



**BoF Online**

**2007 • No. 3**

**Raha ja luotto  
rahapolitiikassa**

**Tapio Korhonen**

*Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia  
eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.*



Suomen Pankki

Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

25.5.2007

## Sisällys

1 Johdanto	3
Kehikko 1. Lainauksia viimeaikaisista puheenvuoroista	4
2 Määrällisen rahoituskehityksen merkitys	6
3 Raha ja monetarismi	8
4 Raha- ja luottoaggregaattien tulkinnan vaikeus	10
5 EKP:n rahamääräpilari	13
6 Rahapolitiikan strategia	17

## Kuvioluettelo

Kuvio 1. Rahanmäärän kasvu euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa	7
Kuvio 2. Rahan määrän ja luottojen kasvu euroalueella	10
Kuvio 3. Euroalueen rahan määrä ja sen vastaerät	12
Kuvio 4. Ohjaukorko, inflaatio ja rahan määrä euroalueella	14
Kuvio 5. Rahan määrä ja luottojen kasvu-ura euroalueella	14
Kuvio 6. Rahan määrä ja luotot suhteessa BKT:hen	15

**BoF Online**  
**Päätoimittaja**

Jouko Marttila

**ISSN**

1796-9123 (online)

Postiosoite  
PL 160  
00101 HELSINKI

Käyntiosoite Snellmaninaukio  
Puhelin 010 8311  
Faksi (09) 174 872

Sähköposti  
etunimi.sukunimi@bof.fi  
www.suomenpankki.fi

Swift SPFB FI HH  
Y-tunnus 0202248-1  
Kotipaikka Helsinki

# 1 Johdanto

Kansantalouden rahoituksen määrällä on yhteys inflaatioon, reaalityaloudelliseen kehitykseen ja rahoitusmarkkinoiden vakauteen. Siksi raha- ja luottomäärien seuranta on tärkeä osa taloudellisen kehityksen seuranta ja rahapolitiikan valmistelua.<sup>1</sup> Käytännössä kuitenkin raha- ja luottomuuttujien epävakaus samoin kuin jatkuvat muutokset rahoitusinstituutioissa ja -instrumenteissa tekevät ne soveltumattomiksi käytettäväksi suoraan rahapolitiikan välitavoitteina. Niistä saatavalla informaatiolla tulisi kuitenkin olla jonkinlainen asema rahapolitiikan valmistelussa.

Katsauksen taustaksi on esitetty lainaukset kolmelta tunnetulta kansantalouden asiantuntijalta (ks. *kehikko*). Professori Charles Goodhart, entinen Englannin keskuspankin rahapolitiikan komitean jäsen, toteaa, että 1970-luvulla luotettiin liikaa ja perusteettomasti raha-aggregaateihin (Goodhart 2005). Kun rahan määrän ja taloudellisen kehityksen väliset riippuvuudet osoittautuivat epävakaaiksi, menttiin toisaalta liian kauas toiseen suuntaan ja kiellettiin raha- ja luottomäärien informaatioarvo kokonaan. Goodhartin mukaan huomion kiinnittäminen pelkästään nimelliskorkoon ei riitä, mikä on erityisen selvää deflaatiotilanteissa, joissa nimelliskorko kohtaa nollarajoitteen. Nykyisin muodissa olevat yleisen tasapainon mallit eivät käytä raha- ja luottomääriä, koska niissä on oletettu, että kaikki luotot maksetaan takaisin ja että konkurssseja ei ole.

Kansainvälisen järjestelypankin BIS:n toimitusjohtaja, Malcolm Knight, joka aiemmin on työskennellyt Kanadan keskuspankin varapääjohtajana ja asiantuntijana Kansainvälisessä valuuttarahastossa, kohdistaa samantapaista arvostelua nykyisiä makrotaloustieteen valtavirtaoppeja kohtaan. Näiden mukaan talouden sopeutumiskyky on niin nopea, että rahoitus-epätasapainoja ei pääse syntymään, jolloin myöskään raha- ja luottomääriin eikä omaisuushintoihin tarvitse kiinnittää huomiota (Knight 2006). Knightin mukaan näihin seikkoihin pitäisi kiinnittää huomiota juuri nyt, kun on irtauduttu poikkeuksellisen matalien korkojen jak-

---

<sup>1</sup> Rahan määrällä tarkoitetaan yleisön hallussa olevia likvidejä varoja. Niihin kuuluvat käteisen rahan lisäksi käyttelytileillä ja muilla lyhytaikaisilla talletustileillä olevien varojen lisäksi joissain tapauksissa myös näiden läheisiä substituutteja, kuten rahamarkkinarahasto-osuuksia. Luotto-aggregaatit puolestaan koostuvat pankkiluotoista. Likvidit varat voidaan määritellä monella tavalla. Käytännössä raha-aggregaateista on olemassa useita määritelmiä. Suppea raha M1 kattaa vain käteisen rahan ja kaikkien likvideimmät pankkitalletukset. Laajemmissa määritelmissä mukana on määräaikaistalletuksia (M2) ja niiden lisäksi myös pankkien liikkeeseen laskemia velkapapereita ja rahamarkkinarahasto-osuuksia (M3).

sosta, raha- ja luottomäärät kasvavat nopeasti ja omaisuushinnat ovat ripeässä nousussa, mutta inflaatio on toistaiseksi pysynyt matalana.

BIS:n pääekonomisti William White korostaa sitä, että rahoitus- ja talouskriisejä on usein syntynyt pitkän hintavakauskauden jälkeen. Tästä esimerkkinä on Yhdysvaltain suuri lama 1930-luvun alussa. Hintavakaus ei ole siis riittävä ehto markkinoiden vakaudelle. White esittelee menneiden vuosikymmenten teoreettista keskustelua Keynesin ja Hayekin välillä, ja korostaa Hayekin näkemystä rahoitusmarkkinoiden epävakaudesta.

Rahan ja luottojen merkityksestä käydään joka tapauksessa tärkeää keskustelua. Seuraavassa aihepiiriä käsitellään yksityiskohtaisemmin. Katsauksen loppupuolella kommentoidaan rahanmääräpilaria Euroopan keskuspankin strategiassa sekä rahataloudellisen analyysin käyttöä tulevaisuudessa.

## Kehikko 1. Lainauksia viimeaikaisista puheenvuoroista

### Charles Goodhart (2005):

*“Excessive, and unsubstantiated, reliance was placed on the robustness and stability of demand for money functions in the era of monetary targets (notably between 1973 and 1982). But when those relationships failed to live up to their prior billing, and monetary targets were (mostly) abandoned, there was a general tendency to go too far in the opposite direction, ie to deny any useful informative role to monetary aggregates and bank credit. As the monetarists have constantly and correctly claimed, it is not sufficient just to look at (nominal) interest rates as the gauge of the thrust of monetary policy. This is particularly so during deflations when nominal interest rates are constrained by the zero lower bound. Whether it is necessary, however, to put a broad monetary aggregate on a “pillar” to give it a visibility that it does deserve is debatable, but there is certainly a case for it.*

*The currently fashionable DSGE macro model has only three equations, a (forward-looking) IS and AS curve, and a central bank reaction function. In this system, the thrust of monetary policy is solely dependent on the central bank's nominal interest rate, so that, although there is a demand for money function implicit in the model (McCallum 2001), it has no role in the determination of output or inflation, (shocks to the D for M function are just automatically offset by changes in the quantity of money, given the desired level of interest rates).*

