

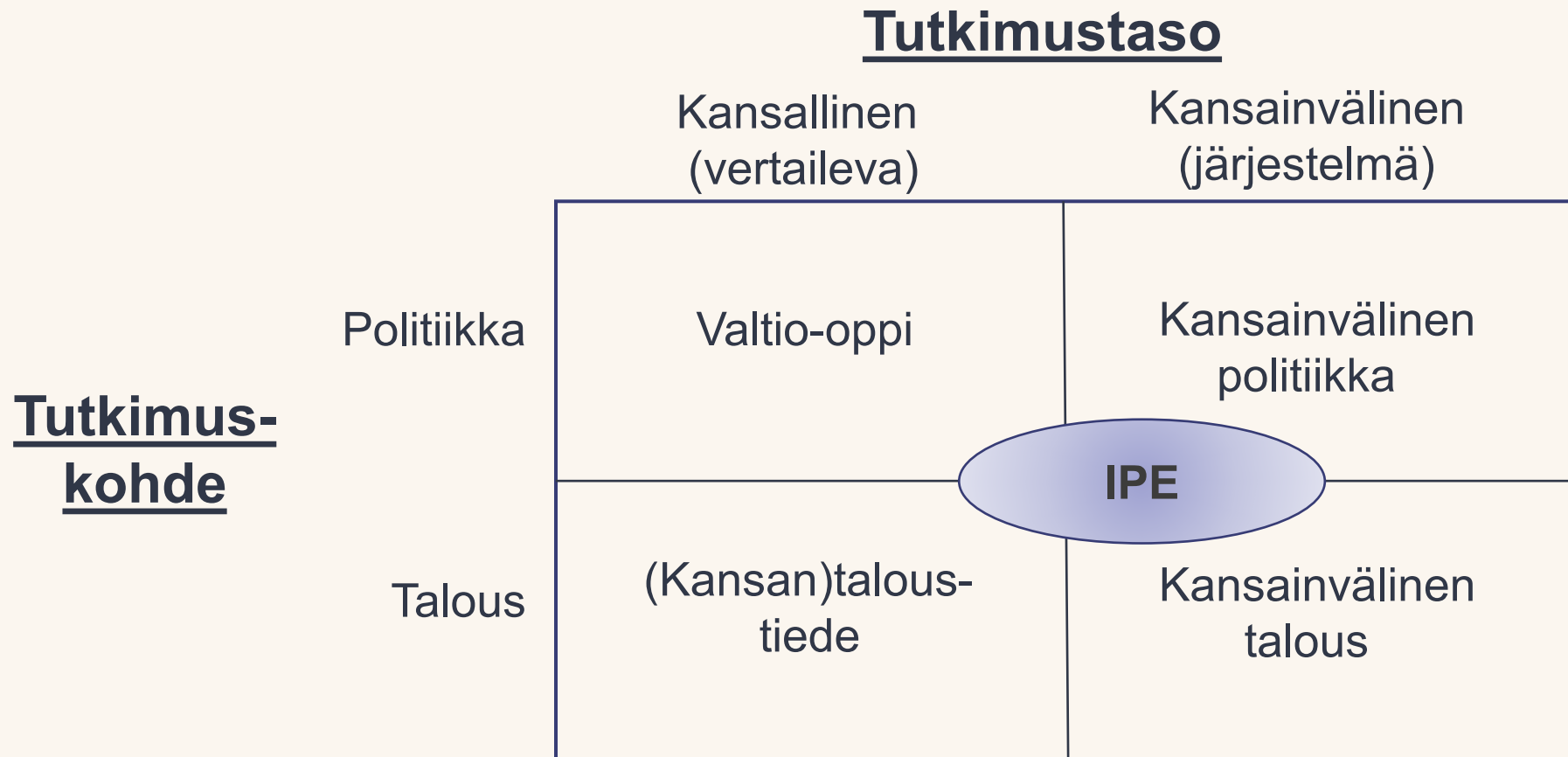


Rahapolitiikan muuttuva toimintaympäristö ja Euroopan keskuspankin uusi strategia

Helsingin yliopisto 15.11.2021

Suomen talouselämän ja maailmantalouden esittely -kurssi

Lähestymiskulma: kansainvälinen poliittinen taloustiede (IPE)



Kansainvälinen ja vertaileva poliittinen taloustiede

- International Political Economy
- Comparative Political Economy

Päivän asialista:

1. Rahapolitiikan instituutiot ja peruskäsitteet
2. Euroopan keskuspankin uusi rahapolitiikan strategia
3. Euroalueen talousnäkymät 2021-23: kasvu ja inflaatio

1. Rahapolitiikan instituutiot ja peruskäsitteet

Suomen Pankin toiminta-ajatus 2021-



Pidämme yllä
hintavakautta

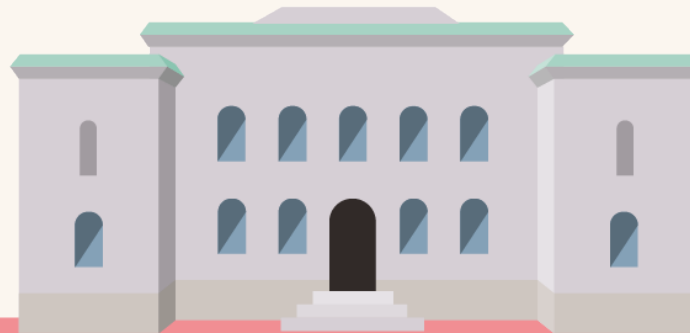
**Suomen Pankki on
kestävän talouden
ja vakauden rakentaja**



Edistämme
rahoitusjärjestelmän
vakautta



Huolehdimme
maksujärjestelmän
tehokkuudesta ja
turvallisuudesta



Suomen Pankki on kansallinen keskuspankki
ja eurojärjestelmän jäsen



Tuemme
kestävää kasvua ja
korkeaa työllisyyttä
Suomessa ja EU:ssa

Suomen Pankin lakisääteiset tehtävät



1. Suomen keskuspankki:

- Laki Suomen Pankista (LSP): ”Suomen Pankin ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintavakautta.”
- lisäksi: ”tuettava muidenkin talouspolitiikan tavoitteiden saavuttamista vaarantamatta hintavakautta”
- rahoitusvakaus, rahahuolto, maksuliikenne

2. Eurojärjestelmän jäsen:

- EU:n perussopimus: ensisijassa hintavakaus
- lisäksi: tukea yleistä talouspolitiikkaa, joilla pyritään kestävään kehitykseen, tasapainoiseen talouskasvuun, täystyöllisyyteen... hintavakautta vaarantamatta
- rahapolitiikka, pankkiunioni

EKP:n neuvosto päättää rahapolitiikasta



Rahapolitiikan tavoite on pitää hintakehitys vakaana

- Hintatason vakaus on kestävän talouskasvun perusta.
- Kun hinnat muuttuvat hitaasti
 - yritysten on helppo suunnitella investointejaan.
 - kotitalouksien säästöjen ostovoima säilyy.
- Inflaatio tarkoittaa yleistä hintatason nousua.
- Deflaatio tarkoittaa hintatason laskua.



