



Miten euroalueella ylläpidetään samanaikaisesti sekä hinta- että rahoitusvakautta?

9.9.2015 – Analyysi – Rahapolitiikka



Hanna Freystätter
Vanhempi neuvonantaja

Rahapolitiikan toimintaympäristö on muuttunut: maa- ja sektorikohtaista ylikuumenemista vaimentava euroalueen makrovakauserjestelmä – ns. makrovakauserhikko – on vahvempi kuin ennen finanssikriisiä. Uusi järjestelmä ei kuitenkaan ole vielä valmis, mikä kasvattaa tarvetta osallistua rahoitusvakauden ylläpitämiseen myös rahapolitiikan avulla. Vaikka makrovakauserjestelmä olisi nykyistä vahvempi, poikkeuksellisen kevyen rahapolitiikan mahdollisia epäsuotuisia sivuvaikutuksia on hyvin vaikea täysin estää. Nykytilanteessa talouskasvun voimistuminen rahapolitiikan avulla kuitenkin tukee myös rahoitusvakautta.



Kevyt rahapolitiikka ylläpitää nykytilanteessa sekä hinta- että rahoitusvakautta

Euroalueen poikkeuksellisen kevyellä rahapolitiikalla on pyritty pitämään inflaatio-odotukset ankkuroituneina ja varmistamaan, ettei hitaan inflaation vaihe jatku liian kauan. Pitkään matalana pysyvä ohjauskorko ja käynnissä oleva laaja osto-ohjelma laskevat osaltaan pitkiä korkoja, keventävät yritysten ja kotitalouksien rahoitusoloja ja nostavat varallisuuserien hintoja euroalueella. Odotukset rahapolitiikan pysymisestä

kevyempänä kuin muilla keskeisillä talousalueilla heikentävät euron kurssia suhteessa muihin valuuttoihin. Kaiken kaikkiaan kevyt rahapolitiikka lisää kysyntää ja kiihdyttää inflaatiota euroalueella.

Euroalueella rahapolitiikka vaikuttaa erityisesti pankkien luotonannon kautta. Syksyllä 2014 valmistunut pankkien taseiden kattava arviointi ja yhteisen pankkivalvonnan käynnistyminen kohentavat pankkien luotonantokanavan toimintaa. Samaan aikaan käynnissä on myös pankkien kiinteiden vakavaraisuusvaatimusten kiristäminen asteittain rahoitusvakauden turvaamiseksi. Uuden sääntelykehikon kaikkien osien yhteisvaikutusta on vaikea arvioida, ja siirtymävaiheessa vaikutukset voivat olla erilaiset kuin pidemmällä aikavälillä. Siirtymävaiheessa nämä kiristykset voivat esimerkiksi vaimentaa rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta, mutta jatkossa pankkisektori kestää aiempaa paremmin talouteen epäsuotuisasti vaikuttavat häiriöt. Vakavarainen pankkisektori myös pystyy kasvattamaan luotonantoa, kun euroalueen talouskasvu kiihtyy.

Yksi esille nostettu huoli on, että pankit saattavat uuden sääntelyn alaisina vältellä riskipitoista yrityslainanantoa, koska se edellyttää pankeilta aiempaa enemmän lisäpääomia.^[1] Samaan aikaan taas asuntolainanannon pienemmät riskipainot saattavat houkutella pankkeja lisäämään asuntolainanantoa. Tilanteesta kärsivät erityisesti pankeista riippuvalaiset PK-yritykset ja uudet yritykset. Isommat yritykset sen sijaan hankkivat rahoituksensa yhä enemmän pääomamarkkinoilta. Pahimmillaan rahapoliittinen elvytys voisi ohjautua uudessa sääntely-ympäristössä pankkien kautta liian voimakkaasti asuntomarkkinoille yritysten tuotannollisten investointien sijaan.

