



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Seppo Honkapohja

Mihin rahapolitiikalla pyritään? Rahapolitiikan tavoitteet

Studia Monetaria 2011, Suomen Pankin rahamuseo

29.03.2011



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

I. Johdanto

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

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



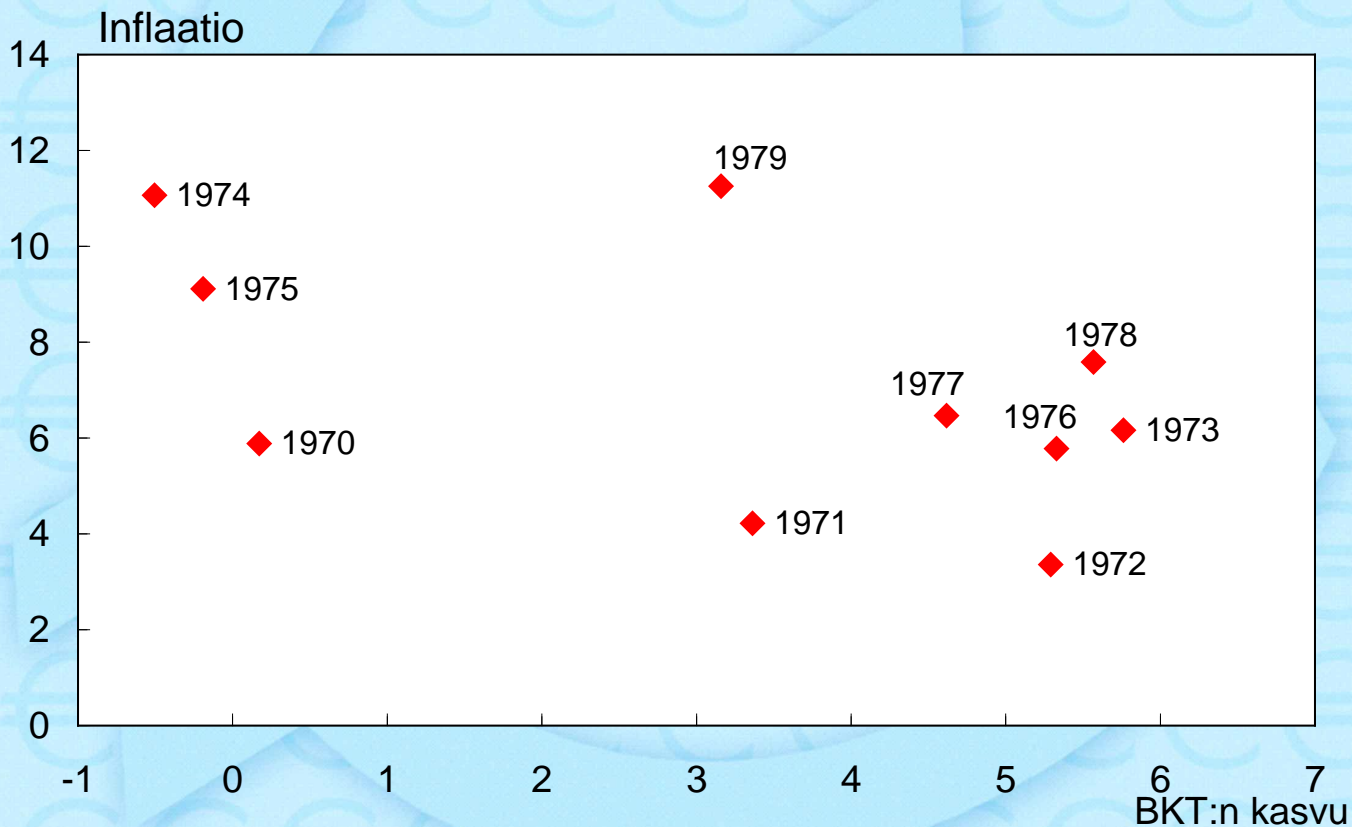
EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

