



Rahapolitiikka Euroopassa: tavoitteet, instituutiot, evoluutio

Talouspolitiikka Suomessa ja euroalueella -kurssi

Helsingin yliopisto

29.3.2021

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki

Luennon rakenne

1. Tavoitteet: hintavakaus – ja kestävä kasvu ja työllisyys
2. Instituutiot ja niiden tehtävät: Suomen Pankki ja Euroopan keskuspankki
3. Evoluutio: EKP:n muodonmuutos ja strategiarevisio

Lähestymistavasta: ei ”vain” makrotaloustiede, vaan myös taloushistoria, poliittinen taloustiede

“Uskon oppineeni aivan yhtä paljon opiskelemalla keskuspankkitoiminnan historiaa kuin sen teoriaa. Niinpä kehotan kaikkia keskuspankkiireiksi haluavia joukossanne lukemaan historiankirjoja.”

Stanley Fischer

“Taloushistorian avulla opiskelijat ja päätöksentekijät kykenevät ymmärtämään, että talouskehityksessä ja talouspolitiikassa on historian saatossa ilmennyt useita merkittäviä epäjatkovuuksia, ja siten niitä saattaa tulla myös tulevaisuudessa.”

Kevin O'Rourke

Rahapolitiikan tavoite on pitää hintakehitys vakaana

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



KytKentä rahapolitiikkaan: miten rahapolitiikan päätökset 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

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 = nollakorkorajoitukseen (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

2. Instituutiot: Suomen Pankki ja Euroopan keskuspankki

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

Suomen rahajärjestelmät 20. vuosisadalla

1878–1915	kultakanta	1957–73	Bretton Woods
1915–26	kellutus	1973–91	valuuttakori
1926–31	kultakanta	1991–92	ecu-kytkös
1931–33	kellutus	1992–96	kellutus
1933–39	”puntaklubi”	1996–98	ERM
1939–57	valuutta- säännöstely	1998–	euro

Suomen soveltama valuuttajärjestelmä 1811–

Rupla-aika 1809–1865

1811–40	Erilaisia ruotsalaisia ja venäläisiä setelirahoja
1840–54	Hopeakanta
1854–65	Setelikanta

Euroaika 1999–

1999–	Yhteisvaluutta
-------	----------------

Markka-aika 1865–1999

1865–78	Hopeakanta
1878–1915	Kultakanta (frangikytkenä; vrt. latinalainen rahaliitto)
1915–26	Setelikanta
1926–31	Kultakanta
1931–33	Kelluva valuutta
1933–39	Kiinteä kurssi ("puntaklubi")
1939–57	Valuutansäännöstely
1957–71/73	Kiinteä mutta muunneltava kurssi (Bretton Woods)
1971/73–1991	Valuuttaindeksi ("valuuttakori")
1992–96	Kelluva valuutta
1996–98	Kiinteä kurssi (ERM-kytkentä)

Euron taustaa: Euroopan talous- ja rahaliiton perustamisvaiheita 1957–99

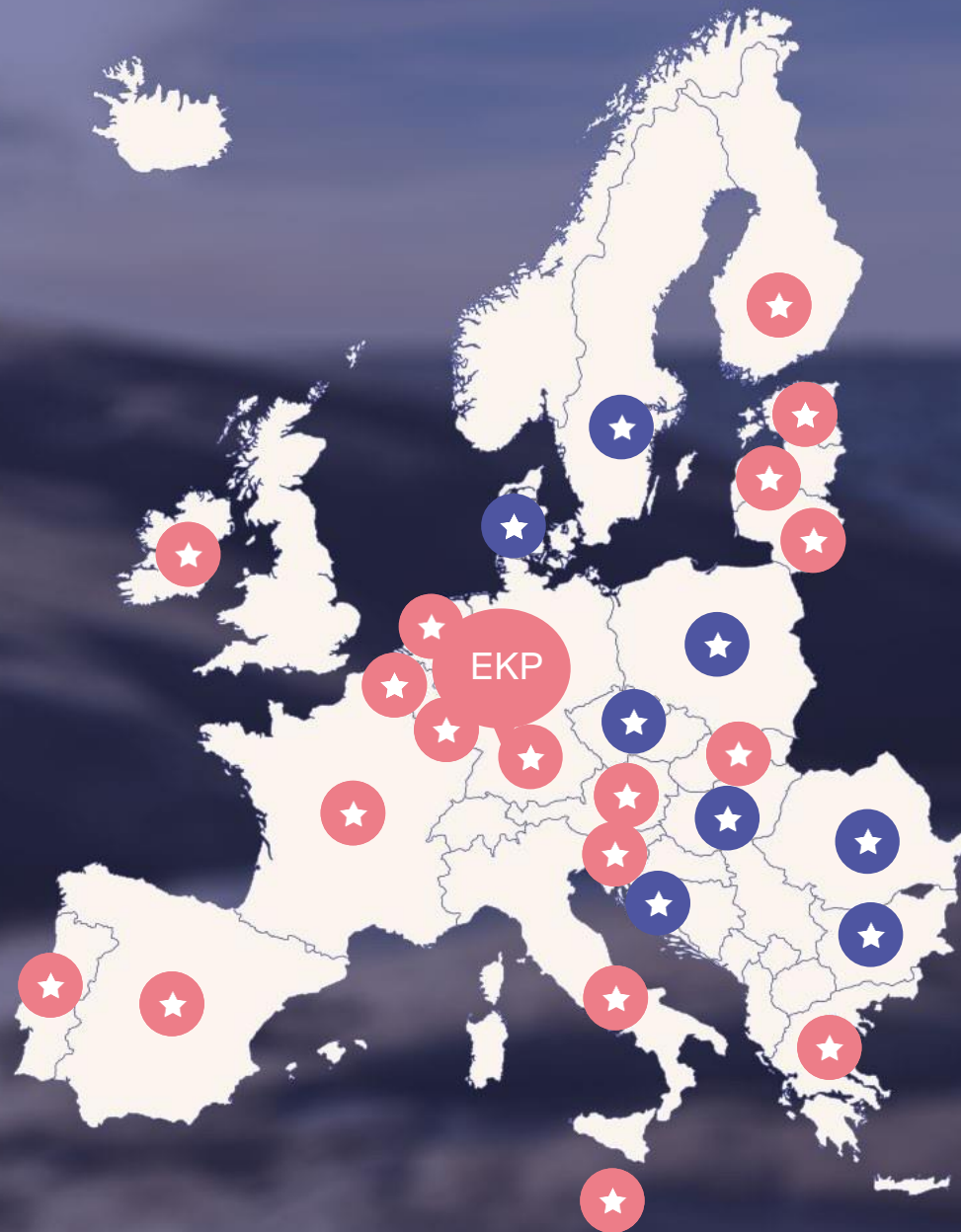
- Ajatus yhteisestä rahasta on melkein yhtä vanha kuin Euroopan talousyhteisö
- EEC:n Haagin huippukokous 1969 ja Wernerin raportti 1970
 - Wernerin suunnitelma haudattiin 1970-luvun taloudellisten myllerrysten vuoksi
- Euroopan valuuttajärjestelmä EMS perustettiin vuonna 1979
 - Saksan keskuspankki Bundesbank sai käytännössä rahapoliittisen johtoaseman
- Yhteismarkkinaohjelma “Eurooppa 1992”
 - Korosti kiinteiden valuuttakurssien etuja ja valuuttakurssivaihtelujen haittoja
- Delorsin komitea 1989: suunnitelma rahaliiton toteuttamiseksi
 - Jäsenyyden ehdoiksi maille määriteltiin konvergenssi- eli lähentymiskriteerit
- Maastrichtin sopimus 1992
 - Perussopimuksen muutos ja päätös rahaliiton toteuttamisesta vuoden 1999 alusta

