PÄÄKIRJOITUS

Euroopan keskuspankki vahvistaa rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta – EKP:n rahapolitiikan strategiaa tulisi arvioida uudelleen

15.3.2019 – Pääkirjoitus – Kansainvälinen talous , Rahapolitiikka

Vuoden 2019 ensi kuukausina on varmistunut, että maailmantalouden kehityksessä on tapahtunut käänne huonompaan suuntaan. Poliittinen epävarmuus ja kauppajännitteet ovat jäytäneet talouden näkymiä. Kyse ei näillä näkymin silti ole ajautumisesta taantumaan, vaan siirtymästä hitaamman kasvun vaiheeseen. Vielä viime vuoden lopulla monet toivoivat, että kasvun hyytyminen olisi tilapäistä, mutta se on nyt osoittautumassa pysyvämmäksi ilmiöksi, minkä seurauksena kuluvan vuoden kasvuennusteita on lähes kaikkialla tarkistettu olennaisesti alaspäin.

Luonnollisesti maailmantalouden käänne heijastuu myös Euroopan ja Suomen talouden näkymiin. Euroopan keskuspankki on jo reagoinut tähän 7.3.2019 tekemillään päätöksillä, jotka vahvistavat rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta. Suomen kannalta

maailmantalouden käänne heikompaan korostaa vaalikeväänäkin julkisen talouden kestävyyden sekä suomalaisen työn ja tuotannon kilpailukyvyn ylläpitämisen merkitystä.

EKP:n kannalta tilanne on haastava, sillä se joutuu elämään ikään kuin kahta aikaa. Yhtäältä se joutuu toimimaan lyhyellä aikavälillä voimakkaasti hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi tilanteessa, jossa energian ja ruoan hinnasta puhdistettu pohjainflaatio on yhden prosentin tasolla. On osoittautunut, että näin matalalla pohjainflaatioon tasolla ei voida kestävästi saavuttaa EKP:n hintavakaustavoitetta, joka on ”alle mutta lähellä kaksi prosenttia”. Toisaalta EKP:n on valmistauduttava pidemmän aikavälin haasteisiin, jotka edellyttäisivät sen rahapolitiikan strategian uudelleenarviointia – eli rahapolitiikan taustalla vaikuttavien periaatteiden, perusoletusten ja välineiden tarkastelua. Tällainen ajatus on ollut esillä jo jonkin aikaa[1], ja Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve ilmoitti marraskuussa ryhtyvänsä vastaavaan harjoitukseen. EKP tekee varmasti samoin, kunhan aika on kypsä.

Maailmantalouden näkymät vaimenivat vuonna 2018

Maailmantalouden näkymät vaimenivat vuoden 2018 toisella puoliskolla, kun kauppapoliittinen protektionismi ja epävarmuus suurimpien talousalueiden kasvusta heikensivät luottamusilmapiiriä ja vaimensivat maailmankaupan kasvua. Viennin kasvuvauhti kehittyneissä talouksissa supistui jyrkästi. Huolta aiheuttaa myös kasvun hidastuminen Kiinassa.

Euroalueen bruttokansantuotteen ennakoidaan kasvavan lähivuosina selvästi hitaammin kuin aiemmin arvioitiin. EKP:n asiantuntijoiden ennusteessa BKT:n kasvu vuodelle 2019 on vain 1,1 prosenttia. Vuosille 2020 – 2021 ennustetaan 1,6 ja 1,5 prosentin kasvua. Vuoden 2019 ennustetta on korjattu alaspäin peräti 0,6 prosenttiyksikköä.

Myös hintanäkymät ovat vaimentuneet viime vuoden joulukuusta. Rahoitusmarkkinahintojen (inflaatioswapit) nojalla arvioidut inflaatio-odotukset ovat laskeneet selvästi. Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat nyt noin 1,5 prosentin tasolla. Inflaatio-odotusten etääntyminen EKP:n tavoitteesta on rahapolitiikan tehon ja strategian kannalta ongelmallista.

