



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

Seppo Honkapohja

# Mihin rahapolitiikalla pyritään? Rahapolitiikan tavoitteet

Studia Monetaria 2011, Suomen Pankin rahamuseo

29.3.2011



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

# I. Johdanto

- ◆ Rahapolitiikka on toinen makrotalouspolitiikan kahdesta tärkeimmästä toimintalohkosta.
  - Finanssipolitiikka on toinen päätoimintalohko.
  - Makrotalouspolitiikkaan luetaan joskus myös kasvupolitiikka ja (nykyään harvoin ) tulopolitiikka.
- ◆ Rahapolitiikalla tarkoitetaan talouspoliittisia toimia, jotka vaikuttavat rahoitusjärjestelmän kautta.
  - Hintavakaus ("rahan arvon säilyttäminen") on keskeisellä sijalla rahapolitiikan tavoitteissa.
- ◆ Eri maiden keskuspankit vastaavat rahapolitiikasta kussakin maassa tai talousalueella.



- ◆ Euroopan keskuspankkijärjestelmä vastaa euroalueen rahapolitiikasta (myöhemmin lisää)
  - Euroopan keskuspankki
  - 17 euroalueen jäsenmaan keskuspankit
- ◆ Yhdysvalloissa keskuspankki on Federal Reserve System
  - Federal Reserve Board Washington DC:ssa
  - 12 alueellista jäsentä
- ◆ Muita tunnettuja keskuspankkeja
  - Bank of England, Bank of Canada, Bank of Japan, People's Bank of China, Sveriges Riksbank ...



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

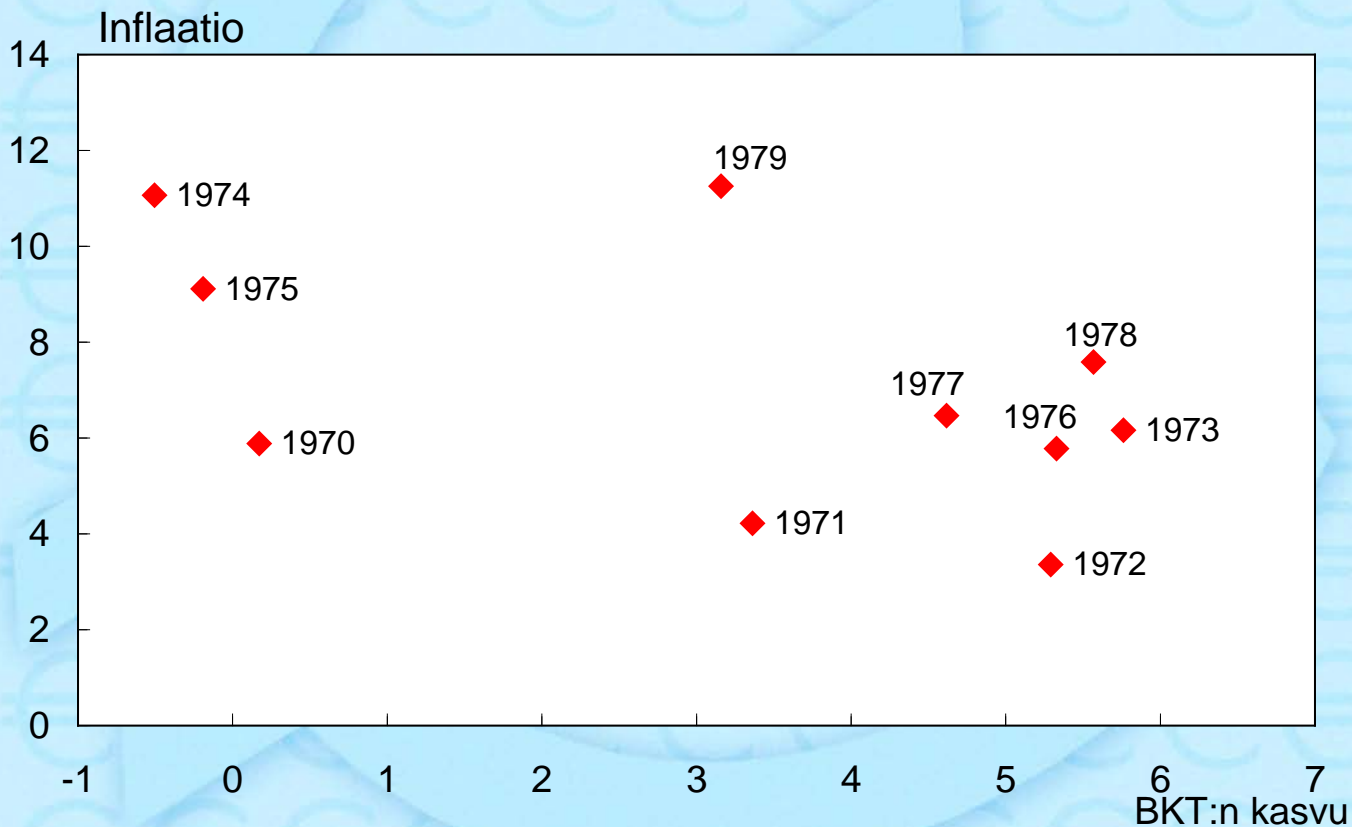
## II. Historiaa

- ◆ Rahapolitiikan tavoitteet ovat vuosikymmenten saatossa muuttuneet.
- ◆ Suurin osa 1960-lukua oli verraten vakaata ja matalan inflaation aikaa.
  - Perinteinen ("vanha"-) keynesiläinen makrotalouspolitiikka oli voimissaan.
- ◆ Perinteinen keynesiläinen näkemys murtui 1970-luvun stagflaatiokehityksen myötä. (KUVIO 1)
- ◆ 1970-luvulta lähtien matalan inflaation merkitys korostui rahapolitiikan tavoitteena. (KUVIO 2)
  - Matala inflaatio alkoi muodostua rahapolitiikan doktriiniksi 1980-luvun lopulla.



