



**Matti Louekoski**

Rahoitus 2002 –seminaari  
Finlandia-talo, Helsinki  
11.10.2001

## Rahapolitiikka 2002

### 1. EKP:n rahapolitiikan lähtökohtia

- EKP:n rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on *hintavakauden ylläpitäminen* euroalueella. Tämä tehtävä on annettu EKP:lle (EKPJ:lle) Euroopan Yhteisön perustamissopimuksessa. EKP:n neuvosto täsmensi tavoitteen sisältöä syksyllä 1998 seuraavasti: hintavakaudella tarkoitetaan euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin alle kahden prosentin vuosittaista nousua keskipitkällä aikavälillä. Kuluttajahintojen nousuvauhti voi siis tilapäisesti – esimerkiksi ulkoisten hintahäiriöiden kuten öljyn hinnan heilahtelujen takia – poiketa em. tavoitteesta mutta keskipitkällä aikavälillä hintakehityksen pitää palautua tavoitteen mukaiseksi.

Neuvosto myös korosti, että tavoite koskee nimenomaan euroaluetta kokonaisuutena – yksittäisten maiden kohdalla hintakehitys voi jossain määrin olla erilainen, kenties pidempiäkin aikoja. Näin voi olla esimerkiksi tilanteessa, jossa jonkin alemman tulotason maan hintataso vähitellen lähenee euroalueen keskiarvoa. Samoin on asian laita, kun jonkin maan tilapäinen ”kasvupiikki” tuo mukanaan myös ”hintapiikin”.

Edellä mainitun ensisijaisen tavoitteen lisäksi EKP:lle on annettu myös tehtäväksi muun yleisen talouspolitiikan tukeminen kuitenkin siten, että se ei saa vaarantaa ensisijaisen tavoitteen eli hintavakauden saavuttamista. Tässä suhteessa EKP:n agenda on esim. FED:istä selkeästi poikkeava.

- Hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi EKP:n neuvosto on valinnut *rahapolitiikan strategian*, joka koostuu kahdesta ns. pilarista.

*Ensimmäinen pilari* antaa euroalueen rahan määrälle näkyvän roolin rahapolitiikassa. Tämä rooli, joka heijastaa näkemystä inflaatiosta rahataloudellisena eli mone-taarisena ilmiönä, pitää sisällään viitearvon lavean raha-aggregaatin M3 vuotuiselle kasvulle (mitattuna 12 kuukauden muutoksen kolmen kuukauden liukuvana keskiarvona). Tämä viitearvo on 4½ prosenttia. EKP:n neuvosto katsoo, että mikäli

rahan määrän kasvuvauhti euroalueella ylittää tämän viitearvon, se on merkki hintavakautta uhkaavien riskien olemassaolosta. On kuitenkin huomattava, että kyseessä on vain viitearvo, ei tavoite itsessään. Poikkeamat viitearvosta eivät siten johda automaattisesti muutoksiin rahapolitiikassa vaan tilannetta arvioidaan aina huolellisesti ja pyrkien selvittämään poikkeamien taustalla olevat tekijät.

Viimeksi elokuisen koron alentamispäätöksen yhteydessä neuvosto varsin tarkoin analysoi (myös tiedonannossaan) raha-aggregaatin merkitystä ja sisältöä rahapolitiikan elementtinä.

Rahapolitiikan *toinen pilari* pitää sisällään tulevan hintakehityksen sekä hintavakauteen kohdistuvien riskien laaja-alaisen tarkastelun. Tämä tarkastelu hyödyntää hyvin laajaa joukkoa erilaisia hinta- ja kustannuskehitystä kuvaavia indikaattoreita, mukaan lukien inflaatioennusteet, varallisuusesineiden hinnat (pörssikurssit ym.), valuuttakurssikehitys jne. Toiseen pilariin liittyen eurojärjestelmä laatii kahdesti vuodessa laajan kokonaistaloudellisen projektion eli ennustelaskelman, joka julkaistaan EKP:n kuukausijulkaisussa.

- Toiminnassaan EKP on pyrkinyt noudattamaan *avointa ja läpinäkyvää* toimintatapaa, mitä heijastaa myös aktiivinen kommunikointi tiedotusvälineiden kanssa. Tällä tavalla neuvosto katsoo edistävänsä rahapolitiikan ymmärrettävyyttä ja hyväksyttävyyttä euroalueella. Julkisuudessa avoimuudesta on tosin paljon kiistelty. Monet pitävät tähänastista näyttöä avoimuudesta varsin vaatimattomana. Joka tapauksessa EKP:n omaksuma käytäntö jo nykyisellään on uutta eurooppalaisessa keskuspankkipolitiikassa sen kokonaisuutta ajatellen.