Hintavakauden kansantajuinen määritelmä

Käyttökelpoinen määritelmä hintavakaudelle on minusta tilanne, jossa odotukset nousevista (tai laskevista) hinnoista pitkällä aikavälillä eivät vaikuta voimakkaasti ihmisten taloudelliseen käyttäytymiseen.

- Paul Volcker, 28.12.1983

Hintavakaus on tila, jossa odotetut muutokset yleiseen hintatasoon eivät muuta yritysten tai kotitalouksien kulutuspäätöksiä.

- Alan Greenspan, 2.7.1996

Miksi ei ”puhdas nolla”, vaan noin kahden prosentin inflaatiotavoite?

- Vrt. Volckerin & Greenspanin verbaalinen määritelmä: mikä tahansa tavoitetaso 0-3 % välillä voisi täyttää kriteerin?
- Useimmilla keskuspankeilla nykyisin noin 2 prosentin tavoite
- Miksi ei ”puhdas nolla” inflaatiotavoitteeksi?
 1. Altistaisi talouden deflaatiolle – jos inflaatio olisi keskimäärin nolla, puolet ajasta talouden pitäisi olla deflaatiotilassa
 2. Rajoittaisi rahapolitiikan tehoa tasoittaa suhdanteita – kun korkoa pitäisi laskea, törmätään helpommin lattiaan = nollakorkorajoitteeseen (ZLB/ELB = zero/effective lower bound)
 3. Rahailuusio ja nimellispalkkojen jäykkyys estävät joustavan sopeutumisen taloutta kohtaaviin negatiivisiin shokkeihin
 - Keynesiläinen ja monetaristinen näkemys tästä eri mieltä
 - Empiria? Vrt. Suomi 1931-92; Sorsa 1991; Paperi/Metsä 2007; Kiky 2016

Miten rahapolitiikan päätökset kytkeytyvät ja vaikuttavat talouden aktiviteettiin?

Tarvittaessa
EKP laskee
ohjauskorkoa

Pankkien välisen
markkinan korko
laskee

Pankkien
asiakkaiden
lainakorot laskevat

Asiakkaat ottavat
enemmän lainoja

Kulutus lisääntyy
ja hintataso nousee

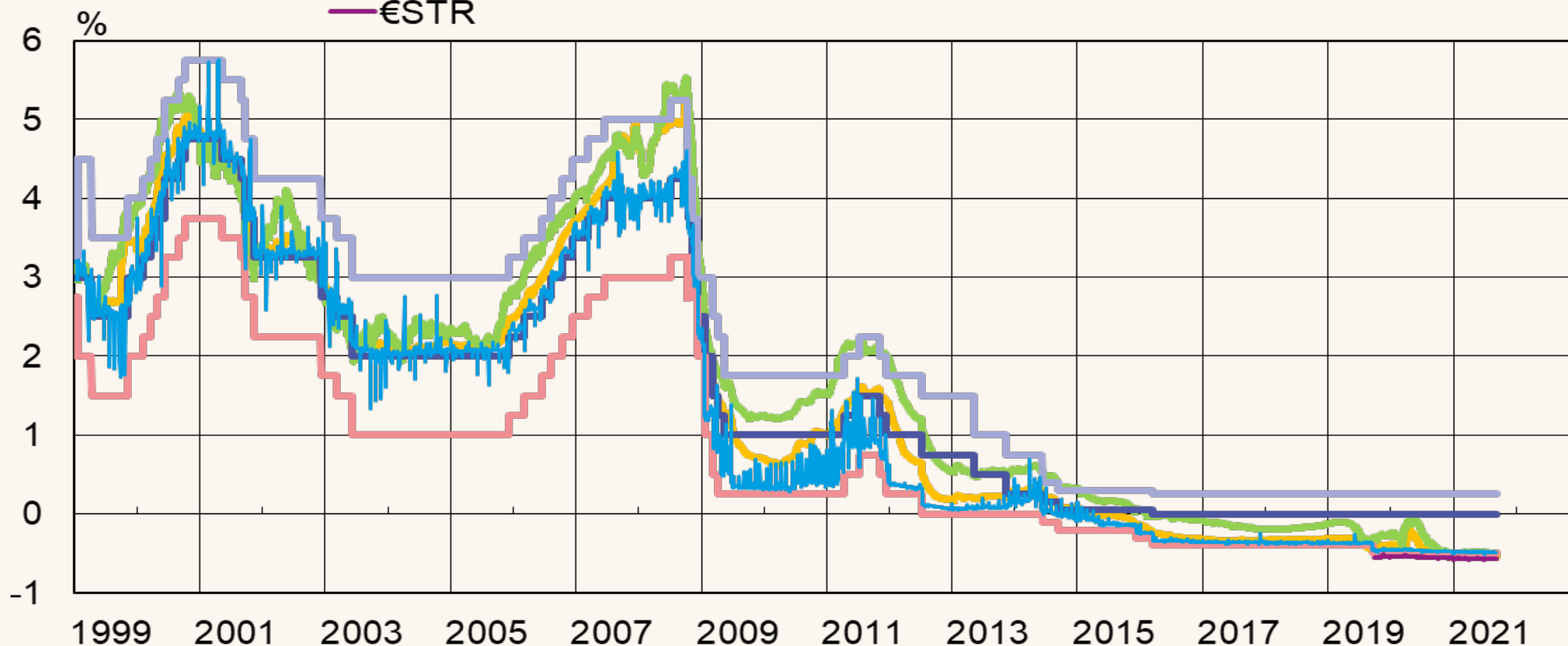
... ja päinvastoin

EKP:n rahapolitiikan välineitä: tavanomaisia ja ”epätavanomaisia”

- Ohjauskorko
 - Perusrahoitusoperaatioiden korko on (0,00 %), maksuvalmiusluoton korko (0,25 %) ja talletuskorko (-0,50 %).
 - Pankkitalletusten ja -lainojen korot määräytyvät EKP:n ohjauskoron perusteella.
- Osto-ohjelmat (APP, PEPP...)
 - Rahan määrä pankkijärjestelmässä kasvaa, kun EKP ostaa pankeilta valtionlainoja. Samalla korot laskevat.
- Pitkäaikaiset rahoitusoperaatiot (TLTRO)
 - Rahan määrä taloudessa kasvaa, kun EKP kannustaa erittäin edullisin ehdoin pankkeja luotottamaan yrityksiä ja kotitalouksia.
- Viestintä
 - EKP kertoo tulevasta rahapolitiikastaan, jolloin siihen voi varautua. Tällä pyritään vaikuttamaan talouden toimijoiden inflaatio-odotuksiin.