II. Historiaa

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

Kuvio 1: 1970-luvun sekava tilanne

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

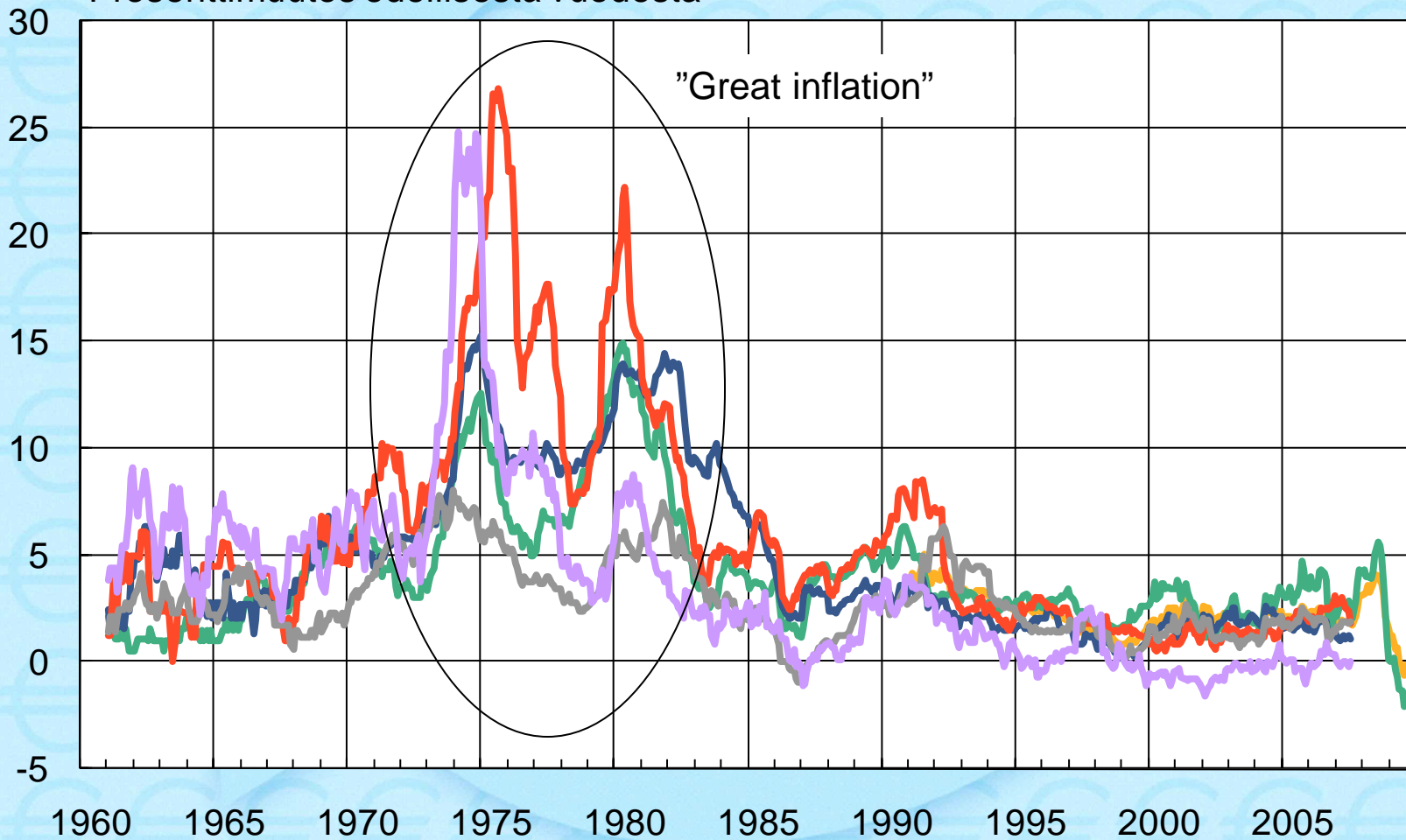


Lähteet: US Bureau of Economic Analysis ja Bureau of Labor Statistics.

Kuvio 2: kuluttajahintojen nousuvauhteja

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

Prosenttimuutos edellisestä vuodesta



Lähteet: Eurostat ja OECD.