Miksi Euroopan talous- ja rahaliitto perustettiin?

- Valuuttakurssivaihtelujen poistaminen jäsenmaiden väliltä, EU:n yhteismarkkinoiden toiminnan parantamiseksi
- Saksan keskuspankin yksipuolisen johtoaseman purkaminen Euroopassa ja siirtyminen yhteisesti päätettävään rahapolitiikkaan
- Kaikkien jäsenmaiden pääsy nauttimaan uskottavan valuutan tarjoamista eduista, kuten matalat korot ja luottamus rahan arvon vakauteen
- Euroopan poliittisen yhdentymisen vahvistaminen

★ Euromaa

★ Muu EU maa



**Euroalue = 19 EU-maata,
jotka käyttävät
valuuttanaan euroa.**

Euroopan keskuspankki EKP
sijaitsee Frankfurtissa, Saksassa.

Rahapolitiikasta päättää
EKP:n neuvosto.

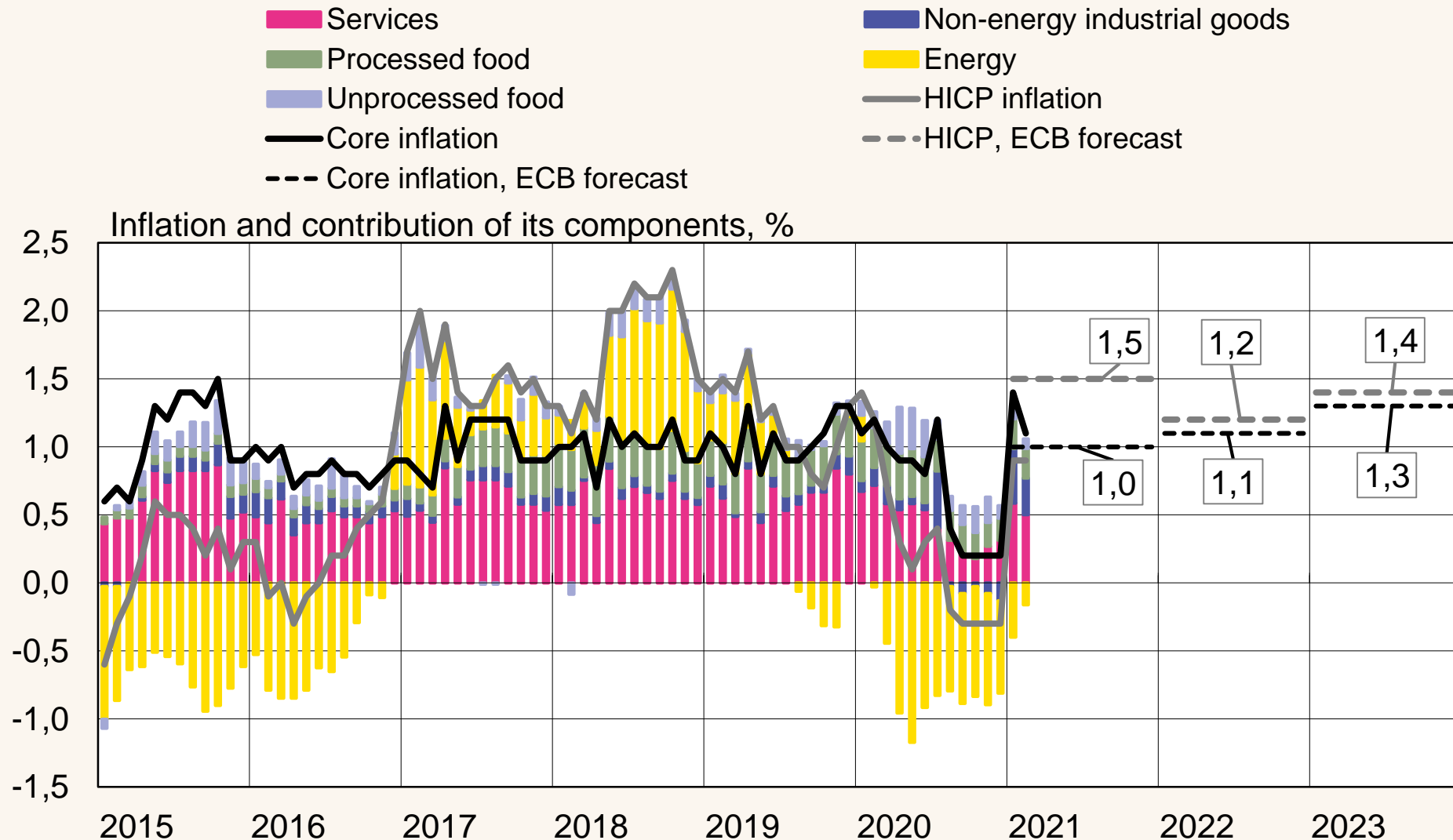
EKP:n neuvosto päättää rahapolitiikasta



EKP:n rahapolitiikan nykyisiä välineitä