Rahapolitiikkakorot euroalueella 1999–2021

- 3 kk:n euribor
- Perusrahoitusoperaatioiden korko
- Maksuvalmiusluoton korko
- €STR
- 12 kk:n euribor
- Talletuskorko
- eonia



Lähde: EKP.

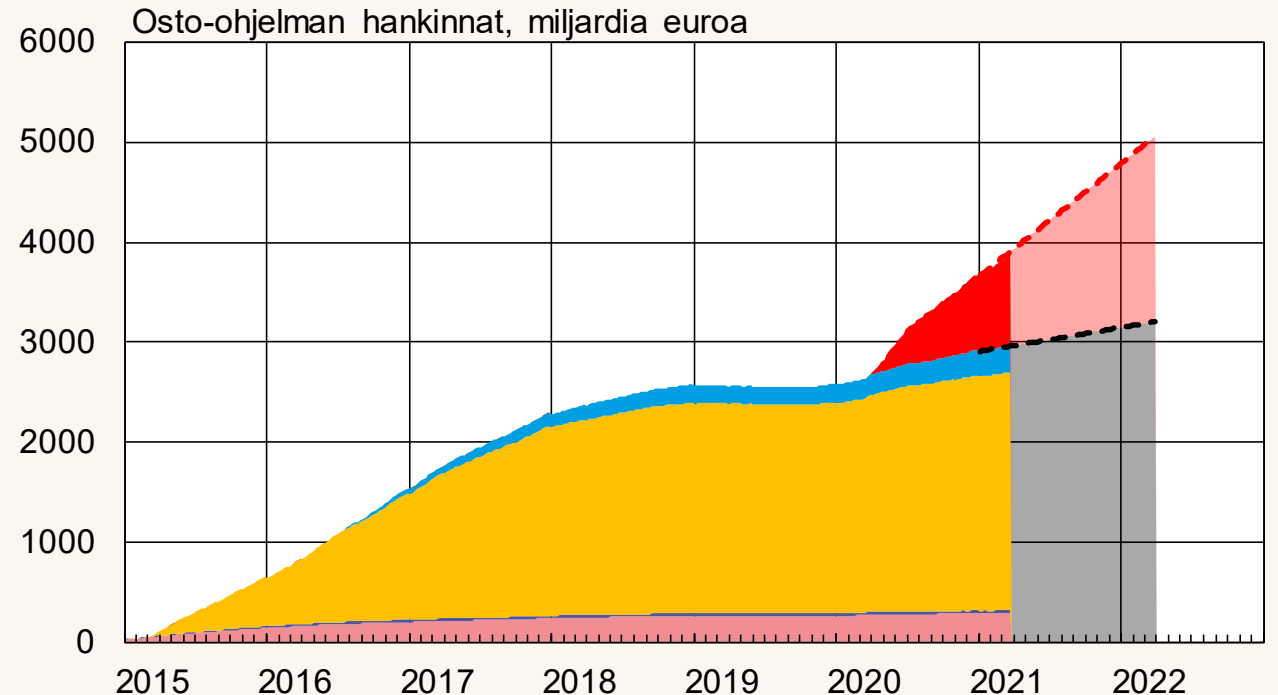
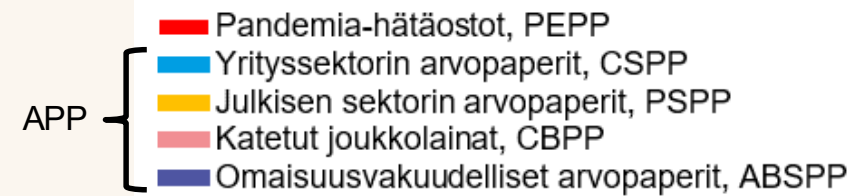
eurojalous.fi / bofbulletin.fi

16.9.2021

39930

Osto-ohjelmilla on tärkeä rooli rahoitusolojen pitämisessä keveinä

- Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) ostoja jatketaan maaliskuuhun 2022 ja ostoisiin on varattu 1850 miljardia euroa.
- Omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) jatketaan ostoja nettomääräisesti 20 miljardilla eurolla kuukaudessa.
- Kolmannen kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO III) sarjan operaatiota, joilla tuetaan luotonantoa, jatketaan 12 kk:lla kesäkuuhun 2022.



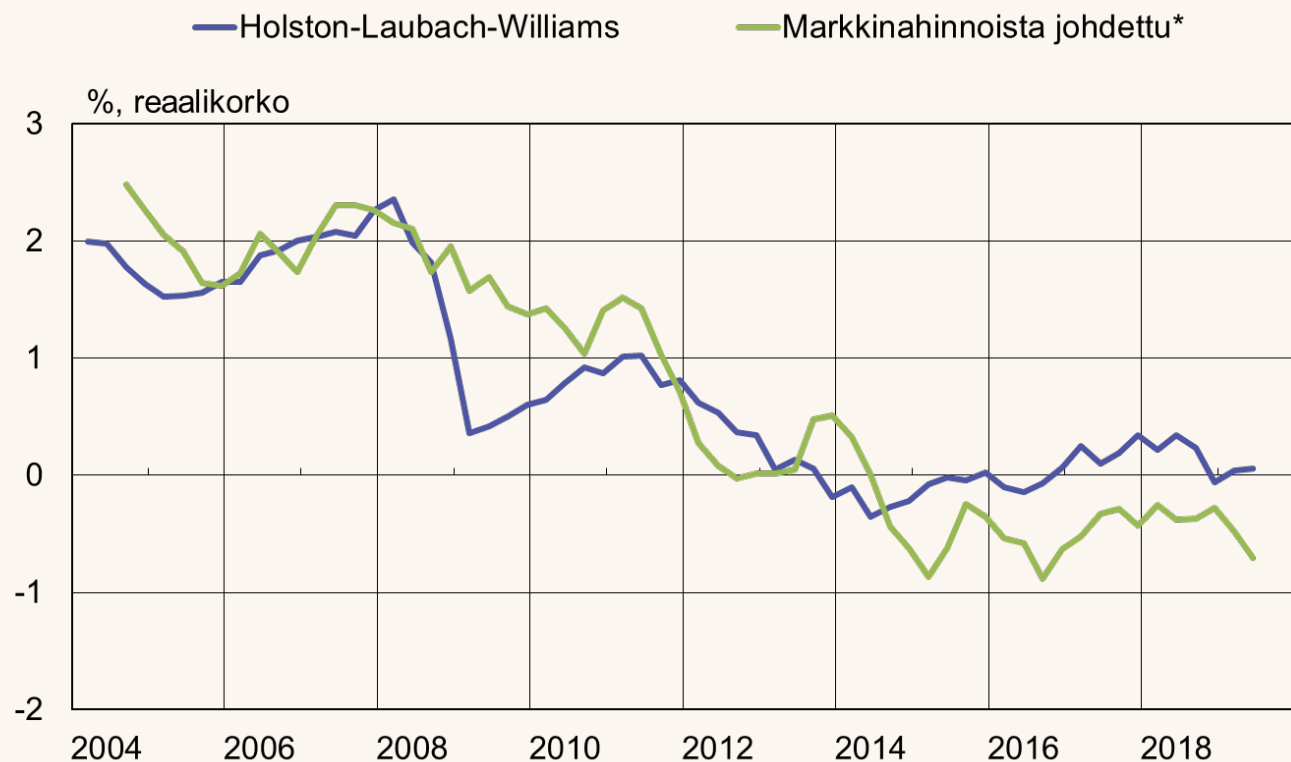
Lähde: EKP.