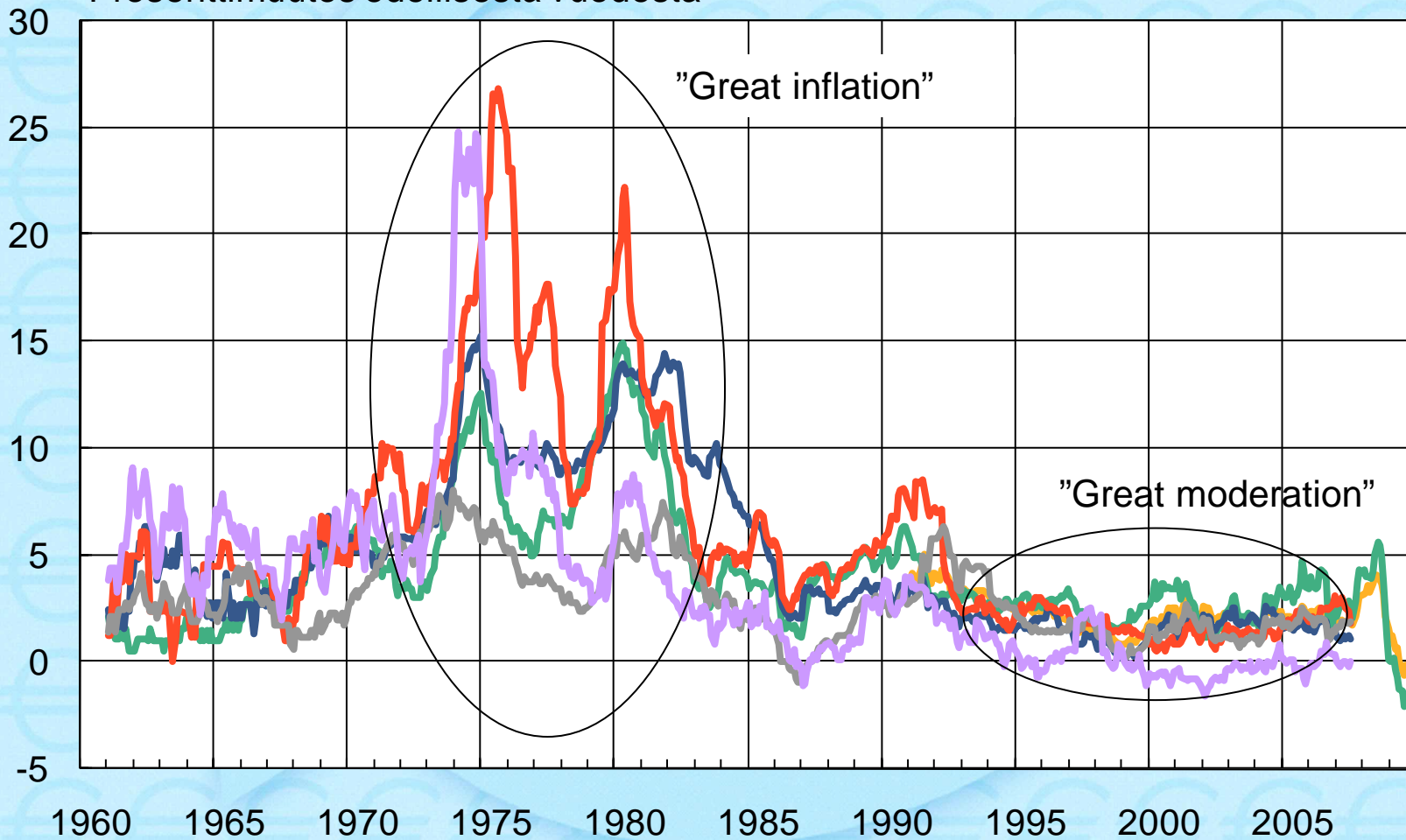
- ◆ 1970-luvun nopea inflaatio korosti ”nimellisen ankkurin” tarvetta.
 - Aluksi käyttöön tulivat rahan määrää koskevat tavoitteet 1970-luvun puolivälissä.
 - Rahan määrätavoitteeseen perustuva rahapolitiikka toimi vaihtelevasti.
 - Kokemukset USA:ssa, Kanadassa ja Britanniassa eivät olleet rohkaisevia.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

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

Kuvio 2: kuluttajahintojen nousuvauhteja

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

Prosenttimuutos edellisestä vuodesta



Lähteet: Eurostat ja OECD.