*Underlying this model, however, is a transversality assumption that all agents always can, and do, pay off all their debts by the terminal horizon, so there is no bankruptcy, no liquidity constraints, no concern about confidence, and no real need for banks (except perhaps owing to information asymmetries). Given the reality of default, all these other factors, eg liquidity constraints, the need for collateral, trust and confidence, and a role for banks, come back into play."*

**Malcolm Knight (2006):**

*"Finally, the prevailing mainstream theoretical paradigms, enshrined in current textbook and research, find it difficult to accommodate a significant role for quantitative aggregates over and above that played by interest rates. In particular, the simplifying assumptions on which these paradigms rely militate against an independent informational function. They typically have limited - or no - room for an active role for liquidity in the transmission mechanism. They see the economy as being quickly self-equilibrating, which can hardly allow for the cumulative build up of financial imbalances and the corresponding distortions in real expenditures and capital accumulation. And they typically assume a degree of knowledge of the structure of the economy which permits the proper identification of the equilibrium of interest rates..."*

*Personally, I feel that the prevailing orthodoxy, which tends to downplay the role of quantitative aggregates and asset prices, will not be sustainable in the longer run. Hard as it may be, I think it is important to find ways of firmly accommodating these economic variables in monetary policy frameworks. Indeed, I sense that a number of central banks, alongside the ECB, have been moving in this direction. This is all the more important at the current juncture, as the world is emerging from an unprecedented period of low interest rates, very rapid monetary and credit expansion, and booms in certain key asset prices, all against the backdrop of subdued inflation."*

**William White (2006)**

*"Deviations between the financial and natural rate lead the financial system to create credit which encourages investment that, in the end, fail to prove profitable. The underlying reason for this is that the investments tend to be directed to the production of goods and services for which the level of demand anticipated never in fact materialises... Moreover, while most Keynesian models assume relative smooth adjustment from one equilibrium to another, the Austrians stressed growing imbalances (cumulative deviations away from equilibrium) and the eventual crisis whose magnitude would reflect the size of the real imbalances that preceded it."*

## 2 Määrällisen rahoituskehityksen merkitys

Rahoituksen määrämuuttujien poisjääminen makrotalousteoriasta (ns. uuskeynesiläinen teoria) ja yleisemminkin talouskeskustelusta heijastaa kasvanutta luottamusta rahoitusmarkkinoiden tehokkuuteen. Tehokkailla rahoitusmarkkinoilla on entistä vähemmän likviditeettirajoitusten alaisia talousyksiköitä, ja toisaalta kehittyneet ja kansainvälistyneet rahoitusmarkkinat jakavat riskejä tehokkaasti ja sallivat joustavan velkakäyttämisen. Molemmat kehityspiirteet hämärtävät rahamuuttujien merkitystä.

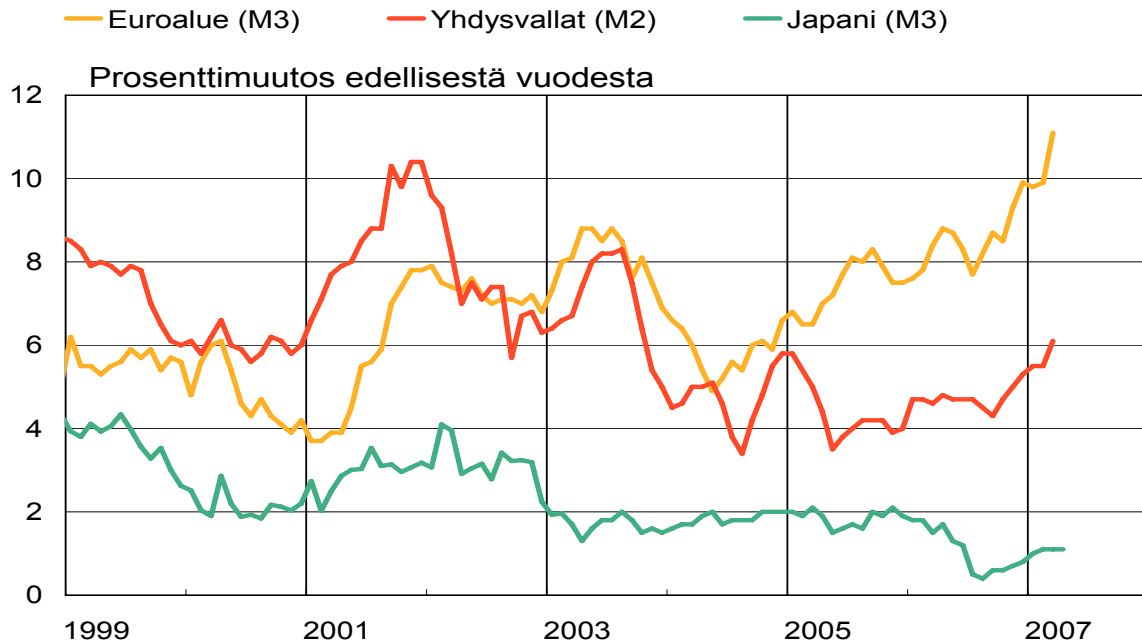
Onkin selvää, että raha- ja luottomäärät ovat käyttäytyneet useissa maissa, varsinkin Yhdysvalloissa, jo kauan epävakaa ja osin riippumattomasti perinteisen teorian mukaisista selitysmuuttujista (kuviokuva 1). Rahamäärien "selittämätön" kehitys on kiinnostava kysymys sinänsä, mutta empiirinen epävakaus lienee ollut suurin syy siihen, miksi määrällinen rahoituskasvu on kadonnut makroteorioista ja sen merkitys rahapolitiikan valmistelussa on vähentynyt.

Toinen tärkeä piirre viimeaikaisessa ajattelussa on luja usko rahoitusjärjestelmän vakauksen ja tehokkuuteen. Tämän näkemyksen mukaan esimerkiksi Yhdysvaltain talouteen ei synny rahoituskriisiä tai edes vakavia ylivelkaantuneisuusongelmia, olipa rahoituskehitys millainen tahansa. Rahoituskehitys vaihtelee rationaalisten talousyksiköiden hyväksi näkemällä tavalla; välillä velkaannutaan ja välillä velkoja maksetaan takaisin. Instituutioiden kehitys sallii yhä laajemman rahoitusvälityksen ja riskien hajautuksen ja sen myötä myös kasvavat velat. Kaikki hoituu - suuret vaihtotaseen vajeetkin - kun markkinat saavat toimia vapaasti omalla optimaalisella tavallaan. Rahoitusmarkkinoiden määrämuuttajat voidaan siis jättää yleisessä makroanalyysissä huomiotta.

Nämä kaksi piirrettä pätevät ehkä jossakin määrin kehittyneimmissä talouksissa, mutta eivät välttämättä yleisesti. Raha- ja luottoaggregaattien epävakaus on ongelma monessa maassa. Kokemus kuitenkin osoittaa, että rahoitusjärjestelmän vakaa toiminta ei ole monessa maassa itsestään selvä asia. Lähes vuosittain koetaan jossakin päin maailmaa näyttävä rahoituskriisi, ja vielä paljon enemmän on maita, jotka joutuvat kokemaan velkasopeutukseen liittyvän pitkäaikaisen hitaan kasvun kauden. Yhdysvallatkin on kokenut osittaisia vakausongelmia, kuten viime aikoina ns. subprime-asuntoluottojen maksuvaikeudet osoittavat. Perus-

tellusti on viime vuosikymmeninä painotettu ja kehitetty kokonaistaloudellista rahoitusmarkkinoiden vakausanalyysiä. Rahoitusmarkkinoiden vakaus tai epävakaas on käytännössä oleellinen osa rahapolitiikan ympäristöä.

