikana pitkälti vakiinnuttanut toimintansa ja uskottavuutensa. Edelleen kuitenkin kuulee väitettävän, että rahapolitiikka on kriisissä: Sen edellytysten nähdään olevan uhattuina suurten maiden finanssipoliittisten linjausten takia ja vain vähän aikaa sitten väitettiin sen yksisilmäisen inflaation pelon olevan johtamassa deflaatiokierteeseen. EKP:tä on kehoitettu ottamaan oppia Yhdysvaltojen Fed:istä, joka on käyttänyt korkoa aktiivisesti ja aggressiivisesti talouden lyhytaikaisten vaihtelujen hallitsemiseen ja kasvuun ja työllisyyden tukemiseen.

Arvioitaessa euroalueen rahapolitiikan tilaa, vaikutuksia tai onnistuneisuutta, on hyödyllistä erottaa ne haasteet ja ongelmat, jotka liittyvät rahapolitiikan harjoittamiseen ylipäätään – harjoitettiinpa sitä kansallisvaltion tasolla tai euroalueen tasolla – niistä haasteista ja ongelmista, jotka aiheutuvat yhteisen rahapolitiikan

harjoittamisesta kahdentoista erillisen kansallisvaltion muodostamassa yhteisössä.

Rahaliiton käynnistäminen oli todella ratkaiseva askel yli 50-vuotisessa integraatioprojektissa. EU:n jäsenvaltioiden poliittiset päätöksentekijät olivat uhranneet sen valmisteluun valtavasti aikaa ja henkisiä samoin kuin taloudellisiakin resursseja viimeisten kolmen vuosikymmenen ja eritoten viimeisten kymmenen vuoden aikana. Yhteisen rahapolitiikan aloittaminen kehitysvaiheessa, jossa osin yleinen taloudellinen, mutta erityisesti rahoitusmarkkinoiden yhdentyminen on vielä vajavaista, on asettanut erityisiä haasteita Euroopan keskuspankille. Toisaalta yhteisen rahapolitiikan aloittaminen on merkinnyt vahvaa lisänsentiiviä yhdentymiselle.

Kun koko integroitumisprojekti, ja yhteinen rahapolitiikka sen osana, muodostavat erittäin pitkän tähtäimen rakenteellisen hankkeen, ei sen onnistumisesta tai epäonnistumisesta voida tehdä johtopäätöksiä muutaman vuoden tulosten pohjalta. Sen sijaan voidaan kyllä analysoida, mitä etuja yhteisen rahapolitiikan valmisteluvaiheen poliittiset linjaukset ovat näyttäneet Euroopalle tuoneen, miten yhteinen ra-

\* *Esitelmä kansantaloudellisen yhdistyksen tilaisuudessa 1.10.2003.*

hapolitiikka on käynnistynyt ja minkälaisia haasteita Euroopan keskuspankkijärjestelmällä on edessään. Näitä näkökohtia käsittelemässä esityksessäni.

## **Tähänastiset kokemukset myönteisiä**

Yhteisen rahapolitiikan aloittamiseksi välttämättömään talouksien ja talouspolitiikan harmonisointiin oli asteittain ja eritoten 90-luvulla panostettu aktiivisesti nimellisten yhdentymiskriteereiden muodossa. Tärkeintä näiden, numeerisilta arvoiltaan osin mielivaltaisten, kriteerien hyväksymisessä ja soveltamisessa oli niiden taustalla ollut yhteisymmärrys taloudellisen vakauden välttämättömyydestä pysyvän tasapainoisen kasvun ja työllisyyden saavuttamisessa. Poliittisella sitoutumisella hintatason vakautteen ja julkisen talouden tasapainoon, ja niiden seurauksena vakautuvalla korko- ja valuuttakurssikehityksellä, tähdättiin nimenomaan parempiin kasvuedellytyksiin, kuin mitä 1970-, 1980-luvuilla ja 1990-luvun alkupuolella oli koettu. Noiden vuosikymmenien kokemukset opettivat, että kansainvälisten riippuvuuksien voimakkaasti lisääntyessä kansallinen rahapolitiikka oli menettänyt itsenäisyytensä ja vaikutusmahdollisuutensa. Oivallettiin, että valuuttakurssin aktiivisella käytöllä vain pahennettiin rakenteellisia ongelmia ja reaalista kilpailukykyä, samalla kun vapaiden pääomanliikkeiden olosuhteissa saatiin aikaan vakavia häiriöitä ja tasapainottomuuksia. Tämän kaikkien hyvin tunteman historian toistaminen on paikallaan siksi, että viime aikoina on taas lisääntyvästi kuulunut väitteitä, mm. Ruotsin kansanäänestykseen liittyen, että oma valuutta turvaa rahapolitiittisen itsenäisyyden ja suotuisamman konkonaistaloudellisen kasvun kuin yhteisvaluutta.