- Ohjauskorko
 - Pankkitalletusten ja -lainojen korot määräytyvät EKP:n ohjauskoron perusteella.
- Osto-ohjelmat (APP, PEPP...)
 - Rahan määrä pankkijärjestelmässä kasvaa, kun EKP ostaa pankeilla valtionlainoja. Samalla korot laskevat.
- Pitkäaikaiset rahoitusoperaatiot (TLTRO)
 - Rahan määrä taloudessa kasvaa, kun EKP kannustaa erittäin edullisin ehdoin pankkeja luottottamaan yrityksiä ja kotitalouksia.
- Viestintä
 - EKP kertoo tulevasta rahapolitiikastaan, jolloin siihen voi varautua. Tällä pyritään vaikuttamaan talouden toimijoiden inflaatio-odotuksiin.

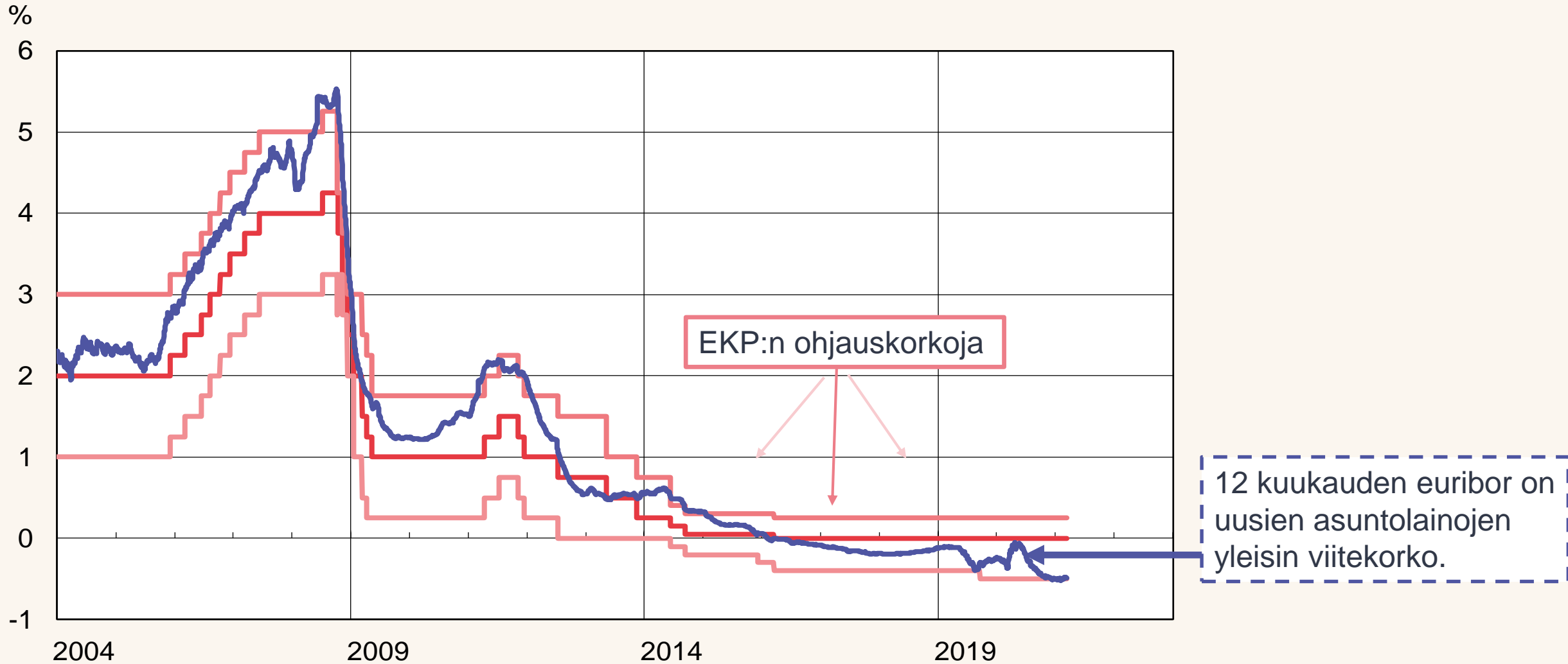
Euroalueen inflaatio selvästi alle EKP:n tavoitteen



NB: Annual inflation rate of 2015 is distorted due to the change in methodology.

Sources: Eurostat and ECB.

