EKP uudisti rahapolitiikan strategiansa – mikä muuttuu?

16.9.2021 – Analyysi – Rahapolitiikka

Juha Kilponen
Osastopäällikkö

Jarmo Kontulainen

EKP:n uudistettu rahapolitiikan strategia on otettu käyttöön. Uusi 2 prosentin inflaatiotavoite on yksiselitteinen ja selkeä. Tavoite on symmetrinen, mikä tarkoittaa, että sitä hitaampaa ja nopeampaa inflaatiota pidetään yhtä kielteisinä. Sitoutuminen symmetriseen inflaatiotavoitteeseen edellyttää erityisen voimakkaita tai pitkäaikaisia rahapolitiikan toimia korkojen ollessa nollan tuntumassa. Tämä voi merkitä, että inflaatio ylittää tavoitteen väliaikaisesti. Keskipitkälle aikavälille määritelty tavoite mahdollistaa myös kestävän kasvun ja täystyöllisyyden painottamisen päätöksenteossa. EKP huomioi myös rahapolitiikassa ympäristön kestävyyden uuden toimintasuunnitelman mukaisesti.

Euroopan keskuspankin (EKP) rahapolitiikan strategia on linjaus siitä, miten EKP ylläpitää hintavakautta euroalueella ja millaisia tavoitteita se rahapolitiikalleen asettaa. Strategia määrittelee myös johdonmukaisen analyyttisen kehikon, jonka avulla rahapolitiikasta päätetään ja viestitään. EKP:n rahapolitiikan strategia nojaa Euroopan unionin perustamissopimukseen ja siinä määriteltyyn mandaattiin, jonka puitteissa

EKP:n neuvosto määrittää strategiansa.

EKP:n rahapolitiikan strategiasta päätettiin ensimmäisen kerran Euroopan keskuspankin aloittaessa toimintansa vuonna 1998, mutta sitä tarkennettiin jo vuonna 2003. Strategia sisälsi kolme keskeistä elementtiä: 1) hintavakauden kvantitatiivisen määritelmän, 2) aikavälin, jolla hintavakaus pyritään saavuttamaan, ja 3) ns. kahden pilarin analyysistrategian.

Strategiassa tehtiin tuolloin ero lyhyen ja keskipitkän aikavälin sekä pitkän aikavälin välillä. Rahapolitiikan päätösten tuli perustua toisaalta lyhyen aikavälin talouden kysyntä- ja tarjontatekijöihin keskittyvään analyysiin ja toisaalta erityisesti rahamäärien kehitystä koskevaan rahataloudelliseen analyysiin. Tavoitteena oli tuottaa tietoa euroalueen talouden lyhyen ja pidemmän aikavälin inflaatiopaineista rahapolitiikan oikean mitoituksen tueksi.

EKP:n neuvosto julkisti 8.7.2021 uuden rahapolitiikan strategiansa ja sitä koskevat linjaukset. Uusi rahapolitiikan strategia perustuu tammikuussa 2020 käynnistettyyn perusteelliseen rahapolitiikan toimintaympäristön uudelleenarviointiin, joka pohjautuu laajaan eurojärjestelmän asiantuntijoiden tekemään analyysiin, missä myös Suomen Pankki oli vahvasti mukana.[1] Strategia-arvion yhteydessä järjestettiin lukuisia kuuntelutilaisuuksia ja seminaareja akateemiselle yhteisölle, kansalaisyhteiskunnan järjestöille, suurelle yleisölle ja myös kansallisille parlamenteille ja Euroopan parlamentille. Vastaavan tyyppisiä tilaisuuksia aiotaan järjestää myös jatkossa vuorovaikutuksen parantamiseksi EKP:n ja kansalaisten välillä.

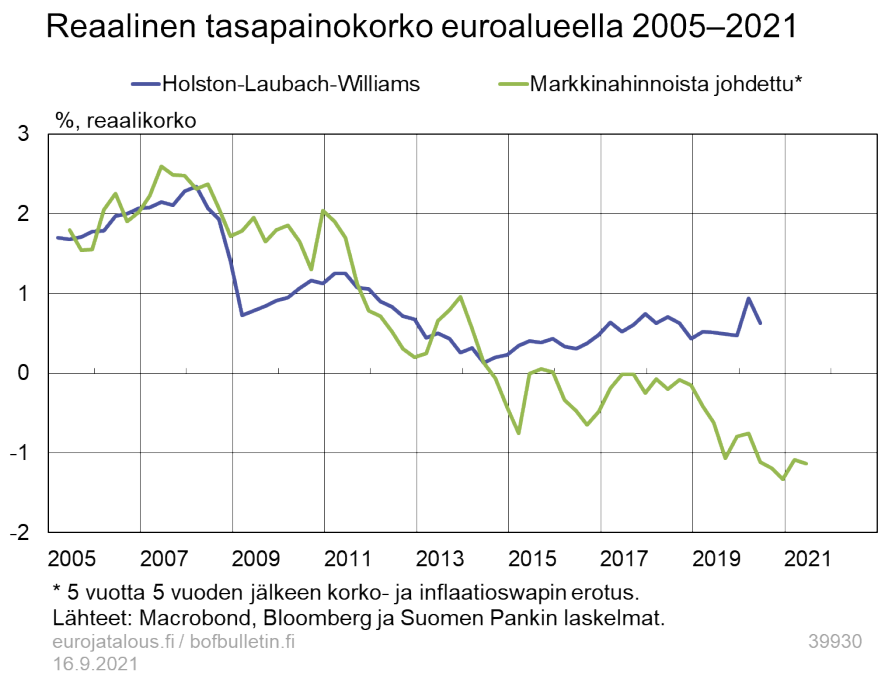
Vakaat ja ennustettavat hintanäkymät ja sitä kautta kansalaisten luottamus rahan ostovoiman säilymiseen ovat keskeinen edellytys kestävälle talouskasvulle ja korkealle työllisyysasteelle. Strategian keskeinen tausta-ajatus on, että koko kansantalouden tasolla hintavakaus, tasapainoinen kasvu ja korkea työllisyysaste ovat keskenään sopusoinnussa olevia tavoitteita. Onnistunut rahapolitiikka auttaa varmistamaan, että keskuspankin rahapolitiikka pitää yllä hintavakautta ja edistää parhaalla mahdollisella tavalla kansalaisten hyvinvointia. Rahapolitiikan kohdennetulla viestinnällä voidaan pienentää merkittävästi rahapolitiikkaan liittyvää epävarmuutta ja lisätä kansalaisten ja markkinatoimijoiden ymmärrystä siitä, miten rahapolitiikan päätökset liittyvät toteutuneeseen ja ennakoituun talouskehitykseen.