## 2. Rahapolitiikan saavutuksista

- Euroalueen inflaatio pysytteli vuoden 1999 aikana hintavakaustavoitteen mukaisella tasolla. Keskimäärin inflaatio oli tuolloin 1.1 % eli sama kuin vuonna 1998. Vuoden loppua kohden alkoi kuitenkin käydä yhä selvemmäksi, että hintavakautta uhkaavat riskit olivat kasvussa, mikä näkyi sekä 1. että 2. pilarin antamista merkeistä. Rahan määrän kasvuvauhti oli nopeutumassa ja luotonannon kasvu jatkui ripeänä. Samanaikaisesti talouskasvu oli voimistumassa, euron ulkoinen arvo heikkeni ja öljyn hinta nousi tuntuvasti.

Vuoden 1999 loppupuolelta lähtien EKP:n neuvosto muuttikin rahapolitiikkaansa kiristävämpään suuntaan. Kehitys jatkui samantyyppisenä aina vuoden 2000 syksyyn asti. Marraskuusta 1999 lokakuuhun 2000 EKP:n neuvosto nosti keskeistä ohjauskorkoaan yhteensä 2.25 prosenttiyksikköä, 4.75 prosenttiin.

- Rahapolitiikan kiristämisestä huolimatta euroalueen inflaatio kiihtyi loppuvuoden 1999 ja vuoden 2000 aikana ja oli enimmillään liki 3 % marraskuussa 2000. Koko vuoden 2000 keskimääräiseksi inflaatiovauhdiksi muodostui 2.3 %. Alkuvuodesta 2001 inflaatio vaihteli yhä korkealla tasolla, jopa kiihtyen loppukeväästä yli 3 prosentin. Keskeisenä tekijänä inflaation kiihtymisessä vuosina 1999-2001 oli tuonti-hintojen – ennen kaikkea raakaöljyn hinnan – voimakas nousu. Euron heikentyminen vaikutti osaltaan kehitykseen samoin kuin elintarvikemarkkinoiden kriisit. Jälkimmäinen tekijä oli merkittävä erityisesti alkuvuonna 2001.

*Inflaation kiihtymistä ei kuitenkaan voida tulkita rahapolitiikan epäonnistumiseksi.* EKP:n rahapolitiikan strategian mukaisesti lyhyellä aikavälillä hintakehityksessä voi esiintyä sellaisia poikkeamia hintavakauden tavoitteesta, joita rahapolitiikalla ei voida tai ei edes haluta estää. Öljyn hinnan heilahtelu on hyvä esimerkki tämän-tyyppisestä kehityksestä, joka voi aiheuttaa inflaatiovaihteluja euroalueella.

Keskipitkällä aikavälillä tämäntyyppisten vaihteluiden pitäisi tasoittua. EKP pyrkii vuosien 1999-2000 koronnostoillaan vaimentamaan mm. öljyn hinnan noususta aiheutuvia kerrannaisvaikutuksia ja ehkäisemään inflaatio-odotuksia. Pitkien korkeiden kehityksen ja mm. erilaisten inflaatio-kyselyjen perusteella tässä onnistuttiinkin varsin hyvin.

### 3. Euroalueen näkymät vuodelle 2002

- Tämän vuoden aikana tilanne niin euroalueen kasvu- kuin inflaationäkymissä on oleellisesti muuttunut. Euroalueen kasvu on hidastunut tuntuvasti muun maailmantalouden tapaan. Viime kuukausina inflaatiokin on alkanut hidastua. Samanaikaisesti hintavakautta uhkaavat riskit ovat vähentyneet. EKP:n neuvosto kevensikin rahapolitiikkaansa touko- ja elokuussa yhteensä ½ prosenttiyksiköllä.

Sittemmin Yhdysvaltoihin kohdistuneet terrori-iskut ovat synkettäneet edelleen niin maailmantalouden kuin myös euroalueen kasvunäkymiä. EKP on osaltaan tukenut viime viikkoina kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden pysymistä vakaina. Syyskuussa – välittömästi Yhdysvaltain terrori-iskujen jälkeen – eurojärjestelmä helpotti euroalueen rahamarkkinoiden toimintaa toteuttamalla likviditeettiä lisääviä hienosäätöoperaatioita sekä teki valuuttaswappeja, joilla eurooppalaiset pankit saivat tarvitsemiaan dollareita.

