



Pääjohtaja Erkki Liikanen

Eduskunnan talousvaliokunnan talusseminaari 6. syyskuuta 2006

Rahapolitiikan perusteet ja toteutus

KUVIOT 1., 2., 3., 4. SUOMEN PANKIN YDINTOIMINNOT

Maailmantalous on käynyt parin viime vuoden ajan läpi vahvaa noususuhdannaetta. Sen aikana raakaöljyn ja monien muiden raaka-aineiden hinnat ovat kallistuneet voimakkaasti ja kapasiteetin käyttöasteet ovat kohonneet. Inflaatiopaineet ovatkin lisääntyneet monissa maissa.

Keskuspankit ovat lähteneet purkamaan sitä rahataloudellista keveyttä, joka osaltaan on ollut kiihdyttämässä maailman talouskasvua viime vuosina.

KUVIO 5. RAHAPOLIITTISET OHJAUSKOROT

Rahapolitiikan viritys on muuttunut kaikkialla. Yksistään tämän vuoden aikana yli 20 keskuspankkia on nostanut ohjauskorkojaan. Euroopan keskuspankki EKP nosti elokuun alussa keskeistä ohjauskorkoaan neljännen kerran sitten viime joulukuun alun, 3 prosenttiin.

Yhdysvalloissa ohjauskorko nousi kesäkuun lopulla 5.25 prosenttiin – kaiken kaikkiaan keskuspankki on nostanut korkoja 17 kertaa peräkkäin kahden vuoden aikana.

Kenties paras osoitus rahapolitiikan globaalin virityksen muuttumisesta tulee kuitenkin Japanista. Siellä maan keskuspankki ilmoitti viime maaliskuussa, että se alkaa irtautua ns. määrälliseen keventämiseen perustuneesta rahapolitiikastaan ja siirtyä korkopolitiikkaan perustuvaan markkinoiden ohjaukseen.

Heinäkuussa keskuspankki nostikin ohjaukorkoiaan ensi kerran moneen vuoteen.

Korko-odotusten ollessa edelleenkin monien maiden osalta noususuuntaiset markkinoilla ollaan kiinnostuneita kaikesta tiedosta, joka auttaisi ennakoimaan tulevia korkoliikkeitä. Tämä koskee myös euroaluetta.

Siten EKP:n neuvosto pyrkii viestimään niin, että se antaisi mahdollisimman tarkan kuvan siitä, miten se näkee vallitsevan tilanteen ja millä perusteella tulevat päätökset tehdään.

On silti muistettava, että korkopoliittiset aikomukset ovat aina ehdollisia uusimmalle taloudellista tilannetta koskevalle tiedolle ja analyysille. Siksi vähintään yhtä tärkeää kuin korkonäkymiä koskevat muotoilut, on se, miten lausunnoissa luonnehditaan talousnäkymiä ja rahatalouden tilaa.

Mitä rahapolitiikalla tavoitellaan?

Rahapolitiikan tosiasialliset tavoitteet ovat maailmalla yhdensuuntaisemmat kuin tavoitteen muodollisista määritelmistä eri keskuspankeissa voisi päätellä. Rahapolitiikan keskeiseksi tavoitteeksi tunnustetaan nykyisin käytännössä kaikissa kehittyneissä maissa hintavakaus. Tämä tarkoittaa sitä, että rahapolitiikka torjuu yleisen hintatason vaihteluita, kuten inflaatiota ja deflaatiota.

KUVIO 6. RAHAPOLITIIKAN TAVOITTEET

Euroalueen rahapolitiikan tapauksessa tavoitteet on selkeästi määritelty. Hintavakaas asetettiin Euroopan keskuspankkijärjestelmän tavoitteeksi Maastrichtin sopimuksessa. Sopimuksen mukaan hintojen vakaas on rahapolitiikan ensisijainen tavoite, ja EKP:n on tuettava yhteisön talouspolitiikan muita tavoitteita sikäli, kun hintojen vakaas ei vaarannu. EKP:n neuvosto on myöhemmin operationalisoinut hintavakauden käsitteen tarkoittavan kuluttajahintojen vuotuista nousuvauhtia, joka on keskipitkällä aikavälillä lähellä, mutta alle kahden prosentin.

Euroalueen rahapolitiikan tavoitteita on usein verrattu Yhdysvaltoihin. Yhdysvaltojen keskuspankkijärjestelmälle on laissa määritelty rinnakkaisia tavoitteita, kuten hintojen vakaas ja maksimaalinen työllisyys.