# Kuvio 1: 1970-luvun sekava tilanne

Inflaatio ja BKT:n kasvu Yhdysvalloissa 1970-luvulla, %

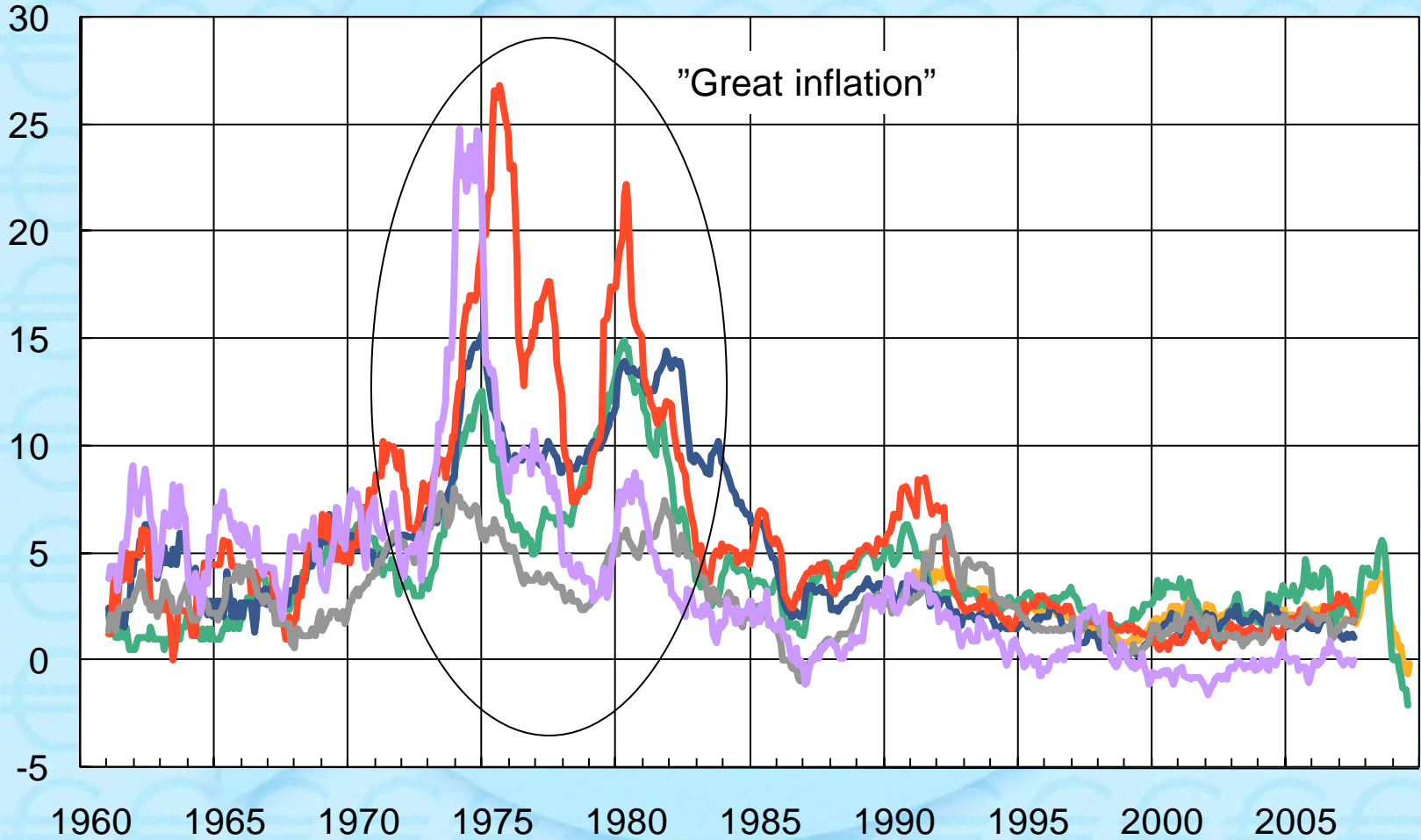


Lähteet: US Bureau of Economic Analysis ja Bureau of Labor Statistics.

# Kuvio 2: kuluttajahintojen nousuvauhteja

— Euroalue — Yhdysvallat — Ranska — Iso-Britannia — Saksa — Japani

Prosenttimuutos edellisestä vuodesta



Lähteet: Eurostat ja OECD.