Kuvio 1. Rahan määrän kasvu euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa



Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Bloomberg.

Itse asiassa rahapolitiikan strategian valintaankin näyttää jossakin määrin vaikuttaneen maan velkatilanne. Maissa, kuten Ruotsissa, jossa velkaantuminen on ollut perinteisesti maltillista ja velkavarannot ovat suhteellisen matalia, rahapolitiikan strategia on voinut painottua puhtaammin inflaatiotavoitteeseen. Toisaalta mm. epävakaisten rahoitusmarkkinoiden ja velkiongelmien kanssa painiskelleissa Aasian maissa inflaatiotavoite ei ole ollut kovin keskeinen, vaan niissä on painotettu vakauskysymyksiä. Inflaatiotavoitetta korostaneista maista ainakin Uusi Seelanti ja Islanti ovat ylivelkaantuneet ja kohdanneet siihen liittyviä ongelmia.

Yhteiskunta asettaa rahapolitiikalle yleisesti kolmenlaisia vakaustavoitteita; hintavakauden, reaalikehityksen vakauden ja rahoitusmarkkinoiden vakauden. Toisaalta tinbergeniläinen talouspolitiikan teoria lähtee siitä, että talouspolitiikalla voi olla vain yhtä monta tavoitetta kuin sillä on välineitä. Nykyisillä länsimaiden keskuspankeilla on vain yksi rahapolitiikan väline - lyhyt korko -, jolloin yhden välineen ja kolmen tavoitteen välillä on ristiriita. Parin viime vuosikymmenen aikana tämä ongelma on laajasti myönnetty, ja rahapolitiikan ensisijaisena tavoitteena on korostunut hintavakaas.

### 3 Raha ja monetarismi

Rahamuuttajat ovat aina pohjimmiltaan se perusta, jolle rahapolitiikka rakentuu. Rahattomassa vaihdantataloudessa ei ole inflaatiota. On vain suhteellisten hintojen muutoksia. Lainamarkkinoiden puuttuessa ei myöskään ole rahoitusmarkkinakriisejä. Inflaatio on monetarinen ilmiö, ja inflaatioon liittyy aina pitkän päälle rahamuuttujien kasvu. Pankkiraha, eli likvidi pankkitalletus, syntyy nykyisin valtaosin pelkkänä tilikirjauksena luotettavan talletuspankin myöntäessä luottoa asiakkaalleen. Tässä ostovoimaa syntyy tyhjästä. Rahalaitosten toteuttama rahan luominen on pitkän päälle inflaation välttämätön ehto ja tavallaan aina sen pohjimmainen lähde.

Raha on nykyisin pääosin aineetonta, vain numeroita pankkien tietokoneissa. Se onkin pohjimmiltaan pelkkää luottamusta siihen, että joku lopulta vastaa maksusitoumuksesta. Raha on velkarahaa, käytännössä keskuspankin (keskuspankkiraha) tai yhä hallitsevammin talletuspankkien (pankkiraha) likvidiä velkaa, jota voidaan käyttää maksuvälineenä. Keskuspankkiraha - setelistö - on kehittyneissä talouksissa menettänyt keskeisimmän asemansa yleisön maksuvälineenä, mutta pankkien tilit keskuspankissa ovat edelleen entisessä tärkeässä osassaan pankkien likviditeetin hoidossa ja lyhimpien rahamarkkinakorkojen määräytymisessä.

Kyky luoda ostovoimaa tyhjästä tekee pankkien luotoista analyttisesti eri asian kuin mitä ovat muiden rahoituksenvälittäjien luotot. Muut rahoituksenvälittäjät, kuten rahoitusyhtiöt, eivät luo rahaa, vaan niiden täytyy hankkia rahoitus ensin pankkitileilleen, jotta niiden myöntämät luotot voidaan nostaa. Rahalaitokset puolestaan voivat myöntää luotot ensin ja ne saavat rahoituksen samassa yhteydessä. Yksittäinen pankki on tietenkin omasta näkökulmastaan lähimain rahoituksen välittäjän asemassa, eli sen on varattava rahoitus luotonantonsa. Mutta jos kaikki pankit laajentavat luottojaan nopeasti tasatahtia, ne eivät välttämättä koe likviditeettiongelmaa. Koko kansantalouden tasolla tulkinta menee rahalaitosten osalta yleensä niin, että luotot syntyvät ensin ja niiden rahoitus - talletukset - automaattisesti sen jälkeen (taseessa erät muuttuvat aivan samanaikaisesti).

Perinteinen monetaristinen ajattelu pelkistää rahapolitiikan hyvin yksinkertaiseksi ja tehokkaaksi. Se lähtee ensinnäkin siitä, että keskuspankki voi ohjata tehokkaasti rahamäärän kasvua säätelemällä pankkien keskuspankissa olevia reservejä. Muutokset reserveissä vaikuttavat luoton laajenemiseen ja sitä kautta rahan määrään ns. rahakertoimen kautta. Raha-



kerroin kertoo kuinka moninkertaiseksi rahamäärä, lähinnä pankkiraha, kasvaa luotonannon kautta tietyn vapaiden reservien lisäyksen myötä. Kerroinprosessi syntyy, kun pankin samaa keskuspankkiraha (base money, outside money, high-powered money) kiertää uusiutuvana luottona ja talletuksena pankin ja yleisön välillä huveten vähitellen ns. vuotoina käteisrahaan, pakollisiin reserveihin tai ulkomaille.

Toisaalta monetaristi olettaa vakaan rahamäärän kasvun (joka vastaa potentiaalista reaali- ja hyväksytyä inflaatiovauhtia) johtavan myös vakaaseen reaali- ja hintakehitykseen. Kun lisäksi ylivelkaantumista ei pääse syntymään pankkien liiallisen luottoekspansion muodossa, talouteen ei synny myöskään velkakriisejä. Vakaa rahamäärän kasvu vakauttaa paitsi kuluttajahintojen kehityksen myös varallisuushintojen kehityksen. Parhaimmillaan siis keskuspankki onnistuisi hoitamaan yhdellä välineellä kaikki kolme rahapolitiikalle asetettävissä olevaa vakaustavoitetta.

Tämäntapainen oli monetaristinen ajattelu ihanteellisimmillaan runsas neljännesvuosisata sitten. Kuitenkin monetaristinen kokeilu epäonnistui oikeastaan kaikessa ja kaikkialla. Rahan tarjonta- ja kerroinprosessi ei toiminut miltään osin teorian mukaan ja odotetusti, eikä se vaikuttanut taloutta ja hintakehitystä. Kävi, kuten Kanadan keskuspankin pääjohtaja totesi: Me emme hylänneet rahamäärää vaan rahamäärä hylkäsi meidät. Syntyi ns. Goodhartin laki, jonka mukaan tietyn raha-aggregaatin valitseminen rahapolitiikan välitavoitteeksi johti välittömästi sen välinearvon menettämiseen.

Monetaristinen lähtökohta, jonka mukaan inflaatio määräytyy jollakin aikavälillä suoraan rahamäärän kehityksestä, on liian yksioikoinen. Äärimmillään rahan tarjonnan säätely rajoittaisi inflaation, mutta tämä lähtökohta ei ole käytännössä tarkoituksenmukainen. Toisaalta on ilmeistä, että rahoituksen määrällinen löysyys, olipa se runsasta likviditeettiä tai luottojen helppoa saatavuutta, on eräs keskeisistä inflaatiopaineisiin vaikuttavista tekijöistä. Inflaatio-tekijöitä on muitakin sekä hyödykkeiden kysynnän että tarjonnan puolella. Eri tekijöiden paino vaihtelee ajassa. Omat suuret ongelmansa liittyvät siihen, että niin rahoituksen kasvu kuin inflaatiokin ovat lisääntyvästi yli rajojen ja valuutta-alueiden ulottuvia globaaleja ilmiöitä.

