



Viite

Asia

Pyyntö teettää selvitys EKP:n mandaatin mahdollisen laajenemisen vaikutuksista (Suuren valiokunnan mietintö 1/2014)

Ohessa lähetetään Suurelle valiokunnalle tiedoksi muistio EKP:n mandaatin mahdollisen laajenemisen vaikutuksista sekä näkemyksiä keskuspankkien mandaatista ja toimivallasta. Muistiot eivät sisällä valtioneuvoston kannanottoja.

Neuvotteleva virkamies

Niina Pautola-Mol

LIITTEET

- 1) Muistio EKP:n mandaatin mahdollisen laajenemisen vaikutuksista
- 2) Näkemyksiä keskuspankkien mandaatista ja toimivallasta

cc

Erillinen sivu elektronisen version käsittelyyn:

Asiasanat

Hoitaa

Tiedoksi

Laati	Varmensi	Hyväksyi	Allekirjoitti
-------	----------	----------	---------------

EUROOPAN KESKUSPANKIN MANDAATTI JA SEN MUUTTAMISEN VAIKUTUKSET¹

1. Johdanto

Tässä muistiossa tarkastellaan Euroopan keskuspankin ja eurojärjestelmän mandaattia eli sille määrättyjä tavoitteita, sille uskottuja tehtäviä ja sille annettuja toimivaltuuksia. Tavoitteena on selvittää kansainvälisten vertailujen avulla ja tutkimuskirjallisuuteen perustuen, mitä vaikutuksia EKP:n mandaatin muuttamisella voisi olla. Tarkastelu painottuu kysymykseen työllisyys- ja kasvutavoitteiden asemaan rahapolitiikassa.

Euroopan Unionin perussopimusten mukaiset EKP:n tavoitteet sisältävät sekä hintavakaustavoitteen että velvoitteen tukea yleistä talouspolitiikkaa unionissa, jonka tavoitteisiin kuuluu sopimusten mukaan mm. täystyöllisyyden tavoittelu. Hintavakaus on tavoitteena ensisijainen ja täystyöllisyyden sekä muiden perussopimuksessa mainittujen talouspolitiikan tavoitteiden edistäminen unionissa tapahtuu sillä edellytyksellä että hintavakaus ei siitä vaarannu. Hintavakauden tavoite, jonka EKP:n neuvosto on operationalisoinut, koskee euroalueen yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä. Sen vuotuinen nousuvauhti pidetään keskipitkällä aikavälillä alle 2 prosentin, mutta lähellä tätä rajaa. Matalaa inflaatiota vaarantamatta EKP:n toissijaisena tavoitteena on tukea mm. täystyöllisyyteen pyrkivää politiikkaa unionissa.

Perussopimusten mukainen tavoitteen määrittely poikkeaa rakenteeltaan esimerkiksi Yhdysvaltain keskuspankille, Federal Reserve –järjestelmälle määritellystä tavoitteesta. Federal Reserven tavoitteen juridisessa määrittelyssä hintavakauden ja maksimaalisen työllisyyden tavoitteet ovat rinnakkaisessa eivätkä hierarkkisessa järjestyksessä toisiinsa nähden. Tällä ei kuitenkaan näytä olevan olennaista merkitystä rahapolitiikan toiminnan kannalta, koska nykyaikaisen talousteorian mukaan hintavakauden ylläpitäminen on edellytys sille, että rahapolitiikka voisi vaikuttaa vakauttavasti reaali-taloudelliseen kehitykseen. Tästä syystä myös Yhdysvaltain Federal Reserven rahapolitiikka on jo pitkään rakentunut samalle hintavakauden ensisijaisuuden periaatteelle, jota myös EKP noudattaa.

Finanssikriisin jälkeen syntyneessä tilanteessa inflaatiopaineet euroalueella ovat matalat ja yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksi nousuvauhti on vuoden 2013 alusta lähtien alittanut 2% rajan. Kuten EKP:n neuvosto on toistuvasti korostanut, EKP:n rahapolitiikka on finanssikriisin jälkeen ollut jo pitkään vahvasti kasvua tukevaa, EKP:lle määrätyn tehtävän tätä estämättä.

Nämä näkökohdat viittaavat siihen, että EKP:n tavoitteen määrittelyn muuttaminen rakenteeltaan esimerkiksi samantapaiseksi kuin Yhdysvaltain keskuspankilla on, ei ainakaan nykyis-

¹ Muistio on laadittu valtioneuvoston kanslian pyynnöstä. Kirjoittajat vastaavat siinä esitetystä näkemyksistä itsenäisesti.

sä olosuhteissa ja tämänhetkisen taloustieteellisen tietämyksen vallitessa aiheuttaisi olennais- ta muutosta käytännön rahapolitiikassa. EKP:n mandaatin muuttaminen olisi, kuten tunnettua, monopolvinen ja suurta yksimielisyyttä vaativa prosessi.

EKP:n mandaattiin liittyvät myös ne toimivaltuudet ja välineet, joita EKP ja sen johdolla eurojärjestelmään kuuluvat kansalliset keskuspankit voivat tavoitteensa toteuttamiseksi käyttää. Mandaatti sallii myös avomarkkinaoperaatioiden (eli arvopaperiostojen) käytön rahapolitiikan keventämiseen, kunhan kysymyksessä ei ole kielletty julkisen sektorin suora rahoitus. Arvopaperikaupat salliva säädös sisältyy EKP:n perussääntöön. Perussäännössä arvopape-reilla tehtävät avomarkkinaoperaatiot ovat tasa-arvoisessa asemassa pankkien kanssa tehtävi-en vakuudellisten luotto-operaatioiden kanssa, joita EKP on toistaiseksi enimmäkseen raha-politiikassaan käyttänyt. Julkisen rahoituksen kiellon tarkoituksena on osaltaan suojata raha-politiikan päätöksentekoa kaikelta painostukselta ja näin turvata EKP:n toiminnallinen itse-näisyys.

EKP:lle ja eurojärjestelmään kuuluville kansallisille keskuspankeille määrätty julkisen rahoit- tuksen kieltö tukee osaltaan julkistalouksien pitkän aikavälin kestävyuden vaatimusta. Julkis- talouksien alijäämiä ja velkaa koskevat määräykset puolestaan tukevat keskuspankin rahapo- litiikan kykyä kontrolloida rahan tarjontaa ja inflaatiota rahaliiton alueella. Rakenteellisesti kestävämmien julkistalouksien alijäämien rahoittaminen keskuspankista johtaisi ns. rahapo- litiikan finanssipoliittiseen dominanssiin ja sitä kautta viime kädessä rahapolitiikan tehon menetykseen.

Julkisen rahoituksen kieltö suojaa keskuspankin rahapolitiikkaa eikä rajoita sen tehoa tai po- tentiaalista laajuutta. Arvopaperimarkkinoilla on liikkeessä niin suuria määriä eri liikkeeseen- laskijoiden velkakirjoja, että ne yhdessä muun hyväksyttävissä olevien vakuuksien kanssa runsaasti riittävät rahapolitiikan tarpeisiin joko luotto-operaatioiden vakuutena tai sallittujen arvopaperikauppojen materiaalina.

2. Euroopan keskuspankin mandaatin juridinen perusta

Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) ja samalla Euroopan keskuspankin tavoitteista säädetään Sopimuksessa Euroopan unionin toiminnasta (SEUT 127.1 artikla). Sen mukaan Euroopan keskuspankkijärjestelmän ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakaut- ta. Samassa artiklassa todetaan edelleen, että EKPJ tukee yleistä talouspolitiikkaa unionissa osallistuakseen Euroopan unionista tehdyn sopimuksen 3 artiklassa määriteltyjen unionin ta- voitteiden saavuttamiseen, sanotun kuitenkaan rajoittamatta hintatason vakauden tavoitetta.

Unionin tavoitteista, joihin artiklassa viitataan, säädetään tarkemmin Euroopan unionista teh- dyn sopimuksen 3 artiklassa. Sen mukaan EU pyrkii mm. kestäväan kehitykseen, jonka pe- rustana ovat tasapainoinen talouskasvu ja hintavakaus sekä täystyöllisyyttä ja sosiaalista edis- tystä tavoitteleva erittäin kilpailukykyinen sosiaalinen markkinatalous.

EKP:n toissijaisena tavoitteena, hintavakautta vaarantamatta, on siis tukea mm. tasapainoista talouskasvua. Toiselta puolen EKP:n ensisijainen tavoite, hintavakaus, on artiklassa määritel- ty myös koko unionin eikä ainoastaan EKP:n ja Euroopan keskuspankkijärjestelmän tavoit- teeksi. Päävastuu talouspolitiikan piiriin kuuluvista toimista on kuitenkin muilla viranomaisil-

la kuin keskuspankeilla. EKP:llä ei ole erillistä talouspoliittista mandaattia, vaan se voi ainoastaan tukea yleistä talouspolitiikkaa unionissa.

Mainitussa SEUT 127 (1) artiklassa tuodaan selvästi esiin hierarkia EKP:n tavoitteiden välillä. Ensisijainen tavoite on hintatason vakaus, ja sillä ehdolla, että tätä tavoitetta ei vaaranneta, EKP voi ja sen kuuluu tukea yleistä talouspolitiikkaa unionissa ja osallistua Euroopan unionista tehdystä sopimuksessa määriteltyjen unionin tavoitteiden saavuttamiseen.

SEUT 127 (1) artiklassa todetaan edelleen, että EKP toimii sellaiseen vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti, joka suosii voimavarojen tehokasta kohdentamista, ja että se noudattaa sopimuksen 119 artiklassa määrättyjä periaatteita.

Näitä artiklassa 119 määriteltyjä jäsenvaltioiden ja unionin talouspolitiikan periaatteita, joita EKP:n on noudatettava, ovat vakaa hintataso, terve julkistalous ja rahatalous sekä kestävä maksutase. Artiklan 119 mukaan sekä yhtenäisen rahapolitiikan että yhtenäisen valuuttapolitiikan määrittelyn ja harjoittamisen ensisijainen tavoite on pitää yllä hintatason vakautta, ja mainittua tavoitetta kuitenkin rajoittamatta tukea yleistä talouspolitiikkaa unionissa vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti.

Perussopimus ei määrittele tarkkaan, mitä hintavakaudella tarkoitetaan. EKP:lle jää siten toimivalta määrittellä hintavakauden käsite, ottaen huomioon taloudelliset tosiasiat.

Sopimuksessa Euroopan unionin toiminnasta on käytetty hintavakauden käsitettä myös konvergenssikriteereissä, joilla arvioidaan jäsenvaltioiden talouden lähentymistä ja siten liittymismahdollisuuksia euroalueeseen. Sopimukseen liittyvässä pöytäkirjassa käytetään hintavakauden arviointiin tätä varten ns. yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä seuraavasti: ... *jäsenvaltio on saavuttanut kestävänsä hintatason vakauden ja tarkasteluajankohtaa edeltävän vuoden aikana todetun keskimääräisen rahanarvon alenemisasteen, joka ylittää enintään 1,5 prosentilla enintään kolmen hintatason vakaudessa parhaiten suoriutuneen jäsenvaltion vastaavan asteen. Rahanarvon alentuminen lasketaan kuluttajahintaindeksin (YKHI) avulla.* (SEUT 140 (1) artikla, Pöytäkirja nro 13).

Myös EKP on päättänyt käyttää yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä hintavakauden mittarina. Täsmentääkseen rahapolitiikalle laissa asetettua tavoitetta EKP:n neuvosto asetti vuonna 1998, ennen yhteisen rahapolitiikan aloittamista, hintavakaudelle kvantitatiivisen määritelmän. Sen mukaan hintavakaudella tarkoitettiin euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin alle 2 prosentin vuotuista nousua ja siihen pyrittäisiin keskipitkällä aikavälillä.

EKP:n neuvoston hintavakauden määritelmä vuodelta 1998 ei ottanut kantaa siihen, miten neuvosto suhtautuisi tilanteeseen, jossa inflaatiovauhti jäisi selvästi 2 prosentin vuosivauhtia hitaammaksi. Vuonna 2003 EKP:n neuvosto täsmensi käyttämäänsä hintavakauden määritelmää tuolloin tehdyn rahapolitiikan strategian arvioinnin pohjalta. Täsmennetyssä määritelmän mukaan inflaation tulisi olla alle 2 % mutta lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Uutta tässä oli sitoutuminen pitää inflaatiovauhti keskipitkällä aikavälillä ”lähellä” kahta prosenttia. Suuri alasuuntainen poikkeama ei siis olisi tavoitteen mukainen. Numeroina ilmaista kannanottoa siihen, miten paljon alle kahden prosentin tason oleva inflaatio olisi keskipitkällä aikavälillä tavoitteen mukainen, EKP:n neuvosto ei ole antanut.

EKP:n neuvostolla on ilmeisen laaja harkintavalta sen suhteen, miten hintavakaus määritellään. Perussopimus antaa EKP:lle riippumattoman aseman sen hoitaessa tehtäviään. Perussopimus kieltää EKP:tä, kansallista keskuspankkia tai niiden päätöksentekuelimiä pyytämästä tai ottamasta vastaan ohjeita unionin toimielimiltä, jäsenvaltioiden hallituksilta eikä miltään muultakaan taholta. Unionin toimielimet ja jäsenvaltioiden hallitukset sitoutuvat kunnioittamaan tätä periaatetta ja pidättymään yrityksistä vaikuttaa keskuspankkeihin heidän suorittaessaan tehtäviään. (SEUT 130 artikla).