32422@ostoohjelma(E)

2. EKP:n uusi rahapolitiikan strategia

Euroalueenkin luonnollinen korkotaso on laskenut erityisesti väestön ikääntymisen seurauksena

Euroalueen luonnollisen koron arvioita



* 5 vuotta 5 vuoden jälkeen korko- ja inflaatio-swapin erotus.

Lähteet: Macrobond, Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

4.10.2018 eurojatalous.fi

32429@NIR

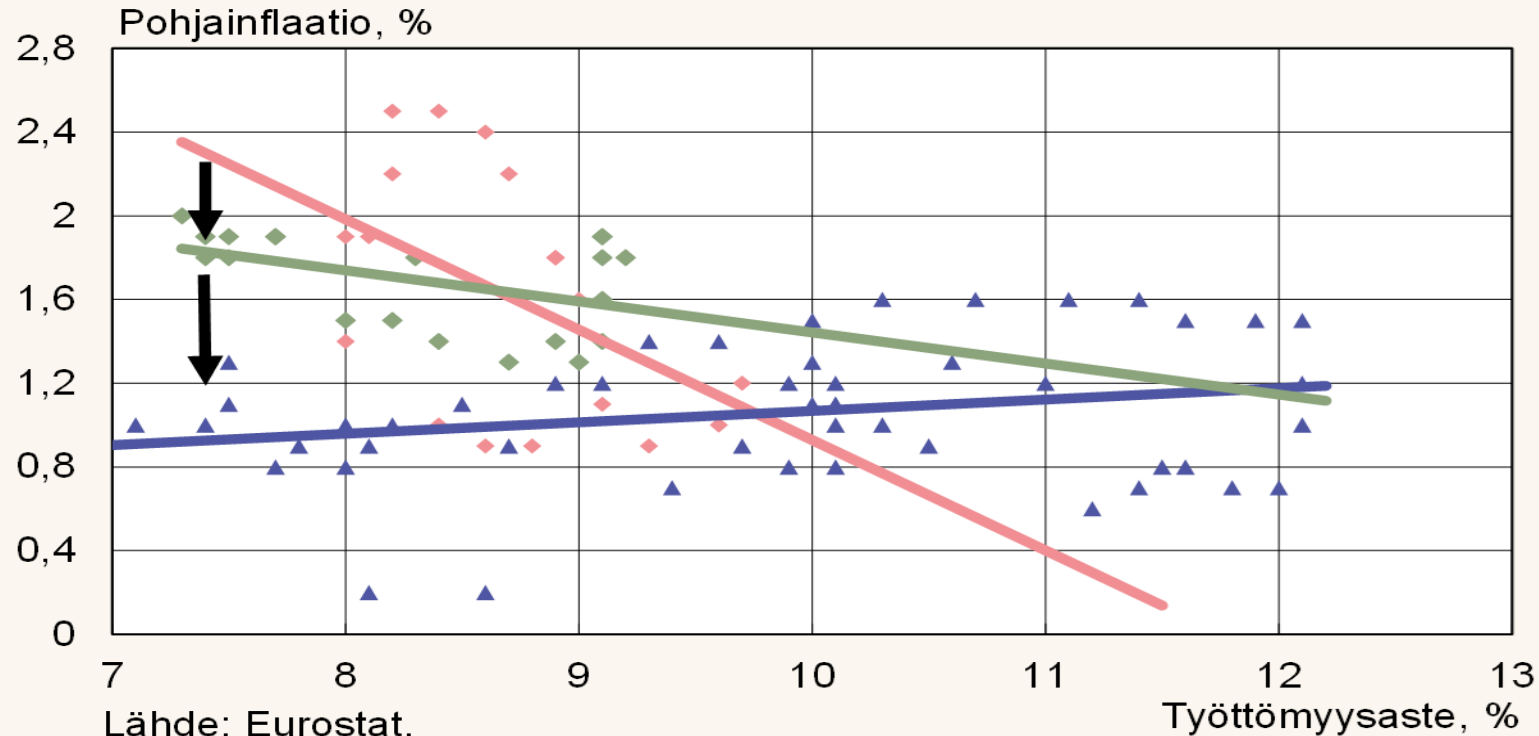
Rahapolitiikan efektiivinen nollakorkorajoite

- Talouden rakenteelliset muutokset ovat alentaneet sen luonnollista korkotasoa, mikä on ollut lisännyt todennäköisyyttä joutua ns. nollakorkorajalle.
- Luonnollinen korkotaso = reaalin tasapainokorko, jonka vallitessa talouden resurssit ovat täyskäytössä ja inflaatio tavoitteessa.
- Nämä muutokset ovat kaventaneet keskuspankkien mahdollisuuksia reagoida suhdannekehityksen heikkenemiseen keventämällä rahapolitiikkaa tavanomaisilla välineillä eli ohjauskorkoa alentamalla.
- Ilmiötä kuvaa käsite ”rahapolitiikan efektiivinen nolларaja” = korkotaso, jonka alentamisesta olisi talouskehitykselle enemmän haittaa kuin hyötyä. Korkoja ei siis voi laskea loputtomasti nollian alapuolelle.