Mielenkiintoista on, että tällaisista juridisista eroista huolimatta sekä EKP että Yhdysvaltain keskuspankki, samoin kuin muutkin keskeiset keskuspankit, näkevät tehtävänsä pitkälle samalla tavoin: keskeisenä tavoitteena on inflaation pitäminen matalana ja keskipitkällä aikavälillä vakaana, koska tämä on oleellista myös kestävän kasvun ja työllisyyden kannalta.

Hintavakauden tavoite kohdistuu tavaroiden ja palvelujen yleiseen hintatasoon. Näin ollen rahapolitiikan tavoitteena ei ole yksittäisten hyödykkeiden hintojen vakauttaminen, vaan hintatasoa tarkastellaan koko talouden tasolla, euroalueella nimenomaan koko euroalueen tasolla. Euroalueella hintakehityksen mittarina käytetään ns. yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä, jonka laadintaperiaatteet on pyritty yhdenmukaistamaan kaikissa EU-maissa.

Joissakin keskuspankeissa käytetään erilaisia pohjainflaatiomittareita, joissa kuluttajahintaindeksistä on poistettu joitakin eriä, kuten energian tai jalostamattomien elintarvikkeiden hintoja tai verojen aiheuttamia muutoksia. Tähän ei kuitenkaan ole euroalueella menty, koska varsinainen kuluttajahintaindeksi on se, joka kansalaisten elämään kuitenkin viime kädessä vaikuttaa ja jota EKP:n hintavakaustavoitteenkin on siksi katsottava koskevan.

Tällöin on kyse nimenomaan tavaroiden ja palvelujen hinnoista, joten rahapolitiikka ei lähtökohtaisesti tavoittele varallisuusesineiden, kuten osakekurssien tai asuntohintojen, vakautta, vaikka näiden heilahdukset aiheuttavatkin usein huolta keskuspankeille.

Osakekurssien vaihtelulla saattaa kyllä olla merkitystä rahapolitiikalle sikäli, että ne kertovat markkinoilla vallitsevista kasvu-, inflaatio- ja korko-odotuksista. Tällöinkin osakekurssit ovat vain yksi taloustilanteen arvioinnissa huomioon otettava tekijä, eivät mikään tavoite.

Rahapoliittiset päätökset vaikuttavat inflaatioon viiveellä, joka voi olla vuoden tai puolentoistakin vuoden mittainen. Tämän vuoksi rahapolitiikka ei voi pyrkiä ohjaamaan yleistä hintakehitystä lyhyellä tähtäyksellä vaan politiikan tähtäimen täytyy olla kauempana, "keskipitkällä" aikavälillä. Rahapolitiikan päätöksenteko on siis vahvasti eteenpäin katsovaa.

Miksi hintavakaus?

Rahapolitiikan ensisijaiseksi tavoitteeksi on siis yleisesti muotoutunut hintavakauden saavuttaminen, jonka katsotaan tarkoittavan matalaa ja vakaata inflaatiovauhtia. Hintavakaus on tavoiteltava asia useista eri syistä.

KUVIO 7. INFLAATION HAITAT

Hintavakaus auttaa kuluttajia erottamaan suhteellisten hintojen muutokset yleisen hintatason muutoksista ja tehostaa niin hintamekanismin toimintaa taloudessa. Se vähentää inflaatiosta aiheutuvaa riskilisää sijoitusten tuottovaatimuksissa ja alentaa siten "luonnollista" korkotasoa. Se myös vähentää taloudenpitäjien tarvetta kuluttaa resursseja inflaatiolta suojautumiseen ja ehkäisee inflaation aiheuttamia epäoikeudenmukaisia ja mielivaltaisia tulonjakovaikutuksia.

Aikaisemmin ajateltiin, että inflaation hillintä ja taloudellisen kasvun sekä korkean työllisyyden tavoittelu olisivat keskenään ristiriitaisia tavoitteita. Sekä käytännön kokemus että teoreettinen tutkimus ovat kuitenkin osoittaneet, että tämä ei pidä paikkaansa. Nykyisen käsityksen mukaan hintavakauden ylläpitäminen on pitkällä aikavälillä keskeinen edellytys kestäväälle talouskasvulle.

Sellaisissa tilanteissa, joissa hintavakauteen kohdistuu kokonaiskysynnän heilahteluista johtuvia uhkia, hintavakautta tavoitteleva rahapolitiikka myös suoranaisesti tasoittaa suhdannevaihteluita. Jos talouskasvu kiihtyy samaan aikaan kun inflaatoriskit kasvavat, kuten tämän vuoden aikana on tapahtunut euroalueella, rahapolitiikan kiristäminen on paikallaan sekä suhdannenäkökulmasta että keskipitkän aikavälin hintavakauden turvaamiseksi.