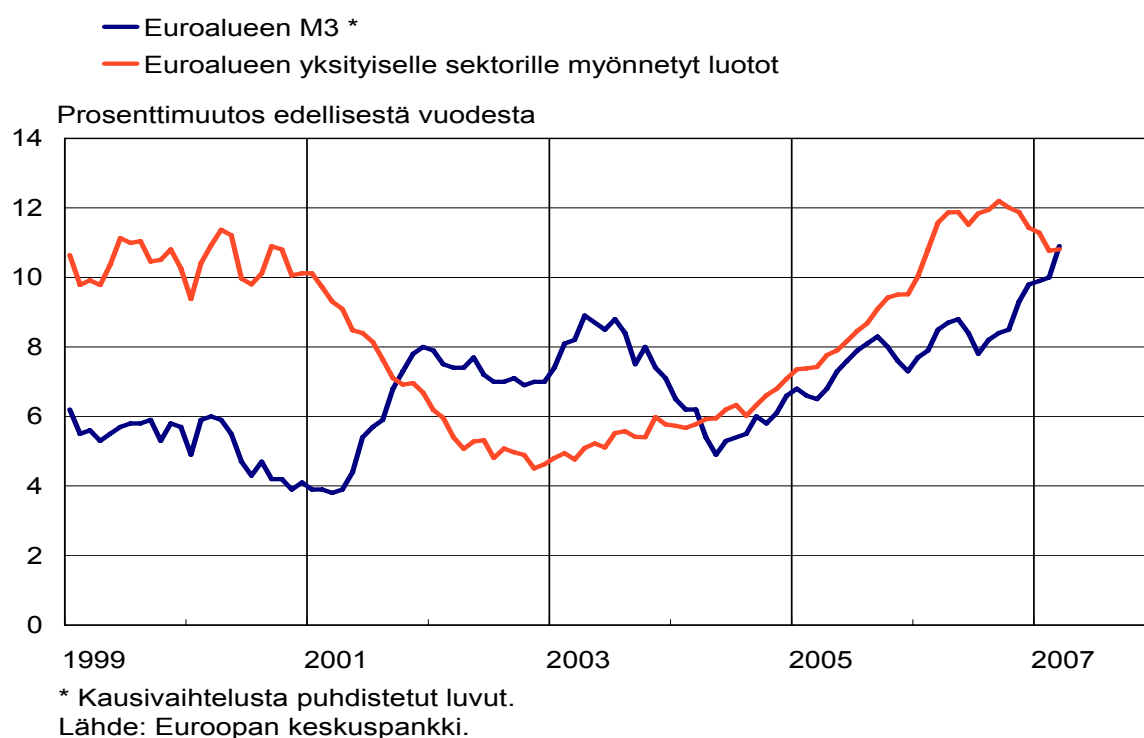
Näyttävimmän rahamäärätavoitetta piti yllä Saksan Bundesbank. Se asetti vuosittain rahamäärän kasvulle melko väljän tavoitehaarukan. Kuitenkin rahamäärän kehitys sattui tavoitehaarukkaan vain suunnilleen joka toinen vuosi. Yleisesti tulkittiinkin niin, että Bundesbankin uskottavuus ei suinkaan tullut rahamäärän säätelystä vaan rahamäärän uskottavuus tuli Bundesbankin toimista. Euroopan keskuspankki EKP peri Bundesbankin perusfilosofian, tosin melkoisesti eri lailla muotoiltuna.

## 4 Raha- ja luottoaggregaattien tulkinnan vaikeus

Monetaarista luotto- ja rahaekspansiota ei pitäisi analysoida vain monetaristisesta näkökulmasta, jonka mukaan talous inflaatioineen toimii pelkästään tietyn rahamäärän pyörittämänä. Pankkien luottoekspansiolla on - paitsi että se luo rahan - omat välittömät investointi- ja kuluvaikutuksensa. Vaikka rahalaitosten luottojen ja talletusten (rahan, likviditeetin) kehitys liittyvät tiiviisti toisiinsa, niitä tulisi analysoida paljolti erikseen (kuvio 2).

Mekaaninen rahan tarjontaprosessi rahakertoimiseen ei toimi enää juuri ollenkaan kehittyneissä rahatalouksissa. Sillä on tosin merkitystä kehittyvissä talouksissa, erityisesti jos niissä käytetään edelleen runsaasti seteleitä ja rahoitusmarkkinat ovat kehittymättömät. Hyvä esimerkki rahakertoimen heikosta merkityksestä on viime vuosien määrällinen rahapolitiikka Japanissa. Vaikka pankkien keskuspankissa olevien reservien määrä nostettiin moninkertaiseksi, ei laaja rahamäärä lisääntynyt dramaattisesti. Myöskään reservien nopea supistaminen ei aiheuttanut kovin merkittäviä muutoksia rahamuuttujien kasvuun.

Kuvio 2. Rahan ja luottojen määrän kasvu euroalueella



Pankkien luotonantoa ja sen myötä rahamäärän kasvua ohjataan kehittyneissä talouksissa nykyisin korkopolitiikalla. Pankkiluotojen kysyntä ja tarjonta määräävät korkotasosta riippuen suurella määrällä rahamäärän kasvun. Kuitenkaan käytännössä useimmat keskuspankit eivät pyri asettamaan korkoa monetaarisen luottoekspansioon mukaan vaan suoraan inflaationäkymien mukaan.

Iso kysymys onkin, onko rahaa luovalla pankkien luotonannolla oma erillinen merkityksensä rahapolitiikan välittymismekanismeissa, vai voidaanko se pelkistää pois, kuten nykyisessä vallitsevassa makroteoriassa ja inflaatiotavoiteajattelussa yleisesti tehdään.

Yhteen tavoitteeseen painottuva rahapolitiikka jättää kaksi muuta vakaustavoitetta huomiotta. Inflaatiota vakautettaessa perustelu on se, että hintavakaus on parasta, mitä keskuspankki voi tarjota myös reaali-kehityksen vakaudelle. Kuitenkin välinpitämätön suhtautuminen velkaantumiseen voi johtaa pitkän päälle vakaviin reaalitalouden häiriöihin. Keskuspankin onnistumisesta ei voida tehdä lopullista arviota inflaation perusteella parin vuoden ajanjaksolla.

Inflaatiotavoitteen yksi ongelma on inflaation mittaaminen ja sen myötä hintaindeksin valinta. Tyypillisesti tavoitteeksi on valittu kuluttajahintaindeksi ja usein siitä vielä - kehityksen vakauttamiseksi - pohjainflaatioindikaattori. Näin on päädytty suppeaan hintakoriin. Kuitenkin korkotaso vaikuttaa kaikkiin hintoihin, myös varallisuushintoihin.