EKP on laskenut ohjauskorkonsa hyvin mataliksi

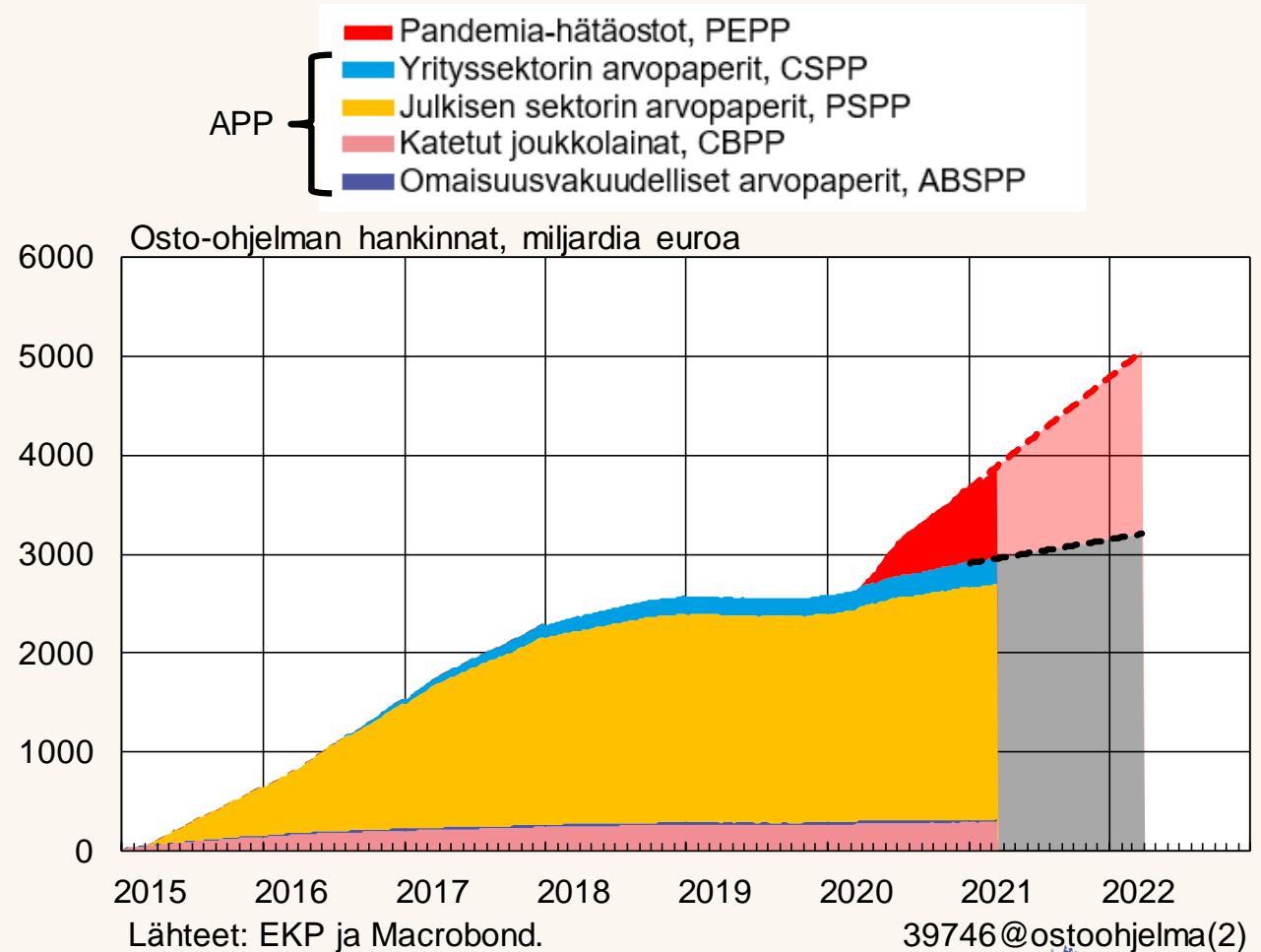


Source: ECB.

32422@ohjauskorot(en)

Kasvua vahvasti tukevaa rahapolitiikkaa tarvitaan yhä – osto-ohjelmilla tärkeä rooli

- **Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP)** ostoja jatketaan maaliskuuhun 2022 ja ostoja lisättiin 500 mrd. eurolla, jolloin ostoisiin on nyt varattu 1850 miljardia euroa.
- **Omaisuserien osto-ohjelmassa (APP)** jatketaan ostoja nettomääräisesti 20 miljardilla eurolla kuukaudessa.
- Kolmannen **kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO III)** sarjan operaatiota, joilla tuetaan luotonantoa, jatketaan kesäkuuhun 2022.



3. Evoluutio: EKP:n muodonmuutos ja strategiarevisio

EKP:n toimintaan vaikuttavat muutokset rahoituskriisin jälkeen

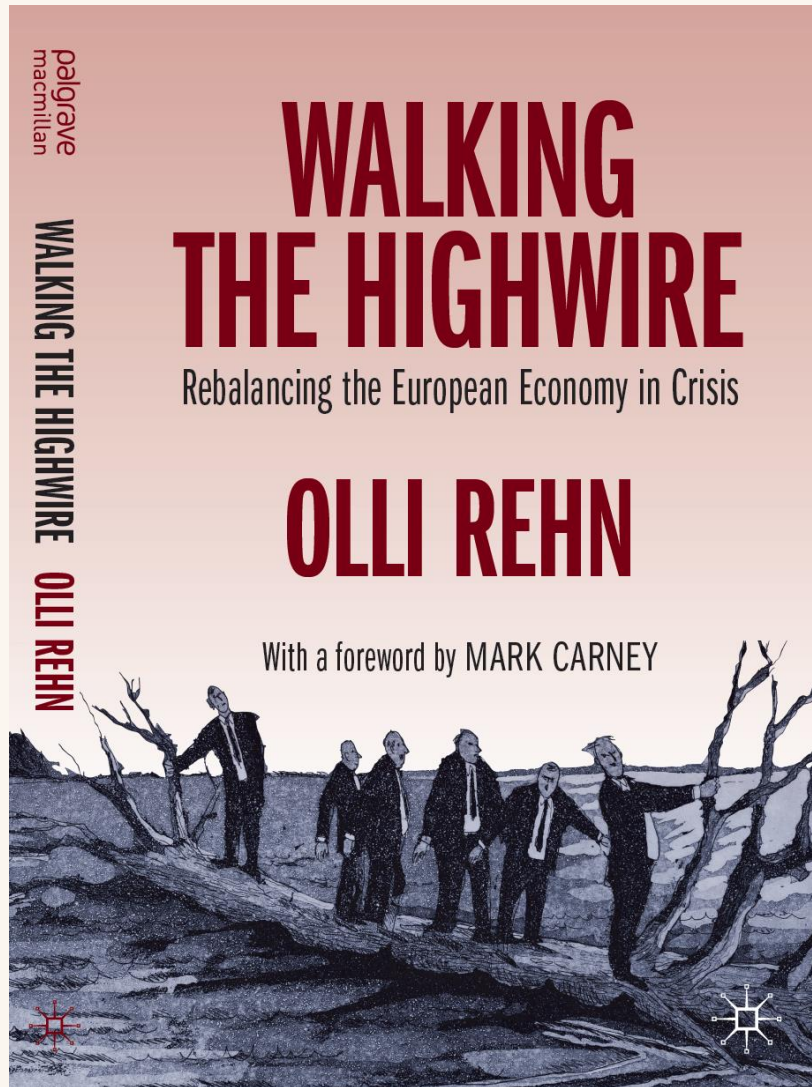
- Filosofinen suunnanmuutos – ”Bundesbankista Federal Reserveksi”
- Voimakkaampi keskittyminen rahoitusvakauteen:
 - pankkiunioni = the Single Supervisory Mechanism (the Supervisory Board = valvontaneuvosto)
 - FSA:s (= Finanssivalvonta eli Fiva), EBA, ESRB...
- Toimintaympäristön muutos: väestön ikääntyminen, hidas tuottavuuskasvu, globalisaatio, digitalisaatio
 - Strategiarevisio (strategy review)