Inflaation kestävä normalisoituminen edellyttää, että rahapolitiikan vaikutukset ulottuvat laajasti reaalityöelämään. Tästä syystä olisi toivottavaa, että kevyt rahapolitiikka keventäisi yritysten rahoitusoloja ja elvyttäisi tuotannollisia investointeja euroalueella. Eurojärjestelmän luotonantoa tukevat rahapoliittiset toimet on suunniteltu niin, että ne kannustavat pankkeja erityisesti lisäämään yritysluotonantoa. Euroalueella ongelmana on ollut se, että poikkeuksellisen matala ohjauskorko ei ole kaikkialla välittynyt täysimääräisesti pankkien antolainauskorkoihin ja pankkien lainananto erityisesti yrityksille on ollut vaikeaa. Esimerkiksi syyskuussa 2014 aloitetuissa kohdennetuissa pitkäaikaisissa rahoitusoperaatioissa (TLTRO) pankeilta edellytetään yrityslainanannon lisäämistä, jotta niillä on oikeus edulliseen pitkäaikaiseen (vuoden 2018 lopulla erääntyvään) keskuspankkiluottoon.

Riskinä kuitenkin on, että laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kautta merkittävästi kasvava rahan määrä yhdistettynä kiristyneeseen sääntelyyn voi johtaa siihen, että elvytys suuntautuu liaksi asuntomarkkinoille tai ns. varjopankkisektorille. Asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen olisi erityisen vaarallista, sillä velkavetoisen asuntokuplan puhkeamisen myötä taantumasta tulee usein syvä ja pitkäkestoinen. Vaikka osakekuplankaan syntyminen ei ole toivottavaa, sen puhkeamisen vaikutukset reaalityöelämään ja hintavakauteen ovat yleensä jääneet pienemmiksi kuin asuntokuplan puhkeamisen seuraukset. Elvytyksen kohdistuminen voimakkaasti varjopankkisektoriin ja välittyminen sen kautta sisältävät riskejä, sillä tästä seuraavia rahoitusvakauteen

1. Ks. esim. Fontaine Vive (2015) ja Barut et al. (2015).

kohdistuvia uhkia ei vielä täysin välttämättä edes ymmärretä, saati kyetä hallitsemaan.

Varallisuushintojen nousu on kuitenkin keskeinen kevyen rahapolitiikan vaikutuskanava, sillä se tukee kotitalouksien ja yritysten taseita. Varallisuushintojen nousu ja luotonannon kasvu eivät ole automaattisesti merkki kuplan syntymisestä. Euroalueen talouden koheneminen kevyen rahapolitiikan avulla tukee myös rahoitusvakautta^[2] lisäämällä työllisyyttä ja helpottamalla velanhoitoa sekä huomattavan velkaantumisen vähentämistä, millä on myönteisiä vaikutuksia myös pankkien tilaan.

Vahva makrovakausrjestelmä pitää elvyttävän rahapolitiikan epäsuotuisat sivuvaikutukset pieninä

Verrattuna finanssikriisiä edeltävään aikaan euroalueella on huomattavasti paremmat mahdollisuudet torjua makrovakausrpolitiikan avulla rahoitusjärjestelmän riskejä. Euroalueella vuosina 2014–2016 laajasti käynnistyvällä vastasyklisellä (dynaamisella) makrovakausrpolitiikalla pyritään hillitsemään luotonannon ja velkaantumisen liiallista kasvua noususuhdanteessa ja siten vaimentamaan rahoitusjärjestelmän myötäsyyklisyyttä^[3] eli suhdanteita voimistavia taipumuksia. Vastasyklisellä makrovakausrpolitiikalla voidaan tukea kevyen rahapolitiikan kohdentumista euroalueella suotuisasti niin, että maa- tai sektorikohtaisia ylilyöntejä ei nähdä, vaan vaikutukset ulottuvat talouteen tasaisesti.^[4]

Euroalueen uudessa makrovakausrjärjestelmässä^[5] poikkeuksellisen kevyen rahapolitiikan aiheuttamia rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä vastaan puolustaudutaan kahdella tasolla: ensisijaisesti kansallisten makrovakausrviranomaisten toimilla (first line of defense) ja toissijaisesti tarvittaessa EKP:n kiristävillä toimilla (second line of defense). Vaikka kriisistä on opittu, euroalueen makrovakausrjärjestelmä ei vielä kuitenkaan ole täydessä toiminnassa ja esille on jo nostettu useita puutteita.