KUVIO 8. EUROALUEEN BKT-KASVUUN VAIKUTTANEET TEKIJÄT

Vuosituhatien alkuvuosina tilanne oli käännteinen: tuolloin euroalueen kasvu hidastui tuntuvasti kysyntä- ja tarjontahäiriöiden seurauksena, mutta rahapolitiikka pystyi antamaan kasvulle merkittävää tukea inflaatiopaineiden pysyessä kurissa.

Historiallinen kokemus osoittaa, että hintavakauteen tähtäävä johdonmukainen rahapolitiikka on tuottanut hyviä tuloksia. Inflaatio ja sen kustannukset on saatu alentumaan merkittävästi kaikkialla maailmassa. Kun vuosina 1980-84 maailman keskimääräinen kuluttajahintojen nousuvauhti oli noin 14 prosenttia, se alentui vuosina 2000-05 vajaaseen 4 prosenttiin. Ero 1970-luvun epävakauteen on hätkähdyttävä.

KUVIO 9. KULUTTAJAHINTOJEN NOUSUVAUHTEJA

Rahapolitiikan suuntautuminen hintavakauden ylläpitämiseen on osaltaan johtanut inflaation voimakkaaseen alenemiseen. Samaan suuntaan on vaikuttanut myös globalisaatio. Se on tuonut uusia, alhaisen kustannustason maita mukaan kansainväliseen kauppavaihtoon ja samalla lisännyt tuntuvasti entistä halvempien teollisuustuotteiden tarjontaa.

Kilpailun kiristyminen on myös muuttanut teollisuusmaissa yritysten hinnoittelukäyttäytymistä ja työntekijäpuolen nimellispalkkatavoitteita aiempaa maltillisempaan suuntaan. Seurauksena on ollut hinta-palkkakierteen vaimeneminen monissa vanhoissa teollisuusmaissa.

Inflaatio-odotukset riippuvat rahapolitiikan uskottavuudesta

Rahapolitiikan tämänhetkinen problematiikka liittyy läheisesti kysymykseen inflaatio-odotusten hallinnasta. EKP:n neuvoston viestinnässä on toistuvasti korostettu rahapolitiikan tehtävänä olevan inflaatio-odotusten ”ankkurointi” hintavakaustavoitteen mukaisiksi. Inflaatio-odotusten ankkurointi on välttämättömän edellytys sille, että rahapolitiikka, samalla kun se kontrolloi inflaatiota, pystyy tukemaan kasvua ja työllisyyttä.

KUVIO 10. RAHAPOLITIikka JA INFLAATIO-ODOTUKSET

Perusteet inflaatio-odotusten merkityksen korostumiseen rahapolitiikassa löytyvät taloustutkimuksesta. Nykyaikaisen rahataloudellisen tutkimuksen kuva talouden toiminnasta on voimakkaasti ”eteenpäin katsova”. Tällä tarkoitetaan, että sekä inflaatio että kokonaiskysyntä määräytyvät suurelta osin tulevaisuutta koskevien odotusten perusteella. Esimerkiksi inflaatiovauhti määräytyy sen mukaan, mitä kansalaiset, yritykset ja ammattiliitot odottavat tulevasta inflaatiosta. Tavaroiden ja palvelujen kysyntä taas riippuu tulevia tuloja ja reaalikorkoja koskevista odotuksista.

Inflaatio-odotukset riippuvat vuorostaan rahapolitiikan uskottavuudesta. Tämä tarkoittaa, että keskuspankin haluun ja kykyyn saavuttaa rahapolitiikkansa tavoitteet luotetaan.

Jos uskottavuus on hyvä, keskuspankki pystyy saavuttamaan tavoittelemansa hintavakauden hyvin maltillisellakin rahapolitiikalla. Jos uskottavuus on huono, rahan arvon puolustus vaatii kovaotteista rahapolitiikkaa, joka aiheuttaa häiriöitä talouskasvuun ja työllisyyteen eikä silti välttämättä edes onnistu inflaation kontrolloimisessa.

Käytännössä keskuspankin uskottavuutta on pyritty rakentamaan lähinnä kolmella toisiaan täydentävällä keinolla.