Saavutettu poliittinen yhteisymmärrys vakautteen tähtäävän politiikan tarpeellisuudesta johdettiin raha- ja finanssipolitiikan roolien selkiyttämiseen ja rahapolitiikan delegeoimiseen ensin kansalliselta tasolta EU-tasolle ja sitten EU-tasolla poliittiselta päätöksentekotasolta riippumattomalle Euroopan keskuspankille, ensisijaisena tavoitteena hintavakaus. Tämänkin kaikkialle tutun tosiasian toistaminen on tarpeen sen alleviivaamiseksi, ettei rahapolitiikan päätöksiä tekevien tavoitteenasettelu ole sisäsyntyistä eikä poliittisten päätöksentekijöiden arvojen vastaista, niin kuin välillä kuulee väitettävän.

Yhteisen rahapolitiikan aloittamista edelsi jo huomattava taloudellisen kehityksen vakauttaminen. Tästä huolimatta EKP:n aloitessa työnsä ei sen uskottavuus markkinoiden, akateemisten tarkkailijoiden, tavallisten kansalaisten tai edes poliittisten päättäjienkään silmissä ollut häppöinen. EKP:n raskaan monijäsenisen päätöksentekojärjestelmän uskottiin olevan hitaan ja tehottoman, eivätkä markkinaosapuolet luottaneet keskuspankin riippumattomuuteen poliittisista päätöksentekijöistä. Joissakin maissa poliittiset päättäjät taas vierastivat, omien traditioittensa pohjalta, keskuspankin riippumattomuutta. Tavalliset kansalaiset kokivat keskuspankin kovin etäiseksi ja epämääräiseksi.

Erityistä epäluuloa tunnettiin monilla tahoilla yhteisen rahapolitiikan tehokkuuteen siksi, että euroalueen ja eritoten niiden rahoitusmarkkinarakenteiden erilaisuuden nähtiin johtavan hyvin erilaisiin rahapolitiikan vaikutuksiin alueen eri osissa. Katsottiin, ettei yhteinäistä euroalueen laajuista transmissiomekanismia voida ymmärtää, eikä alueen nähty muodostavan optimaalista valuutta-alueita.

Lähes viiden vuoden kokemukset ovat laimentaneet ja lieventäneet nämä epäluulot ja

luottamusongelmat tasolle, jota voidaan pitää kutakuinkin normaalina minkä tahansa keskuspankin kohdalla. Toki kansallisia eroja tässä suhteessa on ollut ja on historian ja politiikkatraditoiden eroista johtuen.

Rahapoliittinen päätöksenteko on suuresta päättäjiä lukumäärästä huolimatta ollut varsin tehokasta. Monijäsenisyys on taannut analyysin ja keskustelun monipuolisuuden ja syvyyden, kun EKP:n oman seurannan ja analyysin lisäksi käytettävissä on koko se syvälinen analyysi ja asiantuntemus, joka kansallisissa keskuspankeissa on. Markkinoilla toimivat ovat niin ikään oppineet luottamaan päätöksenteon riippumattomuuteen: EKP:n neuvosto on muuttanut korkoja, silloin kun sitä on vastustettu ja myös silloin kun sitä on vaadittu, oman riippumattoman analyysinsä pohjalta.

Yhtä helppoa ei päätöksenteko ole, eikä voi olla, ns. infrastruktuuripäätösten osalta. Nämä ovat tärkeä osa Euroopan keskuspankkijärjestelmän työstä: Tämän alueen valmistelutyö ja päätöksenteko vievät vielä nytkin enemmän aikaa ja resursseja kuin rahapoliittinen päätöksenteko. Näissä pääosin keskuspankkirahoituksen ja maksuliikenteen järjestelmiin tai niiden valvontaan liittyvissä hankkeissa ja päätöksenteossa näkyy luonnollinen taipumus puolustaa olemassa olevia kansallisia järjestelmiä ja tehtäviä niiden tehokkuudesta ja järjestyksestä riippumatta. Esimerkkeinä tämän alueen kysymyksistä voisi mainita suurten maksujen järjestelmän TARGET:in kehittämisen, keskuspankkirahoituksen vakuusjärjestelmien harmonisoinnin tai seteleiden painamiseen liittyvät kysymykset. ”Keskuksen” pyrkimykset harmonisointiin tulkitaan helposti keskittämisyrittäviksi ja kansallisten keskuspankkien itsemääräämisen rajoittamiseksi. Tällaista pelkoa on

luonnollisesti lisännyt useissa maissa käyty keskustelu kansallisten keskuspankkien tehtävistä ja resursseista.