EKP:n asiantuntijat ennustavat hintojen nousevan euroalueella selvästi aiempia arvioita hitaammin. Virallisen inflaation ennuste vuodelle 2019 on 1,2 prosenttia ja vuosille 2020 – 2021 1,5 ja 1,6 prosenttia. Lyhyellä aikavälillä pudotuksen selittää pääosin öljyn hinnan lasku. Pohjainflaation ennustetaan kehittyvän euroalueella suunnilleen samaan tahtiin: 1,2 prosenttia vuonna 2019 ja 1,4 ja 1,6 % vuosina 2020 – 2021, mikä heijastaa vain hitaasti kasvavia hintapaineita ja aiempia arvioita matalammaksi ennustettua tuotantokapasiteetin käyttöastetta.

Talousnäkymien vaimeneminen on heijastunut rahapolitiikkaan koko maailmassa. Euroopan keskuspankin neuvosto päätti kokouksessaan maaliskuussa pitää EKP:n

1. Vrt. keynote-puheeni “Monetary policy normalisation in the world of uncertainties”. Bank of Finland monetary policy seminar, 31 October 2018.

ohjauskorot ennallaan aiemmin ennakoimaansa pidempään: niiden odotetaan nyt pysyvän nykytasollaan ainakin vuoden 2019 loppuun. Pankkien luotonannon tukemiseksi neuvosto päätti myös käynnistää uuden kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan (TLTRO-III), jotka toteutetaan neljännesvuosittain, alkaen syyskuussa 2019 ja päättyen maaliskuussa 2021.

Näiden EKP:n rahapoliittisten päätösten tarkoituksena on tukea sitä, että inflaatio palautuisi kestävästi kohti hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä tilanteessa, jossa pohjainflaatio on edelleen vaimeaa ja talouden liian heikko kasvuvauhti hidastaa inflaation palautumista tavoitteen mukaiseksi. Talousnäkymien vaimeneminen sai myös Yhdysvaltojen keskuspankin jo vuoden vaihteessa korostamaan kärsivällisyyttä rahapolitiikassaan ja viivyttämään korkojen nostoa.

Miksi pyrkiä noin kahden prosentin inflaatioon?

Voidaan tietysti kysyä, miksi pyrkiminen 2 prosentin inflaation tuntumaan on niin tärkeää. Eikö hintavakaus voitaisi tulkita saavutetuksi jo selvästi matalammankin inflaatiovauhdin vallitessa? Kun EKP:n nykyinen tavoite määriteltiin vuonna 2003, sitä perusteltiin kolmella syyllä.[2]

Ensimmäinen oli se, että haluttiin vähentää sellaisen tilanteen todennäköisyyttä, että korkojen ns. nollaraja rajoittaisi rahapolitiikan liikkumatilaa. Keskimääräisen inflaatiovauhdin aleneminen selvästi alle kahden prosentin painaisi nimittäin myös nimelliskorkojen tasoa alaspäin ja siten kaventaisi korkopolitiikan tilaa. Tämä seikka on sittemmin osoittautunut painavammaksi kuin mitä aikanaan ilmeisesti osattiin odottaakaan.

Toinen syy oli, että haluttiin vähentää todennäköisyyttä siihen, että jotkin maat joutuisivat toimimaan negatiivisen inflaatiovauhdin oloissa, jos niiden kilpailukyvyn palauttaminen edellyttäisi euroalueen keskiarvoa hitaampaa inflaatiota. Negatiiviseen inflaatioon liittyy nimittäin monia haittoja mm. hintojen ja palkkojen alasuuntaisen jäykkyyden vuoksi. Tämäkin peruste on osoittautunut hyvin päteväksi.

Kolmas syy, johon vuonna 2003 viitatiin, oli se, että inflaation mittaamiseen liittyy jonkin verran harhaa ja todellinen inflaatio on eri syistä hieman hitaampaa kuin kuluttajahintaindeksit osoittavat.

Kaikki nämä seikat on luonnollisesti ymmärretty euroalueen ulkopuolellakin, minkä vuoksi kahdesta prosentista on tullut maailmalla yleinen viitearvo, kun rahapolitiikan tavoitteita määritellään.

2. ”The ECB’s Monetary Policy Strategy After the Evaluation and Clarification of May 2003” Speech by Jean-Claude Trichet, Frankfurt am Main, 20.11.2003." The Monetary Policy of the ECB”. Frankfurt am Main: European Central Bank 2004, pp. 51–54.