Keskeinen syy strategiauudistukselle on ollut rahapolitiikan toimintaympäristön muuttuminen sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto uudisti strategiaansa edellisen kerran vuonna 2003. Pitkän aikavälin reaalinen tasapainokorko on laskenut rakenteellisista syistä sekä euroalueella että globaalisti (kuvio 1).[2] Yksi keskeinen rakenteellinen tekijä on ollut demografian muutos. Väestön ikääntyminen on lisännyt säästämistä ja likviditeetin kysyntää ja laskenut korkotasoa. Väestön ikääntyminen on voinut myös hidastaa talouskasvua, kun tuottavuuden ja investointien kasvu on hidastunut. Samalla lainojen kysyntä on vähentynyt ja korkotaso laskenut.

---

1. EKP julkaisee laajan joukon strategia-arvioon liittyviä artikkeleita syyskuun jälkipuoliskolla.
2. Korkotaso, jonka vallitessa inflaatio on tavoitteessa ja talouden resurssit ovat täyskäytössä, ks. esim. Laubach ja Williams (2003), Holston ym. (2016) ja Vilmi (2017). Arviot tasapainokoron tasosta vaihtelevat, ja niihin liittyy epävarmuutta.

Kuvio 1.



Globaalin finanssikriisin ja euroalueen valtioiden velkakriisin seurauksena myös inflaatio on hidastunut euroalueella. Globalisaatio ja digitaalisen teknologian käyttöönotto ovat puolestaan vaikuttaneet tavara- ja palvelutuotannon rakenteisiin, työmarkkinoihin ja mahdollisesti myös inflaatioon pitkäaikaisesti. Myös demografiset tekijät ovat vaikuttaneet inflaatioon, mutta tutkijat ovat erimielisiä väestönkasvun hidastumisen ja demografisen muutoksen vaikutusten suunnasta.[3] Yleisesti kuitenkin taloustieteilijät pitävät demografisia tekijöitä deflatorisina kokonaiskysynnän supistumisen vuoksi. Myös rahoitusrakenteiden muutos on ollut voimakasta finanssikriisin jälkeen mm. pankkien ulkopuolisen rahoituksen välityksen laajentumisen vuoksi.

Nämä muutokset ovat kaventaneet EKP:n ja muiden keskuspankkien mahdollisuuksia reagoida suhdannekehityksen heikkenemiseen keventämällä rahapolitiikkaa tavanomaisilla välineillä. Tämä ilmiö tunnetaan taloustieteellisessä kirjallisuudessa rahapolitiikan nollakorkorajoitteena.[4]

Inflaatio on ollut jo pidempään EKP:n hintavakaustavoitteen alapuolella. Hitaan inflaation ja negatiivisten rahapolitiikkakorkojen ajanjakso on kestänyt yli kymmenen vuotta. Jatkuva tavoitetta hitaampi hintojen nousu on heijastunut inflaatio-odotuksiin ja alentanut niitä merkittävästi. Niinpä inflaatio-odotukset eivät ole enää ankkuroituneet EKP:n hintavakaustavoitteeseen yhtä vahvasti kuin aikaisemmin[5].

Ympäristön kestävyyteen kohdistuvat uhat ovat niin ikään nousseet keskeisiksi globaalin talouden ja politiikan ongelmiksi, ja ilmastonmuutoksen torjunnasta on tullut myös yksi

3. Ks. esimerkiksi Juselius ja Takáts (2018) ja Goodhart ja Pradhan (2020).

4. Korkotaso, jonka alentamisesta olisi talouskehitykselle enemmän haittaa kuin hyötyä (ks. esim. Altavilla ym. 2021).

5. Ks. Rostagno ym. (2019) ja Hartmann ja Smets (2018).

Euroopan unionin keskeisiä tavoitteita. Vaikka päävastuu ilmastonmuutoksen torjunnasta onkin valtioiden hallituksilla ja parlamenteilla, myös EKP katsoo, että sen täytyy mandaattinsa rajoissa sisällyttää enemmän siihen liittyviä näkökohtia rahapolitiikan ohjausjärjestelmäänsä.[6]

Toimiva rahapolitiikka edellyttää avoimuutta ja tilivelvollisuuden toteutumista. Rahapolitiikan viestintä, eli rahapolitiikan päätöksistä kertominen tiedotusvälineille, kansalaisille, yrityksille ja rahoitusmarkkinoiden toimijoille, on päätösten toteutumisessa keskeisessä roolissa ja sen vuoksi myös strategia-arvion tarkastelun kohteena. Suorien tiedotuskanavien rooli ja sosiaalisen median merkitys on kasvanut perinteisen lehdistön ja uutiskanavien kustannuksella. Tämä edellyttää keskuspankeilta uudenlaista kohteen ja median huomioon ottavaa viestintää.

EKP:n inflaatiotavoite nousee kahteen prosenttiin

Keskeisin muutos strategiauudistuksessa liittyi hintavakauden määritelmään ja EKP:n inflaatiotavoitteeseen. Uudessa strategiassa otetaan käyttöön symmetrinen 2 prosentin inflaatiotavoite keskipitkällä aikavälillä (kuvio 2). EKP:n neuvosto vahvisti myös yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) soveltuvan edelleen hintojen mittaamiseen[7] ja suosittaa, että siihen sisällytettäisiin myöhemmin myös omistusasumisen kustannukset[8] (kuvio 3).