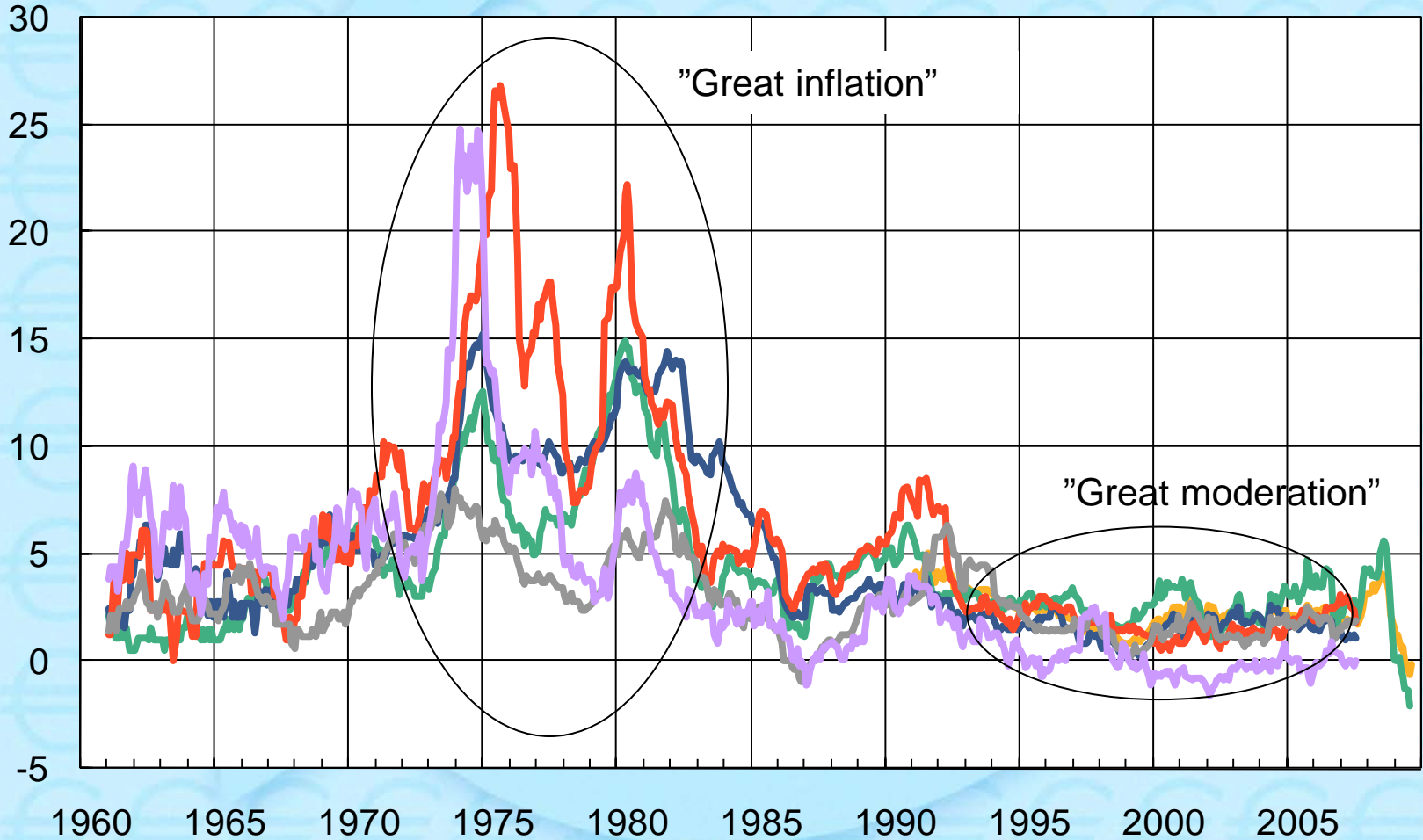
- ◆ 1970-luvun nopea inflaatio korosti ”nimellisen ankkurin” tarvetta.
  - Aluksi käyttöön tulivat rahan määrää koskevat tavoitteet 1970-luvun puolivälissä.
  - Rahan määrätavoitteeseen perustuva rahapolitiikka toimi vaihtelevasti.
    - Kokemukset USA:ssa, Kanadassa ja Britanniassa eivät olleet rohkaisevia. Toimi hyvin Saksassa ja (aluksi) myös Sveitsissä.
    - Rahan määrien ja tavoitemuuttujien välinen riippuvuus ei ollut kovin vakaa (1970-luvun loppu ja 1980-luku).
      - Kiinteä valuuttakurssi oli toinen käytetty nimellinen ankkuri.
- ◆ Keskuspankin ja rahapolitiikan itsenäinen asema alkoi korostua 1980-luvulla.

- ◆ **Inflaatiotavoite** rahapolitiikassa kehitettiin Uudessa Seelannissa 1980- ja 1990-lukujen taitteessa.
- ◆ Inflaatiotavoitteeseen nojaava rahapolitiikka:
  - Sitoutuminen hintavakauteen
    - julkilausuttu tavoite inflaatiovauhdille
  - Suurempi läpinäkyvyys ja tilivelvollisuus rahapolitiikan tavoitteista
    - Inflaatio on helpommin ymmärrettävä tavoite kuin rahan määrä
    - Monipuolisen informaation käyttö
- ◆ 1990-luku 2000-luvun alku oli matalan inflaation aikaa ("Great moderation").

# Kuvio 2: kuluttajahintojen nousuvauhteja

— Euroalue — Yhdysvallat — Ranska — Iso-Britannia — Saksa — Japani

Prosenttimuutos edellisestä vuodesta



Lähteet: Eurostat ja OECD.





EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

## III. Rahapolitiikan tavoitteet

# Rahapolitiikan tavoitteet

- ◆ Rahapolitiikalle asetetaan yleensä kolmenlaisia tavoitteita
  - hintavakaus
  - reaalityalouden kehityksen vakaus
  - rahoitusmarkkinoiden vakaus
- ◆ Rahapolitiikan keskeiseksi tavoitteeksi on vakiintunut *hintavakaus*
  - perustuu sekä käytännön kokemuksiin että talousteoriaan
- ◆ Reaalityalouden kehitys ja rahoitusjärjestelmän vakaus ovat nousseet esille nykyisen finanssikriisin aikana.
  - Rahoitusmarkkinoiden vakaus on tulkittavissa rahapolitiikan välittymisongelmaksi.