KUVIO 11. RAHAPOLITIIKAN USKOTTAVUUDEN LISÄÄMINEN

Ensimmäinen näistä on keskuspankin itsenäisyyden varmistaminen. 1980-luvun lopulta alkaen rahapolitiikan institutionaalisissa uudistuksissa on korostettu keskuspankkien itsenäisyyttä. Myös Euroopan keskuspankki on toiminnallisesti ja taloudellisesti tehty täysin itsenäiseksi suhteessa EU:n poliittisiin toimielimiin.

Keskuspankin itsenäisyys ei tarkoita, että sen pitäisi itse voida valita toimintansa tavoitteet. Päinvastoin, tänään korostetaan keskuspankkien itsenäisyyttä siksi, että ne voisivat luotettavasti toimia juuri siinä tehtävässä, joka niille on demokraattisessa järjestyksessä annettu – siis ylläpitää hintavakautta rahapolitiikallaan.

Toinen keskeinen keino rahapolitiikan uskottavuuden lisäämiseksi on luotettavan maineen rakentaminen. Sen voi hankkia aikaa myöten johdonmukaisella, tuloksekkaalla ja perustellulla politiikalla.

Kolmas keino on muun talouspolitiikan yhteensovittaminen hintavakauden kanssa. Tämä koskee varsinkin finanssipolitiikkaa. Kurinalainen finanssipolitiikka, joka välttää liiallisia alijäämiä ja velkaantumista, on paitsi hyvän talouspolitiikan tunnusmerkki, myös onnistuneen rahapolitiikan edellytys. Ilman sitä keskuspankki ei voi pitkällä aikavälillä onnistua hintavakauden saavuttamisessa.

Euroopan talous- ja rahaliitossa on talouspolitiikan yhteensovittamiseksi rakennettu kattava talouspolitiikan koordinaatiomekanismi, jossa keskeistä on vakaus- ja kasvusopimus. Sopimuksen ideana on juuri estää julkisten budjettivajeiden ja julkisen sektorin velkaantumisen kasvu ja näin varmistaa rahapolitiikan uskottavuus, eli ehkäistä tarpeettoman kireän rahapolitiikan loukkuunjoutuminen. Kuten tunnettua, vakaus- ja kasvusopimukseen liittyvät valvontamekanismit ja sanktiot ovat olleet koetuksella. Aivan viime kuukausina kuitenkin sitoutuminen vakaus- ja kasvusopimukseen on taas vahvistunut.

Inflaatio-odotusten hallinnassa onnistuttu

Euroopan keskuspankkijärjestelmä on nuoresta iästään huolimatta pystynyt saavuttamaan luottamuksen, mikä näkyy siinä, että euroalueella vallitsevat inflaatio-odotukset ovat olleet varsin hyvin hintavakauden tavoitteen mukaiset. EKP on tässä hyötynyt siitä luottamuksesta ja uskottavuudesta, jonka Saksan keskuspankki Bundesbank oli vuosikymmenten mittaan saavuttanut.

KUVIO 12. INFLAATIO-ODOTUKSET

Keskuspankeissa yleisön ja markkinoiden inflaatio-odotuksia seurataan tiiviisti esimerkiksi kyselytutkimusten ja indeksisidonnaisten obligaatioiden noteerausten avulla. Euroalueella ei ole ollut merkkejä inflaatio-odotusten ryöstäytymisestä merkittävästi kahden prosentin yläpuolelle. Tätä voidaan pitää hyvänä saavutuksena.

Viestintä on olennainen osa rahapolitiikkaa

Saavutettua uskottavuutta ei voida pitää itsestäänselvyytenä, vaan sitä on huolella varjeltava. Tästä syystä EKP kiinnittää rahapolitiikassa suurta huomiota sekä politiikan johdonmukaisuuteen että ennustettavuuteen. Rahapoliittisella viestinnällä on keskeinen odotuksia ohjaava ja politiikan ennustettavuutta tukeva merkitys. Uskottavuuden korostuminen rahapolitiikassa on merkinnyt myös viestinnän merkityksen korostumista keskuspankkien toiminnassa.

KUVIO 13. RAHAPOLITIikka JA VIESTINTÄ

Takavuosina keskuspankit usein pyrkivät tekemään korkopäätöksensä yllättäen, ja pitivät sitä jopa kunnia-asianaan. Keskuspankkien politiikan läpinäkyvyyttä on kuitenkin viime vuosina määrätietoisesti lisätty. Näin on pyritty myötävaikuttamaan rahamarkkinoiden vakaaseen toimintaan.

Ajankohtaista rahapolitiikkaa koskevan viestinnän muotoihin ja sisältöön suhtaudutaan sekä keskuspankeissa, markkinoilla että tiedotusvälineissä nykyisin suurella vakavuudella. Mitä koroista kerrotaan, on melkein yhtä tärkeää kuin mitä koroille tehdään. Tämä johtuu siitä, että odotuksilla on ratkaiseva merkitys myös rahoitusmarkkinoiden toiminnassa.