Rahoitusvakauden instituutiot euroalueella 2010-

Banks

Non-banks



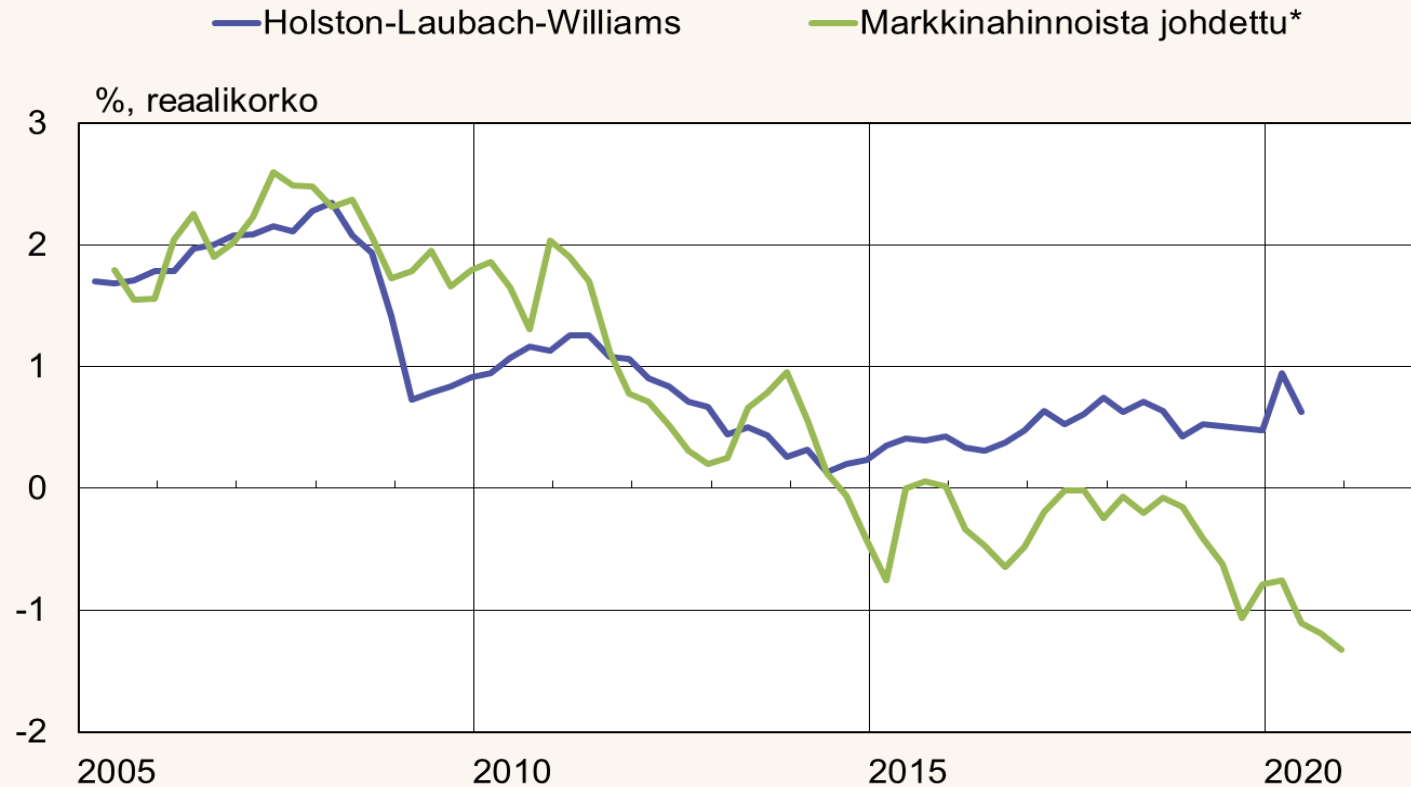


EKP:n strategia-arvio vv. 2020-21 – mitä siinä tarkastellaan?

- Toteutetaan vuosina 2020-21 ja tarkastelussa mm:
 - hintavakauden ja inflaatiotavoitteen määritelmä
 - rahapolitiikan välineet
 - rahapolitiikan vaikutukset ja sivuvaikutukset
 - viestintäkäytännöt
- Lisäksi arvioidaan digitalisaation, rahoitusmarkkinoiden vakauden, globalisaation ja ilmastonmuutoksen merkitystä rahapolitiikan strategian näkökulmasta.
- Kansalaisten ja sidosryhmien näkemysten kuunteleminen
- Johtopäätökset syksyllä 2021

Luonnollinen korkotaso (= tasapainokorko) on laskenut euroalueellakin

Euroalueen luonnollisen koron arvioita



* 5 vuotta 5 vuoden jälkeen korko- ja inflaatiowapin erotus.