EKP:n riippumattomuus ei ole itsetarkoitus, vaan sillä tuetaan hintavakauden tavoitteen toteuttamista ilman, että poliittiset elimet voisivat vaikuttaa EKP:n päätöksentekuelimiin (OLAF-case, C-11/00). Keskuspankkien riippumattomuus edistää hintavakauden ylläpitämistä. Havainto perustuu kokemuksiin riippumattomista keskuspankeista ja sitä tukee myös laaja talusteoreettinen analyysi.

Keskuspankin riippumattomuus merkitsee sitä, että rahapoliittiset ja muut Euroopan keskuspankille (eurojärjestelmälle) uskottujen tehtävien hoitamiseen vaikuttavat päätökset tehdään itsenäisesti keskuspankin omissa päätöksentekuelimissä eivätkä ulkopuoliset tahot voi vaikuttaa keskuspankin tehtävien käytännön toteuttamiseen.

Eurojärjestelmän perustehtäviä ovat rahapolitiikan määrittäminen ja toteuttaminen, valuuttaoperaatioiden suorittaminen, jäsenvaltioiden virallisten valuuttavarantojen hallussapito ja hoito sekä maksujärjestelmien moitteettomuuden edistäminen. EKP kerää tehtäviensä täyttämisen kannalta tarpeellisia tilastotietoja ja antaa lausuntoja toimialueeseensa liittyvistä lainsäädäntöhankkeista. Eurojärjestelmällä on myös rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyviä tehtäviä. EKP antaa luvan eurosetelien liikkeeseenlaskuun. EKP ja kansalliset keskuspankit ovat ainoat elimet, joilla on oikeus laskea liikkeeseen laillisena maksuvälineenä hyväksyttäviä seteleitä euroalueella.

EKP:llä on EU:n perussopimuksen määrittelemissä rajoissa myös säädösvaltaa. EKP voi antaa asetuksia tai tehdä päätöksiä, jotka ovat tarpeen sen tehtävien suorittamiseksi. EKP voi myös antaa suosituksia ja lausuntoja.

Yhteisen valvontamekanismin myötä EKP:n vastuulle tulee vuonna 2014 kokonaan uusia tehtäviä pankkivalvonnassa. EKP tulee olemaan suoraan vastuu merkittävimpien pankkien valvonnasta ja koko valvontajärjestelmän toimivuudesta. Muut EKP:n vastuulle tulevat tehtävät liittyvät toimilupiin ja niiden peruutukseen, keskeisten vakavaraisuus- ja likviditeetti vaatimusten noudattamiseen, stressitestien suorittamiseen, sanktiovaltuuksiin ja makrovakausvälineiden käyttöön. Oikeusperustana yhteistä valvontamekanismia koskevalle sekundäärilainsäädännölle on ollut SEUT 127 (6) artikla.

EKP:llä on käytössään vain ne toimivaltuudet, jotka EKP:n perussäännössä on mainittu. Toimivaltuudet on kuvattu varsin yleisellä tasolla, mikä antaa mahdollisuuden ottaa huomioon teknisen kehityksen ja markkinoiden muutokset toimintatapoja valittaessa.

EKP tukee yleistä talouspolitiikkaa unionissa ja osallistuakseen unionin SEU 3 artiklassa määriteltyjen tavoitteiden saavuttamiseen vain niillä toimivaltuuksilla, mitä perussopimukset sille mahdollistavat. Perussopimuksissa ei ole määräyksiä EKP:n osallistumisesta talouspoliittiseen päätöksentekoon eikä EKP:llä voi olla unionin tavoitteista poikkeavaa erillistä talouspolitiikkaa, jolla se voisi perustella päätöksensä.

Rahapolitiikan toteuttamisen liittyen EKP voi käyttää monenlaisia rahapolitiikan välineitä, joita EKP:n perussäännössä (Pöytäkirja nro 4) on lueteltu.

Mitä EKP:n mandaatti sallii	Mitä EKP:n mandaatti ei salli
<ul style="list-style-type: none"> • Avomarkkinaoperaatiot (esim. arvopaperien ostot ja myynnit) • Vakuudelliset luotto-operaatiot • Vähimmäisvarantovaatimukset • Muut rahapolitiikan ohjausmenetelmät, jotka neuvoston 2/3 enemmistöllä pidetään aiheellisina EKP:n tavoitteet huomioon ottaen • Unionin ulkopuoliset toimet (esim. jalometalli- ja valuuttakauppa sekä pankkitoimet kolmansien maiden ja kansainvälisten järjestöjen kanssa) 	<ul style="list-style-type: none"> • Julkisen sektorin rahoittaminen (pl. julkisessa omistuksessa olevat luottolaitokset keskuspankkirahoitusta myönnettäessä) • Julkisen sektorin velkakirjojen osto ensimarkkinoilta • Vakuudettomat tai alivakuudelliset luotto-operaatiot (vakuuksien oltava riittävät)

Rahapoliittiset päätökset kuuluvat EKP:n neuvoston toimivaltaan ja neuvostolla on perussopimuksen asettamissa puitteissa laaja harkintavalta sovellettavien toimenpiteiden suhteen. EKP:lle perussopimuksessa uskotut toimivaltuudet on tarkoitettu palvelemaan EKP:n tavoitteiden saavuttamista ja sille määriteltyjen tehtävien hoitamista. Valinnat, mitä sallituista välineistä rahapolitiikassa käytetään, riippuvat mm. siitä, miten EKP:n neuvosto arvioi eri välineiden tehokkuuden kulloisessakin tilanteessa.

Välineiden valintaan ja toteutettavien toimien muotoon vaikuttaa myös arvio niiden tehokkuuden ja niistä keskuspankeille aiheutuvien taloudellisten riskien välisestä suhteesta. Esimerkiksi pitkäaikaisten joukkovelkakirjojen ostot ovat lähtökohtaisesti keskuspankin kannalta riskipitoisempia kuin pankkien kanssa toteutetut luotto-operaatiot, jossa joukkovelkakirjoja käytetään luoton vakuutena. Riskien hallinta on tärkeää keskuspankkien taloudellisen riippumattomuuden turvaamiseksi.

EKP:lle sallittujen toimintojen luettelo on hyvin laaja. Keskeinen rajoitus EKP:n toiminnalle on kielto rahoittaa julkista sektoria. Julkisen sektorin keskuspankkirahoituksen kielto perustuu perussopimuksen 123 artiklaan ja sitä tarkentavaan neuvoston asetukseen (EC/3603/93).

Keskuspankkeja kielletään hankkimasta julkisen sektorin velkainstrumentteja ensimarkkinoilta tai antamasta luottoa julkiselle sektorille. Julkiseen sektoriin luetaan tässä yhteydessä jä-

senmaiden keskushallinto, alueelliset ja paikalliset sekä muut viranomaiset, sekä julkisoikeudelliset laitokset ja julkiset yritykset, sekä myös EU:n toimielimet. Kielto koskee myös julkisessa omistuksessa olevia luottolaitoksia, rahapoliittisia operaatioita lukuun ottamatta. Kielto merkitsee sitä, että valtioiden on rahoitettava mahdolliset alijäämänsä markkinoilta eikä niiden alijäämien ns. setelirahoitus ole mahdollista. Keskuspankeilla on oltava mahdollisuus kontrolloida rahan määrää ja huolehtia hintavakaudesta julkisen sektorin rahoitustarpeiden tätä häiritsemättä.

Keskuspankit saavat ostaa julkisen sektorin liikkeeseen laskemia velkainstrumentteja jälkimarkkinoilta, mutta edellä mainitun, EU:n neuvoston antaman asetuksen mukaan tällaisia ostoja ei saa käyttää 123 artiklan tavoitteiden kiertämiseen. Säädökset eivät näin ollen rajoita EKP:n ja eurojärjestelmän keskuspankkien arvopapereiden ostoja, vaikka kysymyksessä olisivat valtioiden taikka muiden julkisten yhteisöjen liikkeeseen laskemat velkakirjat, kun nämä ostot tapahtuvat jälkimarkkinoilta ja kun ne tehdään rahapolitiikan toteuttamiseksi.

Esimerkiksi EKP:n kesällä 2012 julkistaman rahapoliittisten suorien kauppojen ohjelman (Outright Monetary Transactions, OMT) tavoitteet ovat rahapoliittiset. Ohjelman puitteissa eurojärjestelmän keskuspankit voivat ostaa valtioiden velkakirjoja jälkimarkkinoilta puuttakseen näiden velkakirjojen markkinoilla esiintyviin vakaviin häiriöihin, jotka liittyivät perusteettomiin epäilyihin rahaliiton peruttamattomuudesta. Ohjelman, jota ei toistaiseksi ole otettu käyttöön, tarkoituksena on turvata tarkoituksenmukainen rahapolitiikan välittyminen ja yhtenäisyys euroalueella, eikä ohjelman tarkoituksena ole toimia euroalueen valtioiden rahoittajana tai harmonisoida jäsenvaltioiden rahoitusedellytyksiä. Ohjelman julkistamisen jälkeen euroalueen valtionvelkakirjamarkkinat ovat merkittävästi rauhoittuneet.

OMT- ohjelman laillisuudesta on nostettu kanteita Saksan perustuslakituomioistuimessa. Kanteet perustuvat epäilyihin, että OMT- ohjelman tavoite ei olisi ollut rahapoliittinen ja näin ollen EKP olisi sen myötä astunut jäsenvaltioiden toimivaltaan kuuluvien talouspoliittisten päätösten alueelle.

Saksan perustuslakituomioistuimen pyynnöstä EU:n tuomioistuin tulee ottamaan kantaa siihen, onko EKP ylittänyt mandaattinsa päättäessään rahapoliittisista suorista kaupoista ja ovatko OMT -ohjelman puitteissa tehtävät valtioiden velkakirjaostot jälkimarkkinoilla kiellettyä julkisen sektorin keskuspankkirahoitusta.

EKP on todennut, että OMT -ohjelma oli välttämätön ja perusteltu askel häiriöiden poistamiseksi rahapolitiikan välittymisestä. EKP päättää täysin itsenäisesti ja oman arvionsa perusteella, milloin se operoi valtion velkakirjojen jälkimarkkinoilla rahapoliittisen mandaattinsa mukaisesti. EKP on korostanut, että OMT -ohjelma on tiukan ehdollinen ja se on sidottu talouden sopeutusohjelmien noudattamiseen niissä maissa, joiden velkakirjoja markkinoilta ostettaisiin.

EKP on myös korostanut, että se ei koskaan operoi jälkimarkkinoilla heti velkakirjojen liikkeeseen laskun jälkeen, millä voidaan osaltaan eliminoida epäilyjä siitä, että kysymyksessä olisi julkisen sektorin keskuspankkirahoituksen kiellon kiertäminen. Perussopimuksen mukaan valtion velkakirjojen ostot jälkimarkkinoilta ovat sallittuja. OMT:n periaatteisiin kuuluu myös, että eurojärjestelmä ei osta valtionvelkakirjoja rajoittamattomasti, vaan ainoastaan velkakirjoja, jotka täyttävät tietyt ehdot mm. jäljellä olevan maturiteetin suhteen. Ohjelman puitteissa ostettavien velkakirjojen maturiteetit ovat lyhyet, 1-3 vuotta, eikä velkakirjoja välttämättä pidetä maturiteetin loppuun saakka, vaan niitä voidaan myös myydä markkinahintaan.

3. Keskuspankin itsenäisyys ja mandaatti

Keskuspankin riippumattomuuden ja sitä tukevan tilivelvollisuuden yleisenä perusteena on taata luottamus siihen, että rahapolitiikka todella pyrkii sille annettuun tavoitteeseen. Tavoitteena on siis lisätä rahapolitiikan hintavakaustavoitteen uskottavuutta ja viime kädessä luottamusta rahan arvoon. Keskuspankki saa itsenäisyytensä ja tavoitteensa poliittiselta ja demokraattisessa järjestyksessä valituilta elimiltä. Sen itsenäisyys voidaan siten nähdä demokraattisten elinten valitsemana keinona sitoutua uskottavasti tiettyihin rahapolitiikan periaatteisiin pitkällä aikavälillä ja lupauksena luopua yrityksistä muuttaa tätä politiikkaa puuttamalla keskuspankin toimiin.

Samalla kun keskuspankin itsenäisyys tukee keskuspankin tavoitteiden uskottavuutta, sen toiminnallinen itsenäisyys asettaa tiettyjä rajoituksia sille, millaisia tavoitteita ja toimivaltuuksia keskuspankille voidaan demokraattisessa yhteiskunnassa antaa. Keskuspankille ei itsenäisenä virkamiesorganisaationa ole syytä delegoida enempää tavoitteita ja valtuuksia kuin on välttämätöntä sen perustehtävän hoitamiseksi.