## Hintavakauden määritelmä

”Hintavakaus vallitsee, kun yritysten ja yksityisten henkilöiden ei tarvitse ottaa huomioon yleistä hintatason nousua omia päätöksiä tehdessään”  
(Greenspan 1989)



## Suora inflaatiotavoite

- ◆ Selvästi määritelty tavoite inflaatiolle
- ◆ Edellyttää kelluvaa valuuttakurssia
- ◆ Tilivelvollisuus (accountability)
- ◆ Kommunikaatio
- ◆ Inflaatiotavoite tuli käyttöön 1990-luvun alkupuolella:
  - Kanada 1991,
  - Israel ja Britannia 1992,
  - Ruotsi ja Suomi 1993 (Suomi 1993-96).

# Valuuttakurssitavoite

- ◆ Kiinteä valuuttakurssi
  - muutettavissa oleva
  - vaikeasti muutettavissa oleva
- ◆ Ei omaa inflaatiotavoitetta
- ◆ Esimerkkejä
  - useimmat maat 1970-luvun alkuun saakka
  - Suomi v. 1993 helmikuuhun saakka (markka kellutettiin syyskuussa 1992)
  - Tanska
- ◆ Valuuttakatejärjestelmä (currency board)
  - Liettua, Bulgaria

# EKP, EKPJ ja eurojärjestelmä

- ◆ Euroopan keskuspankkijärjestelmä (EKPJ)
  - 27 kansallista keskuspankkia ja EKP
  - Yleisneuvosto (2 + 27 jäsentä)
  - ei päättä rahapolitiikasta
- ◆ Eurojärjestelmä
  - 17 kansallista keskuspankkia ja EKP
  - EKP:n neuvosto (6+17 jäsentä) päättää rahapolitiikasta
  - Kansalliset keskuspankit eivät ole sivukonttoreita
- ◆ EKP:n johtokunta
  - Jäsenet (6 henkeä) eivät ole maittensa edustajia



## Päätöksenteko

- ◆ Päätökset läsnä olevien neuvoston jäsenten yksinkertaisella enemmistöllä
- ◆ Korkopäätös kerran kuussa (tarvittaessa milloin tahansa)
- ◆ Eurojärjestelmä on riippumaton. Ei ohjeita EU:n toimielimiltä, jäsenmaiden hallituksilta eikä muilta tahoilta.
- ◆ Tilivelvollisuus ja avoimuus
- ◆ Rahapolitiikan käytännön toteutus (mm. markkinaoperaatiot) tapahtuu hajautetusti.

# Eurojärjestelmän tavoitteet

- ◆ Ensisijainen tavoite on hintavakaus.
- ◆ Toissijainen tavoite on EU:n yleisen talouspolitiikan tavoitteiden tukeminen
  - silloin kun tämä ei rajoita hintatason vakauden tavoitteen toteuttamista.

- 
- ◆ Eurojärjestelmän muita tehtäviä
    - Valuuttamarkkinaoperaatiot tarvittaessa
    - Valuuttavarannon hoito
    - Maksujärjestelmien yleisvalvonta
    - Käteisrahan liikkeelle lasku ja turvallisuus
    - Rahoitusmarkkinoiden vakauden tukeminen

## Muiden keskuspankkien tavoitteita

- ◆ Yhdysvaltojen Federal Reserve System:
  - “...promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates”.
- ◆ Bank of England:
  - “... deliver price stability – low inflation – and, subject to that, to support the Government’s economic objectives including those for growth and employment. Price stability is defined by the Government’s inflation target of 2%.”
- ◆ Riskbanken:
  - “... att upprätthålla ett fast penningvärde”. Riksbankens tolkning av detta mål är att inflationen ska vara låg och stabil.
  - Mer precist är Riksbankens mål att hålla inflationen kring 2 procent per år,





EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

## IV. Finanssikriisi ja rahapolitiikka

# Finanssikriisit, taustaa

- ◆ Pankkikriisit
- ◆ Spekulaatiokuplat ovat toinen finanssikriisien muoto
  - Osake- ja kiinteistömarkkinat, velalla rahoitettu sijoittaminen
- ◆ Valuuttakriisit
- ◆ Julkisen talouden rahoituskriisit

-----

- ◆ Finanssikriisit ovat yleisiä kautta taloushistorian:
  - Kehittyneissä maissa 18 kriisiä II maailmansodan jälkeen,
  - 5 suurta (nykyinen poislukien): Suomi, Ruotsi, Norja 1990-luvulla, Espanja 1980-luvulla ja Japani 1990-luvulla

# Nykyisen kriisin pääpiirteet

- ◆ Elokuussa 2007 alkoi markkinoiden likviditeetin nopea kuivuminen
  - pankkien välinen epäluottamus
  - riskilistä vakuudettomassa interbank-lainauksessa kasvoi rajusti
  - Northern Rock-pankkipaniikki Britanniassa, muita pankkiongelmia syksyllä 2007 ja talvella 2008
- ◆ Kriisi kärjistyi syksyllä 2008
  - Yhdysvalloissa
    - syyskuussa Lehmann Brother –investointipankin konkurssi
    - AIG, asuntorahoittajat (Fanny ja Freddie)
    - TARP-ohjelma
  - Monissa maissa pankkien haltuunottoja ja tukipaketteja



# Keskuspankkien toimet kriisin edetessä

## ◆ Likviditeetin tarjonta

- keskuspankkien pitkäaikaisten jälleerahoitusoperaatioiden kasvattaminen
- keskuspankkien yhteiset operaatiot dollarilikviditeetin turvaamiseksi
  - Perusteltiin rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi.