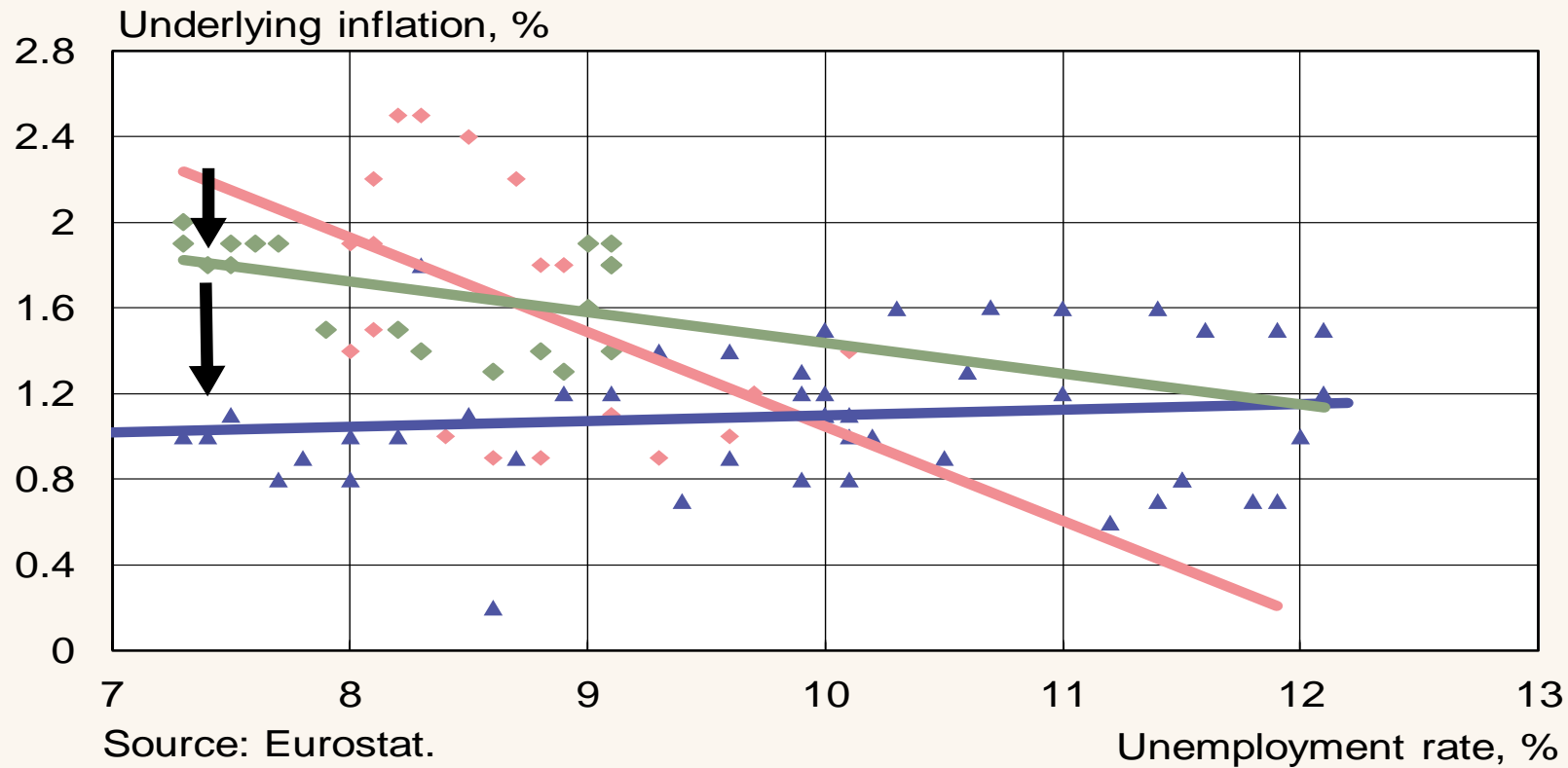
Lähteet: Macrobond, Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

32429@NIR(ET)