EKP:n neuvosto myös alensi ohjauskorkoaan ½ prosenttiyksiköllä, 3.75 prosenttiin. Useat muutkin keskuspankit alensivat samanaikaisesti ohjauskorkojaan, vaikka mistään koordinoitusta koronlaskusta ei ollutkaan kysymys. EKP on myös Japanin keskuspankin pyynnöstä intervenoinut valuuttamarkkinoilla sen puolesta. Viime viikkoina Japanin keskuspankki on pyrkinyt ehkäisemään jenin vahvistumista.

- EKP:n viimeaikaiset koronlaskupäätökset ovat perustuneet arvioon siitä, että euroalueen *keskipitkän aikavälin inflaationäkymät ovat muuttuneet hintavakauden kannalta suotuisaan suuntaan.* Euroalueen inflaation odotetaan jatkavan lähitulevaisuudessa hidastumistaan, mikäli energian – ennen kaikkea raakaöljyn – hinta pysyy vakaana (tai laskee, kuten viime päivinä on tapahtunut) ja elintarvikkeiden hintojen nousun inflaatiovaikutukset pienenevät oletetulla tavalla.
- Talouskasvun hidastuminen vähentänee osaltaan inflaatiopaineita. Euroalueen tuottaja- ja tuontihintojen viimeaikainen kehitys tukee näkemystä inflaation hidastumisesta. Käteisen eurorahan käyttöönnotolla voi olla vähäinen tilapäinen vaikutus kuluttajahintojen nousuvauhtiin, kun hyödykkeiden hintoja mahdollisesti pyöristetään ylöspäin. Pyöritykset kuitenkin vastaavasti vähentänevät hintojen nousua vastaisuudessa. Lisäksi monia hintoja todennäköisesti pyöristetään myös alaspäin.

Pitkällä aikavälillä euron käyttöönotto joka tapauksessa vähentää hintojen nousupaineita, kun hintojen vertailtavuus helpottuu ja kilpailu voimistuu.

- Rahan määrän viimeaikainen kehitys euroalueella ei näyttäisi muuttavan edellä esitettyä inflaatiota koskevaa johtopäätöstä. Vaikka lavean raha-aggregaatin (M3) kasvuvauhti on viime aikoina kiihtynyt yli 6 prosentin, se ei välttämättä viittaa siihen, että tulevaan hintakehitykseen kohdistuisi keskipitkällä aikavälillä nousupaineita. Kun euroalueen ulkopuolisten tahojen hallussa olevien erien<sup>1</sup> vaikutus poistetaan, M3-rahamäärän kasvuvauhti oli kesä-elokuussa noin 5½ %. On myös huomattava, että kansainvälisten osakemarkkinoiden heikko kehitys samoin kuin tuotokäyrän loivuus ovat viime kuukausina lisänneet likvidien talletusmuotojen kysyntää, mikä on heijastunut rahamäärien kasvussa. Myös yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen kasvuvauhdin hidastuminen viittaa siihen, että rahan määrän kasvun viimeaikaisesta nopeutumisesta ei ole syytä vetää liian voimakkaita, inflaation kiihtymistä ennakoivia johtopäätöksiä.
- Euroalueen lähiajan kasvunäkymät olivat heikentyneet jo ennen terrori-iskuja. Ne heijastuivat osin kasvuarvioiden korjausta alaspäin muualla maailmantaloudessa, osin odotettua heikompaa kotimaisen kysynnän kehitystä euroalueella alkuvuoden aikana. Mm. Yhdysvaltain tämän ja ensi vuoden kasvuarvioita oltiin elo-syyskuun vaihteessa yleisesti alentamassa, kun tähän saakka kasvua ylläpitäneen kulutuskysynnän näkymät olivat hiipumassa työllisyyden heikentymisen ja mm. osakekurssien laskun myötä.

Iskujen seurauksena käsitykset lähitulevaisuuden talouskehityksestä Yhdysvalloissa ja myös muualla maailmantaloudessa ovat edelleen heikentyneet. Vaikka iskuilla ei odotetakaan olevan pysyviä negatiivisia kasvuvaihteluja Yhdysvalloissa – maan tuotantopotentiaali ei ole mainittavasti kärsinyt tapahtuneesta – *talouskasvun käynnistyminen siirtynee selvästi ensi vuoden puolelle*, kun kotitaloudet todennäköisesti ovat entistäkin varovaisempia kulutuskäyttäytymisessään ja yritykset investointipäätöksissään. Kasvun elpymistä Yhdysvalloissa tukevat kuitenkin rahapolitiikan voimakas keventyminen (jo yhdeksän koron alennuspäätöstä tänä vuonna), veronalennukset, julkisten menojen tuntuvat lisäykset terrori-iskujen jälkeen sekä mahdollisesti myös varastosepeutuksen eteneminen, josta oli merkkejä jo ennen terrori-iskuja.

