

BLOGI

Eurojärjestelmän rahapolitiikan strategian arviointi käynnistyy – miten ja miksi?

Rahapolitiikka | 24.01.2020 | Olli Rehn

KIRJOITTAJA



Olli Rehn
Johtokunnan
puheenjohtaja

Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehn

Taloustoimittajat ry:n vierailu

Suomen Pankki 24.1.2020

- [Esityskalvot \(pdf\)](#)

Eurojärjestelmän rahapolitiikan strategian arviointi käynnistyy – miten ja miksi?

Arvoisat Taloustoimittajat,

Tervetuloa Suomen Pankkiin tähän perinteikkääseen tilaisuuteen, joka teknisistä syistä siirrettiin yhteisymmärryksessä yhdistyksenne pj Jarnon kanssa joulun alta ”paremmalle ajalle”.

Tämä on etenkin siksi parempi aika, että voin tuoreeltaan kuvata teille Euroopan keskuspankin eilistä päätöstä käynnistää eurojärjestelmän rahapolitiikan strategian arviointi ja valottaa sen taustoja.

Rahapolitiikalla on suomalaisille sen verran suuri taloudellinen ja yhteiskunnallinen merkitys, että asiallinen, tutkimustietoon nojaava keskustelu siitä on meilläkin enemmän kuin tarpeen. EKP:n strategia-arvio tarjoaa tähän otollisen, erinomaisen mahdollisuuden.

Ennen kuin menen siihen, pari sanaa kielestä ja käsitteistä.

Tiedän hyvin sen, että sana ”rahapolitiikka” ei kerro kovin paljoa tavalliselle eurooppalaiselle tai

suomalaisellekaan. Eikä inflaatiotakaan ole aina helppo hahmottaa – yleisen hintatason nousua vuodessa.

Esimerkiksi euroalueen inflaatio vuosina 2004–15 oli 1,8 %, kun taas EKP:n tekemän selvityksen mukaan kansalaisten keskimääräinen arvio inflaatiosta oli 9,5 %.¹ Euromaista Suomi on poikkeus yleisestä linjasta: meillä mitattu käsitys inflaatiosta oli ”vain” 3,7 % kun toiseksi pienin luku tuli Portugalista 6,2 % ja kolmanneksi matalin oli saksalaisten 6,6 %.

Mutta ei tilanne tästä paljon poikkea Atlantin toisella puolellakaan. Yhdysvalloissa on tilastojen mukaan viime vuosina päästy melko lähelle 2 prosentin inflaatiotavoitetta. Kuitenkin viime syksynä julkaistussa laadukkaassa tutkimuspaperissa todetaan näin:

”Häkellyttävästi, lähes 40 prosenttia vastaajista arvioi, että Federal Reserve tavoittelee 10 prosentin tai sitä korkeampaa inflaatiovauhtia, joten kotitalouksien tiedoissa Fedin tavoitteista on ammottava aukko.”²

Tällä en missään tapauksessa halua väheksyä tavallisten kansalaisten näkemyksiä – päinvastoin, ymmärrän hyvin erilaisista kokemuksista kumpuavat erilaiset arviot. Mutta tämä kertoo kyllä siitä, miten haastavaa rahapolitiikan tekeminen ja viestintä on. Kansalaisen mikrotason arkikokemus ei aina kohtaa kansantalouden makrotason kokonaislukuja.

Senkin takia on paikallaan toistaa, mitä hintavakaudella tarkoitetaan ja mitä siis rahapolitiikalla tavoitellaan. Soveltaen pariakin Fedin entistä pääjohtajaa, pidän parhaana kansantajuisena määritelmänä hintavakaudelle sellaista talouden tilaa, jossa odotetut muutokset yleisessä hintatasossa eivät merkittävästi vaikuta yritysten tai kotitalouksien päätöksentekoon.³ Tämä tuo varmuutta ja auttaa keskittymään investointi- ja kulutus päätöksiin ilman turhia murheita hintatason muutoksista. Yleensä keskuspankit ovat päätyneet kahden prosentin inflaatiotavoitteeseen, jonka katsotaan parhaiten takaavan hintavakauden, estävän deflaatiovaaran ja – Kaanaan tai ainakin kansan kielellä sanoen – pitävän koneen rasvassa ja talouden pyörät pyörimässä.

Miten tässä tavoitteessa on viime aikoina onnistuttu?