Uuden järjestelmän ydin on, että kansalliset makrovakausrviranomaiset, kuten Suomessa Finanssivalvonta, vastaavat ensisijaisesti oman maansa makrovakausrpolitiikasta.^[6] Pääosa makrovakausrpolitiikan välineistöstä määritellään EU-lainsäädännössä kaikille yhteisesti. Jäsenmaissa on tämän lisäksi mahdollisuus säätää kansallisesti lisävälineistä. Kaikki maat eivät kuitenkaan vielä ole käyttäneet tätä mahdollisuutta kovin laajasti.

Kansallisia makrovakausrviranomaisia rajoittaa näin ollen se, mitä välineitä kunkin maan

2. Ks. esim. ECB (2015).

3. Ks. esim. Freystätter et al. (2013).

4. Makrovakausrpolitiikkaa on euroalueella vahvistettu myös ottamalla käyttöön sellaisia makrovakausrvälineitä, joita ei ensisijaisesti ole tarkoitus käyttää vastasyklisesti, vaan jotka vahvistavat rahoitusjärjestelmän riskinsietokykyä.

5. Termillä makrovakausrjärjestelmä viitataan laajempaan käsitteeseen kuin pelkästään käytettävissä oleviin makrovakausrvälineisiin (kuten vastasyklinen pääomapuskuri tai lainakatto), sillä käsite pitää sisällään myös mm. toimivaltaan ja päätöksentekoon liittyviä seikkoja.

6. Makrovakausrvalvonta on Suomessa moniviranomaisyhteistyötä. Kansallinen makrovakausrviranomainen on Finanssivalvonta, jonka johtokunta tekee päätökset makrovakausrvälineiden käytöstä. Päätösten tukena oleva makrovakausranalyyysi perustuu Suomen Pankin, Finanssivalvonnan ja valtiovarainministeriön tiiviiseen yhteistyöhön.

lainsäädäntöön on sisällytetty. Esimerkiksi, jos kansallinen makrovakausrakenteellinen näkee poikkeuksellisen elvyttävän rahapolitiikan kohdistuvan voimakkaasti asuntomarkkinoihin, se ei pysty toimimaan tehokkaasti, jos asuntomarkkinoiden ylikuumenemiseen parhaiten tehoavia makrovakausrakenteita ei ole viety kyseisen maan lainsäädäntöön. Lainsäätäjillä onkin keskeinen rooli maakohtaisen makrovakausrakenteen tehokkuuden rakentajana.

Kun EKP otti marraskuussa 2014 hoitaakseen suurimpien pankkien valvonnan, se sai samalla toimivaltaa myös makrovakausrakenteesta. Euroalueen uudessa institutionaalisessa rakenteesta makrovakausrakenteen toimivalta on jaettu kansallisten viranomaisten ja EKP:n kesken.^[7] EKP:llä on mahdollisuus tehdä kireämpiä toimivallastaan olevia makrovakausrakenteita koskevia päätöksiä kuin kansallisilla valvoilla. EKP:ssä merkittävä vastuu euroalueen makrovakausrakenteesta on EKP:n neuvostolla, joka viime kädessä vastaa siitä, että makrovakausrakenteikka on tarpeeksi kireää.

EKP:n rooli euroalueen makrovakausrakenteesta on vasta muovautumassa. EKP:n johtokunnan jäsenet ovat tuoneet puheissaan esille tätä uutta rooliaan mm. korostamalla rahoitusvakauden vaalimista osana tehtäviään sekä EKP:n neuvoston merkittävää vastuuta makrovakausrakenteellisesta päätöksenteosta.^[8] EKP:n makrovakausrakenteet ovat kuitenkin rajalliset. Sen toimivalta ulottuu vain osaan kansallisella tasolla käytettävissä olevista makrovakausrakenteista, toimivalta on epäsymmetristä (vain kiristäviä toimia), ja vastuu on jaettu kansallisen viranomaisen kanssa.^[9]

Jotta makrovakausrakenteikalla olisi vaikutusta, käytettävissä olevien välineiden tulisi olla riittävän tehokkaita.^[10] Tämän toteutumista rajoittaa EKP:n kannalta se, että jäsenmaissa kansallisesti säädetyt lisävälineet ovat EKP:n ulottumattomissa. Esimerkiksi lainakatto ei kuulu EKP:n säädettävissä oleviin välineisiin, ja kukin maa saa itse päättää tämän välineen käytöstä.