Rahapolitiikan välittymismekanismeja koskeva analyysi on Euroopan keskuspankkijärjestelmän piirissä laajaa, perusteellista ja jatkuvaa. Rahapolitiikan vaikutuksia tunnetaan kohtuullisesti euroalueen tasolla samoin kuin kansallisestikin. Vaikka euroalue onkin monella tavalla, mm. rahoitusmarkkinoiden rakenteen ja kehittyneisyyden suhteen melko heterogeeninen, on yhteinen raha jo näiden vajaan viiden vuoden aikana muovannut sitä lähemmäs optimaalista valuutta-alueetta. Monet rakenteellisina pidetyistä eroistahan ennen rahaliittoa aiheutuivat nimenomaan valuutta- ja rahapolitiikkareaktioista. Yhteinen rahapolitiikka on myös merkittävästi yhtenäistänyt euroalueen rahoitusmarkkinoita.

Vaikka niin markkinoilla toimivat osapuolet, akateemiset tarkkailijat kuin poliitikotkin luonnollisesti edelleen antavat kritiikkiä ja neuvoja EKP:n päätöksentekijöille, ne nyt antavat myös tunnustusta johdonmukaisesta politiikasta. Nämä tahot näyttävät ymmärtävän päätöksenteon perusteita ja luottavan keskipitkän ajan hintavakauden turvaamiseen. Tämä luottamus näkyy pitkien markkinakorkojen matalassa tasossa ja niiden vakaudessa.

EKP:tä kohtaan alkuvuosina esitetty kritiikki sulkeutuneisuudesta ja etäisyydestä on sekin selvästi lieventynyt kokemusten myötä. Markkinoilla toimivat samoin kuin poliittiset päättäjät saavat runsaasti tietoa keskuspankista ja osaavat seurata Euroopan keskuspankkijärjestelmän kaikkien osien, niin EKP:n kuin kansallisten keskuspankkienkin julkaisemaa analyysia ja laajaa tiedottamista. Tosin näilläkin tahoilla on näyttänyt olleen vaikeuksia ymmärtää keskuspankin kaksipilarista, sekä rahan

määrän että hintanäkymien seurantaan perustuvaa, strategiaa.

Tavallisille kansalaisille keskuspankin etäisyys on kuitenkin edelleen tosiasiata; rahapolitiittinen analyysi ja tieto eivät vaikeaselkoisuudessaan heitä tavoita. Tämä ei sinänsä ole pelkäättävää Euroopan keskuspankin ongelma, se on pitkälti yhteinen kaikille rahapolitiikasta päätäville. Se että EKP tekee rahapolitiittisia päätöksiä 12 itsenäisen valtion aluetta koskevana, tekee tiedonvälittämisen kuitenkin erityisen vaikeaksi. Kieli- ja kulttuurierot, EKP:n puolesta lausuntoja ja selityksiä antavien lukuisuus sekä eri tiedotusvälineiden, tai oikeammin niiden toimittajien asenteet monimutkaistavat tiedon välittämistä tavallisille kansalaisille. Kansallisten keskuspankkien ja eritoten niiden pääjohtajien rooli tiedonvälittäjinä kansallisilla markkinoilla on tärkeä. Tosin likimain täysin yhdentyneessä tiedotusmarkkinassa paikalliselle yleisölle tarkoitettut ja paikallisesti väritetyt viestit ovat myös ajoittain aiheuttaneet hämmennystä euroalueen laajuisilla markkinoilla.

Kuluneen vajaan viiden vuoden aikana saadut kokemukset ovat opettaneet sekä tietoa lähettäviä että tietoja vastaanottavia kommunikoimaan ja ymmärtämään paremmin toisiaan. Tavallisille kansalaisille euroseteleiden ja kolikoiden liikkeeseen lasku on luonut yhteisyyden tunnetta ja varmasti vähentänyt jossakin määrin vierauden ja etäisyyden tunnetta. Epäilemättä myös matala korkotaso koetaan yhteisen rahapolitiikan positiiviseksi aikaansaannokseksi.

Yhteisen rahapolitiikan tähänastista onnistumista talouksien vakauttamisessa voidaan kuvata valuuttakurssien, lyhyiden ja pitkien korkojen, hintakehityksen ja julkisten talouksien vajauksien kehityksellä. On selvää, ettei

kaikki vakautuminen suinkaan ole rahaliitosta ja yhteisestä rahapolitiikasta johtuvaa, vaan osa – erityisesti hintojen ja korkojen osalta – on seurausta laajemmasta maailmantaloudellisesta vakautumisesta; tämä voidaan nähdä mm. Yhdysvaltojen hinta- ja korkokehitystä tarkastelemalla. Euroalueen keskimääräinen kasvu on edelleen pysynyt melko hitaana ja työttömyysaste korkeana; selvää on kuitenkin, ettei euron syntyminen ole näitä ongelmia pahentanut, pikemminkin päinvastoin.

Eräs tärkeä seuraus yhteisestä valuutta-alueesta ja yhteisestä keskuspankista on ollut Euroopan parantunut kyky kestää ulkoisia shokkeja ja reagoida niihin. Konkreettisina esimerkeinä tällaisista shokeista ovat olleet syyskuun 11. päivän terroristi-iskujen aiheuttamat kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden häiriöt tai Yhdysvalloista alkaneet kirjanpitoskandaalit. Kummankin vaikutukset euroalueelle olivat huomattavasti vähäisemmät kuin olisi ollut odotettavissa 12 erillisen valuutan ja 12 kansallisen keskuspankin olosuhteissa.

