



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 4 • 2021

Julkaisupäivä 16.9.2021

29. vuosikerta

Julkaisu ilmestyy viisi kertaa vuonna 2021.

Päätoimittaja

Olli Rehn

Toimitusneuvosto

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Hanna Freystätter

Niko Herrala

Esa Jokivuolle

Helinä Laakkonen

Meri Obstbaum

Petri Uusitalo, sihteeri

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous -numeron artikkelit on laadittu Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosastolla toimistopäällikkö Hanna Freystätterin johdolla.

Kirjoittajat

Hanna Freystätter

Juhana Hukkinen

Pasi Ikonen

Miia Janatuinen

Jarmo Kontulainen

Mika Kortelainen

Annika Kuusela

Olli-Matti Laine

Jaakko Nelimarkka

Sami Oinonen

Seija Parviainen

Ville Pikkarainen

Lauri Poutanen

Lauri Vilmi

Kuviot ja taulukot

Heli Honkaharju

Toimitus

Suomen Pankin kielipalveluryhmä ja viestintäyksikkö

Uutiskirjeiden tilaukset

eurojatalous.fi

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Sisältö

Rahapolitiikka tukee talouden kestäväää elpymistä ja inflaationäkymien paranemista 3

Kansainvälisen talouden elpyminen koronakriisistä vauhdissa, mutta matka on vielä kesken 5

Pandemian aikaiset rahapoliittiset toimet ovat elvyttäneet euroalueen taloutta 40

Inflaatio-odotukset auttavat tulkitsemaan euroalueen inflaatiokehitystä 46

EKP uudisti rahapolitiikan strategiansa – mikä muuttuu? 52

PÄÄKIRJOITUS

Rahapolitiikka tukee talouden kestäväää elpymistä ja inflaationäkymien paranemista

16.9.2021 – Euro & talous 4/2021 – Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka

Euroalueen talouskasvun odotetaan olevan reipasta tänä ja ensi vuonna, kun taloudet avautuvat, talouspolitiikan tuki on vahvaa ja maailmantalous elpyy. Toipuminen poikkeuksellisen syvästä ja äkillisestä kriisistä on ollut nopeaa. Koronapandemia ei kuitenkaan ole vielä ohi, ja deltamuunnoksen leviäminen näyttää vaimentaneen talouskehitystä kesällä. Näiden vaikutusten ei silti odoteta olevan kovin suuria eikä pitkäkestoisia kehittyneissä talouksissa, joissa rokotekattavuus on suuri.



Inflaatio vaimeni koronakriisin alkuvaiheessa. Tämän vuoden aikana se on puolestaan nopeutunut. Näin on tapahtunut kehittyneissä talouksissa laajasti, erityisesti Yhdysvalloissa. Euroalueellakin inflaatio kiihtyi elokuussa 3 prosenttiin. Inflaatiota on voimistanut alhainen hintataso vertailuajankohtana eli vuosi sitten, raaka-aineiden hintojen nousu sekä erilaiset pandemian liittyvät tuotantokapeikot. Nämä tekijät arvioidaan pitkälti väliaikaisiksi.

Hintavakaustavoitteen saavuttaminen helpottuisi, jos viimeaikainen inflaation kiihtyminen ei osoittautuisi kokonaisuudessaan väliaikaiseksi vaan talouden elpyessä inflaatiopaineet kasvaisivat pandemiaa edeltäneeseen aikaan verrattuna. Tämä edellyttää taloudessa vahvaa kokonaiskysyntää ja sitä tukevaa rahapolitiikkaa.

Liian hitaan inflaation torjumisessa auttaa Euroopan keskuspankin rahapolitiikan uusi strategia, josta päätimme heinäkuussa EKP:n neuvostossa. Merkittävin muutos rahapolitiikan strategiassa

on inflaatiotavoitteen uusi määritelmä ja se, miten sovellamme tavoitetta päätöksenteossa.

Uuden strategian mukaan hintavakautta voidaan parhaiten pitää yllä tavoittelemalla symmetrisesti kahden prosentin inflaatiota keskipitkällä aikavälillä. Inflaatio voi väliaikaisesti olla myös tavoitetta jonkin verran nopeampaa. Uusi strategia tukee sitä, että inflaatio ei palaa takaisin pitkään jatkuneeseen liian hitaaseen vauhtiin. Keskipitkälle aikavälille määritelty symmetrinen inflaatiotavoite mahdollistaa aiempaa paremmin myös kestäväen kasvun ja täystyöllisyyden painottamisen päätöksenteossa, toki hintavakautta vaarantamatta.

Uuden strategian pohjalta rahapolitiikan linjaa on jatkettu vahvasti talouskasvua tukevana. Tämä on mahdollistanut myös sen, että finanssipolitiikka ja rahapolitiikka vaikuttavat nyt samaan elvyttävän suuntaan kaikissa euroalueen maissa, kun koronakriisi yhä painaa niiden taloutta. Koronakriisin alusta lähtien julkisia varoja on euroalueella käytetty runsaasti terveydenhuollon lisäksi vaikeuksissa olevien kotitalouksien ja yritysten tukemiseen. Samalla on tuettu yleistä talouskehitystä.