Näistä syistä keskuspankin vahva itsenäisyys edellyttää, että keskuspankin tavoite, tehtävät ja toimivalta on selkeästi määritelty lain tasolla. EKP:lle on annettu laaja itsenäisyys sen käytännön politiikassa ja vastaavasti sen ensisijainen tavoite on selkeästi rajattu ja määritelty. On mahdollista, että EKP:n harkintavallan niin suuri laajentaminen, että pankki voisi sen kautta poiketa perustavoitteensa toteuttamisesta, vaarantaisi keskuspankin aseman legitimiisyyden. Tämä on yksi peruste sille, että EKP:n päätöksentekuelinten käyttämä harkintavalta on alisteinen hintavakauden tavoitteelle ja sen asettamissa rajoissa unionin yleisen talouspolitiikan tavoitteille.

3.1. EKP:n mandaatin tausta

Euroopan keskuspankin asema poikkeaa siinä suhteessa muista suurista keskuspankeista, että se huolehtii rahapolitiikasta useiden valtioiden puolesta ja niiden muodostaman rahaliiton tarpeisiin. Tällä on ollut oma vaikutuksensa siihen, miksi EKP:n tavoitteet ja toimivaltuudet on määritelty perussopimuksissa suhteellisen rajoittavasti.

Euroopan keskuspankin tehtävän määrittely tapahtui vuosina 1988 - 1992 käydyissä, osin asiantuntijaelimissä, osin poliittisilla foorumeilla käydyissä keskusteluissa, jotka huipentuivat Maastrichtin sopimuksen allekirjoittamiseen. Käytännössä oli alusta alkaen selvää, että sopimukseen rahaliiton muodostamisesta oli mahdollista päästä vain sillä ehdolla, että yhteisen rahapolitiikan tavoitteeksi määriteltäisiin hintavakaus ja että yhteinen keskuspankki olisi tehtävässään itsenäinen.

Delorsin komitea, jonka jäsenmaiden hallitukset asettivat suunnittelemaan talous- ja rahaliiton perustamista, totesi raportissaan vuonna 1989, että yhteistä rahapolitiikkaa harjoittamaan tarvitaan uusi instituutio, jota se kutsui Euroopan keskuspankkijärjestelmäksi. Keskuspankkijärjestelmä piti komitean mielestä perustaa seuraaville periaatteille:

- Järjestelmän tulisi olla sitoutunut hintavakauden tavoitteeseen

- Alisteisena edellä mainitulle ("subject to the foregoing") järjestelmän pitäisi tukea yhteisön tasolla toimivaltaisten elinten määrittelemää talouspolitiikkaa
- Järjestelmä vastaisi rahapolitiikan määrittelyä ja toimeenpanosta, valuuttakurssien ja valuuttavarannon hoidosta ja hyvin toimivan maksujärjestelmän ylläpidosta
- Järjestelmä osallistuisi valvontaviranomaisten harjoittaman pankkivalvontapolitiikan koordinointiin.

Delorsin komitean raportissa esiintyvät siis lähes lopullisessa muodossaan ne tavoitteet, jotka Euroopan keskuspankille Maastrichtin sopimuksessa sittemmin asetettiin. Samat piirteet, sekä keskuspankin itsenäisyyden periaate säilyivät rahaliiton muodostamista edeltävässä valmistelussa läpi sen eri vaiheiden.²

Se, että hintavakauden asettaminen rahapolitiikan ensisijaiseksi tavoitteeksi yhtäältä ja keskuspankin itsenäisyys toisaalta osoittautuivat Maastrichtin sopimukseen johtaneen valmistelu- ja poliittisen prosessin aikana niin kestäviksi periaatteiksi, on rahaliiton muodostamiseen liittyvän päätöksentekotilanteen valossa luontevaa. Rahaliiton muodostaminen merkitsi siihen liittyvien maiden kannalta pysyvää luopumista rahapoliittisesta itsemääräämisoikeudesta. Tämä edellytti mukaan tulevien maiden näkökulmasta mahdollisimman suurta varmuutta siitä, millaiseksi yhteinen rahapolitiikka muotoutuisi.

Rahaliiton valmisteluvaiheessa vuoden 1991 kuluessa kävi ilmi, että yhteisymmärrys rahaliiton rakenteesta oli saavutettavissa eri maiden kesken vain siltä pohjalta, että yhteisestä keskuspankista tehtäisiin itsenäinen organisaatio, jolla olisi tarkoin määritelty tavoite. Muussa tapauksessa liittyvät maat olisivat joutuneet hyväksymään epävarmuutta tulevan rahapolitiikan orientaatiosta.

1980-luvun kuluessa Saksan markasta oli tullut Euroopan valuuttajärjestelmän (EMS) käytännön ankkurivaluutta, ja Saksan rahapolitiikka näytti suuntaa myös muiden EU-maiden rahapolitiikalle. Tästä syystä Saksan keskuspankin itsenäinen asema ja sen rahapolitiikan periaatteet muodostivat keskeisen mallin kun yhteistä keskuspankkia suunniteltiin.

Poikkeaminen keskuspankin itsenäisyyden ja hintavakauden periaatteista olisi ollut mahdollista hyväksyä niiden maiden kannalta, jotka olivat saavuttaneet korkean rahapolitiikan uskottavuuden jo ennen rahaliiton muodostamista. Toisaalta myös niiden rahaliittoon liittymään pyrkivien maiden tavoitteena, joilla rahapolitiikan uskottavuus oli historiallisesti ollut heikompi, oli päästä osalliseksi hyvin uskottavan rahapolitiikan eduista kuten maltillisesta korkotasosta ja matalista inflaatio-odotuksista.

Rahapolitiikan tavoitteiden määrittelyn lisäksi myös EKP:n käyttämä rahapoliittinen välineistö heijastaa rahaliiton perustamisen historiaa. Saksan Bundesbankin tavoin EKP on toteuttanut rahapolitiikkaansa lähinnä pankkien kanssa toteutettujen luotto-operaatioiden kautta. Näillä on säädelty keskuspankkirahan (likviditeetin) tarjontaa ja ohjattu korkoja. Tässä suhteessa painotus on poikennut esimerkiksi Yhdysvalloista, jonka keskuspankkijärjestelmä on perinteisesti käyttänyt valtionlainojen ostoja rahapolitiikkansa pääasiallisena välineenä. Eu-

² Ks. esim. Ungerer, H.: A Concise History of European Monetary Integration, 1997, sekä James, H.: Making the European Monetary Union, 2012.

roopan keskuspankin välineistön painottuminen pankeille annettavaan vakuudelliseen luottoon johtuu suurelta osin myös siitä, että Euroopan rahoitusmarkkinat ovat paljon pankkikeisemmät kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa, jossa arvopaperimarkkinoiden merkitys on suurempi.

3.2. Tutkimus ja keskuspankin tavoitteet

Rahapolitiikan tavoitteet, mahdollisuudet ja tehtävät ovat viime vuosikymmeninä olleet erittäin laajan taloustieteellisen tutkimuksen kohteena. Tutkimuksella on ollut myös erittäin suuri vaikutus käytännön rahapolitiikkaan. Vaikutus näkyy sekä rahapolitiikan tavoitteiden määrittelyssä (keskuspankkien mandaateissa) eri maissa että myös siinä, millaiset strategiat keskuspankin ovat valinneet niille annettujen tavoitteiden toteuttamiseksi. Asiaa koskevassa tutkimuskirjallisuudessa on paljon keskenään ristiriitaisia tuloksia ja analyyseja, mutta myös tiettyjä hyvin yleisesti hyväksytyjä tulemia. Seuraavissa keskitytään näistä tärkeimpiin.

a. Rahapolitiikan lyhyen ja pitkän aikavälin vaikutusten ero

Keskuspankkien mandaattien ja strategian kannalta ehkä keskeisin tutkimustulos koskee, sitä, miten **rahapolitiikan lyhyen ja pitkän aikavälin vaikutukset** eroavat toisistaan. Taloustieteessä on 1970-luvun lopulta saakka vallinnut erittäin laaja yksimielisyys siitä, että rahapolitiikalla on pitkällä aikavälillä voimakkaita vaikutuksia hintatasoon ja inflaatioon, mutta rahapolitiikan vaikutukset reaalityaloudelliseen aktiviteettiin kuten talouskasvuun ja työllisyyteen ovat tilapäisiä. Tämä tulos on hyväksytty laajalti makrotaloustieteen eri suuntausten ja koulukuntien keskuudessa.³

Koska inflaation taso on ainakin pitkällä aikavälillä rahapolitiikan määrättävissä, mutta rahapolitiikan reaalityaloudelliset (työllisyys- ja kasvuvaikutukset) vaikutukset ovat ohimeneviä, **rahapolitiikan pitkän aikavälin tavoitteet pitäisi määrittellä inflaation suhteen. Tämä periaate ei kuitenkaan sulje pois keskuspankin mahdollisuutta vaikuttaa reaalityalouden lyhytaikaisiin vaihteluihin ja pyrkimystä näiden tasoittamiseen.** Erityisesti rahapolitiikalla voidaan pehmentää sellaisten häiriöiden vaikutusta, jotka tulevat talouden kokonaiskysynnän väliaikaisista muutoksista. Sen sijaan tabuden tarjontapuolelta (tuottavuuden ja kustannusten muutoksista) peräisin olevien vaihtelujen tasoittaminen rahapolitiikalla on vaikeampaa, koska tarjontapuolelta peräisin oleviin taantumiiin liittyy hintojen nousupaineita, jolloin taantumien torjuminen elvyttävällä rahapolitiikalla kiihdyttäisi inflaatiota edelleen.

³ Ks. esimerkiksi seuraavia, eri taloustieteellisiä suuntauksia edustavia tutkimuksia: Fredman, M.: The Role of Monetary Policy. American Economic Review, 1968; Goodfriend, M. ja King, R.: The New Neoclassical Synthesis and the Role of Monetary Policy. NBER Macroeconomics Annual 1997; Roberts, J.: New Keynesian Economics and the Phillips Curve. Journal of Money, Credit and Banking, 1995; Fischer, S.: Modern Central Banking. Teoksessa Goodhart, C. ym.: The Future of Central Banking, Cambridge University Press 1994; Clarida, R., Galí, J. ja Gertler, M.: The Science of Monetary Policy. A New Keynesian Perspective. Journal of Economic Literature, 1999.

b. Odotusten merkitys rahapolitiikassa

Toinen erittäin paljon rahapolitiikkaan vaikuttanut tutkimustulosten kokonaisuus koskee **odotusten merkitystä rahapolitiikassa**. Tämä perustuu siihen, että tulevaa inflaatiota (ja siten viime kädessä rahapolitiikkaa) koskevilla odotuksilla on keskeinen rooli inflaatioprosessissa. Inflaatioprosessille on ominaista, että yleisön (yritysten, kotitalouksien ja sijoittajien) piirissä vallitsevat **inflaatio-odotukset pyrkivät toteuttamaan itsensä**. Tämä johtuu siitä, että tulevaa hintakehitystä koskevat odotukset toimivat yritysten hinnoittelupäätösten ja työmarkkinoilla tehtävien palkkasopimusten perustana. Inflaatio-odotusten vaikuttaessa tällä tavoin itse inflaatioprosessiin inflaation painaminen odotettua inflaatiota hitaammaksi vaatii kireää rahapolitiikkaa. Sillä puolestaan on lyhyellä aikavälillä negatiivisia työllisyys- ja kasvuvaikutuksia. Toisaalta inflaatio-odotusten painuminen keskuspankin hintavakaustavoitteen alapuolelle voi mahdollistaa talouskasvua ja työllisyyttä tukevan rahapolitiikan ilman, että tämä joutuisi ristiriitaan hintavakauden kanssa.

On tärkeää, että vallitsevat inflaatio-odotukset ovat yhteensopivat rahapolitiikan tavoitteiden kanssa. Hintavakaustavoitteen verrattuna liian korkeat inflaatio-odotukset johtaisivat korkeisiin pitkäaikaisiin korkoihin rahoitusmarkkinoilla, koska sijoittajat vaatisivat kompensatiota odotetusta inflaatiosta ja koska luotonottajat puolestaan ovat korkeiden inflaatio-odotusten vallitessa valmiita maksamaan lainoista korkeampia korkoja kuin matalan inflaation olosuhteissa. Vastaavista syistä korkeat inflaatio-odotukset johtavat myös korkeampiin nimellispalkkojen korotuksiin, palkansaajien voidessa pyytää ja työnantajien katsoessa voitavansa tarjota korkeampia nimellispalkkoja kuin hitaan inflaation oloissa. Jos inflaatio-odotukset ovat korkeat, mutta rahapolitiikka ei anna niiden toteutua, seurauksina ovat odotettuja korkeammat reaalikorot ja odotettuja korkeammat reaaliset palkkakustannukset kuin laina- ja palkkasopimuksia solmittaessa oletettiin. Tämä aiheuttaa reaalityöelämäisiä tappioita.

Odotusten suuresta merkityksestä seuraa, että hintavakauteen tähtäävä rahapolitiikka toimii hyvin vain, jos se on **uskottavaa**, eli silloin kun yleisö luottaa rahapolitiikan toteuttavan keskuspankille annetun hintavakaustavoitteen myös käytännössä. Uskottavan rahapolitiikan olosuhteissa yleisön pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat asetetun hintavakaus (inflaatio)tavoitteen mukaiset, mikä on yksi kokonaistaloudellisen tasapainon edellytys. Ellei rahapolitiikka ole uskottavaa, se joutuu huonoon valintatilanteeseen hintavakauden ja talouskasvun välillä.

c. Sitoutuminen ja säännöt rahapolitiikassa

Tutkimus osoittaa, että jos keskuspankki pystyy uskottavasti sitoutumaan politiikkaan, joka pitkällä aikavälillä toteuttaa hintavakauden tavoitteen, rahapolitiikalla voidaan samalla vaihtaa lyhyen aikavälin vaihteluita taloudellisessa kasvussa ja inflaatiossa ilman, että tästä on seurauksena hintavakauden kärsiminen pitkällä aikavälillä. Uskottavan ja ennustettavan rahapolitiikan olosuhteissa valintatilanne pitkän aikavälin hintavakauden ja lyhyen aikavälin stabilisaatiotavoitteiden välillä poistuu.