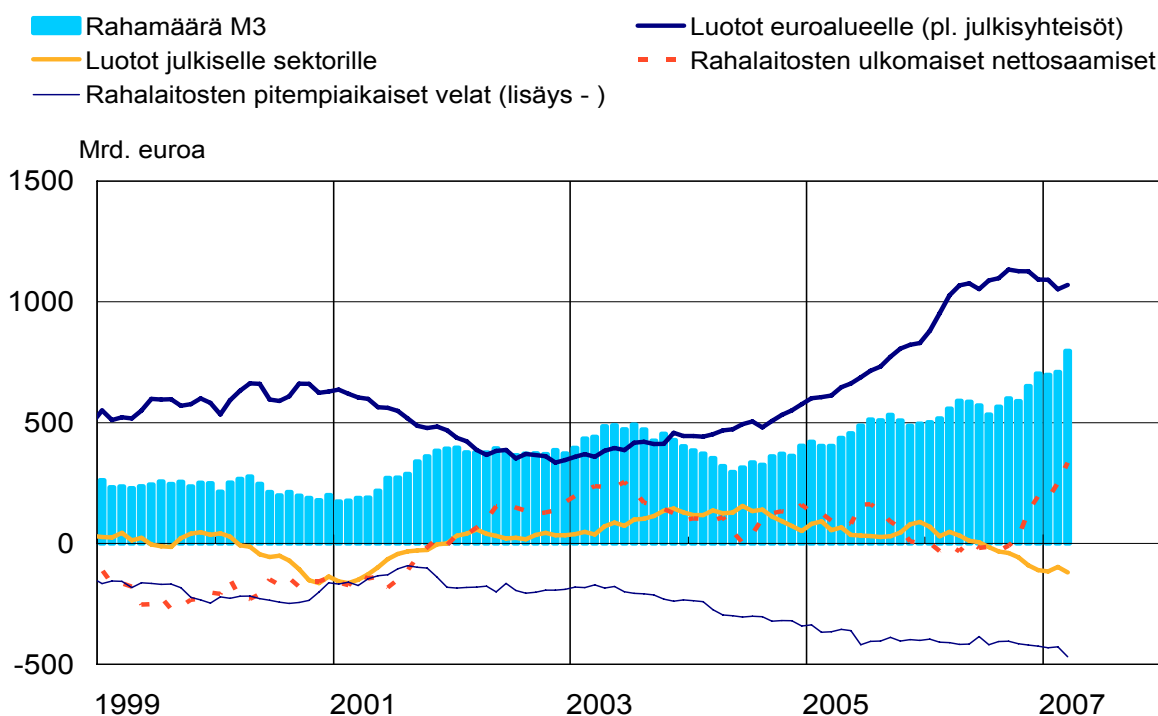
Kehittyneissä talouksissa rahamäärän tulkinta on vaikeaa monista erityyppisistä syistä. On hankala eritellä luottojen ja rahan kysyntä- ja tarjontatekijöiden vaikutusta. Raha- ja luottoagregaatit voidaan määritellä varsin eri tavoin, ja näin tehdäänkin eri maissa. Yhtenäistä kansainvälistä käytäntöä ei ole, eikä oikein voi ollakaan eri maiden rahoitusjärjestelmän instituutioiden ja instrumenttien erojen vuoksi.

Lisäksi rahoitusmarkkinoiden määrämuuttujien kehitys on epävakaata ja sattumanvaraista suuremmissa määrin kuin yleensä reaali-kehityksen, sillä rahoitus hakee helposti eri kanavia. Asuntorahoitusjärjestelmä on merkittävä tekijä, joka aiheuttaa eroja eri maiden monetaariseen kehitykseen riippuen siitä, hoidetaanko asuntojen luottojen rahalaitosten vai muiden rahoitusväylätoimijoiden toimesta. Pankkirahoituksen asemasta voidaan myös turvautua arvopaperimarkkinoihin. Uutena piirteenä on pankkilainojenkin laaja jälkimarkkinakauppa.

Rahan tarjontaprosessia kommentoidaan yleisesti pelkästään suljetun talouden näkökulmasta. Käytännössä usein juuri ulkomaiset rahoitusoperaatiot heiluttelevat voimakkaasti ja vaikeasti ennakoitavalla tavalla pankkien luottoja ja rahamäärää. Myös valtion rahoitustoimilla voi olla merkittävä vaikutus rahamäärän kehitykseen.

Kuviossa 3 on esitetty euroalueen rahan määrän ja sen vastaerien kehitys. Vastaeriä ovat muutokset rahalaitosten luotoissa (yleisölle ja erikseen julkiselle sektorille), rahalaitosten ulkomaisissa nettosaamisissa sekä pitkäaikaisissa (yli 2 vuoden) veloissa. Ulkomaisten nettosaamisten merkitys rahaekspansioon lähteenä oli merkittävä vuosina 2002 - 03 samalla, kun luottoekspansioon merkitys oli vähenevä. Vuosina 2005 - 06 luotonanto vauhditti rahan määrän kasvua. Aivan viime aikoina luottoekspansio on vaimentunut, mutta rahalaitosten ulkomaiset nettosaamiset ovat runsaan pääomantuonnin vuoksi nousseet pitäen yllä nopeaa rahan määrän kasvua.

Kuvio 3. Euroalueen rahan määrä ja sen vastaerät, 12 kk:n liukuva summa



Lähde: Euroopan keskuspankki.

Rahoituskehityksen tulkintaa vaikeuttaa voimakkaan lyhytaikaisen satunnaisvaihtelun ohella rahoitusmarkkinoiden nopeana jatkuva rakenteellinen muutos. Vähittäismaksujärjestelmät muuttuvat teknisen kehityksen myötä, pankkitoiminta muuttuu, toteutuu fuusioita, kansainvälistytään. Määriteltyjen raha-aggregaattien sisältö muuttuu tilimuotojen kehittyessä, jolloin aikasarjojen jatkuvuus on kyseenalainen.

## 5 EKP:n rahamääräpilari

EKP:n alkuperäinen rahapolitiikan strategia luotiin vuonna 1998. Siihen kuului hintavakausta keskipitkällä aikavälillä ja korkopolitiikan mitoitus varten kaksi pilaria. Näistä ensimmäiseksi ja tärkeämmäksi määriteltiin laajan rahamäärän, M3:n kehitys. Pilarin piti olla vahvasti korkoratkaisujen taustalla, joskaan ei suoraan välitavoitteena. Tätä rahamäärää ryhdyttiin seuraamaan myös kolmen kuukauden keskiarvona ja sen kasvulle määriteltiin 4.5 prosentin viitearvo. Rahapilarin piti antaa viitteitä inflaatiosta keskipitkällä aikavälillä, kun taas muu informaatio kertoi lähiajan inflaatiopaineista. Toinen pilari sisälsi ns. laaja-alaisen taloudellisen analyysin inflaationäkymistä. EU:n perustamissopimuksessa määritelty hintavakaustavoite operationalisoitiin yhdenmukaisen kuluttajahintaindeksin nousuvauhtina, joka ei ylitä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