On kuitenkin huomattava, että rahapolitiikan keventämisen vastapainona pitkät korot eivät ole juurikaan alentuneet. Se vaimentaa tehtyjen korkopäätösten elvyttävää vaikutusta. Pitkien korkojen kehityksen taustalla on mm. pelko siitä, että julkisen talouden tasapaino tulee muodostumaan selvästi aiempia arvioita heikommaksi. Lisäksi riskinä kasvun kannalta on, että veronkevennykset siirtyvät säästämiseen, kun epävarmuus tulevasta kehityksestä on kasvanut, varallisuusarvot laskeneet ja työllisyysnäköymät heikentyneet. Julkisten menojen kasvu ja erityisesti sen painottuminen sotilas- ja muihin kulutusmenoihin ei myöskään ole omiaan edistämään talouden pitkän aikavälin kasvupotentiaalin nousua.

- Myös euroalueen lyhyen aikavälin kasvunäkymät ovat viimeaikaisten tapahtumien seurauksena edelleen heikentyneet jonkin verran ja epävarmuus kasvanut. Euroalu-

<sup>1</sup> Nämä pitävät sisällään euroalueen ulkopuolisten hallussa olevat rahamarkkinapaperit ja lyhytaikaiset velkapaperit.

een kasvu muodostuneekin lähiaikoina aiemmin odotettua heikommaksi ja elpyminen lykkääntyy. *Tilannetta ei kuitenkaan ole syytä ylidramatisoida*. Iskujen välilliset vaikutukset mm. luottamusilmapiiriin jäävät joka tapauksessa euroalueella pienemmiksi kuin Yhdysvalloissa. Lisäksi talouskasvun voimistumisen edellytykset ovat euroalueella hyvät: Monissa maissa toteutetut veronkevennykset ajoittuvat suhdannetilanteen kannalta oikeaan aikaan ja ne auttavat myös rakenteellisten ongelmien korjaantumisesta mm. työmarkkinoilla, kun verokiilaa kavennetaan. Inflaation odotetaan edelleen hidastuvan, mikä tukee kotimaisen kysynnän, ennen kaikkea kulutuskysynnän kasvua. Julkistalouksien aiempina vuosina toteutettu konsolidointi antaa pelivaraa automaattisten vakauttajien toiminnalle niissä maissa, joissa konsolidointi on edennyt riittävän pitkälle. Lopuksi, *rahatalouden tila kokonaisuudessaan on euroalueella tällä hetkellä keveä ja kasvua tukeva*, kun markkinakorot ovat matalat ja euron ulkoinen arvo alhainen. EKP on omalta osaltaan korkopäätöksillään luonut edellytyksiä euroalueen talouden kasvun elpymiselle.

- Yhdysvaltain viimeaikaiset tapahtumat ovat heijastuneet myös euron ulkoiseen arvoon, joka on viime viikkoina jonkin verran vahvistunut. Tämä ei ole yllätys – onhan suurin epävarmuus kohdistunut juuri Yhdysvaltain talouteen ja sen lähiajan kehitykseen. Euro suurena valuuttana on ollut tässä tilanteessa turvalliseksi koettu vaihtoehtoinen sijoituskohte. Vahvistumisestaan huolimatta euro on kauppapainoisella valuuttaindeksillä mitattuna edelleen reilut 10 % heikompi kuin vuoden 1999 alkukuukausina.

Vaikka euron ulkoisen arvon muutokset ovat olleet viime vuosina varsin suuria, ne eivät kuitenkaan ole erityisen huolestuttavia euroalueen vakaan kehityksen kannalta. Koska ulkomaankaupan osuus euroalueen bruttokansantuotteesta on melko pieni, euron sisäinen arvo eli euroalueen hintavakaus on kansalaisten kannalta olennaisesti euron ulkoisen arvon vakautta tärkeämpi. Johtopäätöksenä voinee todeta, että sisäisen vakauden vaalimisessa EKP on onnistunut varsin hyvin.