Sitoutumisen vaikutusta analysoidaan rahapolitiikan tutkimuksessa yleensä tarkastelemalla keskuspankin noudattamien politiikkasääntöjen valintaa ja niiden toimintaa rahapolitiikassa. Kysymys on tällöin siitä, miten rahapolitiikka reagoi talouden tilaan, esimerkiksi inflaation ja/tai inflaatio-odotusten poikkeamiin hintavakaustavoitteen ja miten rahapolitiikka reagoi

reaalitalouden vaihteluihin. Sääntöjen ja niihin sitoutumisen merkitys on siinä, että ne tekevät rahapolitiikasta ennustettavaa ja vaikuttavat tätä kautta yleisön odotuksiin tulevasta rahapolitiikasta ja inflaatiosta.

Keskuspankille asetetut tavoitteet vaikuttavat sen omaksumaan politiikkaan. Tutkimus osoittaa, että keskuspankin tavoitteiden ja sen noudattamien politiikkasääntöjen välinen yhteys ei kuitenkaan ole luonteeltaan yksinkertainen. Keskuspankin mandaatin vaikutuksen kannalta tärkeä tulos on, että vaikka hintavakaus olisikin keskuspankin ainoa tavoite, sen kannattaa siitä huolimatta rahapolitiikassaan reagoida myös reaaliatalouden vaihteluihin. Tämä johtuu siitä, että reaaliatalouden noususuhdanteet auttavat ennustamaan tulevia inflaatiopaineita ja laskusuhdanteet taas inflaatiopaineiden heikkenemistä. Keskuspankki yleensä reagoi taloudessa laajempaan joukkoon erilaisia tekijöitä kuin vain niihin, jotka sen tavoitteissa on mainittu. Toisaalta on osoitettu, että reaaliataloudellisen kehityksen rahapolitiikan päätöksenteossa saaman painon kasvattaminen ei välttämättä lisää rahapolitiikan menestystä reaaliatalouden vakauttamisessa.⁴

Sitoutumisen puutteen aiheuttamista ongelmista vallitsee tutkimuskirjallisuudessa laaja yksimielisyys. Mikäli uskottavaa sitoutumista hintavakauteen ei kyetä toteuttamaan, ja jos rahapolitiikalla samalla pyritään ylläpitämään korkeampaa taloudellisen aktiviteetin tasoa kuin on pitkän päälle mahdollista, talous päättyy pysyvästi tavoiteltua korkeampaan inflaatiiovauhtiin, mutta ilman että tästä seuraisi mitään reaaliataloudellisia hyötyjä. Uskottavan sitoutumisen puuttuessa rahapolitiikassa syntyy näin ollen inflaatiotendenssi, jonka voimakkuus riippuu siitä, miten paljon rahapolitiikassa tavoitellaan positiivisia, lyhyen aikavälin tuotantovaikutuksia.⁵

d. Talouden tuotantopotentiaalin arviointi

Edellä mainittu tutkimuskirjallisuudessa hyvin yleinen tulos, jonka mukaan uskottavan hintavakaustavoitteen vallitessa keskuspankin on mahdollista menestyksellisesti tasoittaa myös reaaliataloudellisia vaihteluita, perustuu varsin vaativiin oletuksiin. Se riippuu keskuspankin kyvystä erottaa käytännössä toisistaan taloudellisen aktiviteetin trendi (johon rahapolitiikka ei valtavirtateorian mukaan pysty vaikuttamaan) ja tuon tasapainon ympärillä tapahtuvat talouden suhdannevaihtelut (joita rahapolitiikka pystyy tietyissä rajoissa tasoittamaan). Kysymyksessä on talouden potentiaalisen tuotannon arviointi, joka on tarpeen tehdä jotta suhdannepolitiikan harjoittaminen olisi mahdollista.

Mikäli trendin ja suhdannevaihtelun erottamisessa toisistaan epäonnistutaan, pyrkimys reaali-talouden suhdannevaihtelujen tasaottamiseen vaikeutuu. Vaarana on tällöin inflaation kiihtymi-

⁴ Svensson, L.: Inflation Targeting. Some Extensions. *Scandinavian Journal of Economics*, 1999;

Taylor, J. (toim.): *Monetary Policy Rules*. 1999;

Mishkin, F.: *The Role of Output Stabilization in the Conduct of Monetary Policy*. Teoksessa Mishkin, F.: *Monetary Policy Strategy*, 2007;

Gali, J.: *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle*. Princeton University Press 2008;

Woodford, M.: *Optimal Monetary Stabilization Policy*. Teoksessa Friedman, B. ja Woodford, M. (toim.): *Handbook of Monetary Economics*, Nide 3B, 2011;

⁵ Esim. Barro, R. ja Gordon, D.: *A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model*. *Journal of Political Economy*, 1983;

Rogoff, K.: *The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target*. *Quarterly Journal of Economics*, 1985.

nen, jos kansantalouden kasvupotentiaalin hidastuminen virheellisesti tulkitaan suhdanne-
taantumaksi. Vastaavasti inflaatio voi kiihtyä tarkoitettua nopeammaksi myös siinä tapauk-
sessa, jos korkeasuhdanne tulkitaan virheellisesti tuottavuuden kasvun pysyväksi kiihtymi-
seksi.

Tutkimus osoittaa, että jos talouskasvun trendin ja suhdannekomponentin erottaminen toisis-
taan rahapolitiikan päätöksentekotilanteissa on vaikeaa, suuren painon antaminen reaalityou-
dellisille tekijöille rahapolitiikassa lisää epävakaa talouskehityksen vaaraa. Systemaattisesti
liian optimistinen arvio siitä, millainen tuotannon ja työllisyyden taso on pitkällä aikavälillä
mahdollinen ylläpitää, johtaisi reaalityoudeellisia tavoitteita toteuttamaan suuntautuneessa ra-
hapolitiikassa inflaatiotendenssiin ja asetetun inflaatiotavoitteen rikkoutumiseen pitkällä ai-
kavälillä.⁶

e. Valtiontalouden rahoittaminen

Hintavakauteen tähtäävän rahapolitiikan tehokkuus vaatii, että keskuspankki pystyy kontrol-
loimaan rahan tarjontaa ja rajoittamaan sitä tarvittaessa. Yksi mahdollinen kanava, jonka
kautta rahan tarjonta voi kasvaa siten, että keskuspankki ei pysty sitä estämään, voi olla valti-
ontalouden rahoittaminen keskuspankkiluotolla (nk. setelirahoitus). Mikäli keskuspankki
joutuu passiivisesti rahoittamaan valtion budjettialijäämiä, tästä seuraa, että inflaatiouauhti
määräytyy pitkällä aikavälillä valtion alijäämien perusteella ja keskuspankki ei pystyisi saa-
vuttamaan sille asetettuja tavoitteita.

Tutkimus korostaa julkisen talouden kestävyuden merkitystä rahapolitiikan tavoitteiden kan-
nalta. Jos julkinen talous on pitkällä aikavälillä kestäväällä perustalla siten, että verotulot riit-
tävät hintavakauden olosuhteissa sekä menoihin että velan korkoihin, valtiontaloudelliset
edellytykset hintavakauteen tähtäävälle rahapolitiikalle ovat voimassa. Jos näin ei ole, vaara-
na on, että rahapolitiikka joutuu ”finanssipolitiikan dominanssin alaiseksi”. Ellei finanssipo-
litiikka sopeudu pitkällä aikavälillä kestäväälle uralle, tämä tekee hintavakauteen pyrkivän ra-
hapolitiikan joko kokonaan mahdottomaksi tai ainakin äärimmäisen vaikeaksi.⁷

Tutkimuskirjallisuuden valossa Euroopan Unionin sopimusjärjestelmään kuuluvat julkisia
alijäämiä ja julkista velkaa koskevat rajoitteet voidaan siten tutkimuksen valossa nähdä vält-
tämättöminä varmistuksina sille, että euroalueen rahapolitiikka säilyy Euroopan keskuspan-
kin päättävien elinten tehokkaassa määräysvallassa. Toinen osa EKP:n suojaa julkistalouksi-
en mahdollisesti aiheuttamaa epävakautta vastaan on Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja

⁶ Ks. esim. Orphanides, A.: Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability, and Inflation. A View from the
Trenches. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2004;

Orphanides, A. ja Williams, J.: Monetary Policy with Imperfect Knowledge. *Journal of the European Economic
Association*, 2006;

⁷ Sargent, T. ja Wallace, N.: Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis
Quarterly Review*, 1981;

Leeper, E.: Equilibria under Active and Passive Monetary and Fiscal Policies. *Journal of Monetary Economics*,
1991;

Woodford, M.: Fiscal Requirements for Price Stability. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 2001;

Sims, C.: Limits to Inflation Targeting. Teoksessa Bernanke, B. ja Woodford, M. (toim.) *The Inflation Targeting
Debate*, 2005;

Kumhof, M., Nunes, R. ja Yakadina, I.: Simple Monetary Rules under Fiscal Dominance. *Journal of Money,
Credit, and Banking*, 2010.

Euroopan keskuspankin perussääntöön sisältyvä julkisen rahoituksen kieltö. Tämä on nähtävä ensi sijassa rahapoliittisen päätöksenteon suojana ulkopuolista painostusta vastaan. Lisäksi suoran keskuspankkirahoituksen mahdollisuuden sulkeminen pois ennakolta osaltaan lisää muiden julkisia alijäämiä rajoittavien normien tehoa unionissa.

EKP:ta koskeva julkisen rahoituksen kieltö, joka kuitenkin sallii valtioiden velkakirjojen ostamisen jälkimarkkinoilta, ei rajoita rahapolitiikan tehokkuutta. Arvopaperimarkkinoilla on liikkeessä niin suuria määriä eri liikkeeseenlaskijoiden velkakirjoja, että ne yhdessä muun hyväksyttävissä olevan vakuusmateriaalin kanssa runsaasti riittävät rahapolitiikan tarpeisiin. Valtioiden suoran rahoittamisen salliminen keskuspankeille ei näin ollen lisäisi rahapolitiikan tehokkuutta, mutta voisi sen sijaan herättää epäluottamusta valtioiden sitoutumiseen rajoittaa velkaantumistaan pitkällä aikavälillä kestäväälle uralle.

f. Keskuspankkien institutionaalinen asema

Rahapolitiikan uskottavuutta kokeva tutkimus on osaltaan vaikuttanut eri maissa toteutettuihin keskuspankkien asemaa koskeviin uudistuksiin, joilla on pyritty tukemaan hintavakauteen tähtäävän rahapolitiikan uskottavuutta. Tällaisia järjestelyjä ovat mm. keskuspankin hintavakaustavoitteen selkeä määrittely, sen julkistaminen ja kirjaaminen lainsäädäntöön, keskuspankille annettava toiminnallinen itsenäisyys tavoitteensa toteuttamiseksi, sekä toimintaan liittyvät avoimuus- ja tilivelvollisuusjärjestelyt, joilla yhteiskunta voi valvoa, että keskuspankki todella on pyrkinyt toteuttamaan sille uskottua tehtävää. Kaikki nämä liittyvät keskuspankkeihin julkisen vallan keinona delegoida rahapolitiikan toteuttaminen itsenäiselle instituutiolle, joka voi hoitaa sille määrättyä tehtävää riippumattomasti, pitkäjänteisesti ja ennakoitavalla tavalla.

Tutkimusten mukaan keskuspankkien itsenäisyydellä ja hintavakaudella on positiivinen yhteys siten, että itsenäiset keskuspankit ovat keskimäärin tuottaneet matalamman ja vakaamman inflaation kuin epäitsenäisessä asemassa olevat.⁸

4. Mandaattikeskustelun kannalta tärkeitä kansainvälisiä kokemuksia

4.1. Saksa

Saksan keskuspankin, Bundesbankin, juridisella asemalla ja sen politiikasta saadulla kokemuksella oli erittäin suuri merkitys sille, millaisiksi Euroopan keskuspankkia koskevat säädökset muotoiltiin ja myös Euroopan keskuspankin käytännön politiikalle. Tämä koskee sekä keskuspankin itsenäistä asemaa, sille laissa annettua rahapoliittista tehtävää, että tämän tehtävän tulkintaa käytännön politiikassa.

⁸ Cukierman, A: Central Bank Strategy, Credibility, and Independence. 1992;

Fischer, S.: Modern Central Banking. Teoksessa Goodhart, C. ym.: The Future of Central Banking, Cambridge University Press 1994;

Berger, H. ym.: Central Bank Independence. An Update of Theory and Evidence. Journal of Economic Surveys, 2000;

Jordan, T.: Inflation Bias, Output Stabilization, and Central Bank Independence. Paul Haupt 2001;

Arnove, M. ym.: Central Bank Autonomy. Lessons from Global Trends. IMF Staff Papers, 2009.