Uutena valuuttana euron kansainvälinen asema on vakiintunut varovaisesti ja asteittain. On ollut havaittavissa, että euron konkretisointuminen seteleinä ja kolikoina on lisännyt euron kansainvälistä hyväksyttävyyttä ainakin yhtä paljon kuin taloudellisen vakautumisen alueella saavutetut tulokset.

### **Integraation ongelmat myös yhteisen rahapolitiikan haasteita**

Vaikka jo lyhytkin, vajaan viiden vuoden ”track record” on lisännyt EKP:n uskottavuutta ja helpottanut sen työtä, pitävät sen ympäristössä, ennen kaikkea poliittisessa päätöksenteossa ilmenevät häiriöt, samoin kuin EU:n – ja ajan mittaan myös euroalueen – laajenemi-

nen huolen siitä, että sen työ jatkuu varsin haasteellisena.

Integraatioprosessista voidaan nostaa esille kolme, osittain päällekkäistä kysymystä tai osa-aluetta, joiden kehityksellä on vaikutusta rahapolitiikan uskottavuuteen ja tehokkuuteen. Yleisimmällä tasolla EU:n toimivallan laajuus ja päätöksenteon muodot, käytännön tasolla jäsenvaltioiden poliittisten päättäjien asenteet ja sitoutuminen yhteistyöhön, ja konkreettisella tasolla rahoitusmarkkinoiden integroituminen muovaavat ratkaisevalla tavalla rahapolitiikan mahdollisuuksia.

EU:n toimivallan laajuudesta, instituutioista ja päätöksenteon muodoista tehdään lähiaikoina ratkaisevan tärkeitä päätöksiä. EU-politiikan uskottavuuden turvaaminen ylipäätään ja ensi vuonna tapahtuva laajeneminen erityisesti vaativat päätöksenteon virtaviivaistamista ja integraation syventämistä. Rahapolitiikan sekä ”kotimainen” että kansainvälinen luottamus ovat paljolti riippuvaisia näillä alueilla saatavista tuloksista. Euron ensimmäiset vuodet ovat osoittaneet, että yhteinen rahapolitiikka toimii hyvin ilman tiivistä poliittista unioniakin, toisin kuin alun perin melko laajalti epäiltiin. On kuitenkin selvää, että rahapolitiikan edellytykset olisivat sitä paremmat, mitä laajempaa ja tiiviimpää EU-tasoinen poliittinen päätöksenteko olisi. Suhteellisen laaja federalistinen, ylikansallinen päätöksentekorakenne tukisi periaatteessa parhaiten rahapolitiikan tehokkuutta. Tosiasiallinen poliittinen kehitys on kuitenkin selkeästi vahvistamassa hallitusten välisen päätöksenteon mallia. Ongelmana on löytää kaikkia maita tyydyttävä, mutta samalla toimintakelpoinen tehokkaan päätöksenteon turvaava malli.

Myös Euroopan keskuspankin oman päätöksentekojärjestelmän kehittäminen osana

EU:n päätöksentekorakennetta on tärkeää. Tähänastiset kokemukset EKP:n neuvostossa osoittavat, että rahapolitiittinen päätöksenteko voisi hyvinkin jatkuu tehokkaana siihen osallistuvien määrän lisääntymisestä huolimatta. Kansallisiin järjestelmiin puuttuvien infrastruktuuripäätösten tekeminen saattaisi sen sijaan entisestään vaikeutua. Yksi henkilö – yksi ääni periaatteen kirjaimellista ja täysimääräistä soveltamista ei pidetä enää – varsinkaan suurissa maissa – poliittisesti mahdollisena laajenemisen lisätessä merkittävästi pienten maiden kokonaismäärää. Vaikka neuvoston jäsenet ovatkin tekemässä päätöksiä henkilökohtaisessa ominaisuudessa, eivätkä jäsenvaltioiden edustajina, on nähty, että tasapuolisuuden vuoksi ja markkinoiden luottamuksen vahvistamiseksi tarvitaan uudistusta, joka rajoittaa päätöksentekoon osallistuvien kokonaismäärän kasvua.

Välittömämmin rahapolitiikkaan vaikuttava ympäristöhaaste on finanssipolitiikkaa ja rakennepolitiikkaa koskevien linjausten koordinointi ja niitä koskevien sopimusten sitovuus EU:n sisällä. Tällä alueella on kysymys, ei vain siitä miten tiukasti talouspoliittista päätöksentekoa voidaan ylipäätään EU-tasolla koordinoida, vaan ennen kaikkea siitä, millaisia jäsenvaltioiden poliittisten päättäjien asenteet, yhteistyöhalukkuudet ja sopimuksista kiinnipitämis- halut ovat. Rahaliiton perustamista edeltänyt yhteisymmärrys talouspolitiikan tavoitteista ja keinoista on osoittanut rapautumisen merkkejä. Suurten maiden sopimusrikkomukset vaarantavat muidenkin jäsenten, eritoten uusien jäsenten sitoutuneisuuden.