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

III. Rahapolitiikan tavoitteet

Rahapolitiikan tavoitteet

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

Hintavakauden määritelmä

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

Suora inflaatiotavoite

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

Valuuttakurssitavoite

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

EKP, EKPJ ja eurojärjestelmä

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

Päätöksenteko

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

Eurojärjestelmän tavoitteet

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

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

Muiden keskuspankkien tavoitteita

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



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

IV. Finanssikriisi ja rahapolitiikka

Finanssikriisit, taustaa

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

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

Nykyisen kriisin pääpiirteet

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

Keskuspankkien toimet kriisin edetessä

◆ Likviditeetin tarjonta

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

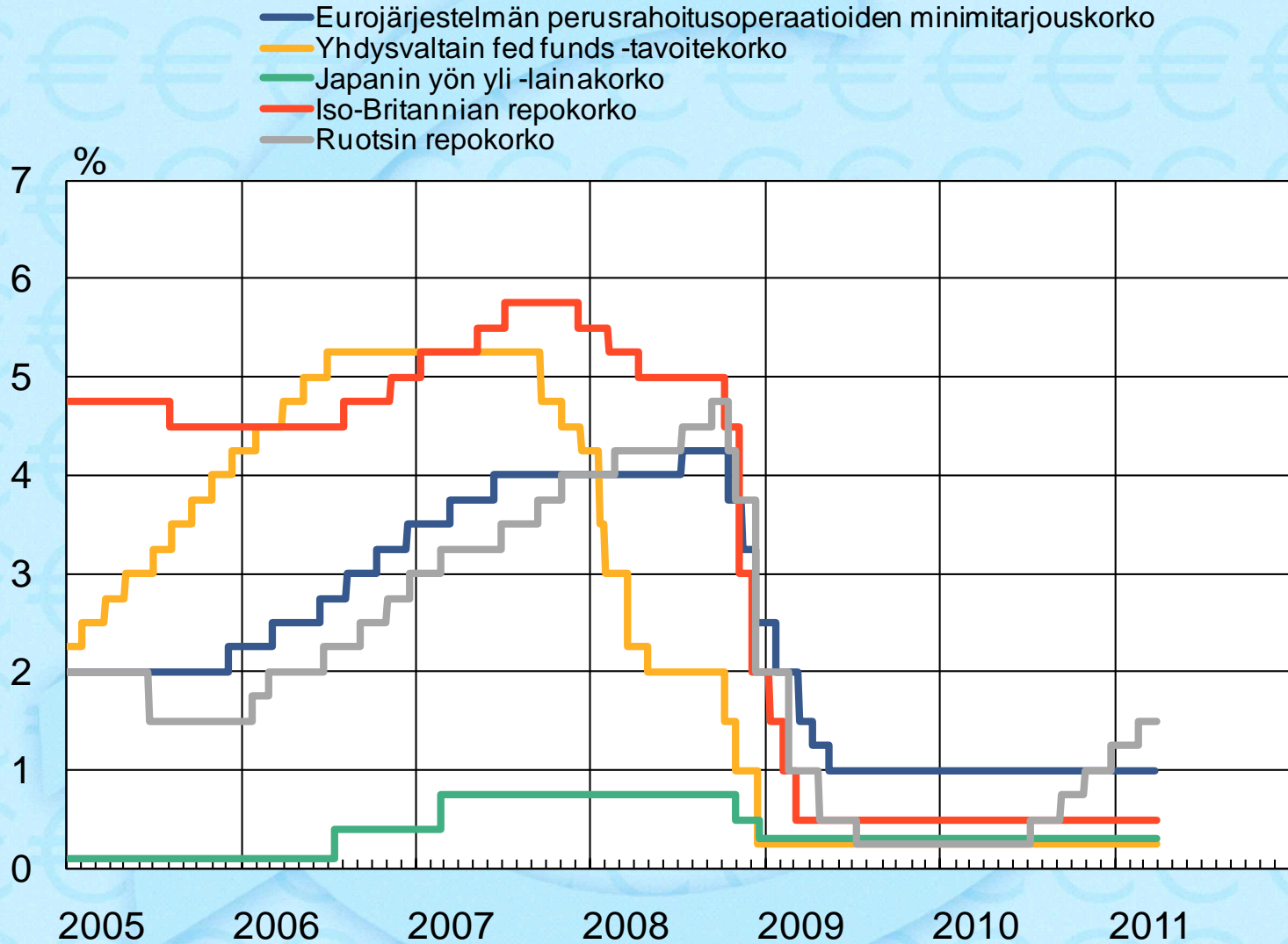
◆ Muita toimia

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

Lisää talouspoliittisia toimia

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

Keskuspankkien ohjauskorkoja



Lähde: Reuters.

22887@Chart22 (2)

EKP:n likviditeettioperaatiot

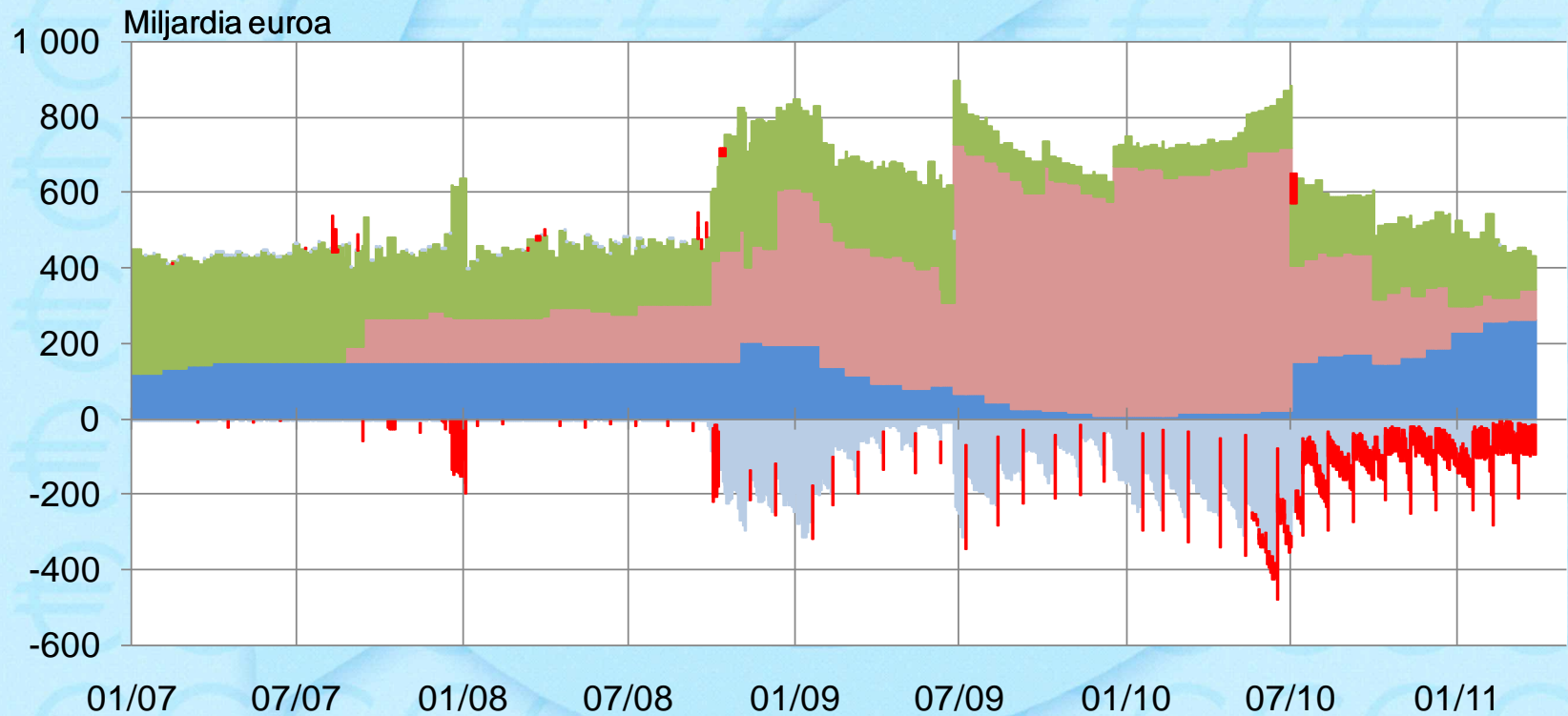
■ Pitempiaikaiset operaatiot (3 kk)