EKP:n käytettävissä ovat kuitenkin EU:n vakavaraisuusasetukseen ja -direktiiviin sisältyvät makrovakausrakenteet. Näihin sisältyy käytännössä kaksi vastasyklisiä makrovakausrakenteita: pankeille harkinnanvaraisesti asetettava muuttuva lisäpääomavaatimus (vastasyklinen pääomapuskurivaatimus) sekä kiinteistövakuudellisiin luottoihin sovellettavat asetuksen mukaista vähimmäismäärää suuremmat pääomavaatimukset. EKP:llä ei siis välttämättä ole mahdollisuutta kohdistaa kiristäviä makrovakaustoimia tehokkaasti kulloiseenkin ongelmaan. Toisaalta, jos maakohtainen makrovakausrakenteikka on tehokasta ja tarkoituksenmukaista, EKP:n käytettävissä olevan välinevalikoiman suppeudesta ei välttämättä seuraa ongelmia.

Toimivallan epäsymmetrisyyttä voidaan myös pitää rajoitteena. EKP:n mahdollisuus tehdä vain kiristäviä toimia on kuitenkin harkittua. Sen tarkoituksena on ehkäistä passiivisuutta tilanteissa, joissa kansallisella tasolla tulisi toteuttaa suuren yleisön

7. Pankkiunioniin kuuluu tällä hetkellä vain euroalueen maita, joten sekä eurojärjestelmän yhteinen rahapolitiikka että EKP:n makrovakausrakenteet koskevat euroalueeseen kuuluvia maita.

8. Ks. esim. Draghi (2014) ja Lautenschläger (2014).

9. Grande (2014).

10. Ks. esim. Schoemaker (toim.) (2014).

silmissä epäsuosittuja makrovakaustoimia. Keventäviä makrovakauspäätöksiä kansallisten viranomaisten voi sen sijaan olla helpompi tehdä ilman EKP:n tukea.

EKP:n ja kansallisten viranomaisten jaettu vastuu voi myös pahimmillaan johtaa siihen, että kumpikaan taho ei todellisuudessa toimi niin kuin olisi vastuussa. EKP:n (ja erityisesti EKP:n neuvoston) toimivaltaa voidaan perustella sillä, että EKP:llä on paras kuva euroalueesta kokonaisuutena ja kyky hahmottaa eri politiikkalohkojen riippuvuussuhteet.

Yhteisten käytettävissä olevien vastasyklisen makrovakausräyhälineiden (kuten vastasyklisen pääomapuskurin) tehoon liittyvät epäilyt^[11] koskevat kuitenkin yhtäläisesti sekä EKP:tä että kansallisia makrovakausräyhälinjoja. Lisäksi voidaan esittää yleinen kritiikki makrovakausräyhälineiden rajallisesta ulottuvuudesta: nykyiset euroalueella käytettävissä olevat makrovakausräyhälineet on kohdistettu lähes yksinomaan pankkeihin ja niiden välittämään rahoitukseen, jolloin kattamatta jäävät pankkisektorin ulkopuolella toteutettava rahoituksenvälitys ja esimerkiksi osakemarkkinakuplat.

Yksi näkökulma kuitenkin on, että pankkien luotonantoon kohdistuva makrovakausräyhälinjo voi olla euroalueella tehokasta, koska pankit pitkälle hoitavat rahoituksenvälityksen, ja tähän myös nykyiset makrovakausräyhälineet kohdistuvat.^[12] Euroalue on myös erityinen, sillä rahoitusmarkkinat ovat edelleen jossain määrin fragmentoituneet. Maakohtaiset pankkisektoriin kohdistuvat makrovakaustoimet ovat siis paljon tehokkaampia kuin ne olisivat siinä tapauksessa, jos pääomamarkkinoiden merkitys olisi suuri ja rahoitusmarkkinoiden fragmentoituneisuus vähäistä.