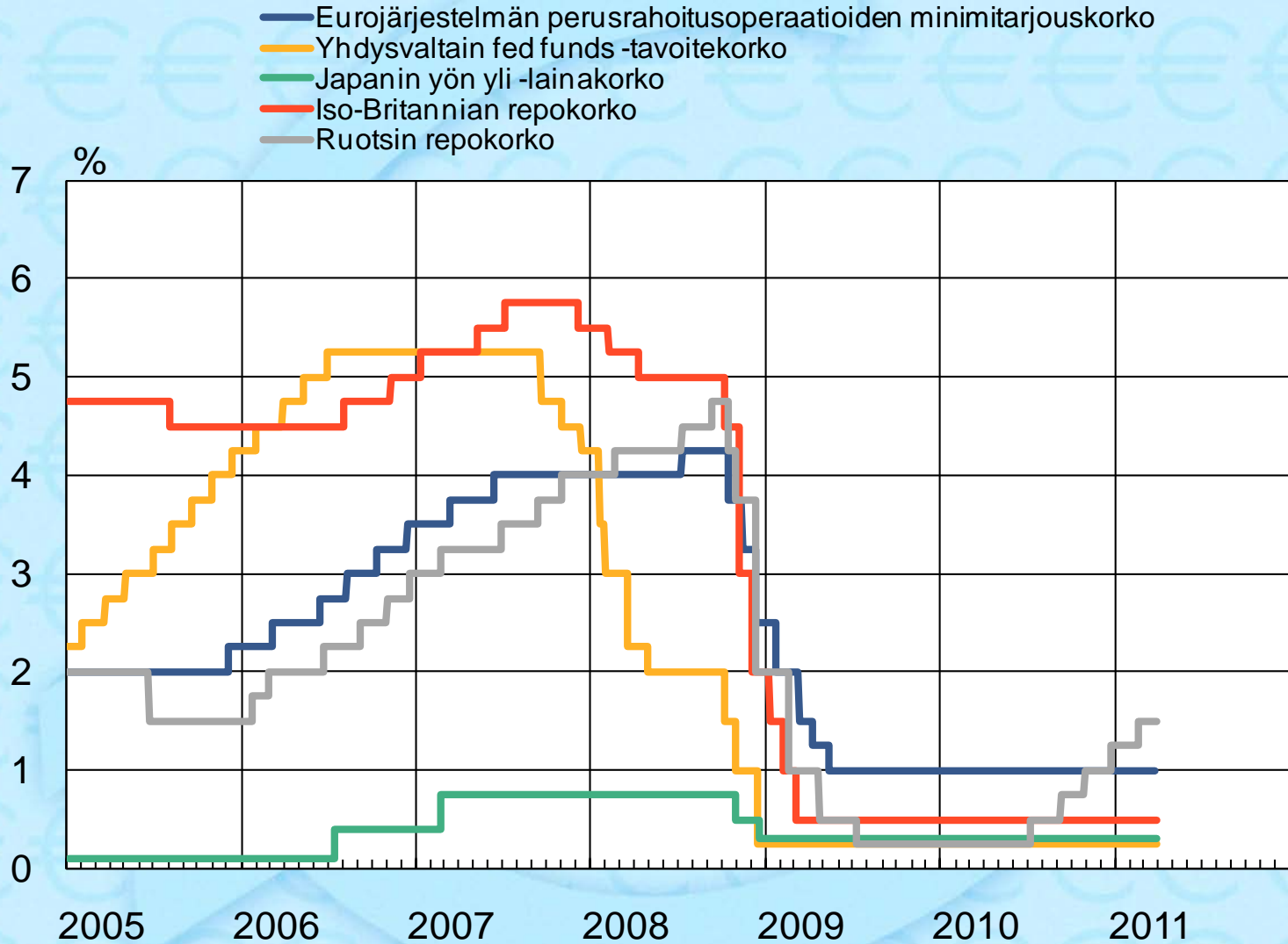
## ◆ Muita toimia

- vakuuskelpoisuuden laajentaminen (USA ja UK; EKP:lla valmiina ”laaja lista”)
- Kp-rahoituksen vastapuolten laajentaminen (USA)
- hätärahoituksen järjestäminen tai siihen osallistuminen (USA, UK)
- ohjauskoron lasku (USA, UK; muut maat myöhemmin)

## Lisää talouspoliittisia toimia

- ◆ Uusia likviditeetin turvaamisen muotoja erit. USAssa
  - ◆ Talletussuojan nostot
  - ◆ Talouspoliittiset yhteistoimet lokakuussa 2008
    - keskuspankkien yhteinen korkojen alentaminen 0,5%-yks.
    - likviditeettitarjonnan määrä vapaaksi ("full allotment")
    - Euroalueen maat ja UK ilmoittivat yhteisistä toimista pankkien pääomien vahvistamiseksi
  - ◆ Keskuspankkikorot nolnaan tai lähelle sitä
- 
- ◆ Reaalitaloudessa voimakas pudotus 2008 lopulla ja 2009 alussa.
    - Käännö tapahtui monissa maissa 2009 tai 2010 puolella.
    - Nousu ei toistaiseksi ollut erityisen ripeää.