Saksan keskuspankin hyvin menestyksellisenä pidetty inflaationvastainen rahapolitiikka 1970-luvulta aina EMUn perustamiseen saakka on vaikuttanut myös maailmanlaajuisesti käsitteisiin rahapolitiikan tehtävistä ja mahdollisuuksista.

Bundesbankin asema ja sen rahapolitiikka ennen EMU:n alkua perustui vuonna 1957 säädettyyn keskuspankkilakiin (Bundesbankgesetz). Tämän lain 3 pykälän mukaan keskuspankin rahapoliittiseksi tavoitteeksi asetettiin rahan turvaaminen (die Währung zu sichern). Lain 12 pykälässä todettiin lisäksi, että tehtävässään pitäytyen keskuspankin oli tuettava Saksan liittohallituksen yleistä talouspolitiikkaa. Samassa pykälässä todettiin edelleen, että sille lailla annettua toimivaltaa toteuttaessaan pankki oli riippumaton liittohallituksen ohjeista.

Lakiin kirjatun hyvin yleisluontoisen tehtävän määrittelyn, ”rahan turvaamisen”, tulkittiin tarkoittavan, että pankin tehtävänä oli ylläpitää Saksan rahayksikön, D-markan, arvoa. Pankin yleistä velvollisuutta tukea liittohallituksen talouspolitiikkaa rajoitti näin ollen pankin lakiin kirjattu vastuu rahan arvosta. Sitä paitsi Bundesbank tulkitsi itsenäisyyttään koskevan lainkohdan merkitsevän, että joskin sillä oli velvollisuus tukea liittohallituksen talouspolitiikkaa rahapoliittista tehtävänsä vaarantamatta, Bundesbank itse tulkitsisi, miten se toimivaltansa puitteissa voisi tukea hallituksen talouspolitiikkaa (ks. Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, 8/1972, s. 15-17, sekä Könniker, W.: Die Deutsche Bundesbank, 1973, s. 23-24).

Täydennykseksi on vielä todettava, että Saksassa vuonna 1967 säädetyn talouden vakaus- ja kasvulain (ns. Stabilitätsgesetz) mukaan hintavakaus oli yksi Saksan liittotasavallan yleisen talouspolitiikan lakimääräisistä tavoitteista (korkean työllisyysasteen, ulkomaankaupan tasapainon sekä vakaan ja kohtuullisen talouskasvun ohella). Tämä tuki Bundesbankin omaksu- maan tulkintaa, jonka mukaan ”rahan turvaaminen” tarkoitti ensisijaisesti D-markan sisäisen ostovoiman (eli hintatason) vakautta eikä esimerkiksi rahan ulkoisen arvon (eli valuuttakurssin) vakautta, jos nämä kaksi kriteeriä joutuisivat ristiriitaan. Näin tapahtui 1970-luvulla, jolloin globaali kiinteiden valuuttakurssien järjestelmä murtui. Tällöin Saksa päästi valuuttansa kellumaan hillitäkseen inflaation kiihtymistä maan sisällä.

Tulkinta jonka mukaan ”rahan turvaaminen” tarkoitti hintavakautta, vaati luonnollisesti myös kannanottoa siihen, mitä hintavakaus käytännössä tarkoitti. Bundesbank omaksui 1970-luvun puolivälissä rahapolitiikan strategian, jossa rahan määrän kontrollilla oli keskeinen rooli, joskin tätä toteutettiin käytännössä suhteellisen joustavasti. Rahapolitiikan suunnittelu perustui oletukseen hyväksyttävissä olevasta inflaatiovauhdista, jota voidaan pitää Bundesbankin tulkintana kulloisellekin keskipitkän aikavälin hintavakaustavoitteelle. Alussa inflaatiota koskevat suunnitteluolettamukset olivat melko korkeita (5%) mutta inflaation vastaisen taistelun edistyessä tavoitteita asteittain laskettiin. 1980-luvun puolivälin jälkeen Bundesbankin rahapoliittiset suunnitelmat perustettiin oletukseen 2 prosentin inflaatiovauhdista.

Yhteenvetona voidaan todeta, että nämä Saksassa 1950- ja 1960-luvulta asti voimassa olleet säädökset ovat edelleen täsmennettyinä muodostaneet perustan Euroopan Talous- ja rahaliiton perustana oleville säädöksille, myös Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja EKP:n perussäännölle. Tärkein täsmennyksistä lienee se, että Euroopan keskuspankin rahapolitiikan ensisijaiseksi tavoitteeksi on määritelty hintavakauden turvaaminen. Tämä on vahvistanut Saksassa viimeistään 1970-luvulla vakiintuneen tulkinnan, jonka mukaan Bundesbankille laissa annettu tehtävä ”rahan turvaaminen” tarkoitti nimenomaan rahan arvon turvaamista eli hintavakautta. Talous- ja rahaliittoa perustettaessa näin tärkeää asiaa ei haluttu jättää keskuspan-

kin tulkinnan varaan, vaan Bundesbankin saavuttaman hintavakauden jatkuminen haluttiin turvata eksplisiittisen säädöksen avulla.

4.2. Japani

Japanin Pankkia koskevan, vuonna 1997 säädetyn lain 2 pykälän mukaan Japanin Pankin rahapolitiikan ”on tavoiteltava hintavakauden saavuttamista, ja sillä tavoin myötävaikutettava kansantalouden vakaaseen kehitykseen.” Lain 3 pykälän mukaan pankin itsenäisyyttä rahapolitiikassa on kunnioitettava. Lain 4 pykälän mukaan Japanin Pankin on aina ylläpidettävä läheisiä yhteyksiä hallitukseen, ottaen huomioon että rahapolitiikka on osa talouspolitiikan kokonaisuutta, niin että sen rahapolitiikka ja hallituksen talouspolitiikan peruslinjat ovat yhteensopivia.

Viime vuosina suurin uhka hintavakaudelle Japanissa on ollut hintojen yleinen laskukehitys, deflaatio, ja rahapolitiikka on jo pitkään pyrkinyt sen pysäyttämiseen ja maltillisen inflaatiokehityksen käynnistämiseen.

Nykyinen rahapolitiikan tavoitteenasettelu perustuu tammikuussa 2013 annettuun Japanin Pankin ja maan hallituksen yhteiseen julkilausumaan. Sen mukaan rahapolitiikka tavoittelee hintavakautta ja sillä tavoin tukee kansantalouden tervettä kehitystä, ja vastaa myös rahoitusjärjestelmän vakaudesta. Julkilausumassa todettiin, että pankki asettaa hintavakaustavoitteeseen kuluttajahintojen 2 prosentin vuosittaisen nousun. Pankki sitoutui harjoittamaan ”aggressiivista rahapolitiikan keventämistä” tavoitteenaan saavuttaa mainittu inflaatiotavoite niin pian kuin mahdollista.

Useimmissa maissa hintavakaustavoitteen sisällyttäminen keskuspankin tehtäviin on ollut keino hillitä liian nopeaa inflaatiota ja taittaa inflaatio-odotuksia. Japanin tapaus havainnollistaa sitä, että hintavakauden ja talouskasvun tavoitteet liittyvät läheisesti toisiinsa myös silloin, kun lähtökohtana on erittäin matala inflaatio tai jopa deflaatio. Tällaisessa tilanteessa kevyt rahapolitiikka, yhdistettynä inflaatio-odotuksia vakauttavaan julkistettuun inflaatiotavoitteeseen, sekä tukee talouskasvua että edistää hintavakauden toteutumista.

4.3. Iso-Britannia

Britannian keskuspankki Bank of England sai toiminnallisen rahapoliittisen itsenäisyyden vuonna 1997. Tätä ennen keskuspankki oli ollut vuosikymmenien ajan rahapolitiikassa asiantuntijan ja toteuttajan roolissa, jolloin korkopoliittiset päätökset oli tehty valtiovarainministeriössä (Treasury).

Vuonna 1997 Britannian hallitus antoi Bank of Englandille toiminnallisen itsenäisyyden, mikä tarkoitti varsinkin pankin itsenäistä päätösvaltaa korkopolitiikassa. Pankin uusi itsenäinen asema kodifioitiin lakiin (Bank of England Act) vuonna 1998. Rahapoliittiseksi päätöksentekovelimeksi luotiin uusi rahapoliittinen komitea. Pankin rahapolitiikan tavoitteeksi, jota rahapoliittisen komitean on pyrittävä päätöksillään toteuttamaan, asetettiin hintavakauden ylläpitäminen. Lisäksi pankin on hintavakaustavoitteen puitteissa tuettava hallituksen talouspolitiikkaa, mukaan lukien sen kasvu- ja työllisyystavoitteita.

Bank of Englandin rahapoliittinen mandaatti on siten pääkohdiltaan hyvin samanlainen kuin EKP:lläkin. Merkittävä ero on, että Bank of Englandia koskevan lainsäädännön mukaan hallituksella on oikeus ilmoittaa pankille, mitä hintavakaudella tarkoitetaan ja mitä pankin on pidettävä hallituksen talouspolitiikkana. Käytännössä tämä tapahtuu valtiovarainministerin kerran vuodessa lähettämässä kirjeessä pankin pääjohtajalle.

Vuodesta 2004 alkaen Bank of Englandille asetettu inflaatiotavoite on ollut 2 prosenttia vuodessa kuluttajahintaindeksillä mitattuna. Mikäli inflaatiouuhti poikkeaa tavoitteestaan yli yhden prosentin kumpaan tahansa suuntaan, Bank of Englandin pääjohtajan on lähetettävä valtiovarainministerille avoin kirje, jossa selostetaan rahapoliittisen komitean strategia inflaation palauttamiseksi tavoitteeseensa, ottaen huomioon valintatilanteen inflaation ja tuotannon vaihtelujen välillä.

Vuonna 2009 annetulla lailla Bank of Englandin lakiin kirjattua tehtävää laajennettiin käsittämään myös rahoitusmarkkinoiden vakaus (financial stability). Pankin nykyisenä vakaustehtävänä on lain mukaan ”suojella ja vahvistaa Yhdistyneen Kuningaskunnan rahoitusjärjestelmän vakautta”. Tehtävä on rinnakkainen pankin rahapoliittisen tehtävän kanssa.

Vuonna 2012 annetulla lailla Bank of Englandiin luotiin vakaustehtävää suorittamaan uusi päätöksentekoeelin, rahoitusvakauskomitea (Financial Stability Committee). Laki myös siirsi pankkien, vakuutuslaitosten ja sijoituspalveluyritysten vakauden valvonnan vuodesta 2013 alkaen Bank of Englandin alaisuuteen perustetulle uudelle valvontaviranomaiselle (Prudential Regulation Authority).

Rahoitusmarkkinoiden vakaustehtäväänsä toteuttaessaan Bank of Englandin ”on tavoiteltava yhteistyötä muiden asiaankuuluvien elinten kanssa”. Näitä elimiä ovat lain mukaan valtiovarainministeriö, rahoitusalan menettelytapavalvonnasta vastaava Financial Conduct Authority sekä edellä mainittu rahoitusvalvoja Prudential Regulation Authority.

Yhteenvedon voidaan todeta, että Bank of Englandin lakisääteiset tavoitteet muistuttavat hyvin paljon EKP:n nykyistä mandaattia. Yksi keskeinen ero on siinä, että Bank of England ei itse määrittele, mitä sen tehtävän asettelussa mainittu käsite ”hintavakaus” käytännössä tarkoittaa, vaan tämä oikeus on valtiovarainministerillä. Toinen ero on, että Bank of Englandin tavoitteiden joukossa on mainittu rahoitusmarkkinoiden vakaus. EKP:n perussäännössä rahoitusmarkkinoiden vakautta ei ole pankin tavoitteiden joukossa mainittu, vaan pankkivalvonta mainitaan sen sijaan erillisenä tehtävänä, joka EKP:lle voidaan EU-asetuksella antaa.

4.4. Yhdysvallat

Yhdysvaltojen keskuspankkijärjestelmän Federal Reserve Systemin perustamisesta annetun lain (Federal Reserve Act) tavoitteina on lain johdannon mukaan luoda joustava maksuvälineistö, tehdä mahdolliseksi yritysten lyhytaikaisten velkasitoumuksien luotottaminen ja perustaa Yhdysvaltoihin tehokkaampi pankkivalvonta. Laki säädettiin vuonna 1913, ja se heijasti kultakannan ajan olosuhteita. Perustamisella haluttiin luoda keskuspankkijärjestelmä, joka pystyisi lievittämään pankkikriisejä ja tasoittamaan rahan kysynnän kausivaihteluita omalla luotonannollaan. Varsinaisen rahapolitiikan tavoitteiden määrittely tuli ajankohtaiseksi vasta myöhemmin kultakannasta luopumisen jälkeen.

Federal Reserve -järjestelmän rahapolitiikasta päättää liittovaltion avomarkkinakomitea, johon kuuluu 12 äänivaltaista jäsentä. Rahapolitiikan tavoitteet on määriteltävä vuonna 1977 säädetyllä lisäyksellä edellä jo mainittuun, Yhdysvaltain keskuspankkijärjestelmää kokevaan la-

kiin. Lain mukaan avomarkkinakomitean ”tulee ylläpitää sellaista raha- ja luottomäärien kasvua, joka on sopusoinnussa talouden pitkän aikavälin kasvuedellytysten kanssa, näin tehokkaasti edistääkseen maksimaalisen työllisyyden, vakaiden hintojen ja maltillisten pitkäaikaisen korkojen tavoitteita.”