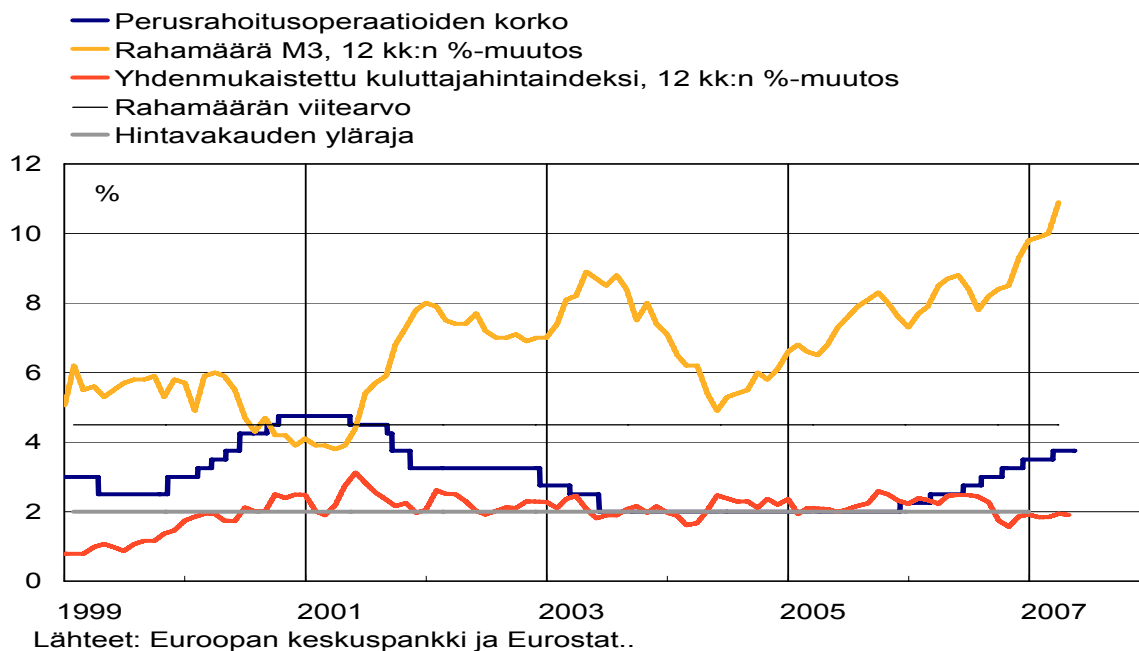
Toukokuussa 2003 strategiaa tarkistettiin. Rahamäärämuuttujan keskeisyyttä korkoratkaisujen perusteluissa vähennettiin. Pilarien järjestystä vaihdettiin siten, että taloudellisesta analyysistä tuli ensisijainen. Hintavakausta määriteltiin toteutuvaksi, kun kuluttajahintojen nousu on alle kahden prosentin mutta lähellä sitä.

Tosiasiassa M3:lla ei näytä olleen yleensä kovin ilmeistä vaikutusta EKP:n neuvoston korkoratkaisuihin. Rahan kasvuvauhti kiihtyi nopeasti vuonna 2001, mutta samoihin aikoihin ohjauskorkoa alennettiin (kuvio 4). Tulkintana tuolloin oli, että rahan määrän kasvun kiihtymisen tuli rahoitusmarkkinoiden poikkeukselliseen epävarmuuteen liittyvistä portfoliosiihtymistä. Katsottiin, että yleisen epävarmuuden nousu oli aiheuttanut sijoitusvarojen virran pieniriskiisiin pankkitalletuksiin ja rahamarkkinarahasto-osuuksiin. Vuosina 2005 - 06 rahan määrän kiihtyminen kävi käsi kädessä luottoekspansioon voimistumisen kanssa, mistä syystä kehityksessä nähtiin suurempi inflaatoriski kuin edellisen kerran monetaarisen ekspansioon kiihtyessä vuonna 2001.

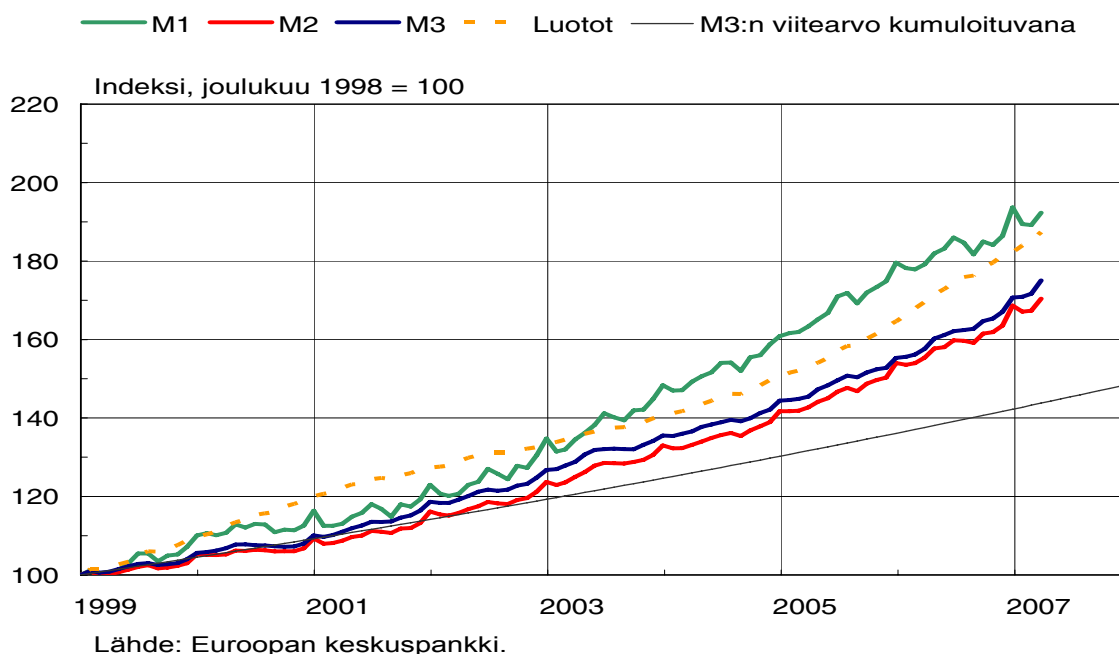
Euroalueen laaja rahamäärä M3 - samoin kuin M1, M2 ja luotot - on kasvanut lähes koko ajan selvästi sille asetettua viitearvoa nopeammin (kuvio 5). Sinänsä viitearvon ei pitänyt-kään olla nimityksensä mukaisesti varsinainen rahamäärän kasvun välitavoitearvo, josta poikkeaminen olisi velvoittanut korkoratkaisuihin. Vaikka rahoituskasvulla on epäilemättä ollut korkopolitiikkaan oma vaikutuksensa, EKP näyttää pääasiassa toimineen - sekä rahapolitiikan perustelujen että tulosten perusteella - ikään kuin sillä olisi ollut inflaatiotavoitteeseen

perustuva strategia. Näin voi hyvin tulkita myös keskuspankkia seuranneiden markkinaosa-  
puolten kommenttien perusteella.