# Keskuspankkien ohjauskorkoja

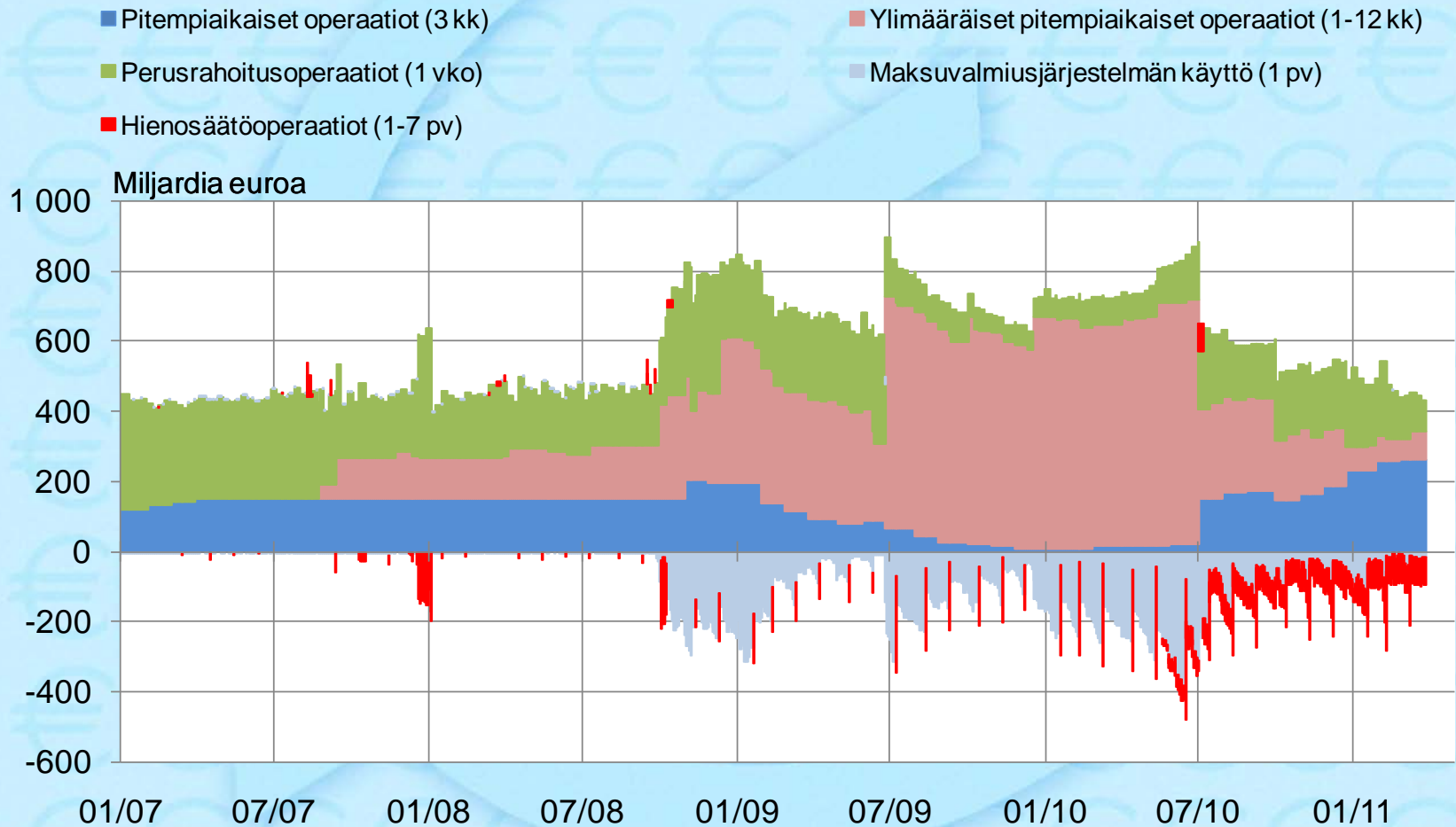


Lähde: Reuters.

22887@Chart22 (2)