■ Perusrahoitusoperaatiot (1 vko)

■ Hienosäätöoperaatiot (1-7 pv)

■ Ylimääräiset pitempiaikaiset operaatiot (1-12 kk)

■ Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö (1 pv)



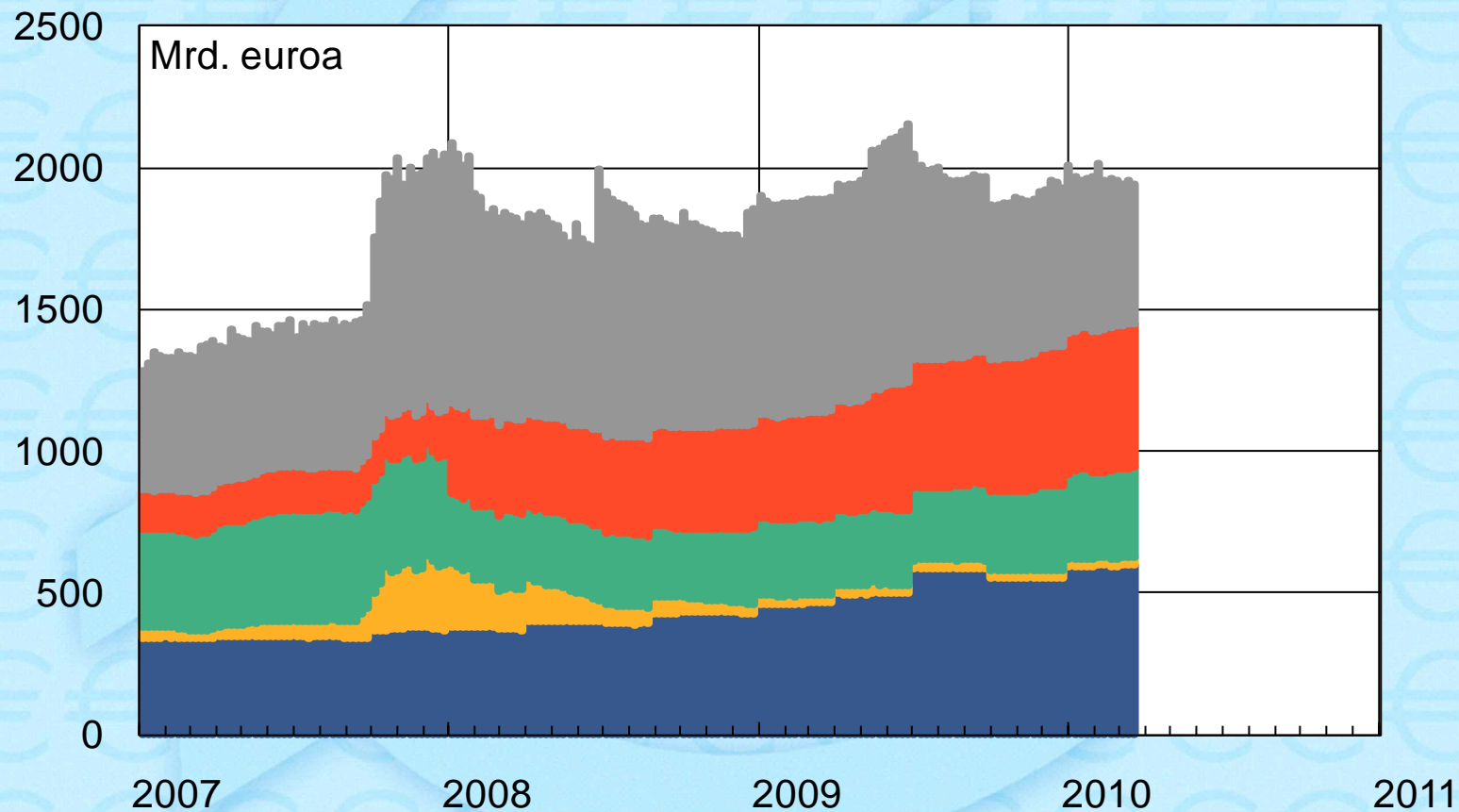
Lähde: Suomen Pankki.