Case 1: Phillipsin käyrä ei ole vakaa – se on loiventunut

The Phillips curve in the euro area

1999 - 2003, 2004 - 2008 and 2009 - 2020



Source: Eurostat.
35781@Core_työt.(3)en

Viisi ekonomistia, kuusi näkemystä

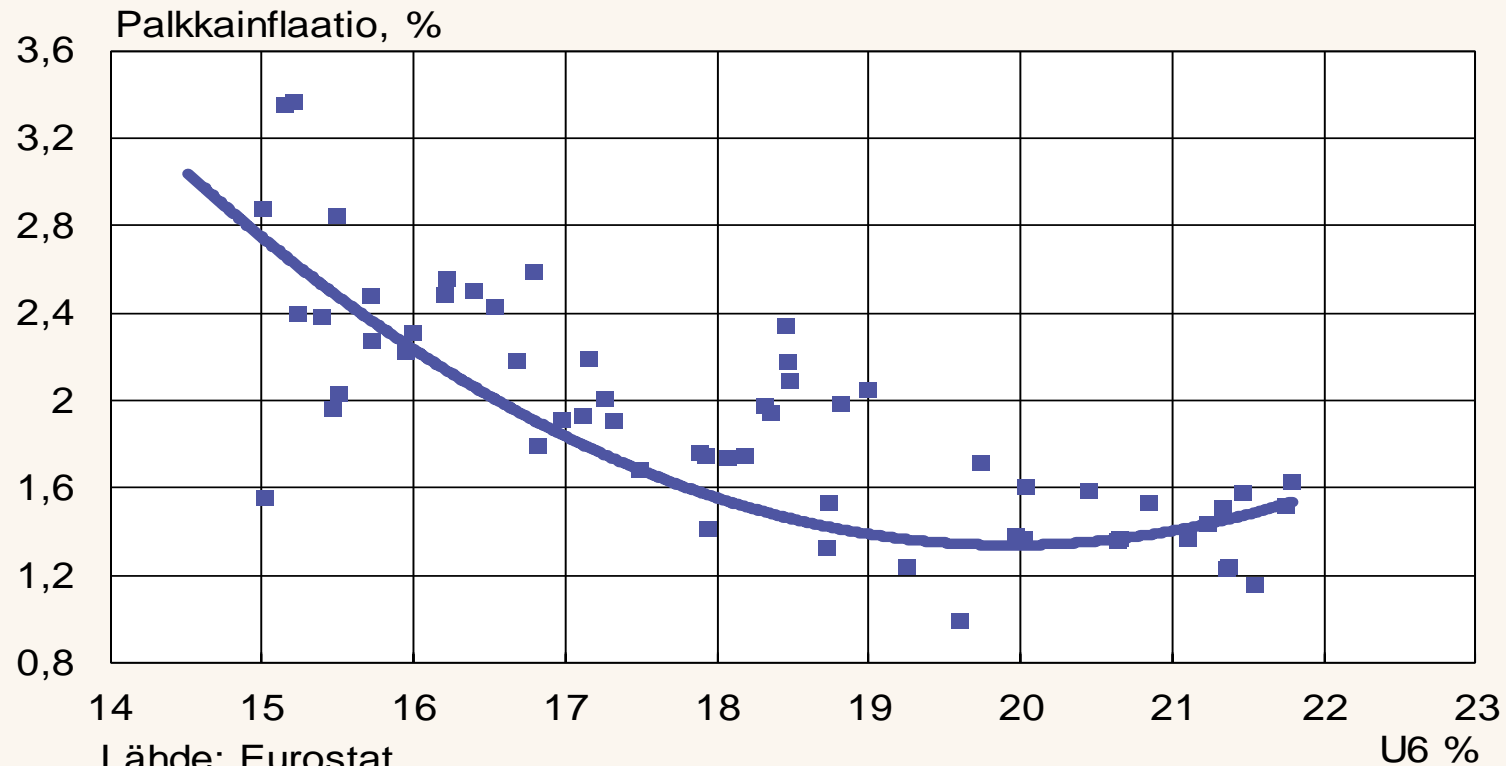
- *“The Phillips curve is alive and well, but needs to be found.”*
Lucrezia Reichlin, Professor, London Business School
- *“Who killed the Phillips curve?”*
James Bullard, President, Federal Reserve Bank of St. Louis
- *“The flattening of the Phillips curve is really there.”*
James H. Stock, Professor, Harvard University
- *“The Phillips curve is alive, but not kicking very much.”*
Charles Wyplosz, Professor, Graduate Institute Geneva
- *“Are we sure the slope of the Phillips curve will stay stable over the coming years?”*
Mario Draghi, President, European Central Bank
- *“Unexplained residuals in the standard wage Phillips curve model are gradually reducing.”*
Mario Draghi

Lähde: EKP:n keskuspankkifoorumin paneelit Sintrassa heinäkuussa 2018.

Case 2: Euroalueen epälineaarinen Phillipsin käyrä vuosina 2005–2020

Euroalueen palkkojen Phillips-käyrä

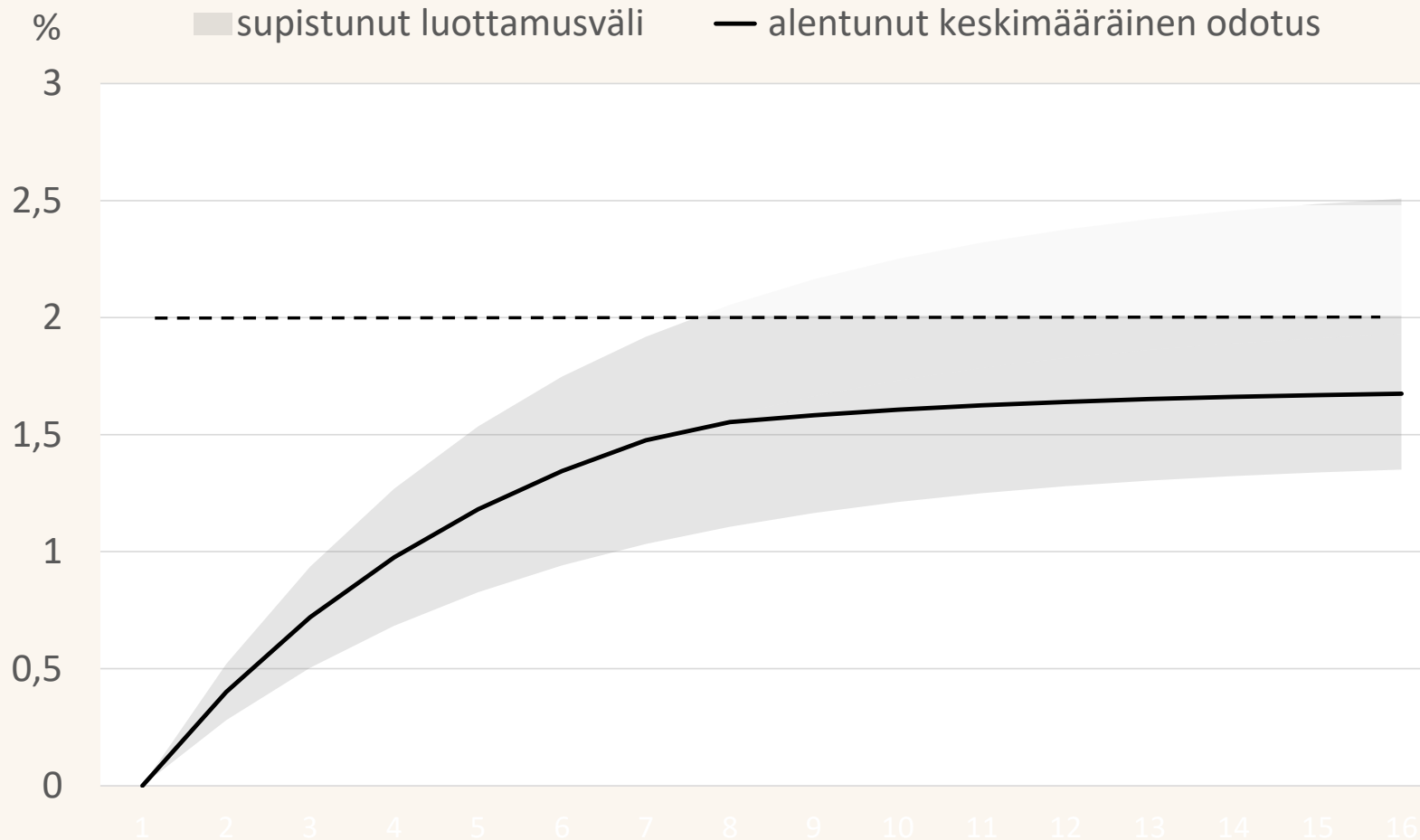
2005 - 2020



Lähde: Eurostat.