# EKP:n likviditeettioperaatiot



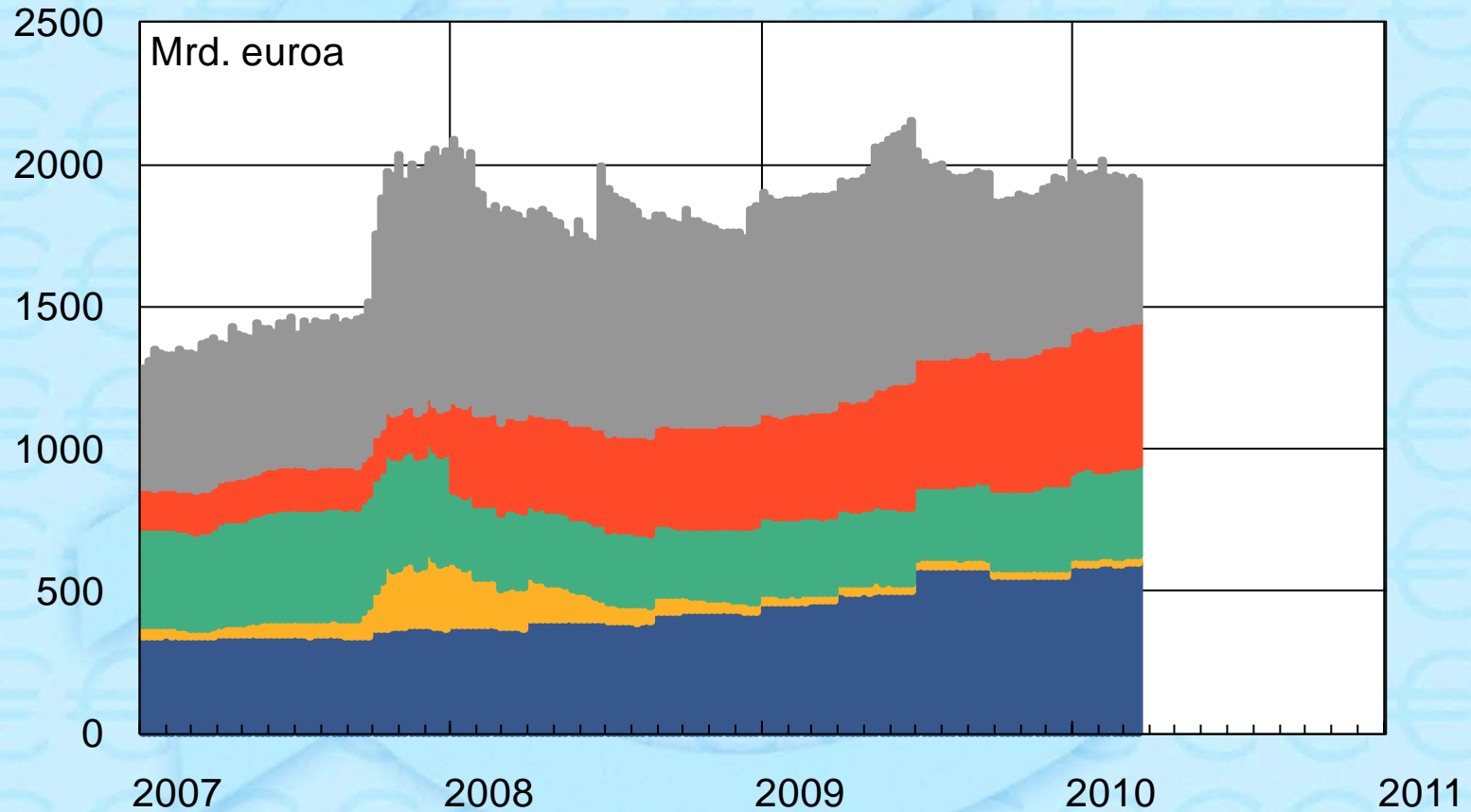
Lähde: Suomen Pankki.

# Tiivistelmä nykytilasta

- ◆ Korot edelleen hyvin matalia.
- ◆ ”Epätavalliset” rahapoliittiset toimet olleet laajalti käytössä (KALVOT jäljempänä)
  - likviditeetin tarjonta pankeille ja (maasta riippuen) joihinkin muihin kohtiin rahoitusmarkkinoita
  - Keskuspankkien tekemät suorat arvopapereiden ostot
    - Eurojärjestelmässä
      - katettujen joukkovelkakirjojen ostot ja
      - ongelmamaiden (GIIPS-maat: Kreikka, Irlanti, Italia, Espanja, Portugali) valtion papereiden ostot toukokuusta 2010 alkaen
    - Federal Reserve ja Bank of England ostaneet valtion papereita

# Eurojärjestelmän taseen saamiset

- Valuuttavaranto
- Muut saatavaerät
- Saamiset luottolaitoksilta
- Valuuttasaamiset euroalueelta
- Saamiset yrityksiltä ja valtioilta



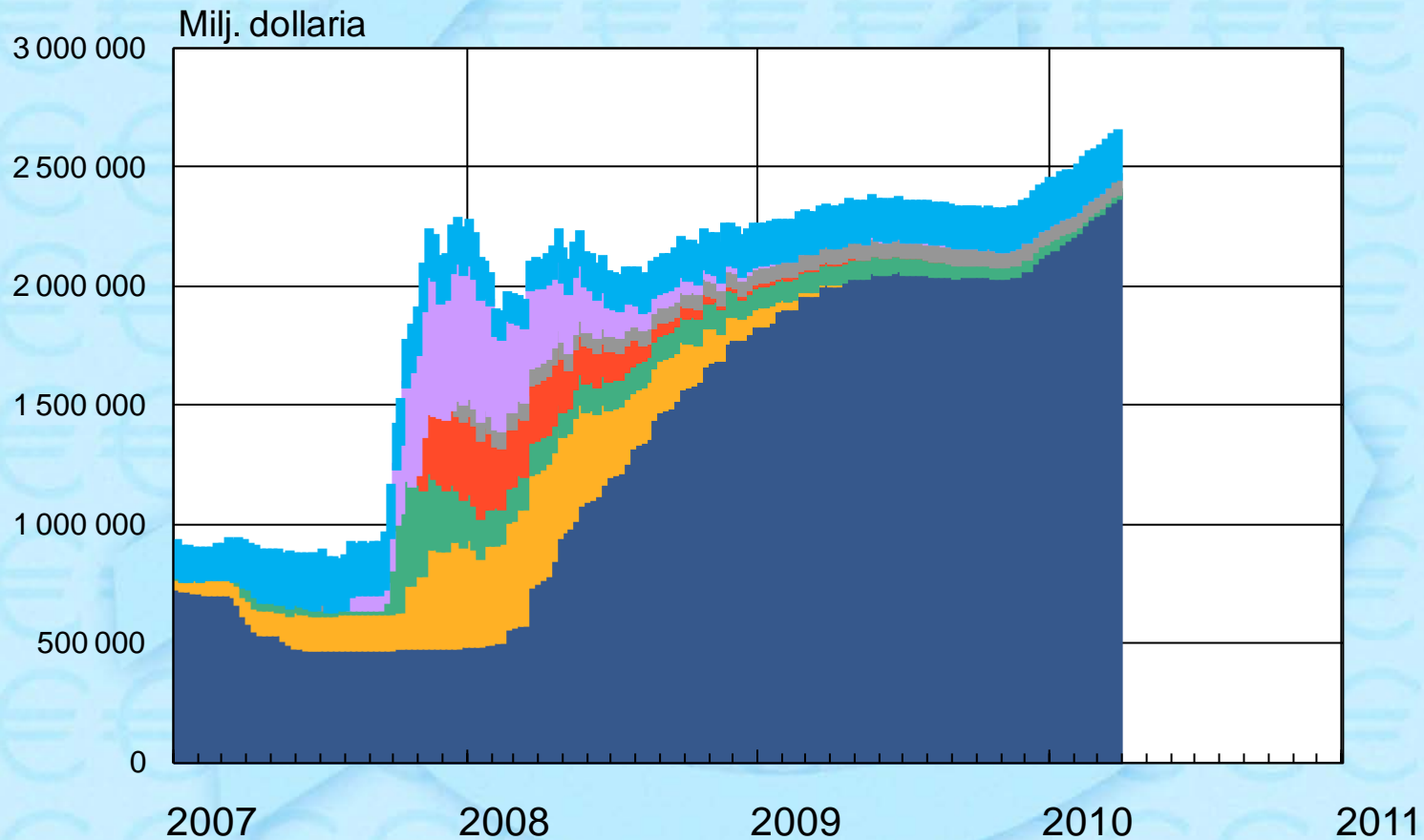
Lähde: EKP.