Kuvio 4. Ohjauskorko, inflaatio ja rahan määrä euroalueella

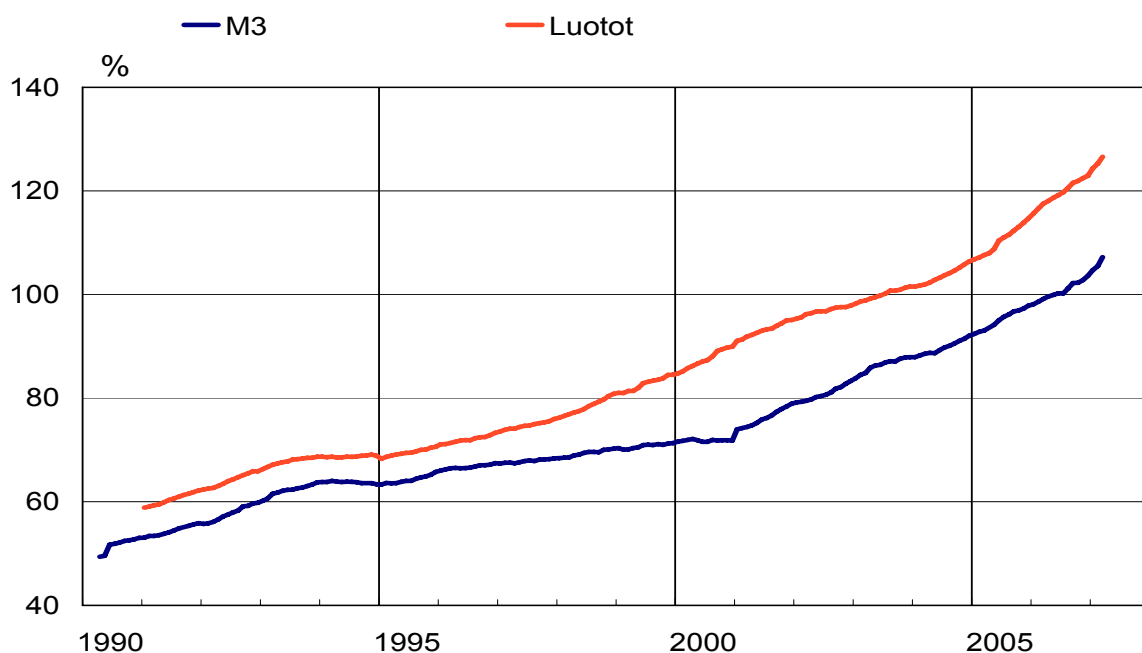


Kuvio 5. Rahamäärien ja luottojen kasvu-urat euroalueella



Rahamäärän kasvu on ollut euroaikana odottamattoman nopeaa ja se on ylittänyt noin kaksikertaisesti BKT:n nimellisen kasvuvauhdin. Euroalueen nimellinen BKT kasvoi vuodesta 1998 vuoteen 2006 runsaan kolmanneksen, mutta M3 kasvoi noin 75 prosenttia. Suhteessa BKT:hen M3:n määrä on noussut runsaasta 70 prosentista yli 100 prosenttiin (kuvio 6). Suppea M1 ja luotonanto ovat kasvaneet suhteellisesti vielä nopeammin. Rahalaitosten luotot ovat lisääntyneet euroaikana lähes 80 prosenttia, ja niiden osuus BKT:stä on noussut vajaasta 90 prosentista lähes 130 prosenttiin. Sekä luotonannon että rahamäärien osalta maakohittaiset kasvuerot ovat suuret, ja joissakin euromaissa voimakas rahoitusekspansio on johtanut tai johtamassa ongelmiin asuntomarkkinoilla.

Kuvio 6. Rahan määrä ja luotot suhteessa BKT:hen



Lähde: Eurostat.

Rahamäärä M3:n ja luottojen määrän suuri tasoero kuvastaa sitä, että euroalueen rahalaitossektori määriteltiin hyvin laajaksi. Se sisältää luottolaitoksia, joiden veloissa on hyvin vähän rahan luettavia eriä (talletuksia) ja paljon pitkäaikaista markkinarahoitusta. Tämä hämärtää jossakin määrin raha- ja luottoaggregaattien tulkintaa, sillä merkittävä osa sektorin luotonannosta ei luo rahaa.

EKP:ssä tehty rahamääräanalyysi on painottunut hyvin vahvasti M3:een. Analyysi on ollut pääosin melko teknistä ekonometrista tutkimusta rahan kysynnästä. Analyysiin on liitetty kokonaan uusia käsitteitä, kuten rahapoiikkeama (*money gap*) ja rahan ylijäämä (*monetary*

*overhang*). Rahapoikkeama kuvaa rahan määrän kumulatiivisen kasvun eroa viitearvon (4,5 %) edellyttämään kasvuun. Rahan ylijäämä kuvaa rahan määrän kumulatiivista poikkeamaa rahan kysyntäfunktion edellyttämästä rahan määrästä. Näistä lähinnä rahapoikkeamaa on esitetty EKP:n katsauksissa, mutta käytännössä näitä käsiteitä ei ole juurikaan käytetty Euroopan keskuspankin ulkopuolella.

Rahamäärä M3:n kysyntäfunktion ei ekonometristen tutkimusten mukaan ole euroaikana ollut kovin vakaa, vaikka se on jälkikäteen voitu tulkita melko vakaaksi turvautumalla selitykseen tilapäisistä portfoliosiiirtymistä. Epävarmuusselitys ei ole toiminut enää viime aikoina, kun rahan määrän kasvu on uudelleen kiihtynyt lähinnä euroalueelle suuntautuneen pääomantuonnin vuoksi.

Yleisenä pyrkimyksenä EKP:n teknisessä analyysissä on ollut selittää rahan määrän (M3) kehitystä pelkästään kysyntätekijöillä. Tällainen ekonomistien yksipuolinen tulkinta on outo, ja käytännön politiikassa EKP:n näkökulma onkin ollut laajempi. Rahamäärän kehitystä on analysoitava yhdessä rahalaitosten luotonannon ja muiden rahan tarjontatekijöiden kanssa. Jos luotot kasvavat nopeammin kuin rahan reaalin kysyntä, rahaa syntyy liikaa. Kun rahaa syntyy enemmän kuin sitä halutaan pitää, päädytään inflaatiopaineisiin, omaisuushintojen nousuun tai ulkomaisen maksutaseen tasapaino-ongelmiin. Luottoekspansio voi vauhdittua siitä riippumatta, mitä samanaikaisesti tapahtuu rahan kysyntään vaikuttavissa tekijöissä tai rahapolitiikassa. Toisaalta on mahdollista, että rahan liikatarjonta syntyy vaihtotaseen ylijäämän tai pääoman tuonnin kautta. Lähteestä huolimatta potentiaaliset inflatoriset vaikutukset ovat samantapaisia.

On ilmeistä, että euroalueen luottojen kasvu on ollut enimmäkseen rahan kysyntään nähden liiallinen, mikä on aiheuttanut hintapaineita - erityisesti varallisuushinnoissa - ja ajoittain pääomanvientiä. Samaan aikaan kuitenkin hintapaineita ovat vähentäneet tuottavuuden nousu ja erityisesti halpamaiden taholta tullut voimakas kilpailu. Niinpä liiallinen monetaarinen luottoekspansio on näkynyt vain lievästi kuluttajahinnoissa.

Raha-analyysin perusvaikeus on siinä, että vaikka monetaarista ekspansiota voi pitää periaatteessa tärkeänä, kehityksen tulkinta on hyvin vaikeaa. Rahan määrään keskittynyt näkökulma on ylipäänsä liian rajoittunut. Rahoitusanalyysi vaatii jatkuvaa ja monipuolista raha- ja luottoerien, muun rahoituskehityksen, maksutaseen ja julkisen sektorin rahoituksen sekä eri sektorien säästämisen ja investointien seuranta. Vasta tässä laajassa kehikossa rahamäärien ja pankkiluottojen kehitys asettuu raameihinsa ja täsmentyy. Toisaalta analyysin on pysyttävä hallittuna, eikä kokonaisuutta saa hajottaa kovin pieniin yksityiskohtiin.



## 6 Rahapolitiikan strategia

Inflaatiostrategiaa on ilmeisen menestyksellisesti sovellettu monissa maissa, joskin yleensä strategiaa melko väljästi tulkiten. Pitkän päälle ei mikään kovin yksinkertainen ja mekaaninen rahapolitiikan strategia voinekaan toimia. Inflaatiotavoitestategian menestyksen arviointia vaikeuttaa se, että samaan aikaan kun sitä on toteutettu, maailmantalouden avautuminen ja halpamaiden kilpailu on yleisesti painanut alas teollisuustuotteiden hintoja ja hillinnyt voimakkaasti palkkاپaineita kehittyneissä talouksissa.