6. Ilmastonmuutos ja siirtyminen kohti vastuullisempaa taloutta vaikuttavat hintavakausnäkymiin: ne näkyvät kokonaistaloudellisissa indikaattoreissa, joilla mitataan inflaatiota, kokonaistuotantoa, työllisyyttä, korkoja, investointeja ja tuottavuutta. Lisäksi ne vaikuttavat rahoitusvakauteen ja rahapolitiikan välittymiseen. Ilmastonmuutos ja siirtyminen vähähiilisempään talouteen vaikuttavat omaisuuserien arvoon ja riskiprofiiliin eurojärjestelmän taseessa, mikä voi pitemmän päälle altistaa eurojärjestelmän huomattaville ilmastoon liittyville taloudellisille riskeille. EKP:n neuvosto hyväksyy kunnianhimoisen ilmastoaiheisen toimintasuunnitelman.
7. Kuluttajahintaindeksi kuvaa kotitalouksien ostamien tavaroiden ja palveluiden hintakehitystä. Euroopan unionin jäsenvaltiot tuottavat kansallisen indeksin lisäksi yhdenmukaistettua kuluttajahintaindeksiä (YKHI). Näistä EU:n tilastovirasto Eurostat laskee EU- ja EMU-maille yhteiset indeksit. Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin laskentaa ohjaavat EU:n säädökset, ja se mahdollistaa EU-maiden väliset inflaatiovertailut.
8. Tämä voidaan tehdä siinä vaiheessa, kun eurojärjestelmällä on käytettävissä yhdenmukaiset ja kattavat omistusasumiseen liittyvät hintatiedot kaikista euroalueen maista.

Kuvio 2.

Kuvio 3.

EKP:n vuoden 2003 strategia-arviossa päädyttiin pitämään hintavakauden määritelmä ennallaan alle 2 prosentin hintojen nousuna. Sitä kuitenkin täydennettiin inflaatiotavoitteella ”alle 2 prosenttia, mutta lähellä sitä”, jonka tavoitteena oli puskurin luominen deflaatiota vastaan. Kaksiosainen EKP:n hintavakauden määritelmä osoittautui kuitenkin ongelmalliseksi sen vuoksi, että se salli inflaation hidastuvan tilapäisesti jopa lähelle nollaa. Toisaalta sen nähtiin asettavan inflaatiolle katon 2 prosenttiin.

Edellistä strategiaa voitiin perustella hyvin rahaliiton perustamisen oloissa, jolloin rahapolitiikan ensisijainen huoli oli inflaation liiallinen kiihtyminen ja EKP:n piti osoittaa uskottavuuttaan hintavakauden turvaamisessa. Kahden prosentin inflaatiokatto toimi hyvin tilanteessa, missä inflaatiopaineet olivat pääasiassa vahvistuneet ja korkojen

nollakorkoraja ei rajoittanut rahapolitiikan toteuttamista, ja ankkuroi inflaatio-odotuksia tehokkaasti kohti tavoitetta.

Globaalin rahoituskriisin jälkeen tilanne on kuitenkin muuttunut, kun inflaatiopaineet ovat olleet heikkoja ja inflaatio on ollut pitkäaikaisesti tavoitetta hitaampaa. Kahden prosentin inflaatiokatto on voinut toimia inflaatio-odotuksia ja inflaatiota hidastavasti, kun rahapolitiikkaa on pidetty kireänä (Rostagno ym. 2019).

Uusi symmetrinen 2 prosentin tavoite on yksiselitteinen, selkeä ja helppo kommunikoida. Kahden prosentin tavoitteella EKP tähdentää valmiuttaan ylläpitää sekä riittävää turvamarginaalia deflaatioriskin varalta ja että riittävää rahapolitiikan pelivaraa liian hitaan inflaatiokehityksen torjumiseksi. Sen odotetaan vaikuttavan pitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin ja ankkuroivan ne tukevammin EKP:n tavoitteeseen.

Kahden prosentin tavoitteen arvioidaan rajoittavan inflaation liian suurta vaihtelua ja lopulta vähentävän alhaisen inflaation ja rahapolitiikan nollakorkoajanjaksojen esiintymistä. Riski rahapoliittisten korkojen törmäämisestä rajalle, jolla niiden merkittävä lasku ei ole mahdollista, on lisääntynyt, samoin kuin riski tällaisten ajanjaksojen pitkittymisestä vuoden 2003 arvion aikana vallitseviin taloudellisiin oloihin verrattuna (ks. esim. Haavio ja Laine (2021)). Kuten edellä todettiin, tämä johtuu pääosin reaalisen tasapainokoron laskusta.

Kahden prosentin inflaatiopuskuri helpottaa euroalueen maiden sopeutumista makrotaloudellisiin epätasapainoihin ja vaimentaa alaspäin joustamattomista nimellispalkoista aiheutuvaa työttömyyden lisääntymistä ja deflaation vaaraa talouden laskukausina. Puskuri ottaa huomioon myös inflaatioon mahdollisesti liittyvän positiivisen mittaamisharhan, jolloin inflaatio voi olla tosiasiassa hitaampi kuin mitä on mitattu.

Inflaatiotavoitteen symmetrisyys merkitsee, että EKP:n neuvosto pitää sekä tavoitetta hitaampaa että nopeampaa inflaatiota yhtä kielteisinä. Tämä on merkittävä muutos EKP:n rahapolitiikassa. Paloviita ym. (2021a, b) osoittavat tutkimuksissaan, että EKP:n tosiasiallinen inflaatiotavoite on ollut ennen strategian uudistamista selvästi alle 2 % (1,6 % – 1,8 %) ja EKP:n tavoitteet inflaation suhteen ovat olleet epäsymmetriset: 2 prosentin ylittävää inflaatiota on pidetty haitallisempana kuin 2 prosentin alittavaa inflaatiota. Strategian muutos merkitsee siis tosiasiallisesti hieman korkeampaa inflaatiotavoitetta kuin aiemmin.