Näin siksi, että markkinakorot eivät määräydy vain kulloinkin vallitsevan ohjauksen perusteella, vaan ne ovat eteenpäin katsovia: markkinakorot riippuvat suureksi osaksi siitä, millaisia korkoliikkeitä keskuspankin odotetaan tekevän tulevana kuukausina. Esimerkiksi Suomessa useimmat asuntolainat on kytetty 12 kuukauden Euribor-korkoon, joka vaihtelee päivittäin, vaikka EKP:n ohjaukorko pysyisi ennallaan.

KUVIO 14. RAHAPOLITIIKAN VAIKUTUSKEINOT TUOTTOKÄYRÄN ERI OSA-ALUEILLA

Oheisessa kuviossa on esitetty euroalueen tuottokäyrä – siis lyhyiden ja pitkien korkojen taso – sekä korkojen muutos viime vuoden kesästä. Kuvioon on lisäksi merkitty kolme aluetta, jotka kuvaavat sitä, miten eri tekijät vaikuttavat tuottokäyrän eri osiin.

Aivan lyhyimmät korot seuraavat läheisesti keskuspankin ohjauskoron kehitystä. Tuottokäyrän keskivaiheille siirryttäessä keskuspankin viestinnällä on sen sijaan yhä suurempi merkitys.

Kuviosta nähdään, miten muutos korkojen tasossa vuoden 2005 heinäkuun jälkeen on ollut suurin tuottokäyrän keskivaiheilla, johon odotukset keskuspankin tulevista korkopäätöksistä vaikuttavat eniten. Tuottokäyrän alkupään muutokset vastaavat ohjauskoron tasoon tehtyjä muutoksia. Lopuksi, tuottokäyrän pitkässä päässä heijastuvat pitkän aikavälin kasvu- ja inflaatio-odotukset. Ankkuroimalla inflaatio-odotukset matalalle tasolle, keskuspankki vaikuttaa myös näihin.

Euroopan keskuspankin rahapolitiikan kehikkona toimii pankin julkaisema strategia. Se jäsentää sekä rahapolitiikan käsittelyä pankin neuvostossa että myös kokousten jälkeen annettua selostusta.

Strategia koostuu kahdesta pilarista, joista ensimmäinen kattaa inflaatiopaineita arvioivan taloudellisen analyysin, mukaan lukien EKP:n ja kansallisten keskuspankkien asiantuntijoiden laatimat kehitysarviot, ja toinen rahataloudellisen analyysin, jossa esiin tulee rahan tarjonnassa ja luotonannon kehityksessä näkyvä inflaatiopaineita koskeva informaatio. Lopullinen rahapoliittinen harkinta tapahtuu näiden eri pilarien sisältämän informaation vertailuun perustuen.

Lopuksi

EKP:n neuvosto piti viime viikon torstaina viimeisimmän rahapoliittisen kokouksensa. Paikalla olivat kaikki neuvoston 18 jäsentä: 12 euromaan keskuspankkien pääjohtajaa ja 6 EKP:n johtokunnan jäsentä. Huolellisen talousinformaation läpikäynnin ja perusteellisen harkinnan seurauksena neuvosto päätti pitää EKP:n ohjauskoron ennallaan 3 prosentissa.

Kokousta seuranneessa tiedotustilaisuudessa EKP:n pääjohtaja esitteli kokouksen johtopäätöksen lausunnossaan, jossa perusteltiin laaja-alaisesti tehtyä päätöstä ja valotettiin samalla neuvoston käsityksiä lähiajan talouskehityksestä.

Markkinoilla neuvoston viesti tulkittiin siten, että EKP jatkaa koronnostojaan loppuvuoden aikana. Kokouksen jälkeen markkinoiden inflaatio-odotukset ovat pysyneet vakaina, kahden prosentin tuntumassa.

KUVIO 15. MARKKINOIDEN KORKO-ODOTUKSET

Yhteenvetona:

Keskuspankin pääasiallisin anti talouskasvulle ja työllisyydelle tulee inflaatio-odotusten vakauttamisen kautta. Inflaatio-odotusten vakaus näkyy rahoitusmarkkinoilla pitkien korkojen historiaan nähden alhaisena tasona. Tämä on osaltaan tukemassa investointitoiminnan jatkumista euroalueen maissa ja siten talouskasvua ja työllisyyttä myös jatkossa.