Tämänhetkiset vakaus- ja kasvusopimukseen liittyvät sitoutumisongelmat muodostavat rahaliiton ensimmäisen vakavan testin todellisesta halusta pitää kiinni sen perustamiseen johtaneesta, erityisesti juuri suurten maiden

ajamasta yhteisymmärryksestä. Ellei finanssi- ja rakennepoliittisissa linjauksissa pysytäkään eikä kunnioiteta ennen rahaliiton aloittamista sovittuja, lähinnä vakaus- ja kasvusopimukseen liittyviä velvoitteita tai rahaliiton aloittamisen jälkeen tehtyjä rakennepoliittisia sitoumuksia, vaikeutuu rahapoliittinen päätöksenteko ja rahapolitiikan tehokkuus alenee merkittävästi.

Jos on optimisti – kuten itse haluaisin olla – voi uskoa, että tämä meneillään oleva testivaihe läpäistään kunnialla ja kaikki jäsenvaltiot loppujen lopuksi pitäytyvät sovituissa finanssipolitiikan kurinalaisuudessa ja rakennepolitiikan toteuttamisessa. Jos on pessimisti, näkee vakaus- ja kasvusopimuksen vesittämisen ja rakenteellisten uudistusten hitauden johtavan markkinoiden luottamuksen heikkenemiseen ja pitkien markkinakorkojen nousuun ja tämän seurauksena tuotannon kasvuedellytysten heikkenemiseen ja julkisen talouden vaikeuksien pahenemiseen entisestään.

Kaikkein konkreettisin ympäristöhaaste rahapolitiikalle liittyy sisämarkkinoiden hitaaseen etenemiseen. Monien alojen, mutta erikoisesti rahoituspalvelujen ja rahoitusmarkkinoiden, yhdentymisen on vielä sangen puutteellista, minkä seurauksena rahapolitiikan välittyminen säilyy sekin suurelta osin kansallisesti segmentoituneena. Rahoituspalvelut kuuluvat useissa valtionpäämiesten huippukokouksissa päätettyjen rakennepoliittisten toimintaohjelmien piiriin, joiden toteuttaminen kansallisella tasolla on kuitenkin ollut hidasta.

Euron syntyessä monet rahoitusmarkkinalohkot alkoivat yhdentyä reippaassa tahdissa. Osin tämä tapahtui valuuttakurssiriskin häviämisen vuoksi, suurelta osin erilaisten viranomaispäätösten seurauksena. Yhdentymisen on jatkunut asteittain markkinajohteisena ja jotkut osamarkkinat, kuten vakuudettomat ly-

hyen rahan markkinat ja niihin kytkeytyneet johdannaismarkkinat, ovat hyvinkin pitkälle integroituneet. Monet alueet, ja erityisesti pääomamarkkinoiden osalohkot ovat kuitenkin vielä hyvin selvästi kansallisesti segmentoituneita. Segmentoitumista ylläpitävät laajalti lainsäädännölliset ja valvontajärjestelmien tai hallinnollisten lupamenettelyjen erot eri jäsenvaltioiden välillä. Yleisellä EU-tasolla on vallinnut laaja yhteisymmärrys näiden esteiden purkamisesta ja se on heijastunut mm. hyväksytyssä rahoituspalvelujen toimintaohjelmassa, Financial Services Action Planissa, jonka mukaan monia esteitä puretaan lähivuosien aikana. Toimintaohjelman tavoite on kunnianhimoinen, mutta sen toteuttamisen aste on tavoiteaikatauluihin nähden vielä alhainen. Erityisongelmana on EU-tasolla jo päätettyjen toimenpiteiden voimaansaattaminen kansallisella tasolla: Erityisesti suuret maat ovat hitaasti ja vastahakoisesti käynnistäneet muutoksia. Kansalliset viranomaiset ovat myös kovin hitaita muuttamaan omia, lainsäädännöstä riippumattomia, käytäntöjään ja asenteitaan.

Rahoitusmarkkinoiden yhdentymisen esteistä monet ovat markkinoiden omalla vastuulla. Rahoitusmarkkinapalveluja tarjoavat, mm. rahoitusmarkkinoiden infrastruktuuria edustavat yritykset ovat vain hitaasti pääsemässä kansallisesta luonteestaan ja laajentumassa koko euroalueelle. Lainsäädännöllisen ja valvonnallisen puutteiston erojen lisäksi laajenemista vaikeuttavat mm. oligopolistiset kilpailutilanteet, kansalliset asenteet ja yksityisen sektorin noudattamien markkinakäytäntöjen erot.