Phillipsin käyrä ei ole vakaa – se on loiventunut

Euroalueen Phillips-käyrä

1999 - 2003, 2004 - 2008 ja 2009 - 2021q3

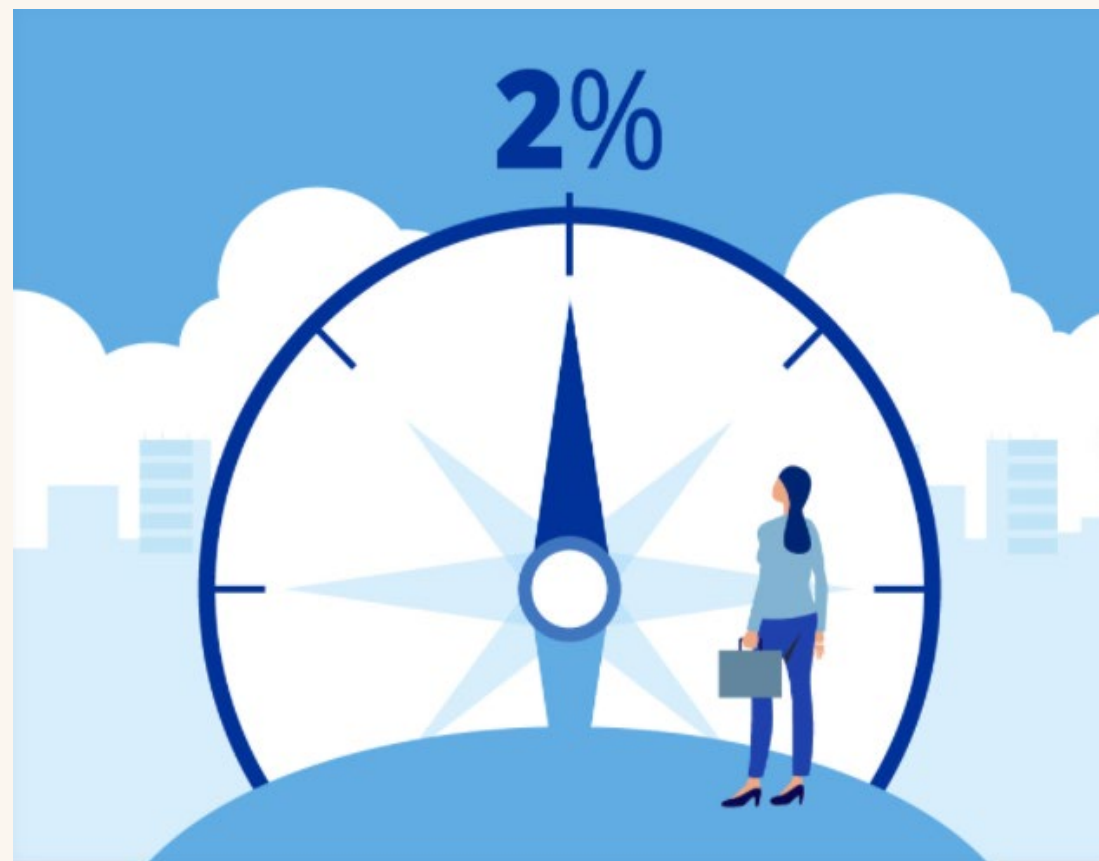


Lähde: Eurostat.

35781@Core_työt.(3)

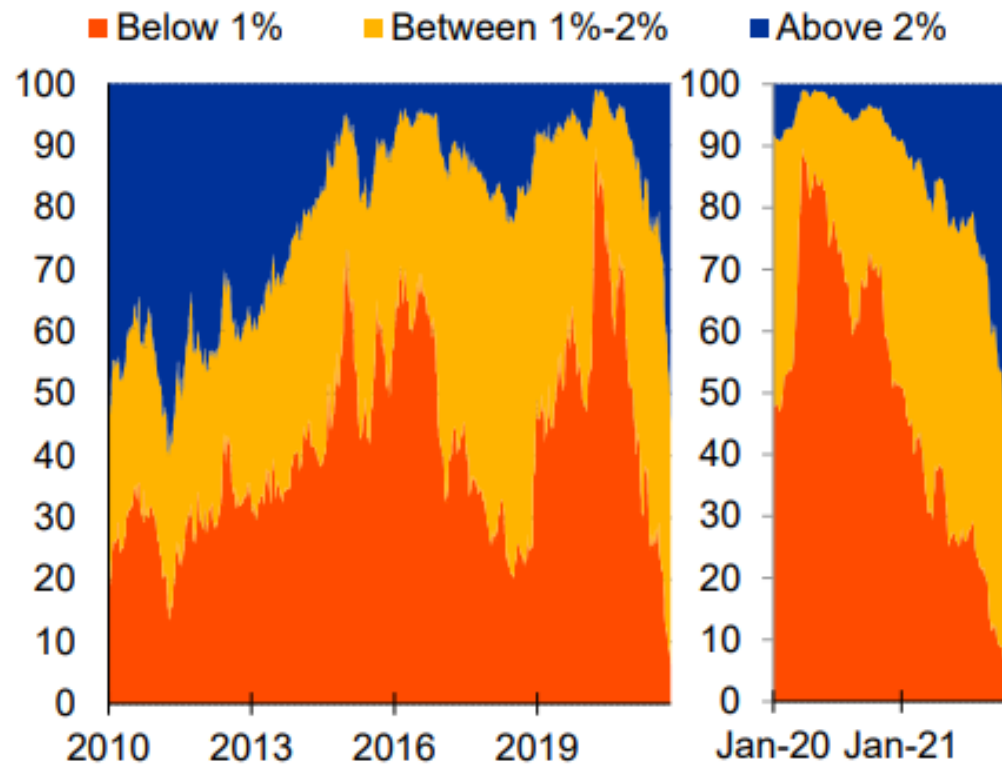
Rahapolitiikan strategia uudisti inflaatiotavoitteen

- Vanha inflaatiotavoite ”alle mutta lähellä 2 prosenttia” tulkittiin usein katoksi, ylärajaksi.
- **EKP:n uusi inflaatiotavoite on symmetrisesti 2 prosenttia keskipitkällä aikavälillä.**
- Sekä tavoitetta hitaampaa että sitä nopeampaa inflaatiota pidetään yhtä kielteisenä.
- Uuden strategian mukaan inflaatio voi tilapäisesti nousta yli 2 %:n.
- Uusi inflaatiotavoite mahdollistaa paremmin myös kestävän kasvun ja täystyöllisyyden tavoittelun, kunhan hintavakaus ei vaarannu.



Mitä EKP:n uusi strategia merkitsee rahapolitiikalle?

Option-implied risk-neutral distribution of average inflation over the next 5 years (percentages)



Sources: Bloomberg, Refinitiv, ECB calculations.

Notes: Probabilities implied by five-year zero-coupon inflation options smoothed over 5 business days. Risk neutral probabilities may differ significantly from physical, or true, probabilities.

Latest observation: 25 October 2021.