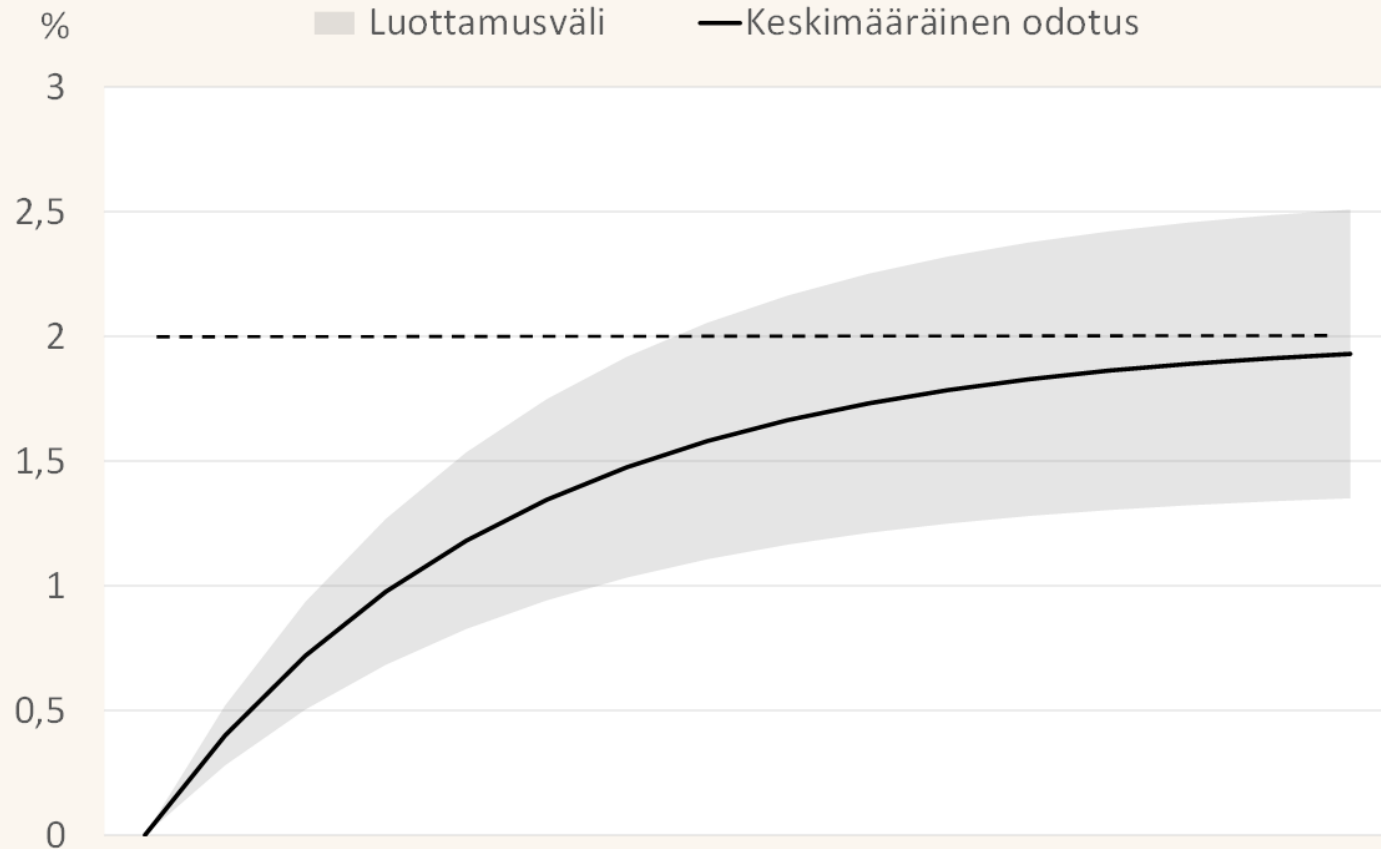
35781@Core_työt.(8)

Case 3: Epäsymmetrinen inflaatiotavoite on luonut kahden prosentin katon inflaatiolle



Kun nykyinen hintavakaustavoite on ”lähellä, mutta alle 2 %”, rahapolitiikan odotetaan kiristyvän ennen kuin 2 %:n katto saavutetaan => inflaatio-odotukset asettuvat alle 2 %:iin => inflaatiota on vaikea saada 2 %:n vauhtiin

Case 3: Symmetrinen hintavakaustavoite



Strategiaa syytä uudistaa: inflaatiotavoitteeksi 2 %, ja sallitaan tilapäinen tavoitetta nopeampi inflaatio (ei kattoa) => inflaatio-odotukset asetuvat keskimäärin tavoitteen mukaisiksi, koska rahapolitiikkaa ei tarvitse kiristää liian aikaisin

Kahta aikaa päätöksenteossa: korona kuriin ja talous nousuun

- Turnauskestävyys ratkaisee: pandemian saaminen aisoihin on kriittistä paitsi terveyden myös talouden kannalta
- Koronavuosina 2020–21 talouspolitiikassa on ollut kriittistä estää konkurssiaalto ja massatyöttömyys
- Jatkossa entistä suurempi tarve vahvistaa julkisen talouden kestävyyttä ja kohentaa työllisyyttä rakenteellisilla uudistuksilla
- Tärkeää käyttää elvyttävän raha- ja finanssipolitiikan luoma liikkumatila talouden uudistamiseen, myös Suomessa
- Työn tuottavuuden kasvattaminen, digi- ja vihreä siirtymä
- Uudistumiskykyä tarvitaan – sitä Suomesta soisi löytyvän



Kiitos!

suomenpankki.fi