Kalvo 2. Euroalueen talouskehitys 2007–22

Euroalueen talouskasvu hidastui viime vuonna ja inflaatiopaineet olivat vaikeat. Epävarmuus euroalueen talouden näkymistä on edelleen suurta, mutta kasvun odotetaan asteittain vahvistuvan. Tätä varjostavat edelleen kauppasota ja muut globaalit riskit, erityisesti Lähi-idän tilanne.

Kalvo 3. Euroalueen inflaatio selvästi alle tavoitteen

EKP:n ennusteen mukaan kuluttajahintainflaatio jää tänä vuonna 1,1 prosenttiin, kiihtyy ensin vuonna 1,4 ja vuonna 2022 1,6 prosenttiin. Viimeisimmän joulukuun tilastotiedon mukaan virallinen kuluttajahintainflaatio on yhä hidasta eli 1,3 prosentin tasolla.

Myös luotettavampana inflaatiopaineiden mittarina pidetyn pohjainflaation kehitys on ollut yhtä vaimeata. Pohjainflaatiolla viitataan inflaatiolukuun, josta on poistettu energian ja ruoan hinnan vaikutus. Se on pysytellyt pitkään 1 prosentin tuntumassa, mikä kertoo siitä, että euroalueen sisäiset kustannuspaineet ovat olleet vaimeita. Aivan viime aikoina pohjainflaatiossa on tosin näkynyt lieviä nousun merkkejä.

Kalvo 4. Markkinoiden koronnosto-odotukset

Tämänhetkiset markkinoiden koronnosto-odotukset vastaavat jotakuinkin EKP:n ennakoivaa viestintää. Markkinat odottavat – mitattuna eonia-korkojen odotetulla uralla – että korkojen ensimmäinen nousu ajoittuisi vuoden 2022 toiselle neljännekselle.

EKP:n neuvosto kevensi rahapolitiikan viritystä viime vuoden maaliskuussa ja syyskuussa ja ilmoitti samalla, että se pysyy pitkään voimakkaasti kasvua tukevana. Nämä päätökset ovat toimineet hyvin pitämällä yllä kevyitä rahoitusoloja ja vähentämällä rahapolitiikkaa koskevaa epävarmuutta. Tämä on tukenut koko Euroopan, myös Suomen, kestävästä kasvusta ja työllisyyttä. Sen ansiosta EKP:n neuvosto voi myös keskittyä rahapolitiikan pidemmän aikavälin kysymyksiin.

Kalvo 5: EKP:n rahapolitiikan strategia-arvion keskeiset teemat

Vaikeudet inflaatiotavoitteen saavuttamisessa ovatkin taustalla siinä, että EKP:n neuvosto päätti eilen pääjohtaja Christine Lagarden esityksestä käynnistää rahapolitiikan strategia-arvion. Euron käyttöönoton jälkeen EKP:n neuvosto on tarkastellut strategiaansa systemaattisesti vain kerran, vuonna 2003. Sittemmin talouden rakenteet ovat muuttuneet, ja strategiaa on nyt syytä tarkastella uudelleen. Arvio tehdään tiiviissä aikataulussa tämän vuoden aikana.

Keskeinen osa sitä on laajojen kansalaisryhmien ja sidosryhmien näkemysten kuunteleminen. EKP ja kansalliset keskuspankit käyvät vuoropuhelua mm. Euroopan parlamentin ja kansallisten parlamenttien, tutkijoiden ja analyytikkojen, kansalaisjärjestöjen ja paikallisten yhteisöjen kanssa. Myös median rooli prosessissa on tärkeä.

Suomen Pankki järjestää tänä vuonna useita keskustelu- ja kuulemistilaisuuksia kansalaisten ja sidosryhmien kanssa. Tapaamme normaalistikin tiheään eri järjestöjen ja yritysten edustajia ja opiskelijoita. Vuoden mittaan järjestettävissä tapaamisissa keskitytään kuulemaan, miltä tilanne taloudessa näyttää eri kansalaisryhmien näkökulmasta. Tulemme keskustelemaan hintavakauden

lisäksi myös rahapolitiikan muista tavoitteista, kuten ilmatoriskien hallinnasta.

Miksi strategia-arvio?