- Inflaatiotavoitteen alasuuntainen harha on poistettu ja deflaation riski vähenee.
- Inflaatio-odotukset ankkuroituvat paremmin uuteen symmetriseen tavoitteeseen.
- Rahapolitiikka ei kiristy niin nopeasti kuin aikaisemmin inflaation kiihtyessä.
- Rahapolitiikka tukee kestäväää kasvua ja työllisyyttä aikaisempaa paremmin kaikissa euroalueen maissa.

Uusi strategia painottaa ilmastotavoitteita osana EKP:n tehtäväkenttää

- Ilmastonmuutos on globaali haaste ja yksi Euroopan unionin isoista painopisteistä – vrt. Glasgow COP26 ja 1½ celsiusastetta
- Ilmastonmuutoksen vaikutukset ulottuvat rahapolitiikan toimintaympäristöön ja siten keskuspankkien tehtäväkentälle
- Hallituksilla ja parlamenteilla on ensisijainen vastuu ilmastopolitiikasta, mutta myös EKP:n tulee mandaattinsa puitteissa edistää näitä tavoitteita
 - EKP on tehnyt konkreettisen toimintasuunnitelman ja asettanut välitavoitteita ympäristön kestävyuden huomioimiseksi rahapolitiikassa
 - Eurojärjestelmä on jo nyt merkittävä vihreiden joukkolainojen omistaja

Mitä Suomen Pankki tekee konkreettisesti ilmastonmuutoksen hillitsemiseksi?

- Otamme ilmastotavoitteet huomioon rahapolitiikan suunnittelussa ja toteutuksessa sekä rahoitusvakauden valvonnassa
- Suomen Pankki on soveltanut YK:n vastuullisuusperiaatteita omassa sijoitustoiminnassaan vuodesta 2019
- Vaikutamme investointien luokituksiin
- Sijoitamme kestäviin kohteisiin
 - Suomen Pankin omat sijoitukset
 - Eurojärjestelmän yhteiset green bond – ostot osana rahapolitiikkaa



3. Euroalueen talouden näkymät 2021-23: kasvu ja inflaatio

Keskuspankkien ja finanssialan valvojen vastaukset koronakriisiin kevättalvella 2020

- **Rahapolitiikkaa** kevennettiin uudelleen – rahoitusvakaus ja likviditeetti
- **Pankkien pääomavaatimuksia** kevennettiin – ylläpitää lainoituskykyä
- **Keskuspankkien globaali yhteistyö dollarilikviditeetin turvaamiseksi** suotuisilla valuutanvaihtojärjestelyillä (USD swap lines): Fed, EKP ja 4 muuta keskuspankkia, ym.
- Suomen Pankki alkoi ostaa **suomalaisia yritystodistuksia** osana sijoitustoimintaansa ja keventää vakuusvaatimuksia pankkien keskuspankkirahoituksessa

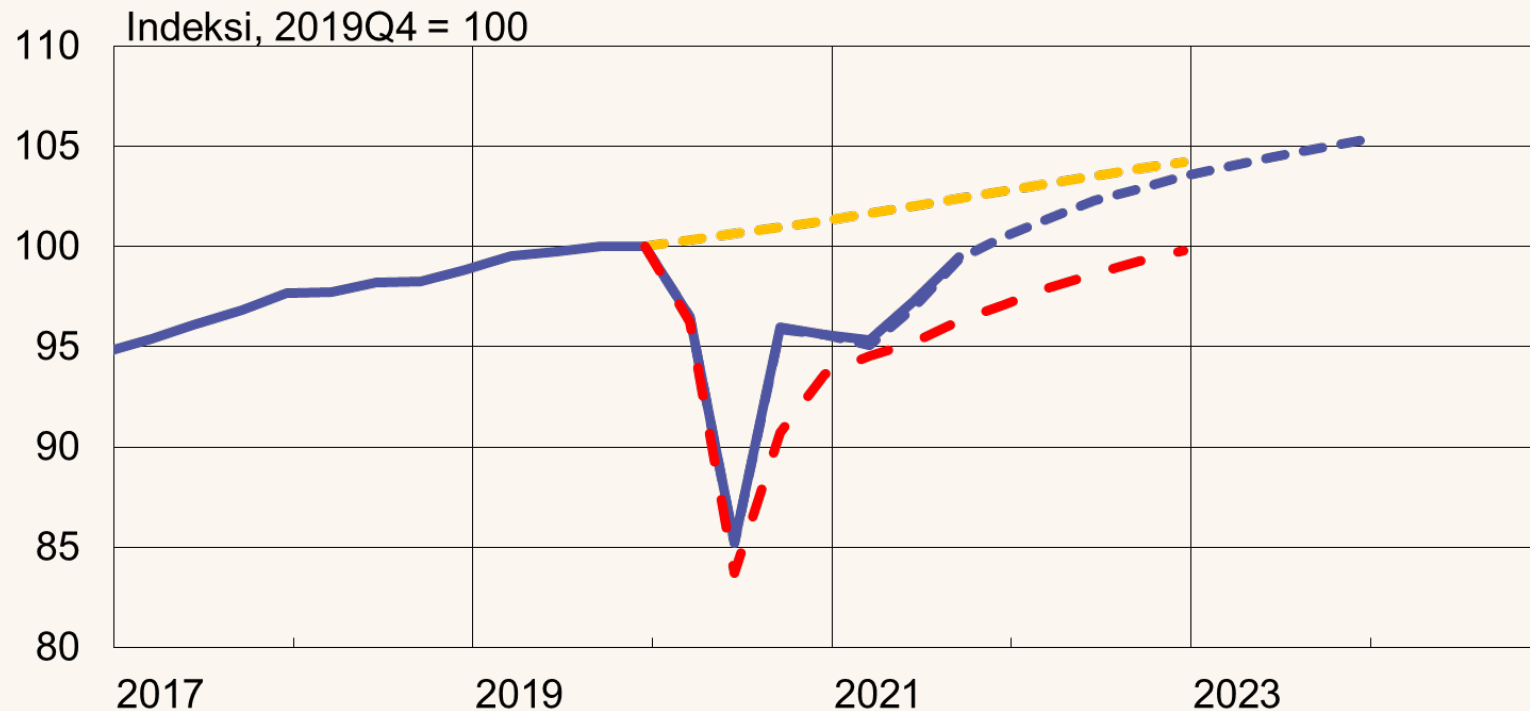
Koronakriisin talouspolitiikka: painopisteitä eri vaiheissa