Epäilyksiä keskuspankkien uskottavuutta korostavan näkemyksen suhteen herättää se, että hintavakaus on saavutettu monissa maissa hyvin alhaisilla, jopa ajoittain reaalisesti negatiivisilla rahapoliittisilla koroilla. Alhaisiin korkoihin on liittynyt niin euroalueella kuin muualakin maailmantaloudessa voimakas luottojen ja likviditeetin lisäys, joka voi johtaa ajan mittaan ongelmiin. Myös eräät inflaatiotavoitetta soveltaneet maat ovat ajoittain joutuneet velkaongelmiin, mm. inflaatiotavoitteen pioneerimaa Uusi Seelanti.

Inflaatiotavoitestategiaa sovelletaan monin eri tavoin ulottuen tiukasti täsmennetystä politiikkakokonaisuudesta pelkkään hintavakauden korostukseen ensisijaisena tavoitteena. Yhdysvaltain ja Japanin keskuspankitkin ovat ilmaisseet - ainakin joidenkin keskeisten henkilöittensä kannanotoissa – preferoimansa hintojen nousun jonkinlaisena numeerisena vaihteluvälinä. Yhdysvalloissa on puhuttu 1-2 prosentin pohjainflaatiosta ja Japanissa 0-2 inflaatiosta. Virallisesti näihin tavoitteisiin ei ole sitouduttu, joten ne edustavat jonkinlaista mukavuus-alueita (*comfort zone*).

Varmaan EKP korostaa jatkossakin keskipitkän aikavälin hintavakautta tavoitteenaan. On tärkeää, että keskuspankit painottavat yhtä pääasiaa. Hintavakaus on luonteva ja yleisesti hyväksytty tavoite keskuspankille, ja sen tavallinen kansalainenkin ymmärtää.

Rahan määrä ei sovi epävakauteensa ja rakenteellisten muutosten vuoksi sovellettaviksi rahapolitiikan välitavoitteena siten, että korkoratkaisut kytkettäisiin mekaanisesti siihen. Silti raha- ja luotomuuttujilla olisi syytä olla jatkossakin jonkinlainen politiikkaa rajaava vaikutus. Jos rahapolitiikan sallitaan suhtautuvan ylivelkaantumiseen välinpitämättömästi, velkaantumisen hillitsemiseen tulisi käyttää muita talouspolitiikan välineitä, kuten pankkien vakavaraisuussäädöksiä, velallisten vakuuksia ja verotusta.

EKP:n oma rahataloudellinen analyysi on vuoden 2003 strategian tarkistuksen jälkeen muuttunut monipuolisemmaksi. Viime aikoina asenteet ovat myös muualla muuttuneet aiem-

paa myönteisemmiksi rahataloudellista analyysia kohtaan. Taustalla ovat paljolti maailman rahatalouden viimeaikainen vahva kasvu, joka on herättänyt kysymyksiä sekä rahoituslaitosten että kokonaisten kansantalouksien vakaudesta (vrt. Knightin katsaus edellä).

Euroalueella raha- ja luottoagregaatit ovat kehittyneet pääpiirteissään varsin vakaasti ja ymmärrettävästi. Alhaisten korkojen vallitessa ne ovat kasvaneet nopeasti, erityisesti niissä maissa, joissa reaalikorko on nopean kansallisen inflaation vuoksi koettu erittäin matalaksi. Näissä maissa myös omaisuushinnat ovat nousseet nopeasti. Jos raha- ja luottoagregaatteja olisi painotettu välitavoitteen tyyppisesti korkoratkaisuissa, euroalueen rahapoliittinen korko olisi todennäköisesti ollut jonkin verran korkeampi koko euron olemassaolon ajan.

Yhden rahamuuttujan korostus on johdonmukaisuuden säilyttämiseksi perusteltua, kuten eurojärjestelmässä M3:n painotus. Kuitenkin myös muilla, suppeammilla rahakäsitteillä ja luottokäsitteillä on oma merkityksensä. Luotonannossa EKP on korostanut suppeaa lainakäsitettä, joka sisältää rahalaitosten suoraan asiakkailleen antamat lainat mutta ei arvopaperimuotoista luotonantoa. Tämä on perusteltua, jos painotetaan yleisön velkarahoituksen kysyntää. Kuitenkin sekä suora lainananto että yleisön velkapapereiden osto markkinoilta lisää rahamäärää samalla tavoin.

Eräät asiantuntijat ovat korostaneet (mm. Goodhart), että tilanteissa, joissa samanaikaisesti sekä omaisuushinnat että pankkien luotot kasvavat nopeasti, keskuspankin ei ole syytä pysyä passiivisena, vaan tilanteeseen olisi reagoitava korolla. Omaisuushintojen raju nousu ei voine koskaan jatkua kauan ilman rahalaitosten luomaa monetaarista rahoitusta. Pelkistä säästöistä tuskin syntyy omaisuushintakuplia.

Varallisuushinnat ovatkin rahapolitiikan osalta muuttuja, joka jakaa voimakkaasti näkemyksiä. Yhdysvaltain keskuspankin linja on ollut korostetun kielteinen reagoimisessa liiallisiin varallisuushintojen muutoksiin, joskin toisaalta on kiinnitetty huomiota, että Fed on ollut herkempi reagoimaan varallisuushintojen laskuun kuin nousuun. Fed korostaa tässä - kuten vaihtotaseen vajeeseen reagoinnissakin - sitä, että "liiallisuus" on vapailla markkinoilla vaikeasti määriteltävissä, jolloin viranomaisten reagoinnilla voidaan aiheuttaa enemmän haittaa kuin hyötyä. Ruotsin Riksbanken puolestaan korostaa periaatteessa varallisuushintoihin reagoimista, mutta uskollisena inflaatiotavoitestrategialleen esittää asian niin, että varallisuushintoihin puututaan, jos ne näyttävät vaikuttavan liikaa kuluttajahintoihin politiikan tavoiteperiodilla.

Ilmeisesti EKP jatkossakin täydentää maltillista hintavakaus- tai inflaatiotavoitestrategiaansa monetaarista ekspansiota koskevalla varauksella. Jos kuluttajahintoja koskeva tavoite

on määritelty keskipitkälle aikavälille, voi kuluttajahintojen kehitys hyvinkin joustaa vuoden tai parin tähtäimellä sekä alaspäin että ylöspäin ilman kovin suuria ongelmia.

Ehkä keskuspankkien strategioissa voisi olla yleisempikin varaus pitkäaikaisen liiallisen luottoekspansioon rajoittamiseksi (tai liian vaimean luotonannon vauhdittamiseksi). Talouden velkakriisin tai pitkäaikaisen velkadeflaation välttämiseksi taloutta tai mitään sen keskeistä sektoria ei saisi päästää velkaantumaan kohtuuttomasti. Laaja kansainvälinen kokemus osoittaa, ettei velkaantuvan yleisön maltti riitä aina pitämään velkaantumista kohtuullisena ilman rahapolitiikan antamaa "tukea". Rahoituksen määrällisellä kasvulla on se erityispiirre, että se on liiallisena johonkin rajaan asti inflatorinen, mutta voi päättyä lopulta velkakriisin myötä myös deflaation lähteeksi.

### **Viitteet**

Goodhart, C. (2005): "Beyond current policy frameworks", BIS Working Papers No 189

Knight, M.(2006): "Money, credit and asset prices". ECB Colloquium, Frankfurt 16-17 March 2006

White, W.(2006): "Is price stability enough?" BIS Working Papers No 205

Borio, C. ja W. White, (2004): "Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes", XXXX.