Yhdysvaltain rahapolitiikalle on siis laissa asetettu kolme rinnakkaista tavoitetta, jotka koskevat työllisyyttä, hintavakautta ja maltillisia pitkiä korkoja.

Vuonna 1978 säädetyllä ”Lailla täystyöllisyydestä ja tasapainoisesta kasvusta” (nk. Humphrey-Hawkins Act) Federal Reserve on veloitettu vuosittain raportoimaan kongressille rahapolitiikan tavoitteista ja suunnitelmista sekä siitä, miten nämä suhtautuvat Yhdysvaltain presidentin vuotuisessa talousraportissaan kongressille esittämiin kokonaistaloudellisiin tavoitteisiin.

Keskeinen kysymys Federal Reserven rahapolitiikan kannalta on, miten Liittovaltion avomarkkinakomitea on käytännössä tulkinnut sille annettu tehtävää. Vaikka laissa hintavakaus- ja työllisyystavoitteet esiintyvät rinnan, tämä ei esimerkiksi vuosina 1979-1982 estänyt Federal Reserveä suuntaamasta rahapolitiikkaansa ensisijaisesti silloisen hyvin nopean inflaation taittamiseen, vaikka kireä rahapolitiikka aluksi johtikin työttömyyden selvään kohoamiseen. Vuoden 1980 rahapolitiikkaraportissaan kongressille Federal Reserve Board totesi uuden puheenjohtajansa Paul Volckerin johdolla, että ”rahapolitiikan ensisijaisen ja jatkuvan tavoitteen tulee olla rajoittaa kiihtyvän inflaation kierrettä.” Tätä raportissa perusteltiin sillä, että inflaation hidastaminen olisi pitkällä aikavälillä välttämätöntä Yhdysvaltain talouden vahvuudelle.

Yhdysvaltain rahapolitiikan käytännössä 1970-luvun lopussa tapahtunutta käännettä hintavakauden ensisijaisuutta korostavaan suuntaan on selitetty mm. Saksan, Sveitsin ja Japanin rahapolitiikasta tuolloin saaduilla kokemuksilla ja esimerkillä.⁹

Liittovaltion avomarkkinakomitea vältti pitkään hintavakauden käsitteen täsmällistä määrittelyä. Tammikuussa 2012 avomarkkinakomitea kuitenkin täsmensi tulkintaansa siitä, miten se tulkitsee Federal Reserven laissa määritellyä tavoitetta. Komitean julkistaman lausuman mukaan

- Inflaatio on pitemmällä aikavälillä pääasiallisesti rahapolitiikan määräämä, joten komitea pystyy määrittelemään pidemmän aikavälin inflaatiotavoitteen. Komitean harkinnan mukaan kahden prosentin inflaatiovauhti, kuluttajahintaindeksin vuotuisella muutoksella mitattuna, on pitemmällä aikavälillä yhteensopivin Federal Reserven laillisen mandaatin kanssa. (...)
- Työllisyyden maksimaalinen taso riippuu suurelta osalta ei-rahataloudellisista tekijöistä, jotka vaikuttavat yomarkkinoiden rakenteeseen ja dynamiikkaan. Nämä tekijät saattavat muuttua ajassa eivätkä välttämättä ole mitattavissa. Näin ollen ei olisi asianmukaista määrittellä kiinteää työllisyystavoitetta, ottaen huomioon että sellaiset arviot ovat välttämättä epävarmoja ja niitä joudutaan tarkistamaan. (...)

⁹ Esim. Goodfriend, M.: How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. Journal of Economic Perspectives, 2007.

- Päättyessään rahapolitiikasta komitea pyrkii minimoimaan inflaation poikkeamat pitemmän aikavälin tavoitteestaan sekä työllisyyden poikkeamat komitean arvioimasta maksimitasostaan. Nämä tavoitteet ovat yleisesti toisiaan täydentäviä. Kuitenkin, olosuhteissa, joissa komitea harkitsee että tavoitteet eivät ole toisiaan täydentäviä, se noudattaa tasapainoista lähestymistapaa niiden edistämiseksi, ottaen huomioon poikkeamien suuruudet sekä mahdollisesti erilaiset aikahorisontit, joilla työllisyyden ja inflaation ennustetaan palaavan tasoille, jotka ovat sen mandaatin mukaisia.

Liittovaltion avomarkkinakomitea on myös äskettäin viitannut aiempaa täsmällisemmin työttömyyden merkitykseen rahapoliittisessa päätöksenteossa. Joulukuussa 2012 se lausui odottavansa, että hyvin kevyt rahapolitiikan linja jatkuisi asianmukaisena ”ainakin niin kauan kuin työttömyysaste pysyisi 6 ½ prosentin yläpuolella, inflaatiovauhdin ei ennusteta kiihtyvän yhdestä kahteen vuoteen ulottuvan ajanjakson aikana korkeammaksi kuin puoli prosenttiyksikköä yli komitean 2 prosentin tavoitteen, ja inflaatio-odotukset pysyvät hyvin ankkuroiduina.” Lausuma on kuitenkin tulkittu lähinnä tilannesidonnaiseksi korko-odotuksia koskeväksi ohjaukseksi eikä ilmoitukseksi Federal Reserven työllisyystavoitteen tasosta yleensä.

Yhteenvetona voidaan todeta, että vaikka Yhdysvaltain keskuspankin lakisääteisten tavoitteiden joukossa hintavakaus on kirjattu samanarvoiseksi muiden laissa mainittujen tavoitteiden (täystyöllisyys ja kohtuullinen korkotaso) kanssa, Yhdysvaltain keskuspankki on tullut siihen tulokseen, että hintavakauden toteutuminen on ehtona muiden tavoitteiden kestäväälle saavuttamiselle. Tässä mielessä ero siinä, miten Yhdysvaltain keskuspankki tulkitsee oman rahapoliittisen mandaattinsa ei ole poikkeaa jyrkästi siitä, miten EKP näkee hintavakauden ensisijaisuuden sille annettujen tavoitteiden joukossa.

5. Eri keskuspankkien rahapolitiikan käytännöt

Eri keskuspankkien rahapolitiikan luonnetta voidaan tutkia tilastollisesti ns. reaktiofunktioilla, joilla kuvataan korkopäätösten riippuvuutta vallitsevasta taloustilanteesta tai taloudellisista ennusteista. Näillä voidaan tarkastella mm. sitä, miten keskuspankkien rahapoliittiset tavoitteet näkyvät niiden käytännön politiikassa, esimerkiksi ohjauskorossa. Asiaa koskeva tutkimuskirjallisuus on erittäin laajaa. Eri tutkimuksissa on todettu, että maailman johtavien keskuspankkien tavat reagoida korolla inflaation ja talouskasvun vaihteluihin muistuttavat nykyisin käytännössä hyvin paljon toisiaan huolimatta niistä eroista, joita niiden tehtävien juridisessa määrittelyssä on.

Keskuspankkien rahapolitiikan toimintatapaa koskevan empiirisen tutkimuksen vertailukohdaksi käytetään tavallisesti Yhdysvaltain Federal Reserven rahapolitiikkaa. Sitä koskevan varhaisen tutkimuksen mukaan Yhdysvaltojen rahapolitiikassa ensin havaittua ohjauskoron tilastollista riippuvuutta inflaatiosta ja tuotantokuilusta on alettu nimittää ”Taylorin säännöksi”. Tutkimukset osoittavat, että ainakin 1980-luvun alusta lähtien Yhdysvaltain rahapolitiikka on reagoinut systemaattisesti sekä inflaation että reaalisten suhdanteiden muutoksiin. Tästä säännönmukaisuudesta havaitut poikkeamat on voitu suurelta osin selittää virheillä, joita on tapahtunut vallitsevan taloustilanteen arvioinnissa. Talouden suhdannekuvahan täsmentyminen lopullisesti vasta jälkikäteen.

Mielenkiintoinen tulos on, että kun Federal Reserven mandaattia täsmennettiin vuonna 1977 säädetyllä lailla, jolla sille annettiin sen nykyinen ns. kaksoismandaatti (hintavakaus ja maksimaalinen työllisyys), sen rahapolitiikka muuttui pian tämän jälkeen selvästi inflaatiotavoitetta korostavaan suuntaan ja reaalityöelämän suhdannetilanteen paino näyttää empiiristen tutkimusten mukaan jonkin verran pienentyneen 1970- ja 1980-lukujen vaihteessa. Tätä käännettä, jota edellä Federal Reserven mandaatin yhteydessä kuvattiin, voitaneen selittää Yhdysvaltain rahapolitiikan johdossa samoihin aikoihin tehdyllä arviolla, jonka mukaan hintavakauden saavuttaminen on välttämätön ennakkoehto myös työllisyyttä kestäväällä tavalla tukevalle politiikalle. Federal Reserven rahapolitiikka reagoi kuitenkin edelleen sekä inflaatio- että suhdannetekijöihin.¹⁰

Keskuspankin mandaatin ja sen harjoittaman politiikan välisen yhteyden kannalta toinen keskeinen tarkastelukohde on Saksan Bundesbankin rahapolitiikka ennen euroalueen perustamista. Bundesbankia on yleensä pidetty hintavakauteen keskittyvä keskuspankin perustyyppinä. Saksan rahapolitiikan yhteyttä Saksan taloustilanteen muutoksiin 1970-luvulta aina euroalueen perustamiseen saakka on selvitetty useissa tutkimuksissa. Tänä ajanjaksona Bundesbank pystyi toteuttamaan rahapoliittista tehtävänsä varsin vapaana ulkoisista rajoitteista. Se oli vapautunut kiinteän valuuttakurssin järjestelmän aiheuttamista rajoitteista vuonna 1973 kun Saksan marka oli päästetty kellumaan suhteessa Yhdysvaltain dollariin. Tarkastelu päättyy yleensä euroalueen yhteisen rahapolitiikan alkuun vuoden 1998 lopussa.

Tutkimusten mukaan myös Bundesbankin rahapolitiikka näin tarkasteltuna ajanjaksona on hyvin kuvattavissa politiikkasäännön avulla, jossa keskeisiä korkopäätöksiin vaikuttaneita tekijöitä ovat yhtäältä inflaation poikkeama tavoitetasoltaan ja toisaalta reaalityöelämän suhdannetilanne (BKT:n poikkeama trendistä). Rahapolitiikan reagoitintapa ei näin ollen kvalitatiivisesti olisi poikennut siitä, mitä Yhdysvalloissa alettiin noudattaa viimeistään 1980-luvun alusta. Saksassakin suhdannetilanteen vaikutus korkopäätöksiin oli tutkimuksen mukaan merkitsevä ja suunnaltaan suhdanteita tasaava (eli korkoja laskettiin laskusuhdanteessa ja nostetaan korkeasuhdanteessa). Eri tutkimusten, myös Bundesbankin omien tutkijoiden raportit Saksan keskuspankin politiikasta 1970-luvulta 1990-luvulle antavat samansuuntaisia tuloksia. Bundesbankin politiikka on niiden mukaan selitettävissä suunnilleen samanlaisilla tilastollisilla säännöillä kuin Yhdysvaltain Federal Reservenkin.¹¹

Kuva eri keskuspankkien suunnilleen samantyyppisestä rahapoliittisesta toimintatavasta pätee myös EKP:n osalta. Euroopan keskuspankin rahapolitiikan toimintatapaa ennen finanssikrii-

¹⁰Taylor, J.: Discretion versus Policy Rules in Practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 1993;

Taylor, J. Historical Analysis of Monetary Policy Rules. Teoksessa Taylor, J. (toim.): Monetary Policy Rules. 1999.

Clarida, R., Gali, J. ja Gertler, M.: Monetary Policy Rule and Macroeconomic Stability: Evidence and Some Theory. Quarterly Journal of Economics, 2000;

Orphanides, A.: Monetary Policy Rules, Macroeconomic Stability and Inflation: A View from the Trenches. Journal of Money, Credit and Banking, 2003;

Goodfriend, M.: How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. Journal of Economic Perspectives, 2007.

¹¹ Clarida, R., Gali, J. ja Gertler, M.: Monetary Policy Rules in Practice .Some International Evidence. European Economic Review, 1998;

Gerberding, C., ym.: How the Bundesbank Really Conducted Monetary Policy. An Analysis Based on Real-Time Data. Studies of the Economic Research Centre, Deutsche Bundesbank, 2004.