Euroalueen talouden elpyminen jatkuu, nopein kasvu taantumassa

Euroalueen BKT:n ennusteet koronakriisin aikana

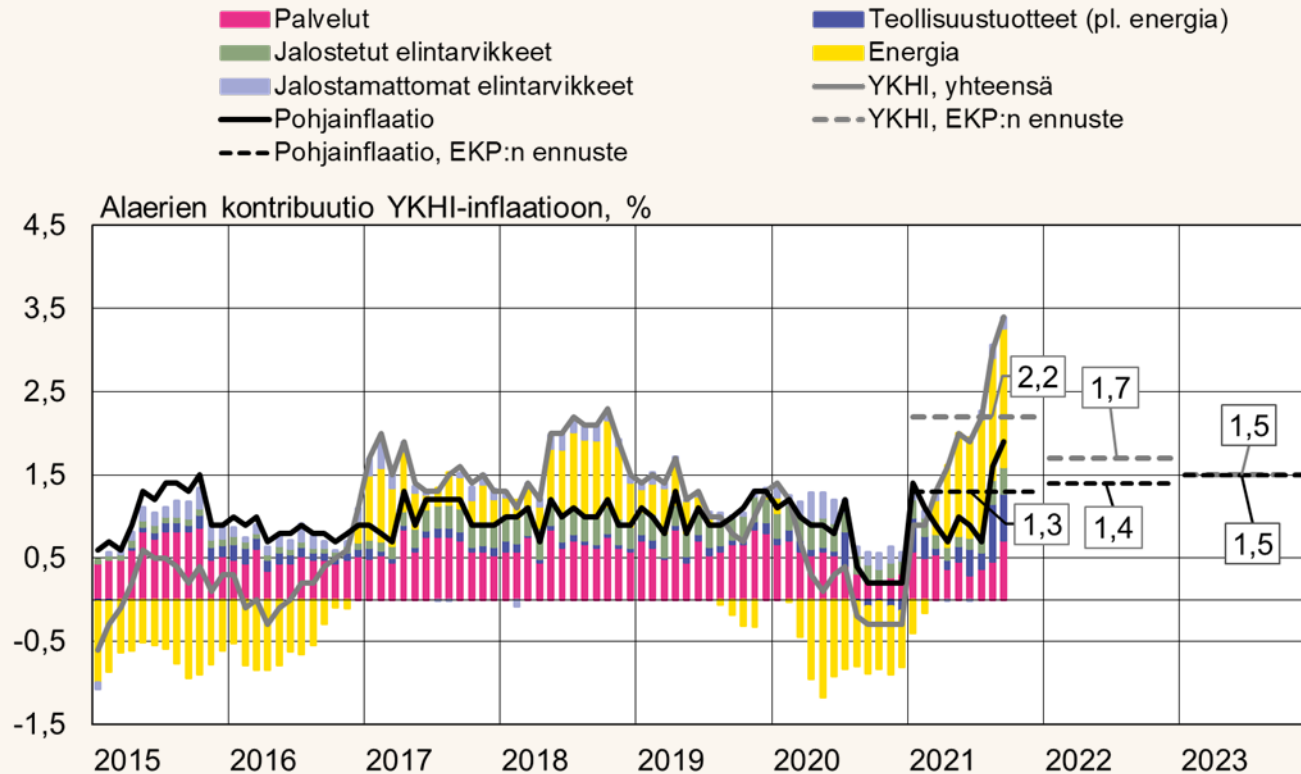
- Euroalueen BKT
- - EKP:n syyskuun 2021 ennuste
- - EKP:n joulukuun 2019 ennuste
- - EKP:n kesäkuun 2020 ennuste



Lähde: EKP:n laskelmat ja Suomen Pankki.

35781@MMS(2007-)_LV

Euroalueen inflaatio on kiihtynyt – taustalla pääosin kertaluonteiset tekijät

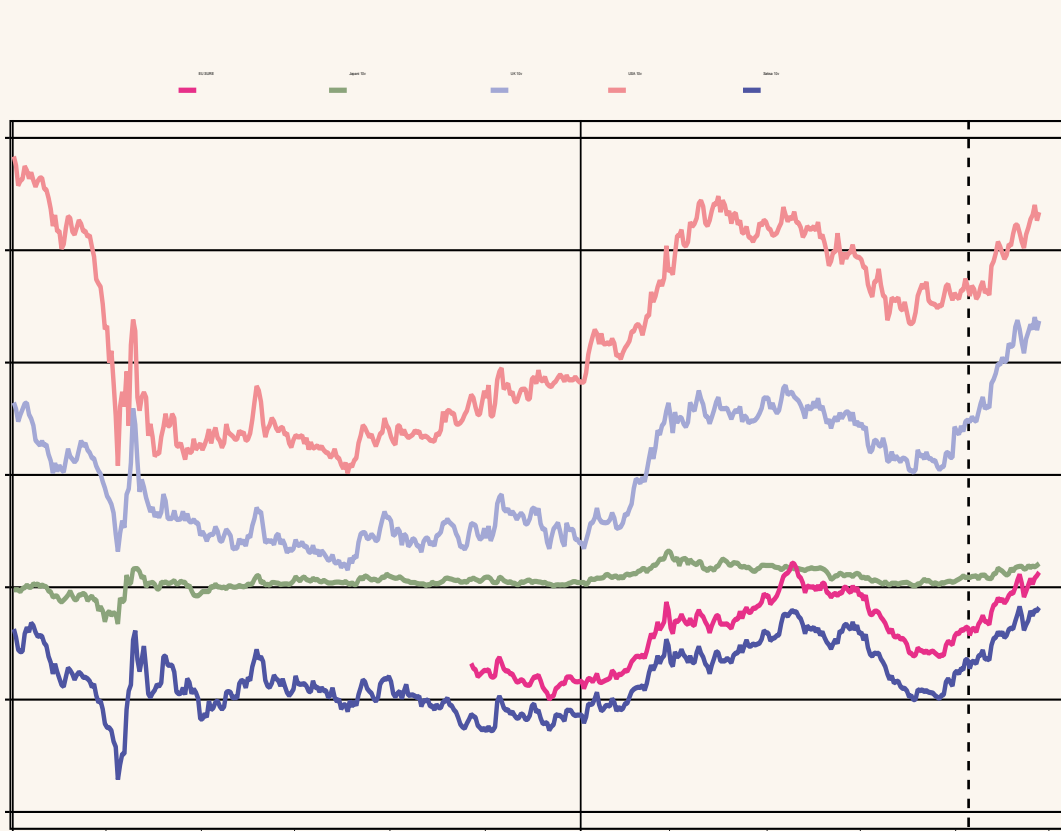


HUOM. Tilastointimenetelmän muutos vääristää vuoden 2015 vuosi-inflaatiota.

Lähteet: Eurostat ja EKP.

32426@YKHIkontrib(2)

Energian hintojen nousu nostanut inflaatio-odotuksia (oikea kuva) nousu ja pitkiä korkoja (vasen kuva)



Lähteet: EKP, Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

* Laskettu inflaatiowapeista.