Euroopan keskuspankkijärjestelmällä on oma vastuunsa rahoitusmarkkinaintegraation edistämiseksi keskuspankkirahoitusjärjestelmien ja maksujärjestelmien osalta. Tässä kansallisilla keskuspankkiireilla on edessään sama

haaste kuin lainsäädännön ja hallinnon osalta poliittisilla päättäjillä: On tärkeää välttää olemassa olevien kansallisten järjestelmien yksilimäistä puolustamista ja on tärkeää löytää yhteisymmärrys tehokkaiden ja markkinaehtoisten euroaluekohtaisten järjestelmien kehittämisestä.

### Rahapolitiikkaan kohdistuu ylimitoitettuja odotuksia

Valtaosaltaan se kritiikki ja ne odotukset ja haasteet, jotka yhteiseen rahapolitiikkaan ovat sen alkuvuosina kohdistuneet ja tällä hetkellä kohdistuvat, ovat rahapolitiikkaan ylipäätään liittyviä. Ne ovat riippumattomia siitä, toteutetaanko politiikkaa kansallisella tasolla vai rahaliiton tasolla.

Rahapolitiikan teho ja tulokset ovat parhaita silloin, kun yleisestä tavoitteenasettelusta ja eri poliittikalohkojen roolista ja tehtävistä valitsee yhteisymmärrys – ja käytännössä myös toimitaan tämän yhteisymmärryksen mukaisesti. Rahapolitiikka, joka tähtää keskipitkän aikavälin hintavakauteen, tukee parhaiten kokonaistuotannon kasvua ja työllisyyttä turvatesaan niin kuluttajien kuin yritystenkin luottamuksen vakaisiin hintoihin ja korkoihin niiden päätöksentekohorisontilla. Poistaessaan koroista inflatio-odotuksiin liittyvän riskipreemion se alentaa korkotasoa ja sallii markkinamekanismin ohjata käytettävissä olevien resurssien suuntautumista tehokkaimmalla mahdollisella tavalla. Kun talouden kasvupotentiaali on riippuvainen teknisistä innovaatioista, markkinoiden joustavuudesta ja muista rakenteellisista tekijöistä, keskipitkän aikavälin hintavakauteen tähtäävä rahapolitiikka pyrkii huolehtimaan siitä, että tämä potentiaali tulee tehokkaasti hyödynnetyksi.

On huolestuttavaa, miten laajalti talouspoliittisessa keskustelussa esiintyy ylimitoitettuja odotuksia ja uskoa rahapolitiikan mahdollisuuden parantaa kasvua ja tasoittaa suhdannevaihteluita. Tällainen usko johtaa helposti vastuunpakoiluun muilla poliittikalohkoilla ja ”moral hazard” -ongelmaan yksityisen sektorin toimijoiden piirissä.

Mm. väestön ikääntymiseen ja jo nyt korkeaan veroasteeseen liittyvät ongelmat sekä hallinnollinen hyödykemarkkinoiden ja työmarkkinoiden säätely ja näiden markkinoiden jäykkydet saavat aikaan sen, että potentiaalinen kasvuvauhti on Euroopassa selvästi alempi kuin Yhdysvalloissa. Yhdysvallat puolestaan kärsii vakavista vajuus- ja velkaongelmista, jotka saattavat hyvinkin uhata tulevaa kasvua. On selvää, etteivät Yhdysvaltojen kaltaiset järjestelmät ja joustavuus sovi eurooppalaiseen arvomaailmaan, mutta on myös yhtä selvää, että Eurooppa ei nykyisenlaisilla rakenteilla selviä työttömyys- ja ikääntymisongelmistaan.

Rahapolitiikan välittymismekanismien ja sen jatkuvien muutosten ymmärtäminen on aina pulmallinen tehtävä keskuspankille, toimipa se kansallisella tai ylikansallisella tasolla. Mm. kansainvälisten riippuvuuksien lisääntyminen, uudet rahoitusinnovaatiot tai odotusten ja asenteiden muutokset muuttavat jatkuvasti rahapolitiikan vaikutuskanavia ja -voimakkuuksia. Rahapolitiikan vaikutusviipeet ovat yleensä pitkiä, ja vaikutukset näkyvät hintatasossa hitaammin kuin tuotannossa. Olennaista on, että rahapolitiikan muutosten vaikutukset tuotantoon ovat vain tilapäisiä, sen sijaan hintatasoon ne ovat pysyviä. Ennuste- ja ajoitusvirheidensä vuoksi yritykset tasoittaa suhdannevaihteluita ylipäätään millä tahansa harkinnanvaraisella politiikalla kokemusten mukaan yleensä pahentavat tuotannon vaihteluita ja siten aiheut-

tavat kasvumenetyksiä. Vaikutusviipeiden pituuden vuoksi tämä riski on erityisen suuri rahapolitiikassa. Tästäkin syystä keskipitkän ajan hintavakauteen orientoituvan rahapolitiikan nähdään parhaiten edistävän sekä kasvua että sen vakautta.