Tiivistelmä nykytilasta

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

Eurojärjestelmän taseen saamiset

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

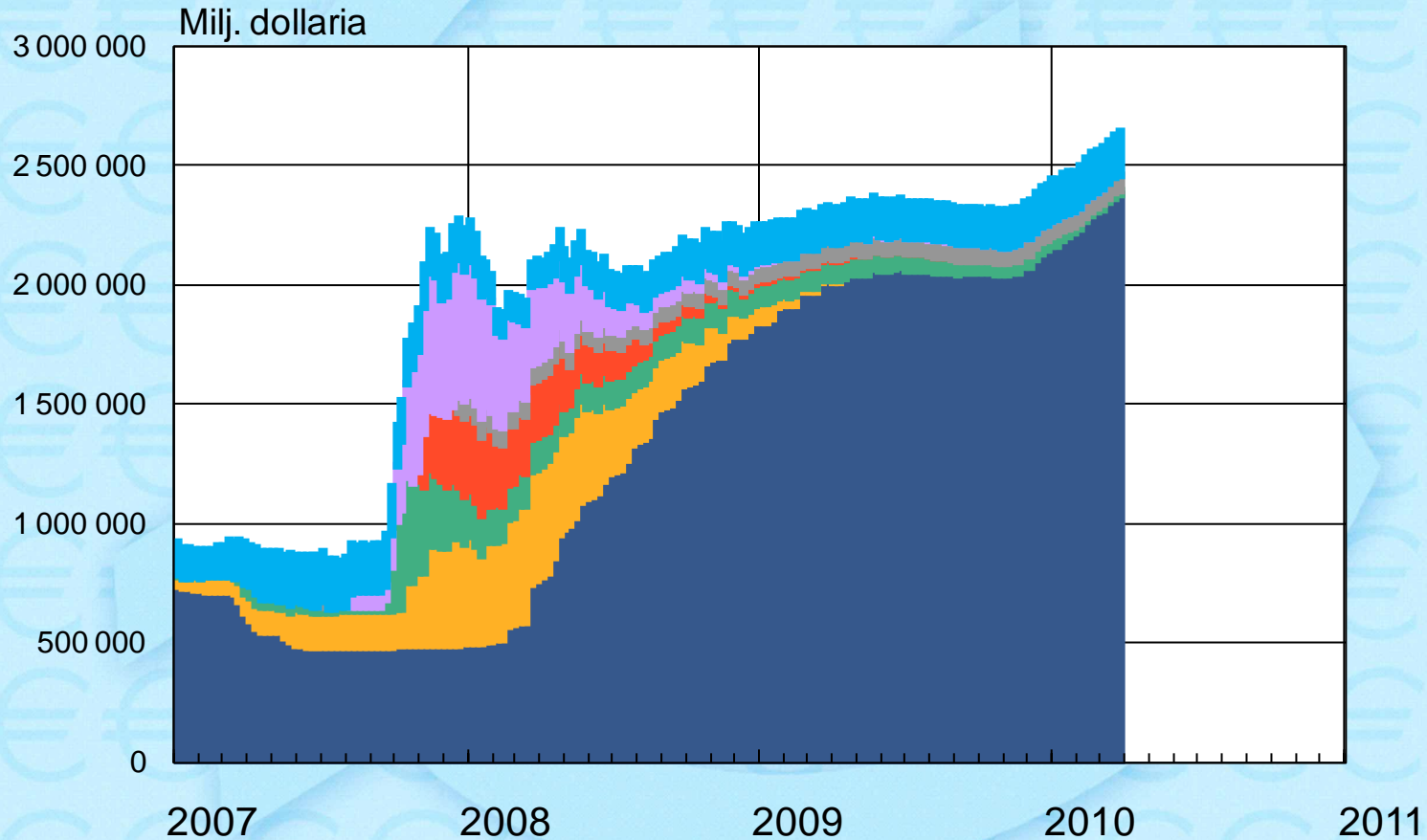


Lähde: EKP.