32426@odotusSPF

Rahapolitiikka marraskuussa 2021

- Euroalueella talouskasvu on edelleen vahvaa, mutta kasvun nopein vaihe on taittunut / taittumassa.
- Elvyttävän rahapolitiikan eli kevyiden rahoitusolojen turvaaminen ja muun talouspolitiikan tuki yhä tarpeen.
- EKP:n rahapolitiikan uusi strategia merkitsee elvyttävän rahapolitiikan jatkamista pidempään kuin miten olisi toimittu vanhan strategian mukaan.
- Ennen kun ohjauskorkoja aikanaan ryhdytään nostamaan, pohjainflaation on ensin tukevasti vakauduttava inflaatiotavoitteeseen keskipitkällä aikavälillä. Inflaatio voi olla myös tilapäisesti tavoitetta nopeampaa.

Rahapolitiikan ja finanssipolitiikan yhteispeli korostuu matalien korkojen maailmassa

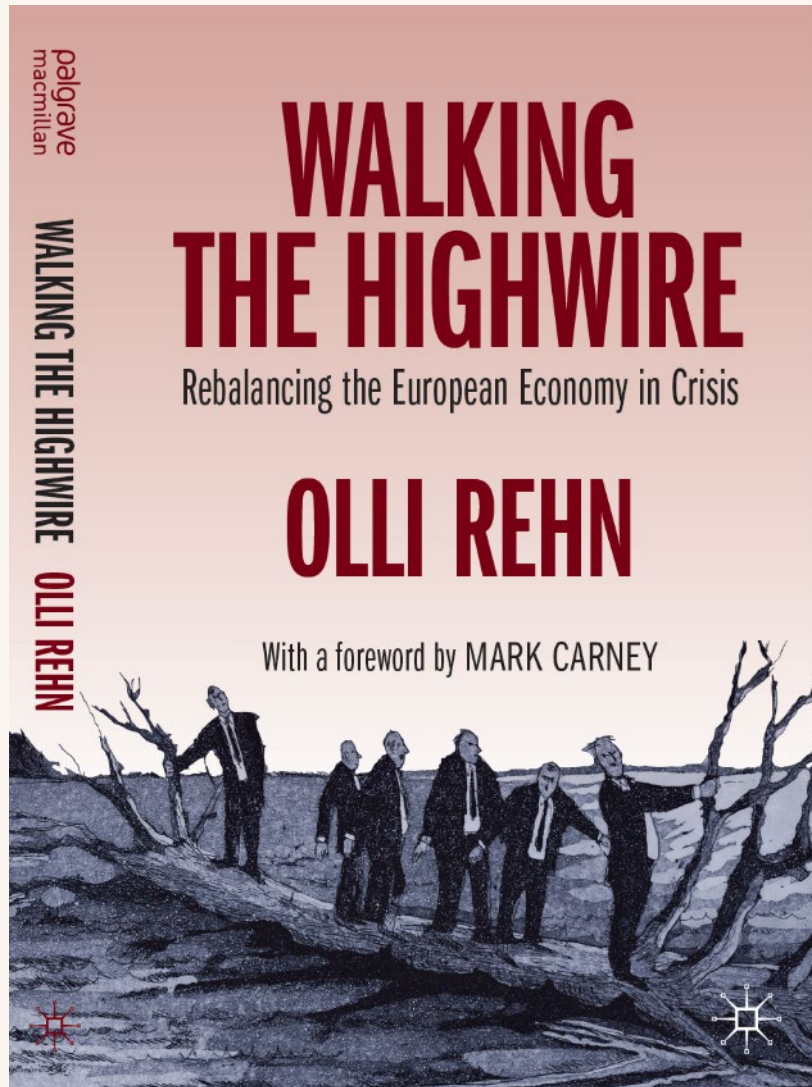
- Rahapolitiikka ja finanssipolitiikka voivat tällaisessa tilanteessa täydentää toisiaan ja vahvistaa toinen toisensa vaikutusta, ja siten niiden taloutta elvyttävää yhteisvaikutusta
- Paradigma on sikäli muuttunut, että rahapolitiikan ja finanssipolitiikan yhteisvaikutuksen merkitys tunnustetaan
 - Ml. EU:n elpymisrahasto Next Generation EU 2021–
- Paradigma ei sikäli ole muuttunut, että velkakestävyydellä edelleenkin on merkitystä keskipitkällä aikavälillä
- Puskureita on kerättävä hyvinä aikoina – julkisen talouden kestävyyttä ei sovi unohtaa

Aika elvyttää ja velkaantuakin – aika vahvistaa julkista taloutta ja kestäväen kasvun eväitä

- Talouspolitiikassa on ollut kriittistä estää konkurssiaalto ja massatyöttömyys
- Tärkeää käyttää elvyttävän rahapolitiikan luoma liikkumatila talouksien uudistamiseen EU-maissa, myös Suomessa
- Julkisen velan kasvu on ollut lyhyellä sihdillä väistämätöntä
- Jatkossa entistä suurempi tarve vahvistaa julkisen talouden kestävyyttä ja kohentaa työllisyyttä rakenteellisilla uudistuksilla
- Uudistumiskykyä tarvitaan – sitä soisi löytyvän

Rahapolitiikan pitkä kaari vuosina 2010-21: EKP:n muodonmuutos “BuBasta Fediksi”?

- Toiminnallinen ja kenties talousfilosofinenkin muodonmuutos
 - vakauden ankkurista aktiiviseksi vakauttajaksi ja suhdanteiden tasaajaksi
 - v. 2012 lähtien rahoitusjärjestelmän viimekäden lainoittajaksi, Bagehotin ehdoilla (= lender of last resort)
- Voimakkaampi keskittyminen rahoitusvakauteen finanssikriisin oppien nojalla
 - pankkiunionin rakentaminen 2012-
- Rahapolitiikan toimintaympäristön rakenteellinen muutos: väestörakenne, globalisaatio, digitalisaatio
 - strategian uudelleenarviointi 2020-21



Koronan jälkeinen haasteiden maisema: digitaalinen ja vihreä siirtymä, työllisyysaste, työn tuottavuus

- Lähivuodet ovat kaikille euromaille mahdollisuuksien ikkuna investoida digitaaliseen ja vihreään siirtymään ja muutenkin uudistaa talouksiaan – se kannattaa käyttää hyväksi.
- Suomen taloudessa lyhyellä sihdillä kasvupyrähdys, mutta jo keskipitkällä aikavälillä ”vanhat” haasteet edessä: työn tuottavuus, työllisyysaste, julkisen talouden kestävyys.
- Suomalaisen työn ja tuotannon kilpailukyvyn ylläpitäminen on yksi välttämätön edellytys Suomen talouden ja työllisyyden kestäväälle vahvistamiselle.



Kiitos!

suomenpankki.fi