Rahapolitiikan eri välittymiskanavien paino riippuu maan tai talousalueen avoimuudesta ja rahoitusjärjestelmän rakenteesta. Mitä arvopaperistuneempi talous, sitä suurempi merkitys on ns. korkokanavalla eli korkojen ja korko-odotusten vaikutuksilla varallisuushintojen kautta tuotantoon ja hintoihin. Vaikka Euroopan maiden rahoitusmarkkinat ovat yleisesti vielä paljon pankkikeskeisemmät kuin Yhdysvaltojen markkinat, on niiden asteittainen arvopaperistuminen siirtämässä hyvää vauhtia rahapolitiikan välittymisen painopistettä luotonsaataavuudesta korkojen ja varallisuushintojen kautta tapahtuvaksi.

Tiedonvälityksen ja lyhytaikaisten pääoman liikkeiden nopeutuminen sekä erittäin lyhytjanteisen markkinainformaation tarjonnan huikea kasvu ovat saattaneet keskuspankit entistä tiiviimmin suurennuslasin alle. Niiden toimia ja sanomisia tulkitaan ja arvaillaan laajalti ja reaaliaikaisesti. Keskuspankit ovat vastanneet markkinoiden haasteeseen lisäämällä avoimuuttaan ja tiedottamistaan päätöstensä strategiapuitteista ja taloudellisesta analyysistä. Rahapolitiikkaa tehdään nyt erittäin lyhytjanteisessä ja spekulatiivisessa ympäristössä ja niin perustellut kuin perustelemattomatkin odotukset keskuspankin aikeista heijastuvat välittömästi markkinakoroissa ja varallisuushinnoissa.

Tämän ”odotuskanavan” voimistuminen korostaa entisestään keskipitkän aikavälin hintavakauteen tähtäävän politiikan välttämättömyyttä. Vaikka keskuspankin kommunikointi

markkinoiden suuntaan olisi kuinka taitavaa tahansa, hyvin aktivistinen, kasvun lyhytaikaiseen säätelyyn tähtäävä rahapolitiikka herkästi lisää markkinoiden spekulatiivisuutta, volatiivisuutta ja epävarmuutta.

Markkinoilla on taipumus korjata itse ongelmansa ja välttää ongelmien syntymistä, jos niillä toimivat joutuvat kantamaan vastuun ja seuraukset toiminnastaan. Tasapainottomuuksien syntyminen mm. varallisuushintojen ja/tai velkaantumisasteiden jyrkän nousun muodossa ovat vähemmän todennäköisiä keskipitkällä tähtäimellä toteutettavan politiikan olosuhteissa, joissa nousuvaiheen ylikuumenemiseen kohdistetaan erityistä huomiota ja joissa markkinat eivät voi odottaa keskuspankilta lyhytjanteisiä ”bail-out” -yrityksiä.

## **Entä miten tästä eteenpäin**

Ne haasteet, joiden alaisena Euroopan keskuspankki siirtyy seuraavalle viisivuotiskaudelleen, ovat valtaosaltaan aivan samankaltaisia kuin Federal Reserven, Bank of Englandin tai Riksbankin haasteet – vain muutamia esimerkkejä ottaakseni. Globalisoituminen, markkinoiden spekulatiivisuus, lyhytjanteisuus ja reaktioherkkyys, rakenteelliset ongelmat, heikot ja epävarmat kasvunäkymät tai rahapolitiikkaan kohdistuvat ylimitoitettut odotukset ja muiden talouspolitiikkalohkojen erisuuntaiset tavoitteet eivät ole vain EKP:n ympäristöhaasteita. Joskin haasteiden yksityiskohdat saattavat olla erilaisia maittain tai alueittain, ovat ympäristöpuitteet perusasetelmiltaan kuitenkin kaikille rahapolitiikan päättäjille hyvin samankaltaiset.

Kansallisella tasolla toimivista keskuspankeista poiketen EKP:llä on kuitenkin lisähaasteenaan vielä melko hajanainen, joskin asteittain yhdentyvä talous sekä muun talouspolitiikan



kan mitoitus- ja koordinoitongelmat EU:n päätöksenteon eritasoisuuden seurauksena. Ajankohtaisimpana ongelmana on se, että suuret euromaat, jotka olivat keskeisiä tekijöitä rahaliiton syntymisessä ja innokkaimpia kurinalaisuuden turvaamiseksi tehtyjen sopimusten puolestapuhujia, ovat nyt rapauttamassa järjestelmää ja sen uskottavuutta.

Silloin tällöin kuulee sanottavan, että yhteisen rahan projekteja on ollut ja mennyt eikä mikään niistä ole ollut pysyvä; miksi sitten euro ja rahaliitto olisivat pysyviä. Mikään tällaisessa väitteessä viitatuista yhteisistä rahoista ei ole kuitenkaan perustunut samanlaiseen pitkän ajan kuluessa vakavasti harkittuun ja huolellisesti valmisteltuun, tasa-arvoisten itsenäisten valtioiden demokraattiseen päätöksentekoon, jota on edeltänyt yhteisötasoisten instituutioiden huolellinen rakentaminen, yhteisymmärrys talouspoliittisista linjauksista ja poliittinen sitoutuneisuus niiden toteuttamiseen.