Clausen, J. ja Meier, C.-P.: Did the Bundesbank follow a Taylor Rule? An Analysis Based on Real-Time Data. Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik, 2005;

siä on tutkittu mm. Englannin keskuspankissa laaditussa tutkimuksessa (Surico, 2007). Tutkimuksen tulosten mukaan Euroopan keskuspankki on reagoinut korkopäätöksissään sekä inflaation poikkeamiin asetetusta tavoitteesta että myös reaalityökaluun suhdannevaihteluihin. EKP:n reaktioissa reaalityökaluun suhdannevaihteluihin oli havaittavissa epäsymmetrisyyttä siten, että kokonaistuotannon supistumisen aiheuttama rahapolitiikan keventäminen oli voimakkaampaa kuin korkeasuhdanteen aiheuttama rahapolitiikan kiristäminen. Rahan määrän kasvulla ei havaittu olleen suoraa vaikutusta korkopäätöksiin sen jälkeen kun inflaatio- ja reaalityökaluun kehitys oli otettu huomioon. Tutkimuksessa pääteltiin, että rahan määrän kasvuun oli todennäköisesti kiinnitetty huomiota inflaatiota ennakoivana tekijänä. Toisessa tutkimuksessa, jossa aineisto käsittää myös finanssikriisin ensimmäiset vuodet, päädytään samantapaisiin tuloksiin: EKP on rahapolitiikassaan kiinnittänyt huomiota sekä inflaatioon että tuotannon trendipoikkeamaan, varsinkin kun tarkastelu perustetaan päätöksentekohetkellä käytettävissä olleisiin tietoihin eikä lopullisiin tilastoihin.¹² EKP:n neuvosto on rahapolitiikassa lausunnoissaan myös itse viime vuosina todennut rahapolitiikan voivan tukea talouskasvua ja työllisyyttä, kun inflaatio-odotukset ovat pysyneet ankkuroituina hintavakaustavoitteeseen.

EKP:n tutkijat Gerdesmeier, Mongelli ja Roffia ovat tutkimuksessaan vertailleet maailman päävaluuttoja hallinnoivien suurten keskuspankkien korkopäätösten riippuvuutta taloustilanteesta historiallisen aineiston avulla. Vaikka eurojärjestelmän, Federal Reserven ja Japanin keskuspankin juridisissa tavoitteiden määrittelyissä on eroja, ne eivät tutkimuksen mukaan näytä aiheuttaneen jyrkkiä eroja korkopolitiikan reagoitavassa.¹³

Tässä viitatuissa tutkimustulokset ovat tulkittavissa rahapolitiikan teorian nykyisen vallitsevan valtavirtanäkemyksen valossa. Keskuspankit arvioivat että ne pystyvät toteuttamaan reaalityökaluun tehtäviään vain sillä edellytyksellä, että niiden pyrkimys hintavakauden ylläpitämiseen on uskottavaa. Hintavakaustavoite on näin ollen talouden toiminnasta johtuvista syistä hierarkiassa toiminnallisesti etusijalla reaalityökaluun liittyviin tavoitteisiin nähden, vaikka rahapolitiikka pyrkisikin viime kädessä tuotannon ja työllisyyden vaihtelujen tasoittamiseen. Samalla keskuspankit ovat sopeuttaneet toimintansa nykyaikaisen talousteorian käsitykseen, jonka mukaan rahapolitiikalla voi reaalityökaluun nähden olla ainoastaan tilapäisiä vaihteluja tasoittava rooli, mutta se ei voi vaikuttaa pysyvästi työllisyyteen tai talouskasvuun.

6. Miten EKP:n mandaattia voidaan muuttaa – menettelyt

Jäsenvaltiot ovat antaneet EKP:lle laajan itsenäisyyden, joka on perussopimuksilla vahvasti suojattu. Tämän tavoitteena on edellä esitetyn mukaisesti rahapolitiikan uskottavuuden tukeminen sekä niiden poliittisten ehtojen ylläpitäminen, joiden varassa rahaliiton muodostamisesta päästiin vuonna 1991 sopimukseen jäsenvaltioiden kesken. Itsenäisyyden ohella myös keskuspankin tavoitteiden määrittely on vahvasti perussopimuksin suojattu.

EKP:n (ja unionin) hintavakaustavoitteiden muuttaminen edellyttäisi perussopimusten muuttamista, mikä vaatisi kaikkien jäsenvaltioiden hyväksymistä.

¹² Surico, P.: The Monetary Policy of the European Central Bank. *Scandinavian Journal of Economics*, 2007; Belke, A ja Klose, J.: Does the ECB Rely on a Taylor Rule During the Financial Crisis? Comparing Ex-post and Real Time Data With Real Time Forecasts. *Economic Analysis And Policy*, 2011.

¹³ Gerdesmeier, D., Mongelli, F. ja Roffia, P.: The Eurosystem, the U.S. Federal Reserve, and the Bank of Japan: Similarities and Differences. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2007.

Perussopimusten muutosmenettelystä säädetään Euroopan unionista tehdyn sopimuksen 48 artiklassa. Perussopimusta voidaan muuttaa tavanomaisessa tai yksinkertaistetussa tarkistusmenettelyssä.

Riippuen siitä, mitä mandaatin muutoksella tavoitellaan, voi muutosmenettely olla erilainen. Mikäli hintavakauden tavoitteen rinnalle halutaan nostaa joku muu tavoite, tulee kysymykseen tavanomainen tarkistusmenettely. Ehdotuksia perussopimusten muuttamiseksi voivat tehdä jäsenvaltion hallitus, Euroopan parlamentti tai komissio. Ehdotukset toimitetaan neuvostolle, joka toimittaa ne Eurooppa-neuvostolle ja antaa ne tiedoksi kansallisille parlamentteille. Jos Eurooppa-neuvosto kuultuaan EP:tä ja komissiota yksinkertaisella enemmistöllä puoltaa muutosten käsittelyä, se kutsuu koolle valmistelukunnan. Eurooppa-neuvosto voi myös olla kutsumatta koolle valmistelukuntaa ja antaa mandaatin suoraan hallitusten väliselle konferenssille.

Mikäli valtuuskunta on kutsuttu koolle, se antaa yhteisymmärryksessä suosituksensa muutoksista hallitusten väliselle konferenssille. Hallitusten välinen konferenssi hyväksyy perussopimukseen tehtävät muutokset yhteisellä sopimuksella. Muutokset tulevat voimaan, kun kaikki jäsenvaltiot ovat ratifioineet ne valtiosääntönsä asettamien vaatimusten mukaisesti.

Yksinkertaistetussa muutosmenettelyssä voidaan tehdä muutoksia SEUT kolmannen osan määräysten muuttamisesta (politiikkaosa, sis. talous- ja rahapolitiikkaa koskevat määräykset). Menettelyllä ei voida kuitenkaan lisätä unionin toimivaltuuksia. Yksinkertaistetussa menettelyssä ei kutsuta koolle valtuuskuntaa eikä hallitusten välistä konferenssia, vaan päätökset tehdään Eurooppa-neuvostossa yksimielisesti sen jälkeen kun, EP:tä, komissiota ja EKP:tä (jos muutokset koskevat institutionaalisia muutoksia raha-asiain alalla) on kuultu. Muutokset tulevat voimaan, kun jäsenvaltiot ovat hyväksyneet ne valtiosääntönsä asettamien vaatimusten mukaisesti.

Lisäksi SEUT 129 (3) artiklan mukaan tiettyjä EKPJ:n perussäännön artikloita voidaan muuttaa tavanomaisessa lainsäädäntömenettelyssä. Muutokset hyväksyy EP ja neuvosto EKP:n suosituksesta ja komissiota kuultuaan tai komission ehdotuksesta ja EKP:tä kuultuaan. Tässä menettelyssä ei voida muuttaa EKP:n tavoitteita, perustehtäviä tai EKPJ:n organisaatiota koskevia artikloita. Sen sijaan tavanomaisessa menettelyssä muutoksia voidaan tehdä esimerkiksi EKP:n toimivaltuuksia (rahapoliittiset toimet) koskeviin kohtiin.

Keskuspankkien mandaatit ja toimivalta: Eräitä näkemyksiä

KTT Ari Hyytinen*

Toimeksianto

Tämä lausunto on laadittu Valtiovarainministeriön toimeksiannosta. Toimeksiantona oli esittää näkemyksiä keskuspankkien mandaateista käydyistä keskusteluista ja arvioida ”Euroopan keskuspankin mandaatti ja sen muuttamisen vaikutukset” -muistiossa (päivätty: 30.4.2014) tehtyjä havaintoja.

Johdanto

Keskuspankkien mandaateista ja tehtävien kasvusta on viime aikoina käyty hyvin monenlaista ja moniulotteista keskustelua. Näkökulmina ovat olleet mm. kasvu- ja työllisyystavoitteiden merkitys keskuspankkien rahapolitiikassa ja se, mitä rahoitussektorin ja -markkinoiden vakaus- ja valvontatehtäviä keskuspankeille voi ja tulisi antaa. Kuvio 1 kuvaa karkeasti mandaattikeskustelun ulottuvuuksia.

Kuvio 1: Keskuspankin tehtäväkenttä



* Lausunnon kirjoittaja on kauppatieteiden tohtori, joka toimii taloustieteen professorina Jyväskylän yliopiston kauppakorkeakoulussa ja tutkimusjohtajana Yrjö Jahnssoinin säätiössä. Hän toimii myös mm. Eduskunnan pankkivaltuuston neuvonantajana ja Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen Senior fellow:na. Tässä muistiossa esitetyt näkemykset ovat kuitenkin täysin kirjoittajan omia, eivätkä ne näin ollen välttämättä edusta edellä mainittujen instituutioiden näkemyksiä.

Muita keskusteluaiheita ovat olleet mm. kysymys siitä, tulkitsevatko keskuspankit nykyisiä mandaattejaan oikein, ja laajempi (lähinnä akateeminen) pohdinta liittyen siihen, pitäisikö nykyinen hintavakaustavoite korvata kokonaan uudentyyppisillä tavoitteilla, kuten vaikkapa ns. nimellisellä BKT-tavoitteella.

Toimivaltakeskustelussa on toisin sanoen pohdittu sekä sitä, mitä keskuspankki saa ja mitä sen kuuluu tehdä nykyisen mandaattinsa puitteissa että sitä, miten keskuspankin mandaatti pitäisi määritellä (ts. mitä siihen tulisi ja ei tulisi kuulua).

Keskuspankkien mandaattikeskustelu: Hintavakaus vs. työllisyys- ja/tai kasvutavoitteet

”Euroopan keskuspankin mandaatti ja sen muuttamisen vaikutukset” -muistion (jatkossa: EKP-muistio) keskeiset havainnot ovat tiivistetysti seuraavat:

- i) Rahapolitiikan toiminnan kannalta ei välttämättä ole olennaista merkitystä sillä, ovatko hintavakaustavoite ja työllisyys- ja/tai kasvutavoitteet rinnakkaiset vai hierarkkiset keskuspankin tavoitteiden juridisessa määrittelyssä.¹
- ii) Yhdysvaltain keskuspankki tulkitsee hintavakauden ja työllisyyden rinnasteisesti käsittelevän rahapoliittisen mandaattinsa käytännössä pitkälti samalla tavoin kuin miten EKP tulkitsee hintavakauden ensisijaisuutta oman mandaattinsa osalta. Yhdysvaltain keskuspankin voidaan katsoa – vähintäänkin implisiittisesti – tavoitelleen ensisijaisesti hintavakautta jo pitkään, eikä ole selvää, että viimeaikaiset viittaukset juridisen mandaatin työllisyystavoitteeseen olisivat muuttaneet tätä oleellisesti.²
- iii) Rahapolitiikalla on pitkällä aikavälillä suora vaikutus hintatasoon ja inflaatioon, mutta sen vaikutukset reaalityöelämään aktiviteettiin, kuten esimerkiksi työllisyyteen tai BKT:n kasvuun, ovat tilapäisiä. Tästä seuraa kaksi asiaa: Ensinnäkin se, että rahapolitiikan pitkän aikavälin tavoitteet on perusteltua määritellä hintavakauteen liittyviksi; toiseksi se, että pitkäaikavälin hintavakaustavoite ei ole ristiriidassa sen kanssa, että keskuspankki pyrkii tasoittamaan reaalityöelämän lyhytaikaisia vaihteluita, kuten mm. tukemaan talouden kokonaisuuskasvua laskusuhdanteessa.
- iv) Kotitalouksien, yritysten ja muiden taloudellisten toimijoiden odotuksilla tulevasta inflaatiosta on tärkeä merkitys rahapolitiikan toteutukselle ja

¹ On myös olemassa empiirisiä tutkimuksia, jotka tukevat näkemystä, että kehittyneiden suurten talouksien keskuspankit reagoivat korkopäätöksillään varsin samalla tavoin vaihteluihin inflaatioissa ja talouskasvussa, vaikka niiden mandaattien juridisessa määrittelyssä onkin eroja.

² Ks. esimerkiksi A. Orphanides (Is monetary policy overburdened?), Public policy discussion papers, No 13-8, Federal Reserve Bank of Boston, s. 8-10).

tehokkuudelle. Hintavakautta tavoittelevan rahapolitiikan täytyy olla uskottavaa ja keskuspankin täytyy kyetä sitoutumaan sellaiseen politiikkaan, joka ankkuroi taloudenpitäjien inflaatio-odotuksia ja joka toteuttaa pitkällä aikavälillä asetetun hintavakaustavoitteen.