On syytä rajata, mitä strategia-arviolla ei ole tarkoitus muuttaa, eli EKP:n pyrkimystä hintavakauteen. Se on ankkuroitu Euroopan unionin perussopimukseen. Sen sijaan arviossa on tarkoitus saada selville, miten toimintaympäristön muutokset vaikuttavat rahapolitiikkaan. Tulee mieleen mitä John Quincy Adams, Yhdysvaltain 6. presidentti, aikoinaan totesi, ”En näe muutosta politiikassa, vain olosuhteissa.”

Mikä sitten on muuttunut? Nostan tässä esiin kaksi keskeistä analyyttistä kysymystä. Ensimmäinen liittyy luonnollisen korkotason laskuun, joka rajoittaa rahapolitiikan liikkumavaraa, ellei politiikkaa sopeuteta. Toinen liittyy sitkeästi hitaaseen inflaatiovauhtiin, ja etenkin inflaatio-odotusten jämähtämiseen liian alaiselle tasolle.

Ensiksi ”luomukorosta”. Luonnollinen korko määritellään yleensä sellaiseksi reaalisen lyhyen koron tasoksi, joka vallitsee, kun talouden resurssit ovat täyskäytössä ja inflaatio pysyy vakaasti tavoitteessa.

Korot kehittyneissä talouksissa ovat laskeneet finanssikriisiä edeltäneiltä tasoilta. On todennäköistä, että ns. pitkän aikavälin reaalin tasapainokorko on laskenut. Tämän arvioidaan johtuvan siitä, että säästämishalukkuutta on taloudessa aikaisempaa enemmän ja/tai investointivalmiutta vähemmän, mikä puolestaan johtuu mm. väestön ikääntymisestä ja vaikuttaa pätevän läpi läntisen maailman.

Kalvo 6. Luonnollisen koron arvioita

Kuviossa 6 esitetään luonnollisen koron arvioita euroalueelle. Jos luonnollinen korkotaso jää pitkäksi aikaa matalaksi, keskuspankki tulee kohtaamaan nimelliskorkojen lattian aiemmin arvioitua useammin. Tämä asettaa paineita rahapolitiikalle, kun keskuspankin on tarve pohtia sitä, kuinka voimakkaasti se reagoi hintanäkymien muutoksiin.

Rahapolitiikan tekijän asemaa tosin hankaloittaa se, ettei luonnollinen korko kuitenkaan ole havaittu muuttuja, vaan se pitää arvioida käyttäen erilaisia tutkimusmenetelmiä. Yhtä kaikki: Jos lyhyt reaalikorko on korkeampi kuin luonnollinen korko, rahapolitiikka jarruttaa suhdannekehitystä. Toisaalta kun lyhyt reaalikorko on alempi kuin luonnollinen korko, on rahapolitiikka elvyttävää.

Toiseksi inflaatio-odotuksista, jotka ovat jämähtäneet alhaiselle tasolle.

Kalvo 7. Inflaatio-odotukset euroalueella matalat

Inflaatio-odotuksilla on oleellinen merkitys inflaation määräytymisessä. Keskuspankin on vaikea veikeälläkään rahapolitiikalla kiihdyttää inflaatiota, jos yleinen odotus on, että tuleva inflaatio on hidasta.

Vuoden 2015 jälkeen on käynyt ilmeiseksi, että inflaatio-odotukset euroalueella eivät ole olleet ankkuroituneita – tai EKP:n neuvosto on tavoitellut selvästi alle kahden prosentin inflaatiota. Tähän on viitannut myös Suomen Pankin oma tutkimus, jonka mukaan EKP:n neuvoston inflaatiotavoite on tosiasiansa ollut 1,6–1,7 prosentin luokkaa.⁴

Erilaiset käsitykset hintavakauden määritelmästä ja siis rahapolitiikan ensisijaisesta tavoitteesta ovat ongelma rahapolitiikan näkökulmasta. EKP:n vuoden 2003 strategia-arviossa päädyttiin pitämään hintavakauden määritelmä ennallaan alle kahden prosentin hintojen nousuna. Sitä täydennettiin inflaatiotavoitteella, ”lähellä mutta alle 2 prosenttia”, hintavakauden saavuttamiseksi. Tämä kaksiosainen määritelmä poikkeaa alaspäin eli tiukempaan suuntaan muiden keskuspankkien tavoitteista, jotka ovat yleensä symmetrisiä ja noin 2 %.