Voidaan kuitenkin kysyä, pystyvätkö yksittäiset maat jo tällä hetkellä kantamaan vastuunsa omasta makrovakaudesta ja pystyvätkö EKP kantamaan vastuunsa euroalueen rahoitusvakauden viimekätisenä turvaajana. Esimerkiksi asuntomarkkinoiden ylikuumentuminen voi olla vaikea tilanne, jos kansallisia viranomaisia rajoittaa riittävien makrovakausräyhälineiden puuttuminen kansallisesta lainsäädännöstä ja/tai EKP:n neuvostoa rajoittaa se, että erityisesti asuntomarkkinoiden ylikuumentumista hillitsevät makrovakausräyhälineet eivät ole käytettävissä sen päätöksenteossa. Käytettävissä olevien makrovakausräyhälineiden valikoiman laajentaminen pikaisesti on toivottavaa.^[13] Vastasyklisen makrovakausräyhälineiden aktiiviseen käyttöön pitää myös varautua, sillä korkotaso pysynee matalana pitkään ja laajennettua osto-ohjelmaa jatketaan, kunnes inflaatio on kestävästi hintavakauteen johtavalla uralla.

Pitäisikö rahapolitiikan osallistua rahoitusvakauden ylläpitämiseen euroalueella?

EKP:n ensisijainen tavoite on hintavakauden ylläpitäminen. Kun hintavakauden tavoite ei ole vaarantuneena, rahapolitiikalla voidaan tukea myös muita EU:n talouspoliittisia tavoitteita, kuten tasapainoista talouskasvua. Rahoitusvakaus edesauttaa hintavakauden

11. Ks. esim. Cecchetti (2015).

12. Panetta (2014).

13. Ks. esim. Constâncio (2015).

saavuttamista ja siten EKP:n mandaatin toteutumista. Rahoitusvakautta tarvitaan, jotta rahoitusjärjestelmä toimii ja rahapolitiikka välittyy tehokkaasti, ja näin ollen keskuspankki pystyy ylläpitämään hintavakautta. Rahoitusvakauden vallitessa todennäköisyys joutua nollakorkorajalle ja epätavanomaisten rahapolitiikan toimien varaan vähenee.

Euroalueen yhteistä rahapolitiikkaa toteutetaan tällä hetkellä toimintaympäristössä, jossa alueen makrovakausrakenteen tehokkuuteen liittyy epävarmuutta. Epävarmuuden takia ei ole selvää, toimiiko tämänhetkinen rahapolitiikka heikon vai vahvan makrovakausrakenteen oloissa. Yksinkertaistaen voidaan arvioida, että jos euroalueen nykyinen makrovakausrakenne on vahva, poikkeuksellisen elvyttävän rahapolitiikan epäsuotuisat sivuvaikutukset jäävät pieniksi. Jos sen sijaan euroalueen makrovakausrakenne on nykymuodossaan vielä liian heikko, rahapolitiikalla voidaan pyrkiä aktiivisesti ja täysimittaisesti nojaamaan tuulta vasten (leaning against the wind)^[14], rahoitusvakausasiat voidaan jättää täysin huomiotta rahapolitiikkapäätöksissä tai toiminta voi olla jotain näiden väliltä.

Euroalueen uusi makrovakausrakenteen institutionaalinen rakenne merkitsee, että tavanomaisesta tuulta vasten nojaamisesta ei alueella nykytilanteessa olisi kyse. Ensisijainen vastuu rahoitusvakauksesta on kansallisella makrovakausrakenteella, jonka odotetaan vaimentavan finanssisyklejä ja vähentävän tarvetta nojata tuulta vasten rahapolitiikalla.

Rahapolitiikan mahdollinen avustava merkitys rahoitusvakauden ylläpitämisessä on kuitenkin viime vuosina noussut uudelleen esille.^[15] On esitetty, että rahapolitiikalla pitäisi osallistua rahoitusvakauden ylläpitämiseen tilanteessa, jossa makrovakausrakenne ei ole kovin vahva.^[16] Lisäksi vaikka pankkien luotonantoon kohdistuva makrovakausrakenne toimisi, entistä kireämpi sääntely saattaa työntää rahoitusvakauriskejä ns. varjopankkisektorille. Niin kauan kuin euroalueelta puuttuvat varjopankkisektorille ulottuvat makrovakausrakenteet, rahapolitiikassa voidaan joutua ottamaan vastuuta siksi, että sen vaikutukset ulottuvat yleisten rahoitusolojen kautta myös varjopankkisektoriin.