22887 @Chart23

Yhdysvaltain keskuspankin taseen saamiset

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

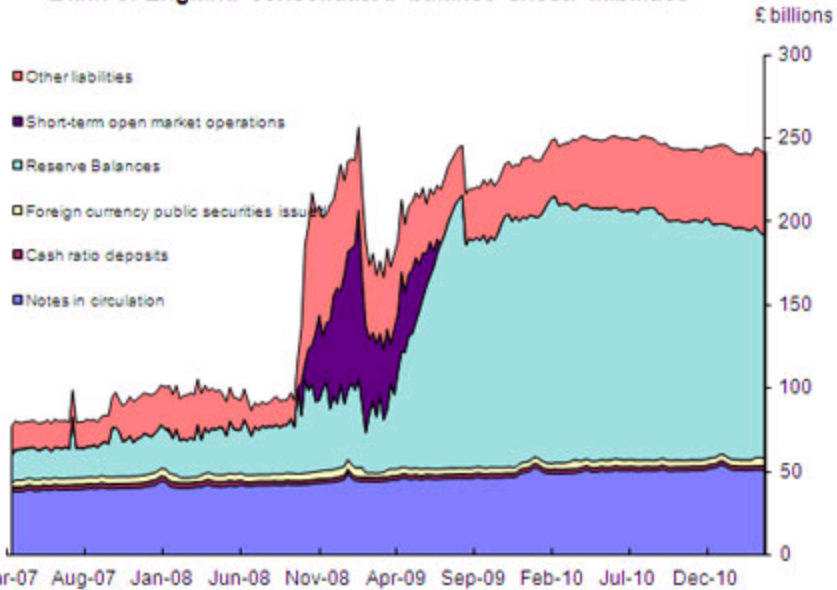


Lähde: Federal Reserve.

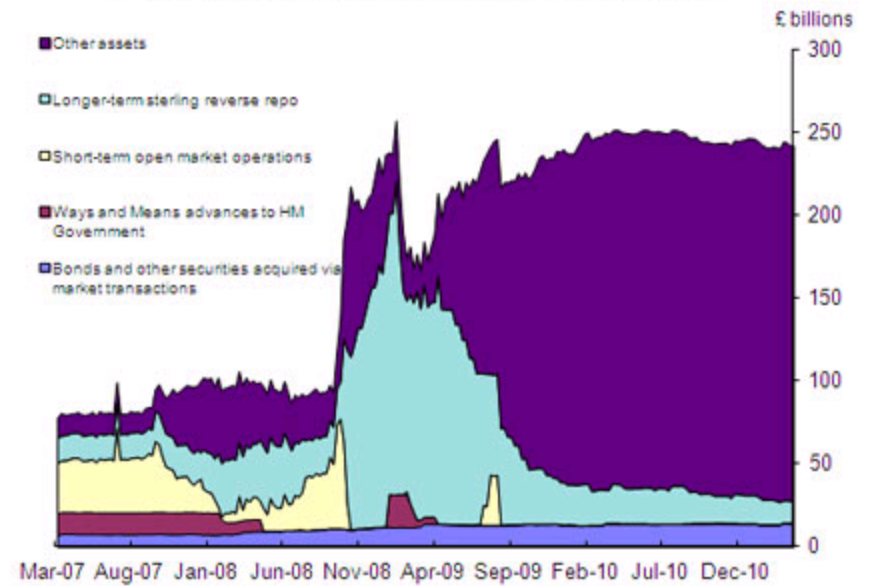
22887@Chart24 (2)

BANK of ENGLAND tase

Bank of England consolidated balance sheet: liabilities ^(a)



Bank of England consolidated balance sheet: assets ^(a)



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



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Kiitos!