Nollakorkorajalla tarvitaan erityisen voimakkaita toimia

Inflaation vaihtelun vuoksi tilapäisiltä poikkeamilta tavoitteesta ei voida välttyä. Suuret ja pitkäaikaiset poikkeamat voivat kuitenkin heijastua inflaatio-odotuksiin, minkä vuoksi on tärkeää, että rahapolitiikka reagoi kummankin suuntaisiin poikkeamiin yhtä voimakkaasti. Korkojen efektiivinen alaraja ja alhainen reaalinen tasapainokorko merkitsevät, että negatiivinen, pitkäaikainen inflaatiopoikkeama on erityisen haitallinen. EKP:n neuvoston sitoutumisella symmetriseen 2 prosentin inflaatiotavoitteeseen poistetaan kokonaan aiempaan määritelmään liittynyt poikkeama alaspäin ja erityisesti siihen liittynyt käsitys 2 prosentista hintojen nousun kattona.

EKP:n neuvosto korostaa, että sitoutuminen symmetriseen inflaatiotavoitteeseen edellyttää erityisen voimakkaita tai pitkäaikaisia huolelliseen vaikutusarvioon perustuvia rahapolitiikan toimia, kun taloustilanne uhkaa ajaa rahapolitiikkaa kohti efektiivistä nollakorkorajaa. Tämä sitoutuminen on perusteltua, koska se tukee pitkän aikavälin inflaatio-odotusten ankkuroitumista 2 prosenttiin. Lisäksi lähellä efektiivistä nollakorkorajaa rahapolitiikkaa ollaan valmiita pitämään elvyttävänä pidempään talous- ja inflaatiokehityksen vakauttamiseksi. Tämä saattaa myös merkitä, että inflaatio ylittää tavoitteen väliaikaisesti.

Uusi strategia jatkaa keskipitkän aikavälin tavoitteenasettelua EKP:n rahapolitiikassa. Se on tärkeä osa rahapolitiikkaa ja mahdollistaa rahapolitiikan joustavan reagoinnin erilaisiin talouden häiriöihin. Joustoa tarvitaan myös, koska rahapolitiikan välittymiseen, inflaatiokehitykseen ja inflaatiota selittäviin tekijöihin liittyy aina epävarmuutta. Rahapolitiikan oikein mitoittamisessa erityisesti kysyntä- ja tarjontahäiriöiden identifiointi on tärkeää. Hyvä esimerkki tilanteesta on meneillään olevan koronakriisi. Kriisin hellittäessä inflaatio on kiihtynyt, mutta on edelleen hyvin epävarmaa, missä määrin hintojen nousua selittävät tarjontaongelmat ja missä määrin voimakkaasti elpynyt kysyntä. Jos inflaation kiihtymisen keskeisenä selittäjänä ovat tuotannon tarjontaongelmat, rahapolitiikan tulisi katsoa inflaation väliaikaista kiihtymistä läpi sormien ja sallia inflaation kiihtyvän jopa selvästi yli tavoitteen.

Arvopaperiostot, pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot ja ennakoiva viestintä pysyvät rahapolitiikan keinovalikoimassa

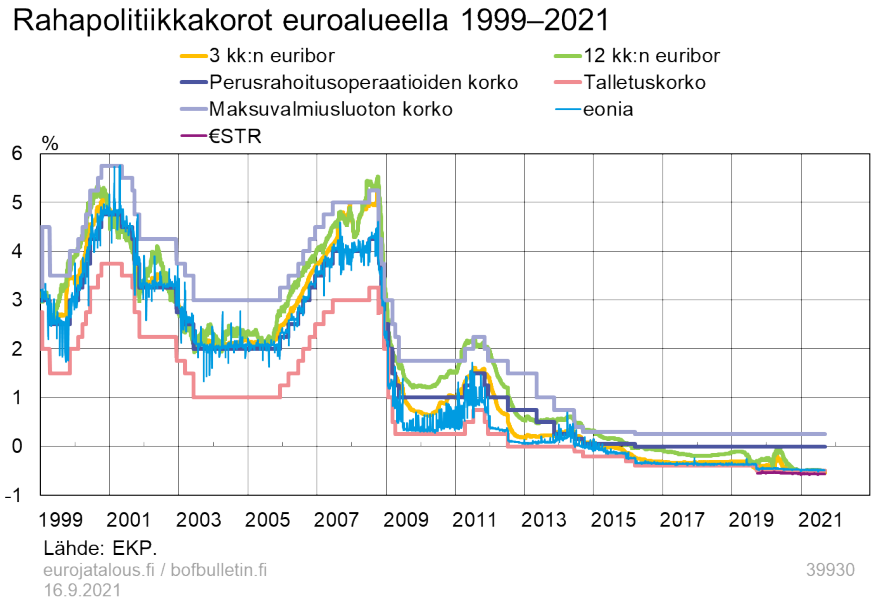
Reaalisen tasapainokoron laskun ja rahapolitiikan nollakorkorajoitteen vuoksi keskuspankit ovat turvautuneet mm. laajamittaisiin arvopapereiden ostoihin ja pidempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin inflaation hidastumisen pysäyttämiseksi. Euroalueella näiden tarvetta ovat voimistaneet globaalien trendien lisäksi Euroopan velkakriisin seurauksena voimistunut euroalueen maiden talouksien eriytyminen, heikentynyt rahapolitiikan välittyminen kaikkiin euroalueen maihin ja tuottavuuskasvun hidastuminen.

Finanssikriisin jälkeen EKP otti asteittain käyttöön uusia rahapolitiikan välineitä korkopolitiikan täydentämiseksi. Ne osoittautuivat tehokkaiksi vähäisiä inflaatiopaineita vastaan ja ovat tulleet pysyvästi EKP:n rahapolitiikan instrumenteiksi.