Rahapoliittisessa päätöksenteossa annettaisiin siis heikon makrovakausrakenteen tapauksessa nollaa suurempi paino rahoitusvakauden ylläpitämiselle (third line of defense). Jos rahapolitiikalla osallistutaan rahoitusvakauden ylläpitämiseen, rahapolitiikka voidaan joutua kiristämään niin, että inflaatio ja tuotanto pysyvät pidemmän aikaa tavoitteitaan ja potentiaaliaan vaimeampina, jotta vältetään finanssikuplan syntyminen. Tällaisessa tilanteessa on kuitenkin vaarana, että keskuspankin uskottavuus hintavakauden vaalijana kärsii.^[17] Ensisijaisen tavoitteen uskottavuutta pitäisikin tässä tapauksessa jollain lailla vahvistaa. Yksi ehdotus on, että sitoudutaan hintatasotavoitteeseen.^[18] Tällöin pidemmän aikaa hitaana pysyvä inflaatio

14. Ks. esim. IMF (2014). Tuulta vasten nojaamisella tarkoitetaan rahapolitiikan mitoittamista, joka on kireämpää kuin puhtaasti hintavakaustavoitteen kannalta olisi välttämätöntä, mutta joka pyrkii vaimentamaan varallisuushintojen nousua ja rahoitusepätasapainon kasvua.

15. Ks. esim. Bernanke (2011) ja King (2012).

16. Smets (2014).

17. Smets (2014).

kompensoidaan jossain vaiheessa niin, että hintatasomielessä pysytään entisellä uralla.

Vahvan makrovakausrakenteen tapauksessa rahapolitiikan päätöksenteko helpottuisi siinä mielessä, että rahapolitiikassa voitaisiin keskittyä täysin ensisijaiseen tavoitteeseen eli hintavakauden vaalimiseen. Vahvan makrovakausrakenteen tapauksessa vastasykkisten makrovakausrakenteiden käyttö vaikuttaisi kuitenkin luotonannon ja varallisuushintojen kautta myös reaalityalouden suhdannevaihteluihin ja sitä kautta inflaatioon. Euroalueella tämä merkitsisi rahapolitiikan toimintaympäristön muuttumista tavalla, jota ei vielä täysin tunneta. Jos esimerkiksi vahva rahapolitiikka ja vahva makrovakausrakenteen vaikuttavat samansuuntaisesti, vastasykkisen makrovakausrakenteen rahoitusoloja kiristävä ja luotonantoa vaimentava vaikutus tulee ottaa osaksi kokonaisvaikutusten arviointia, jotta rahapolitiikkaa ei mitoiteta väärin. Makrovakausrakenteen mitoituksen euroalueen eri maissa tulisi tällaisessa tilanteessa olla tärkeä osa alueen talouskehityksen arviointia.

Lyhyellä aikavälillä muut politiikkalohkot, kuten rahapolitiikka, joutuvat ottamaan euroalueen nykyisen makrovakausrakenteen annettuna. Hieman pidemmällä aikavälillä tätä järjestelmää on mahdollista pyrkiä muuttamaan, jos arvioidaan, että se ei vielä nykyisellään ole riittävän tehokas tai ulotu riittävän laajalle (esim. varjopankkisektoriin). Useat tahot ovat kuitenkin varoittaneet makrovakausrakenteen kohdistuvista liian suurista odotuksista: on mahdollista, että niin vahvaa makrovakausrakenteen ei ole pidemmälläkään aikavälillä mahdollista rakentaa, että vastasykkisen makrovakausrakenteen teho euroalueella riittäisi kompensoimaan aika ajoin poikkeuksellisen kevyen rahapolitiikan epäsuotuisia vaikutuksia. On myös esitetty, että makrovakausrakenteen ja rahapolitiikan pitää ajatella täydentävän toisiaan.^[19] Makrovakausrakenteen ei pidäkään odottaa täyttä tehoa, jos pyrkimyksenä on vaikuttaa rahapolitiikan kanssa vastakkaiseen suuntaan.^[20]