Yhteinen rahapolitiikka on vain yksi, joskin hyvin tärkeä askel yli 50 vuotta jatkuneessa yhdentymisprosessissa. Tälle prosessille on koko sen historian ajan ollut tyypillistä, että hyvinä taloudellisia aikoina on menty ripeästi eteenpäin ja heikkoina on pysähtynyt tai otettu takapakkia. Trendi on kuitenkin ollut koko ajan laajenevan ja syvenevän integraation suuntaan. Näin uskon jatkossakin tapahtuvan. Kansainvälisen kilpailun koveneminen, välttämättömyys parantaa Euroopan kilpailukykyä ja yksittäisten maiden haavoittuvuus globaalissa taloudessa tekevät prosessin liikkeessä pitämisen välttämättömäksi. Riskin prosessin etenemiselle lähivuosien osalta muodostaa kuitenkin maailmanlaajuisten kasvunäkymien heikkous. Vaikka suhdanneluonteisesti taloudet näyttävät olevan elpymässä, kaikki maailmantalouden kannalta tärkeät talousalueet, Yhdysvallat, EU

ja Japani, kärsivät erilaisista kasvua uhkaavista rakenteellisista ongelmista.

Euroopan keskuspankin oman työskentelyn kehittäminen on laajenevassa ja syvenevässä integraatioympäristössä ajankohtainen tehtävä. Ilman laajenemistakin sisäisen koheesion parantaminen ja työnjaon tehostaminen olisi tarpeen, laajeneminen tulee tekemään sen välttämättömäksi. Monien pienten maiden tullessa uusina jäseninä mukaan on jopa esitetty kysymys, onko järkevää, että sellaisella maalla on oma keskuspankki, jossa toimivat pankit ovat kaikki ulkomaalaisomistuksessa ja hoitavat keskuspankkiyhteytensä ja maksuliikkeensä suurempien maiden kautta. Kun EU on itsenäisten valtioiden unioni ja kun päätöksentekoa edelleen kehitetään hallitusten väliseen suuntaan, on kuitenkin selvää, että kullakin maalla tulee olemaan EKP:n työhön osallistuva keskuspankki. On pakko vakavasti pohtia, onko enää ajan mittaan mahdollista, että kaikki kansalliset keskuspankit hoitavat omilla markkinoillaan kaikki tehtävät vai tulisiko tehtäviä jakaa tasapuolisesti eri tehtäviin erikoistuneisiin keskuspankkeihin ja ”keskukseen”. Joudutaan miettimään siirtymistä täydellisen hajauttamisen järjestelmästä erikoistumiseen perustuvaan hallittuun työnjakoon tai joissakin tapauksissa keskittämiseen EKP:iin.

Frankfurtissa toimivan EKP:n luonnollisena tehtävänä on koordinoida nyt 12 kansallisen keskuspankin toimintaa yhteisen rahapolitiikan ja maksujärjestelmien osalta ja tähdätä niiden vielä heterogeenisten järjestelmien asteittaiseen harmonisoimiseen mittatikkunaan markkinaehtoisuus, tasapuolisuus ja tehokkuus, kuten rahaliiton perustamissopimukset edellyttävät. Päätökset tehdään aina EKP:n neuvostossa, jolle on myös asetettu velvollisuus tukea talousyhteisön yleisiä tavoitteita, ml. in-

tegraatiota. Euroalueen laajeneminen ja rahapolitiikan päätöksentekoon ja toteuttamiseen osallistuvien keskuspankkien lukumäärän kasvu väistämättä korostaa entisestään tätä keskuksen koordinointi- ja harmonisointiroolia.

On tärkeää, että EKP:n neuvosto ajankoh- taisten haasteiden ja ongelmien ratkomisen ohella löytää aikaa, energiaa, tahtoa ja kauko- katseisuutta sopia siitä, miten EKP:n työsken- telyä ja sisäistä työnjakoa ajan mittaan kehitetään. Euroopan keskuspankkijärjestelmän us- kottavuuden ja arvovallan ylläpitäminen edel-

lyttää markkinoiden kehityksen ennakoimista ja kansallisten keskuspankkien välisen kilpai- lun välttämistä tilanteessa, jossa markkinat väistämättä ovat kulkemassa kohti yhdentymis- tä ja keskittymistä. Ellei yhdistymiseen ja kes- kittymiseen valmistauduta hallitusti, ohjautu- vat keskuspankkitoiminnotkin markkinaveto- sesti. Tällaisesta kehityksestä tulisivat todennä- köisimmin kärsimään pienten maiden keskus- pankit, olivatpa ne kuinka edistyneitä tai te- hokkaita tahansa. □