EKP-muistio keskittyy näkökulmiin, jotka koskevat kasvu- ja työllisyystavoitteiden asemaa keskuspankkien ja erityisesti EKP:n rahapolitiikassa. Jo pelkästään tästä nimenomaisesta näkökulmasta keskuspankkien mandaatteja käsittelevä kirjallisuus on hyvin laaja. EKP-muistiossa esitetyt havainnot kuvaavat tätä kirjallisuutta kuitenkin tarkoituksenmukaisella tavalla ja ne kattavat ao. kirjallisuuden oleelliset, keskeiset löydökset.³

Edellä sanotun täydennyksesi voidaan vielä todeta, että:

- EKP voi nykyisen, varsin alhaisen inflaatiovahdin vallitessa tavoitella ”kasvuhakuisempaa” rahapolitiikka ilman, että hintavakauden ensisijaisuus sen mandaatissa on rajoite. EKP on myös itse korostanut, että sen inflaatiotavoite on symmetrinen.⁴ Tämä tarkoittaa, että EKP ei hyväksy inflaation selvää hidastumista alle asetetun (”alle, mutta lähellä 2%”) tavoitteen.
- Rahapolitiikan kasvuhakuisuuden lisääminen vaatisi kuitenkin mitä ilmeisimmin i) uudenlaisten, mutta vaikutuksiltaan ja seurauksiltaan epävarmojen toimien ja keinojen hyödyntämistä ja ii) todennäköisesti myös rahapoliittisten toimien riskiprofiilin nostoa. On syytä epäillä, että tämä johtaisi siten ainakin jonkinasteiseen, implisiittiseen yhteisvastuun lisäämiseen eurojärjestelmässä.
- EKP voisi mitä ilmeisimmin halutessaan harjoittaa ”kasvuhakuisempaa” rahapolitiikkaa myös nykyisen juridisen mandaattinsa puitteissa yleisemminkin, eikä siis vain nykyisessä hyvin matalan inflaation tilanteessa. Kyse on pitkälti siitä, miten EKP itse määrittelee hintavakauden (eli mm. milloin ao. tavoite tarkalleen ottaen todetaan saavutetuksi ja millä aikajänteellä) ja kuinka läpinäkyvästi se tähän määritelmään sisältyvästä painotuksesta voi ja haluaa kertoa.

Yhteenvedona voidaan todeta, että nykytiedon valossa on vaikeaa nähdä, että mitkä olisivat ne taloudelliset mekanismit ja/tai muut argumentit, joihin voisi perustellusti ja yksiselitteisesti pohjata väitteen, että EKP:n mandaattiin kirjatun hintavakaustavoitteen ensisijaisuuden ja EKP:n tosiasiallisesti välttämättömän toiminnan välillä olisi merkittävä epäsuhta. On myös tunnistettava riski siitä, että rahapolitiikkaa ”ylikuormitetaan” tavalla,

³ Eriäviä näkökulmia on, kuten tyypillistä, toki esitetty, eikä yksimielisyyttä kaikkien taloudellisten yksityiskohtien ja mekanismien osalta varmaankaan koskaan saavuteta.

⁴ Ks. esimerkiksi M. Draghi (Monetary policy communication in turbulent times, Conference De Nederlandsche Bank 200 years, Amsterdam 24.4.2014): *“Furthermore, the Governing Council will be equally active in responding to medium-term developments in inflation that fall short of our objective as to those that exceed it.”* ja *“...emphasis on the symmetry of our objective helps contain both inflationary and deflationary expectations”*.

joka lopulta nakertaa keskuspankin kykyä ylläpitää hintavakautta ja osallistua kriisien hallintaan.⁵

Keskuspankkien mandaattikeskustelu: Rahoitussektorin vakaus- ja valvontatehtävät

EKP-muistio ei tee havaintoja siitä, mitä rahoitussektorin ja -markkinoiden vakaus- ja valvontatehtäviä keskuspankeille voi ja tulisi antaa. Nämä kysymykset liittyvät sekä siihen, mitä rahoitussektorin vakaus- ja valvontatehtäviä on järkevää yhdistää keskuspankkitoimintaan, koska niiden välillä on merkittäviä synergiaetuja (myös rahapolitiikan toteutuksen kanssa), ja toisaalta siihen, mitä toimintoja on perusteltua pitää erillään, koska niiden tavoitteet saattavat olla keskenään ristiriitaisia.

Keskuspankeilla voi olla rahoitusvakauteen (*financial stability*) liittyen kahdenlaisia tehtäviä: Ne voivat sekä pyrkiä estämään rahoitusmarkkinakriisien syntymistä että osallistua kriisien hallintaan ja ratkaisemiseen.

Hinta- ja makrovakaus ja siten perinteinen rahapolitiikka ovat sidoksissa rahoitusjärjestelmän vakauteen. On nähtävissä, että monissa tilanteissa hintavakaus tukee rahoitusvakautta ja päinvastoin. Tämä osaltaan selittää, miksi keskuspankin tehtävät ovat aikoinaan ja myös hiljattain laajentuneet myös rahoitusvakauden suuntaan.

Keskuspankki voi rahapoliittisilla toimillaan myös suoraan pyrkiä vaikuttamaan rahoitusmarkkinoiden ja -sektorin vakauteen. Yksi esimerkki tällaisesti tilanteesta on pitkään, ilman inflaation nopeutumista jatkunut luottojen kasvu. Mikäli on syytä epäillä, että luottojen kasvu johtaa epätasapainoisiin tulemiin rahoitusmarkkinoilla ja/tai -sektorilla, voisi rahoitusmarkkinoiden vakaudesta vastuuta kantavalla keskuspankilla olla tässä tilanteessa kannustin tiukentaa rahapolitiikkaansa (vaikka hintavakaustavoite ei sitä edellyttäisikään).

Kriisien hallinnan ja ratkaisemisen osalta keskeinen havainto on se, että keskuspankki on käytännössä ainoa toimija, jolla on uskottava mahdollisuus luoda ja tarjota myös ääritilanteissa likviditeettiä ja toimia ns. viimeisenä lainaajana (*Lender-of-last resort*).

Rahoitusjärjestelmän vakaus edellyttää, että erilaiset rahoitus- ja maksujärjestelmien toimintaa kohtaavat häiriöt eivät johda, ainakaan täysimääräisesti, ns. järjestelmäriskien realisoitumiseen.⁶ Rahapolitiikkaa toteuttava keskuspankki on varsin luonteva järjestelmäriskien valvoja ja sääntelijä, sillä näissä toiminnoissa on yhteistuotannon etuja (eli synergioita).⁷ Yhteistuotannon etujen lähde on erityisesti, joskaan ei välttämättä yksinomaan, keskuspankin mahdollisuus tarjota markkinoille likviditeettiä kriisitilanteissa ja siis toimia mahdollisena viimeisenä lainaajana niin markkinoille kokonaisuutena kuin

⁵ Tätä riskiä on korostanut mm. A. Orphanides (Is monetary policy overburdened?, Public policy discussion papers, No 13-8, Federal Reserve Bank of Boston).

⁶ Järjestelmäriskejä voi olla monenlaisia, mutta kyse on siis tilanteista, joissa merkittävä osa rahoitus- ja/tai maksujärjestelmien toiminnasta häiriintyy oleellisesti.

⁷ Ks. esimerkiksi A. Blinder (How Central Should the Central Bank Be?, *Journal of Economic Literature*, 2010, vsk. 48(1), s. 123-133).

yksittäisille merkittävälle rahoitusinstituutioille. Yhteistuotannon etujen vuoksi keskuspankki on siis lähtökohtaisesti tarkoituksenmukainen taho valvomaan rahoitus- ja maksujärjestelmäriskejä ja myös estämään niiden realisoituessa syntyviä haitallisia seurannais- ja ulkoisvaikutuksia. Koska suuret rahoituslaitokset voivat olla ns. systeemisesti merkittäviä (eli koko järjestelmän toiminnan kannalta oleellisia), myös ne voivat olla häiriötilanteessa järjestelmäriskin lähde ja/tai sen välittymistä vahvistava kanava.

Hinta- ja rahoitusvakauden kytkökset ja niihin liittyvät kysymykset ovat moniulotteisia, eikä tässä muistiossa ole mahdollista käsitellä aihetta tyhjentävästi. Aiheesta on kuitenkin viime aikoina kirjoitettu eri näkökohtia kattavia selvityksiä. Yksi tällainen, päätöksenteon tueksi laadittu raportti on ”*The various roles of the ECB in the new EMU architecture*” (Monetary Dialogue, September 2013, Economic and Monetary Affairs, Directorate-General for Internal Policies, European Parliament), joka koostuu useammasta aihetta sivuavasta kirjoituksesta.⁸

Nostan kuitenkin vielä esiin seuraavat:

- EKP:lle on finanssikriisin ja Euroopan velkakriisin myötä tullut useita rahoitusvakauteen ja sen varmistamiseen liittyviä tehtäviä. EKP:llä on mm. tärkeä rooli makrovakauden valvonnasta vastaavan järjestelmäriskikomitean (*European Systemic Risk Board*) toiminnassa: EKP tarjoaa komitealle sihteeristön ja EKP:n pääjohtaja toimii järjestelmäriskikomitean (”General Boardin”) puheenjohtajana. Lisäksi EKP on yhdessä IMF:n ja EU:n komission kanssa muodostanut ns. ”Troikan”, jolla on ollut keskeinen rooli velkakriisin lieventämisessä ja siihen liittyvien ratkaisujen etsimisessä. Yhteisen valvontamekanismin myötä EKP:stä tulee myös euroalueen suurimpien pankkien suora valvoja.
- On selvää, että keskuspankin tehtävien kasvaessa myös tavoiteristiriitojen mahdollisuus eri tehtävien välillä lisääntyy. Tätä riskiä vähentää EKP:n osalta mm. se, että se pitää rahapoliittisen päätöksenteon erillään pankkivalvontatehtävistä.⁹ Joka tapauksessa rahoitussektorin vakaus- ja valvontatehtävien ja rahapolitiikan välistä mahdollista ristiriitaa lieventänee se, että keskuspankillla on mitä ilmeisimmin parempi mahdollisuus arvioida ristiriitatilanne tasapainoisesti ja toimia sen mukaan kuin tilanteessa, jossa ao. tehtävät olisi annettu kokonaan toisistaan täysin erillisille toimijoille.¹⁰
- EKP:n tehtävien kasvu ja pankkiunionin syventyminen nostavat luonnollisesti esiin uusia avoimia kysymyksiä. Yksi tällainen, erillistä ratkaisua ilmeisesti edellyttävä kysymys on, miten merkittävälle, EKP:n valvontaan siirtyville pankeille mahdollisesti

⁸ Ks. myös ao. raportissa mainitut kirjallisuusviitteet.

⁹ Toisaalta on esitetty näkemyksiä, että jotta toivottavat synergiaedut (esimerkiksi tiedon välittymisen osalta) saavutetaan, ei vakaus- ja/tai pankkivalvontatehtäviä tulisi täydellisesti eristää rahapolitiikasta.

¹⁰ Ks. myös A. Blinder (How Central Should the Central Bank Be?, *Journal of Economic Literature*, 2010, vsk. 48(1), s. 123-133).

kriisitilanteesta annettavasta hätärahoituksesta (*Emergency liquidity assistance*) aiheutuvat riskit ja kustannukset kohdistetaan ja jaetaan nyt muotoutumassa olevassa uudessa institutionaalisessa toimintaympäristössä.

Yleisemmin voitaneen kuitenkin todeta seuraavaa: Nykytiedon valossa on vaikeaa nähdä, että mitkä olisivat ne taloudelliset mekanismit ja/tai argumentit, joihin voisi perustellusti pohjata väitteen, että EKP:n mandaatin ja sen rahoitussektorin ja -markkinoiden vakaus- ja valvontatehtävien välille olisi syntynyt, tai olisi syntymässä, merkittävä epäsuhta. Tätä kysymystä sivuten edellä mainitussa *“The various roles of the ECB in the new EMU architecture”* -raportissa todetaan (johdantoluvussa) seuraavasti:¹¹

“Experts broadly argued in favor of the extension of ECB’s tasks and roles beyond standard monetary policy management, as confirmed by the positive reaction of financial markets. In particular, they noted that both the adoption of unconventional monetary measures and design of the new supervisory architecture in EMU have not endangered (at least so far) the ECB’s ability to anchor medium-term inflation expectations to ECB’s price stability target.” (s. 4)

Lopuksi

EKP:n tehtävien tosiasiallinen kasvu on jo nyt ollut merkittävää. Euroalueella on epäilemättä erilaisia instituutioihin ja rakenteisiin liittyviä ongelmia ja haasteita, niin rahoitussektoreilla, julkisissa talouksissa kuin muillakin talouden osa-alueilla. Tämänkaltaisia rakenteellisia ongelmia ja haasteita ei kuitenkaan voida ratkaista rahapolitiikalla tai keskuspankkia ylikuormittamalla. Yhdistettynä yleisesti tunnistettuun ja tunnustettuun tarpeeseen pitää hintavakaudesta vastuussa oleva keskuspankki poliittisesti riippumattomana, viimeaikainen kehitys korostaa entisestään keskuspankin toimien läpinäkyvyyden, viestinnän ja tilivelvollisuuden (*accountability*) merkitystä.

* * * * *

¹¹ Ao. raportissa nostetaan kuitenkin esiin myös monia kysymyksiä ja mahdollisia ongelmakohtia nykyisessä ja viimeaikaisessa toimintaympäristössä. Yksi niistä liittyy siihen, että EKP osallistuu (Troikan jäsenenä) suoraan tai epäsuorasti tukiohjelmien (*financial assistance programmes*) muotoiluun ja/tai arviointiin.