Rahapolitiikassa pitää ottaa huomioon, että euroalueen nykyisen makrovakausrakenteen tehokkuus voidaan joko ali- tai yliarvioida. Jos teho yliarvioidaan, voidaan sysätä rahapolitiikan epätoivottuja sivuvaikutuksia makrovakausrakenteen hoidettavaksi, vaikka se ei siihen ainakaan vielä tällä hetkellä kykene. Jos taas teho aliarvioidaan, voidaan rahapolitiikka mitoitaa väärin. Euroalueella voidaan myös olla tilanteessa, jossa makrovakausrakenne on joissakin maissa vahva ja toisissa heikko. EKP:n neuvoston voimakas sitoutuminen hintavakauden tavoitteeseen on joka tapauksessa välttämätöntä, ja euroalueen talouden kohentuminen tukee myös rahoitusvakautta.

Lähteet:

Barut, M.-L. – Rouillé, N. – Sanchez, S. (2015) The Impact of the New Regulatory Paradigm on the Role of Banks in Financing the Economy. Financing the Economy: New Avenues for Growth. Financial Stability Review, No 19. Huhtikuu 2015. Banque de France.

18. Woodford (2012).

19. Esim. Hannoun (2015) ja Bruno et al. (2015).

20. Ks. myös IMF (2013).

- Bernanke, B. (2011) The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice. Puhe konferenssissa "Long Term Effects of the Great Recession". Federal Reserve Bank of Boston 18.–19.10.2011.
- Bruno, V. – Shim, I. – Shin, H. S. (2015) Comparative Assessment of Macroprudential Policies. BIS working papers, No 502.
- Cecchetti, S. G. (2015) Monetary Policy within the New European Financial Regulatory Architecture. Esitys konferenssissa "ECB and its Watchers XIV", 11.3.2015.
- Constâncio, V. (2015) Strengthening Macroprudential Policy in Europe. Puhe konferenssissa "The macroprudential toolkit in Europe and credit flow restrictions". Vilnius 3.7.2015. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150703.en.html>.
- Draghi, M. (2014) Stronger together in Europe: the contribution of banking supervision. Puhe Frankfurtissa 20.11.2014. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141120.en.html>.
- ECB (2015) Financial Stability Review. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>.
- Fontaine Vive, P. de (2015) Key Initiatives to Unlock Bank Lending to the European Corporate Sector. Financing the Economy: New Avenues for Growth. Financial Stability Review, No 19. Huhtikuu 2015. Banque de France.
- Freystätter, H. – Putkuri, H. – Vauhkonen, J. (2013) Finanssisyklit, rahapolitiikka ja makrovakaupoliittika euroalueella. Euro & talous 4/2013.
- Grande, M. (2014) Integrating Macro- and Microprudential Supervision at the ECB. Esitys konferenssissa "Global Banking Standards and Regulatory and Supervisory Priorities in the Americas". Lima 4.–5.11.2014.
- Hannoun, H. (2015) Ultra-low or Negative Interest Rates: What They Mean for Financial Stability and Growth. BIS, Eurofi High-Level Seminar. Riga 22.4.2015.
- IMF (2013) The Interaction of monetary and macroprudential policies.
- IMF (2014) Monetary Policy in the New Normal. IMF Staff Discussion Note SDN/14/3.
- King, M. (2012) Twenty Years of Inflation Targeting. Stamp Memorial Lecture at London School of Economics. London 9.10.2012.
- Lauterschläger, S. (2014) The interplay between macro-prudential, micro-prudential and monetary policies at the ECB. Esitys konferenssissa "Macroprudential policy: Implementation and Interaction with other Policies". Stockholm 13.11.2014.
- Panetta, F. (2014) On the special role of macroprudential policy in the euro area. Teoksessa Putting Macroprudential Policy to Work. – Toim. Aerdts Houben – Rob Nijsskens – Mark Teunissen. De Nederlandsche Bank. Occasional Studies, Vol. 12-7.

Schoenmaker, D. (toim.) (2014) Macroprudentialism. A VoxEU. org eBook, CEPR Press. London.

Smets, F. (2014) Financial Stability and Monetary Policy: How closely Interlinked? International Journal of Central Banking. Kesäkuu. Vol. 10. No. 2.

Woodford, M. (2012) Inflation Targeting and Financial Stability. NBER Working paper 17967.

Avainsanat

euroalue, rahapolitiikka, makrovakaupoliitiikka