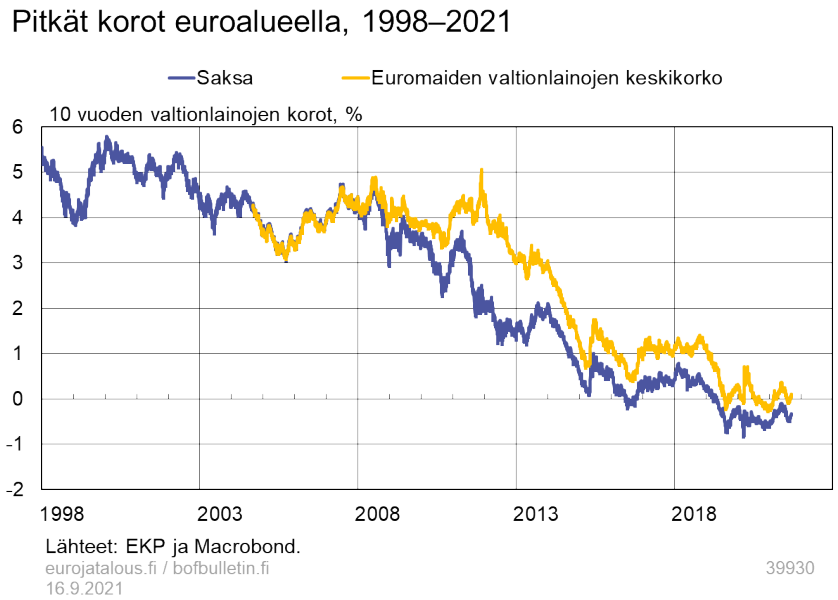
Myös rahapolitiikan pääasiallista instrumenttia eli korkopolitiikkaa on laajennettu negatiivisten korkojen puolelle. EKP:n asettama rahapolitiikkakorko on ollut korkeimmillaan 4,75 % ajanjaksolla lokakuusta 2000 toukokuuhun 2001 ja alimmillaan −0,5 % syyskuusta 2019 lähtien (kuvio 4). Nollaan rahapolitiikkakorko asetettiin jo heinäkuussa 2012. Vasta tämän jälkeen, tammikuussa 2015, myös EKP aloitti laajamittaiset arvopaperiostot. Negatiivisten rahapolitiikkakorkojen politiikka on alentanut lyhyitä markkinakorkoja, ja arvopapereiden osto-ohjelmat ovat alentaneet pitkiä korkoja. Esimerkiksi Saksan valtionpapereiden kymmenen vuoden tuotto laski vuosina 2015–2019 noin 1,5 prosentista noin −0,25 prosenttiin. Vuoden 2019 jälkeen tuotto laski keskimäärin lähes −0,5 prosenttiin (kuvio 5).

Korkopolitiikan ja osto-ohjelman vaikutusta markkinakorkoihin ja niitä koskeviin odotuksiin on tehostettu toimien kestoa ja määriä koskevilla päätöksillä.[9] Pankkien luotonantoon ja luottokorkoihin on puolestaan vaikutettu suunnatuilla pitkäaikaisilla luotto-operaatioilla. Korkojen on viime vuosina odotettu pysyvän alhaisina tyypillisesti 2–3 vuotta eteenpäin (kuvio 6).

Kuvio 4.

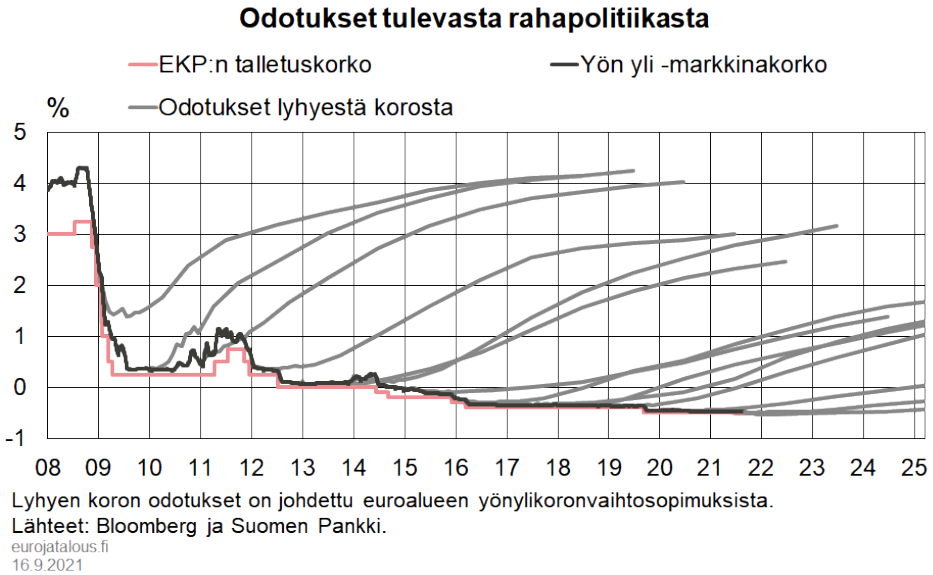


Kuvio 5.



9. EKP:n neuvoston sitoutumista jatkaa kevyttä rahapolitiikkaa myös tulevaisuudessa kutsutaan taloustieteellisessä kirjallisuudessa ”rahapolitiikan ennakoivaksi viestinnäksi” (englanniksi ”forward guidance of monetary policy”).

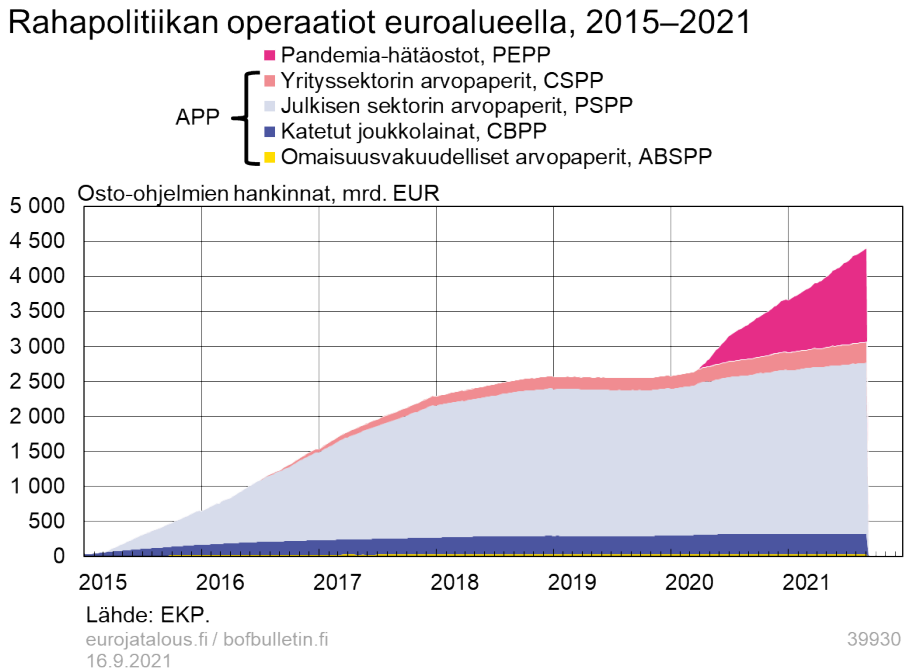
Kuvio 6.