22887 @Chart23



# Yhdysvaltain keskuspankin taseen saamiset

- Securities held outright
- Other loans
- Maiden Lane LLC, Total
- Other
- Term auction credit
- Commercial paper Funding Facility
- Central bank liquidity swaps

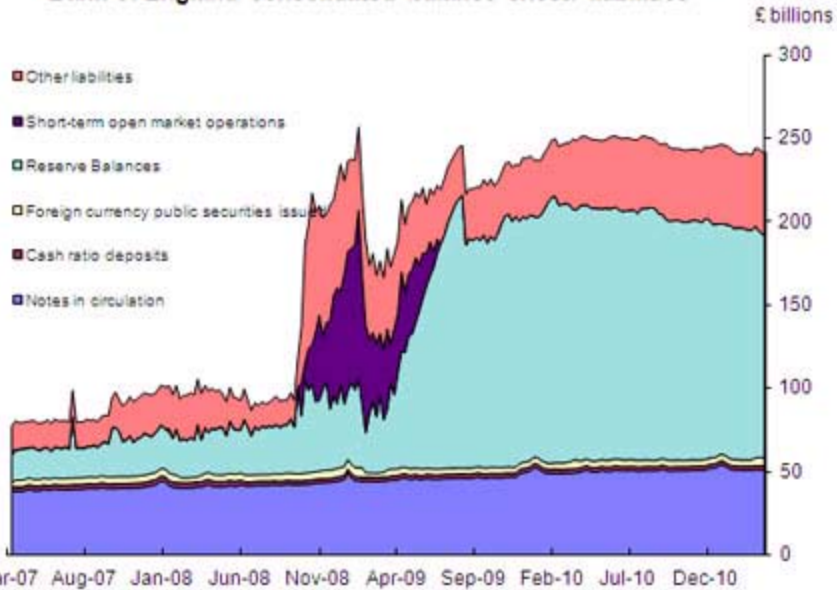


Lähde: Federal Reserve.

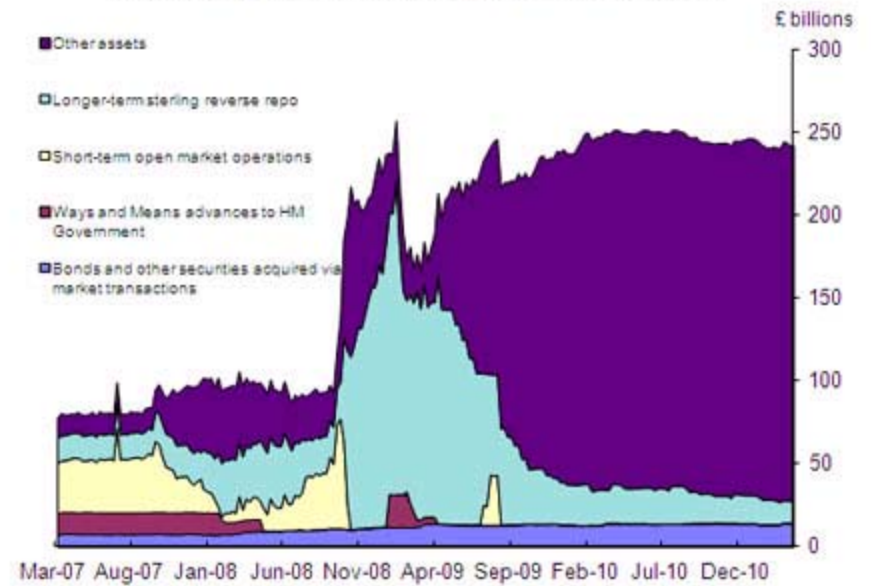
22887@Chart24 (2)

# BANK of ENGLAND tase

Bank of England consolidated balance sheet: liabilities <sup>(a)</sup>



Bank of England consolidated balance sheet: assets <sup>(a)</sup>



(a) Excludes loans and associated deposits in course of settlement.



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

Kiitos!