Kuvio 8. Kahden prosentin katto synnyttää ylärajan inflaatiolle

Inflaatio-odotusten kannalta EKP:n määritelmä on pulmallinen, koska se sallii periaatteessa inflaation hidastuvan tilapäisesti jopa lähelle nollaa. Määritelmän voidaan periaatteessa myös tulkita asettavan inflaatiolle katon kahteen prosenttiin. Näin EKP:n inflaatiotavoite voidaan nähdä selvästi tiukempaan kuin muiden keskuspankkien tavoitteet.

Yksi varteenotettava vaihtoehto on lähestyä muiden keskuspankkien joustavan inflaatiotavoitteen käytäntöjä. Joustava inflaatiotavoite tarkoittaa, että keskuspankki pyrkii pitämään inflaation mahdollisimman vakaana ja lähellä tavoitetta sekä samanaikaisesti vakauttamaan reaalitalouden toiminnan lähelle talouden täyttä kapasiteettia.

Joustavuudella tarkoitetaan muun muassa sitä, että aikahorisontti, jolla tavoitteeseen pyritään, voi vaihdella – esimerkiksi tilapäisiin hintasokkeihin, kuten öljyn hinnan muutoksiin, ei reagoida ”yksi yhteen”. Joustavuuteen kuuluu myös valmius korjata menneitä politiikkavirheitä.

Keskuspankin inflaatiotavoite on tässä politiikkamallissa paitsi joustava myös symmetrinen ja eteenpäin katsova. Symmetrisyys viittaa siihen, että inflaatiotavoitteella on selkeä odotuksia ohjaava keskipiste, josta poikkeamia pidetään yhtä haitallisina ja joihin myös reagoidaan symmetrisesti. Lyhyellä aikavälillä inflaatio voi vaihdella tavoitteen – esimerkiksi 2 prosentin – molemmin puolin, kunhan se pysyy tavoitteen mukaisella polulla ja keskipitkällä aikavälillä lähentyä itse tavoitetta. Tällainen tavoite on myös mahdollista selkeästi viestiä suurelle yleisölle, mikä on tärkeä osa toimivaa rahapolitiikkaa.

Viime aikoina on käyty keskustelua myös jonkinlaisen vaihteluvälin asettamisesta inflaatiotavoittele pistetavoitteen sijasta. Ajatuksena on, että vaihteluväli kuvaisi inflaatiotavoitteen saavuttamiseen liittyvää epävarmuutta ja jättäisi siten tilaa olla reagoimatta sellaisiin hintatason muutoksiin, joiden voidaan katsoa olevan väliaikaisia, kuten verotuksen tai energian hinnan muutokset. Ei kuitenkaan ole selvää, miksei samaan päästäisi sillä, että inflaatiotavoite asetetaan eteenpäin katsovasti keskipitkälle aikavälille. Se ajaa saman asian.

Vaihteluvälin hyötyjä ja haittoja on analysoitava myös inflaatio-odotusten ankkuroinnin näkökulmasta. Jos vaihteluväli tavoitteen ympärillä passivoi rahapolitiikkaa, ei se todennäköisesti ainakaan vahvista keskuspankin kykyä ankkuroida odotuksia.

Arvoisat taloustoimittajat,

Yhteenvetona: EKP:n strategiarevisiossa ei ole kyse mistään teoreettisesta harjoituksesta – vaikka siinä taloustieteeseen toki nojaututaankin – vaan hyvin konkreettisesta pyrkimyksestä siihen, että rahapolitiikka parhaalla mahdollisella tavalla ylläpitää hintavakautta ja siten tukee kestäväää kasvua ja korkeaa työllisyyttä.

Lopuksi toivon, että rahapolitiikan strategia-arvioon ryhdytään ensinnäkin tutkimustietoon nojautuen – ”in science we trust” – ja toiseksi avoimin mielin, ilman kovia ennakkokantoja. Vaikka politiikka, talouspolitiikkakin, on presidentti Mauno Koiviston sanonnan mukaan aina väärää jostakin näkökulmasta, niin tällä kertaa sopii silti pyrkiä filosofi Jürgen Habermasin muotoileman ”herruudesta vapaan diskurssin” hengessä siihen, että paras argumentti voittaa.

Nyt onkin aika siirtyä sellaiseen keskusteluun myös tässä tilassa. Olen valmis vastaamaan kysymyksiinne ja kuuntelemaan kommentteja.

Kiitos mielenkiinnosta!

Asiasanat

eurojärjestelmä, rahapolitiikan strategia, rahapolitiikka