EKP on laajentanut ja tehostanut rahapolitiikkaansa merkittävästi keskipitkän aikavälin inflaatiotavoitteen saavuttamiseksi. Esimerkiksi Rostagno ym. (2019), Nelimarkka ja Laine (2021) ja Laine (2021) ovat arvioineet, että uusilla rahapolitiikan välineillä on ollut merkittävä positiivinen vaikutus pankkien luotonantoon, talouskasvuun ja inflaatioon euroalueella.

Toisaalta on osoittautunut, että uusien välineiden käytöllä voi olla haittavaikutuksia ja rajansa mm. rahoitusvakauden näkökulmasta. Tämä vuoksi EKP:n neuvosto tähdentää strategiauudistuksessa valmiudestaan huolellisen arvion kautta sopeuttaa tarvittaessa näiden instrumenttien käyttöä, jotta sivuvaikutukset saadaan minimoitua hintavakautta kuitenkaan vaarantamatta.

Kuvio 7.



Talouskehitystä vakauttava finanssipolitiikka huomioidaan rahapolitiikassa

Efektiivisen nollakorkorajan läheisyydessä muun talouspolitiikan kuin rahapolitiikan rooli alkaa korostua. Finanssipolitiikka, joka toimii vastasyklisen talouspolitiikan periaatteen mukaisesti, voi suurissa taantumissa edistää rahapolitiikan tehokkuutta[10]. Rahapolitiikka ja harkinnanvarainen finanssipolitiikka voivat tällaisessa tilanteessa tukea ja vahvistaa toisiaan, mikä edistää talouden elpymistä.

Finanssikriisistä, Euroopan maiden velkakriisistä ja maailmanlaajuisesta pandemiasta saadut kokemukset viittaavat siihen, että tehokas makrotalouden vakauttaminen edellyttää finanssipolitiikan ja rahapolitiikan täydentävän toisiaan kriisiaikoina. Lisäksi on runsaasti empiiristä näyttöä siitä, että ekspansiivinen finanssipolitiikka on tehokasta, kun korot ovat lähellä efektiivistä alarajaansa. Finanssipolitiikka ja rakennepolitiikka voivat tukea myös tuottavuuden ja työvoiman tarjonnan kasvua, mikä edesauttaa tasapainoreaalikoron nousua ja luo rahapolitiikalle liikkumavaraa.

EKP tukee jatkossakin EU:n yleistä talouspolitiikkaa

EKP:n neuvosto ottaa rahapoliittisessa päätöksenteossaan huomioon myös muita rahapolitiikan kannalta olennaisia seikkoja hintavakautta vaarantamatta.

Sopimus Euroopan unionista määrittää, että Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) ensisijaisena tavoitteena on pitää yllä hintatason vakautta. EKPJ tukee yleistä

10. Vastasyklinen finanssipolitiikka käyttö taantumissa edellyttää vastaavasti, että puskureita kerätään nousukausina julkisen talouden velkakestävyyden turvaamiseksi.

talouspolitiikkaa unionissa osallistuakseen Euroopan unionista tehdyn sopimuksen 3. artiklassa määriteltyjen unionin tavoitteiden saavuttamiseen ilman että sanottu kuitenkaan rajoittaa hintatason vakauden tavoitetta. Tavoitteisiin kuuluvat pyrkimys Euroopan kestävään kehitykseen, jonka perustana ovat tasapainoinen talouskasvu ja hintatason vakaus, täystyöllisyyttä ja sosiaalista edistystä tavoitteleva erittäin kilpailukykyinen sosiaalinen markkinatalous sekä korkeatasoinen ympäristönsuojelu ja ympäristön laadun parantaminen.

EKPJ myötävaikuttaa luottolaitosten toiminnan vakauden valvontaan ja rahoitusjärjestelmän vakauteen liittyvän toimivaltaisten viranomaisten politiikan moitteettomaan harjoittamiseen. Lisäksi EKPJ toimii sellaiseen vapaaseen kilpailuun perustuvan avoimen markkinatalouden periaatteen mukaisesti, joka suosii voimavarojen tehokasta kohdentamista.

Esimerkiksi rahapolitiikan instrumentteja koskevassa päätöksenteossaan EKP:n neuvosto pyrkii valitsemaan vaihtoehdon, joka parhaiten tukee unionin yleistä talouspolitiikkaa kasvun, työllisyyden ja sosiaalisen edistyksen kannalta ja joka edistää rahoitusvakautta ja auttaa vähentämään ilmastonmuutoksen vaikutuksia.

Hintavakaus, tasapainoinen talouskasvu ja täystyöllisyys ovat toisiaan tukevia tavoitteita

Hintavakaus, tasapainoinen talouskasvu ja täystyöllisyys ovat toisiaan tukevia talouspolitiikan tavoitteita. EKP on määritellyt strategiassaan pyrkivänsä hintavakauteen keskipitkällä aikavälillä. Kuten edellä on esitetty, tämä mahdollistaa rahapolitiikan mitoittamisen joustavasti suhteessa erilaisiin talouden häiriöihin.

Joustavuus tarkoittaa, että EKP:n neuvosto voi tarvittaessa muuttaa sitä aikaväliä, jolla se pyrkii palauttamaan inflaation tavoitteeseensa. Esimerkiksi negatiivisen tarjontahäiriön tapauksessa taloudellisen aktiviteetin ja työllisyyden heikentymistä voidaan vaimentaa pidättäytymällä rahapolitiikan kiristämisestä edelleen. Jos häiriö osoittautuu kuitenkin pitkäaikaiseksi, se voi alkaa uhata hintavakautta. Rahapolitiikan haasteena onkin, että hintavakautta koskevan pitkäaikaisen riskin arviointi edellyttää tietoa potentiaaliseen tuotannon ja tasapainotyöllisyyden tasosta suhteessa tämän hetken aktiviteettiin ja työllisyyteen.