EKP:n rahapolitiikan strategia kaipaa uudelleenarviointia

Keskuspankkien toimintaympäristö on viimeisen noin 10 vuoden aikana olennaisesti muuttunut mm. finanssi- ja velkakriisin vaikutusten, väestön ikääntymisen sekä yleisen korkotason laskun vuoksi. Toimintaympäristön muutokset, viime vuosien kokemukset epätavanomaisesta rahapolitiikasta sekä karttunut tutkimustieto haastavat keskuspankit tarkastelemaan rahapolitiikan strategiaansa.[3]

EKP:n rahapolitiikan strategia on viimeksi päivitetty vuonna 2003, siis ennen finanssikriisiä ja muita sen jälkeisiä tapahtumia ja muutoksia. Rahapolitiikan strategioista keskustellaan maailmalla nyt vilkkaammin kuin pitkään aikaan. Myös eurojärjestelmän tulisi harkita uutta systemaattista arviota rahapolitiikkansa strategiasta.

Strategian uudelleenarviointiin on useita syitä. Yksi niistä on lyhyiden riskittömien nimelliskorkojen painuminen hyvin alas. Jos tämä nykyinen hyvin matalien korkojen ympäristö osoittautuu pitkäaikaiseksi ilmiöksi, mihin useat tutkimukset viittaavat, perinteisen korkopolitiikan liikkumatila varsinkin elvyttävään suuntaan jää pienemmäksi kuin mihin ennen finanssikriisin aikaa totuttiin. Korkopolitiikkaa on pystytty viime vuosina täydentämään ns. epätavanomaisilla keinoilla, kuten keskuspankkien arvopaperiostoilla, mutta inflaatio ei ole vielä kiihtynyt toivotusti euroaluella.

Toinen rahapolitiikan kannalta merkittävä seikka on, että taloudellisen aktiviteetin ja inflaatiopaineiden välinen riippuvuus on ilmeisesti viime vuosina heikentynyt. Puhutaan ns. Phillipsin käyrän loivenemisesta. Jos tämä ilmiö osoittautuu pysyväksi, se merkitsisi, että rahapolitiikan vaikutus kokonaiskysynnän kautta inflaatioon olisi heikentynyt.

Kolmanneksi inflaatio-odotukset ovat viime vuosina euroalueella laskeneet ja näin etääntyneet EKP:n hintavakauden määritelmästä (siis inflaatio, joka keskipitkällä aikavälillä on alle mutta lähellä 2 prosenttia). Yksi selitys tälle on, että edellä mainituista syistä luottamus keskuspankkien kykyyn vaikuttaa inflaatiovauhtiin voi olla heikentynyt.

Nämä kolme seikkaa yhdessä puoltavat EKP:n rahapolitiikan strategian uudelleenarviointia. Tämä ei luonnollisesti merkitsisi hintavakauden ensisijaisen tavoitteen asettamista kyseenalaiseksi, mutta kylläkin rahapolitiikan toteuttamista ohjaavien periaatteiden, perusoletusten ja välineiden kattavaa tarkastelua.

Rahapolitiikan strategian tärkeimpiä tehtäviä on ohjata rahapolitiikkaa ja inflaatiota koskevia odotuksia siten, että ne tukevat rahapolitiikan tavoitteiden – ensisijaisesti tietenkin hintavakauden – saavuttamista nykyisissä, aiempaa selvästi vaativammissa olosuhteissa. Hyvä strategia toteuttaa tämän tehtävän siten, että se samalla tukee rahapolitiikan mahdollisuuksia vakauttaa reaalitaloudellista kehitystä ja siten ylläpitää kestävää kasvua ja korkeaa työllisyyttä. Jos strategian uudelleenarviointi johtaisi sellaisiin täsmennyksiin, jotka lisäävät rahapolitiikan tehoa ja uskottavuutta, olisi se

3. Ks. Federal Reserven varapääjohtaja Richard H. Claridan puhe strategian uudelleenarvioinnin perusteista ja tavoitteista: The Federal Reserve's review of its monetary policy strategy, tools, and communication practices. Speech at the2019 US Monetary Policy Forum, New York City, 22 February 2019.

saavuttanut tarkoituksensa.

Helsingissä 15. maaliskuuta 2019

Olli Rehn
Suomen Pankin pääjohtaja

Avainsanat

maailmantalous, inflaatio, rahapolitiikka