EKP ei ole näiden haasteiden vuoksi sitoutunut uudessa strategiassa tiettyyn potentiaalisen tuotannon tai tasapainotyöllisyyden tasoon. Sen sijaan se pyrkii päätöksissään huomioimaan näihin havaitsemattomiin suureisiin liittyvän epävarmuuden ja heterogeenisuuden. Lisäksi se ottaa huomioon rakenteellisten tekijöiden vaikutukset talouden aktiviteettiin ja työllisyyteen kaikissa euroalueen maissa. EKP:n neuvosto arvioi edelleen rahapolitiikan ja tulojen ja varallisuuden jakautumisen välistä vuorovaikutusta.

Rahoitusvakaus on hintavakauden ehto ja päinvastoin

Rahoitusmarkkinahäiriön oloissa hintavakauteen pyrkivä rahapolitiikka ylläpitää

ensisijaisesti rahoitusjärjestelmän likviditeettiä, mutta se pyrkii myös tukemaan rahapolitiikan välittymistä ja estämään pankkien taseiden ja luotonantokyvyn heikentymistä[11] ja velkadeflaatiota.[12]

Rahoitusvakauden ylläpitämisessä ensisijainen vastuu on pankkivalvonnan ja makrovakauspolitiikan päätöksentekijöillä. Torjumalla epätasapainoista rahoituskehitystä ja liiallista riskinottoa sekä tukemalla taseiden ja riskipuskureiden valvonta- ja makrovakauspolitiikkaa edistetään myös hintavakautta.

Rahapolitiikan keventäminen taantumissa ja kiristäminen nousukausina tukevat rahoitusvakautta. Toisaalta liian pitkään jatkuva kevyt rahapolitiikka voi lisätä velkaantumista ja kiihdyttää varallisuushintojen nousua, kun taas liian kireä ja väärin mitoitettu rahapolitiikkaa voi syöstä talouden taantumaan.

Vaikka rahapolitiikan vaikutukset rahoitusvakauteen on järkevää huomioida rahapolitiikkapäätöksissä, on huomattava, että rahapolitiikka ei ole päävastuussa rahoitusvakaudesta. Rahapolitiikkaa ei kiristetä automaattisesti rahoitusvakautta uhkaavien riskien lisääntyessä, tai vastaavasti sitä ei välttämättä löysätä rahoitusriskien materialisoituessa.

Rahoitusvakaus sisällytetään rahapolitiikkaan joustavasti siten, että otetaan huomioon vallitsevat olosuhteet eikä vaaranneta keskipitkän aikavälin hintavakautta. Tätä tarkoitusta varten EKP:n rahapoliittisten päätösten valmistelussa käytössä olevaa analyyttista kehikkoa on laajennettu siten, että se ottaa huomioon relevantit rahoitusvakautta koskevat näkökohdat.

EKP on mukana torjumassa ilmastonmuutosta

EKP:n neuvosto päätti myös toimintasuunnitelmasta ilmastonmuutoksen huomioimiseksi rahapolitiikan strategiassa. Tällä päätöksellä EKP:n neuvosto korostaa, että se on sitoutunut huomioimaan systemaattisesti ympäristön kestävyyteen liittyvät seikat rahapolitiikassaan.

Ilmastonmuutos on globaali haaste ja yksi Euroopan unionin politiikan ensisijainen painopiste. Hallituksilla ja parlamenteilla on ensisijainen vastuu ilmastopolitiikasta, mutta myös EKP pyrkii edistämään mandaattinsa puitteissa näitä tavoitteita. EKP lisää analyyttista kapasiteettiaan ilmastokysymysten mukaan ottamiseksi taloudellisissa malleissaan sekä edistää ilmastonmuutokseen liittyvien riskien mittaamista ja raportointia, jotta ne voidaan huomioida riskienhallinnassa, sijoitustoiminnassa ja rahapolitiikan operaatioissa.

11. Englanninkielisessä taloustieteen kirjallisuudessa ilmiötä kutsutaan termillä ”negative macro-financial feedback effects”.
12. Velkadeflaatiossa hintojen lasku lisää velkojen reaalista määrää.

EKP:n rahapolitiikan analyyttinen kehikko uudistettiin

Talouden rakenteelliset muutokset, jotka ovat vaikuttaneet euroalueen talouden kasvupotentiaaliin, reaaliseen tasapainokorkoon, inflaatiokehitykseen ja rahapolitiikan välittymiseen, heijastuvat jatkuvasti euroalueen rahapolitiikan valmistelun analyyttiseen kehikkoon ja analyysivälineisiin. Nämä tekijät olivat myös strategiauudistuksen taustalla. EKP on huomioinut nämä muutokset asteittain ja analysoinut niiden vaikutuksia rahapolitiikan näkökulmasta. Vanha kahden pilarin, rahataloudelliseen ja taloudelliseen analyysiin perustuva rahapolitiikan strategia on muuttunut yhä monipuolisemmaksi.

Muutokset reaalitaloutta ja hintakehitystä koskevassa talouden analyysissa heijastavat tilasto- ja talousindikaattoreiden monipuolistumista sekä taloudellisten mallien ja laskentamenetelmien kehitystä. Taloudellista analyysia ovat muuttaneet myös eurojärjestelmän asiantuntijoiden taloudellisten ennusteiden merkityksen kasvu keskipitkän aikavälin talous- ja inflaationäkymien analyysissa sekä rakenteellisten trendien muutosten systemaattinen arviointi.

Rahatalouden analyysi, joka alun perin arvioi hintavakauden riskejä keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä rahasuureiden, kuten rahan määrän kehityksen perusteella, on kehittynyt laaja-alaiseksi rahapolitiikan välittymistä tarkastelevaksi analyysiksi. Nämä muutokset heijastavat inflaation ja rahan määrän välisen yhteyden heikkenemistä, rahapolitiikan välittymiseen liittyvien häiriöiden yleistymistä globaalin finanssikriisin ja euroalueen velkakriisin seurauksena sekä EKP:n rahapolitiikan välineiden laajenemista.

Näiden muutosten vuoksi EKP:n rahapolitiikkaa koskevat päätökset perustuvat uudistettuun integroituun analyyttiseen kehikkoon, joka yhdistää reaalitalouteen ja hintakehitykseen keskittyvän analyysin ja rahataloudellisen ja rahoitusmarkkinoita koskevan analyysin. Uusi kehikko korvaa kahden pilarin strategian, ja samalla viestinnässä luovutaan kyseisten analyysien ristiin tarkistuksesta (ns. a cross-check). Analyysivälineet ja mallit tulevat olemaan jatkuvan kehittämisen kohteena.

Rahapolitiikan viestinnän ymmärrettävyyttä parannetaan

Rahapolitiikkaa koskevista päätöksistä viestimisen tärkeys on lisääntynyt merkittävästi. Yleisen käsityksen mukaan mitä paremmin ja laajemmin rahapoliittiset päätökset ovat ymmärrettäviä sekä asiantuntijoille että suurelle yleisölle, sitä tehokkaampaa rahapolitiikka on.

Tiedon välittäminen rahapolitiikasta on avainasemassa, kun riippumattoman EKP:n toimintaa arvioidaan tilivelvollisuuden, uskottavuuden ja sen toimien lainmukaisuuden näkökulmasta. Mahdollisimman laajalle ihmisjoukolle ulottuva, johdonmukainen, avoin ja selkeä viestintä on välttämätöntä.

EKP:n neuvosto on sitoutunut kertomaan rahapolitiikan strategiansa ja rahapolitiikkaa koskevat päätökset niin selkeästi kuin mahdollista monille eri tahoille. Rahapolitiikasta kerrotaan neljän hyväksi osoittautuneen viestintätuotteen kautta, jotka ovat

lehdistötiedote, rahapolitiikkakatsaus, talouskatsaus ja rahapolitiikan selonteko. Näitä informaatiokanavia täydennetään kerroksittaisella ja kuvallisella suurelle yleisölle suunnatulla materiaalilla.

EKP:n neuvosto ja kansalliset keskuspankit ovat kuulleet kansalaisten näkemyksiä inflaatiosta, työllisyydestä ja kestävästä talouskasvusta strategia-arvion aikana. Vuoropuhelua tullaan jatkamaan säännöllisesti, jotta eurojärjestelmä kykenee viestimään lähes kaikkeen taloudelliseen toimeliaisuuteen vaikuttavista päätöksistään ymmärrettävästi.

EKP:n neuvosto arvioi myös, että nopeasti muuttuvassa maailmassa rahapolitiikan strategiaa pitää todennäköisesti tarkastella säännöllisesti. Jo nyt on nähtävissä, että digitaalinen keskuspankkiraha, rahaliiton arkkitehtuurissa odotettavissa olevat muutokset, rahoitusmarkkinoiden nopea kehitys, rahoituksen välityksen laajeneminen pankkisektorin ulkopuolisiin instituutioihin ja muut talouden rakenteelliset muutokset, tulevat muuttamaan rahapolitiikan toimintaympäristöä. EKP:n neuvosto ennakoi, että se arvioi rahapolitiikan strategian tarkoituksenmukaisuutta seuraavan kerran vuonna 2025.

Kirjallisuus

Altavilla, C., Burlon, L., Giannetti, M. ja Holton, S. (2021) Is There a Zero Lower Bound? The Effects of Negative Policy Rates on Banks and Firms (April 12, 2021). Journal of Financial Economics (JFE), Forthcoming, Swedish House of Finance Research Paper No. 19–11. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3460947.

Goodhart, C. A. E. ja Pradhan, M. (2020) The Great Demographic Reversal. Aging Societies, Waning Inequalities, and an Inflation Revival. Palgrave Macmillan.

Juselius, M. ja Takáts, E. (2018) The Enduring Link between Demography and Inflation. BIS Working Paper No. 722.

Haavio, M. ja Laine, O. - M. (2021) Monetary policy rules and the effective lower bound in the Euro area. Bank of Finland Discussion Paper 5/2021.

Hartmann, P. ja Smets, F. (2018) The First Twenty Years of the European Central Bank: Monetary Policy. ECB Working Paper No. 2219. Retrieved from https://ssrn.com/abstract=3309645.

Holston, K., Laubach, T. ja Williams, J. (2016) Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2016–11.

Laubach, T. ja Williams, J. (2003) Measuring the Natural Rate of Interest. Review of Economics and Statistics, November 2003, 85(4), 1063–1070.

Laine, O.-M. (2021). The effect of targeted monetary policy on bank lending. Journal of Banking and Financial Economics 1 (15), 25–43. https://jbfe.wz.uw.edu.pl/resources/

html/article/details?id=216686

Nelimarkka, J. ja Laine, O. - M. (2021) The effects of the ECB's pandemic-related monetary policy measures. BoF Economics Review 4/2021.

Paloviita, M., Haavio, M., Jalasjoki, P. ja Kilponen, J. (2021a) What Does "Below, But Close To, Two Percent" Mean? Assessing the ECB's Reaction Function with Real Time Data. International Journal of Central Banking, Vol. 17, No. 2.

Paloviita, M., Haavio, M., Jalasjoki, P., Kilponen, J. ja Vänni, I. (2021b) Reading between the lines - Using text analysis to estimate the loss function of the ECB. Bank of Finland Discussion Paper 12/2020 (updated in September 2021).

Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Guilhem, A. S. ja Yiangou, J. (2019) A Tale of Two Decades: The ECB's Monetary Policy at 20. ECB Working Paper No. 2346. Retrieved from https://ssrn.com/abstract=3515400.

Vilmi, L. (2017) Two tales of the natural rate of interest. BoF Economics Review 1/2017.

Avainsanat

rahapolitiikan strategia, ilmastonmuutos, työllisyys, inflaatio, rahapolitiikka, inflaatiotavoite