Julkisten menojen kasvu pandemian ja sen vaikutusten torjumisessa on ollut perusteltua. On kuitenkin myös syytä ymmärtää, mitä suurista alijäämistä seuraa. Euromaiden julkinen velka on kasvanut entisestään. Tämä on uhka kestäväen taloudellisen kehityksen kannalta. Vaikka korkojen nousu ei ole vielä näköpiirissä, jonakin päivänä se on silti edessä, mikä on syytä ottaa huomioon julkisen talouden hoidossa kaikissa euroalueen maissa.

Voimakkaasti elvyttävän rahapolitiikan luoma tila ja hyvä suhdannetilanne on syytä käyttää hyväksi sellaisiin uudistuksiin, jotka edistävät kannattavaa yritystoimintaa ja työllistämistä yrityksissä. Tämä koskee koko euroaluetta ja myös Suomea. Kun talous kasvaa ja työmarkkinat vetävät, vaikeatkin mutta välttämättömät uudistukset ovat vähemmän kivuliaita.

Helsingissä 15. syyskuuta 2021

Olli Rehn
Suomen Pankin pääjohtaja

Avainsanat

[hintavakaus](#), [inflaatio](#), [korona](#), [koronapandemia](#), [rahopolitiikan strategia](#), [rahopolitiikka](#)

Kansainvälisen talouden elpyminen koronakriisistä vauhdissa, mutta matka on vielä kesken

16.9.2021 – Euro & talous 4/2021 – Kansainvälinen talous

Kansainvälinen talous on elpymässä pandemiakriisistä. Tätä tukevat rokotuskattavuuden nousu ja elvyttävä talouspolitiikka. Maailmantalouden jyrkkä supistuminen vuonna 2020 vaihtuu 6 prosentin kasvuksi tänä vuonna. Euroalueen talous kuroo koronakuopan umpeen vuoden loppuun mennessä kasvamalla 5 prosentin vauhdilla tänä vuonna. Euroalueen elpyminen on kuitenkin kesken, eikä talous vielä pärjää ilman talouspolitiikan tukea. Lisäksi koronan deltavariantti tuo epävarmuutta euroalueen lähiajan näkyymiin. Koska rokotuskattavuus paranee ja rajoitustoimia toteutetaan suunnatumminkin, koronan leviäminen on pienempi riski terveydelle ja talousvaikutukset vähäisempiä kuin aiemmin. Kehittyvien maiden alhainen rokotuskattavuus ja uusien virusvarianttien uhka varjostavat kuitenkin vielä pidemmän aikaa näkymiä.



Koronakriisi on ollut poikkeuksellisen äkillinen ja syvä, mutta myös elpyminen on ollut nopeaa. Euroalue ja Yhdysvallat elpyvät tuoreimpien ennusteiden mukaan merkittävästi nopeammin kriisiä edeltäneen kasvu-uran tuntumaan kuin globaalin finanssikriisin jälkeen. Tämä tapahtuu Yhdysvalloissa vuonna 2022 ja euroalueella vuoden 2022 lopulla tämänhetkisten arvioiden mukaan. Tuotannon taso ei siis ole jäämässä koronakriisin jälkeen euroalueella tai etenkin Yhdysvalloissa pitkäaikaisesti ja voimakkaasti ennen kriisiä odotetun kehityksen alapuolelle. Siten elpyminen eroaa merkittävästi siitä, mitä kävi finanssikriisin jälkeen.

Poikkeuksellinen terveyskriisi näkyy äkillisinä käänteinä talouden kasvuluvuissa, yksityisen kulutuksen supistumisena ja eritahtisena elpymisenä. Koronakriisi on iskenyt yksityiseen kulutukseen voimakkaasti, ja kotitalouksien säästämisasteet ovat nousseet. Investointien

toipuminen on ollut toisaalta tässä kriisissä yksityistä kulutusta vauhdikkaampaa. Finanssikriisistä poiketen koronaviruksen kriisi kurittaa erityisesti palvelusektoria, mutta vaikutukset eroavat myös palvelualojen välillä. Konkurssien kehitys on tukitoimien ansiosta kuitenkin toistaiseksi ollut hyvin maltillista pahiten kärsineitä toimialoja lukuun ottamatta. Myös työllisyys on kohenemassa nopeammin kuin finanssikriisin jälkeen, mutta työmarkkinoiden toipuminen on yhä kesken euroalueella.

Koronakriisissä voimakkaat talouspoliittiset toimet näyttäisivät vähentäneen kriisin alkuvaiheessa pelättyjä pidemmän aikavälin vaurioita. Rahapolitiikan epätavanomaiset toimet ovat pitäneet rahoitusolot kevyinä ja samalla kasvattaneet keskuspankkien taseita. Kevyet rahoitusolot sekä valtioiden tukitoimet ovat parantaneet yritysten ja kotitalouksien luotonsaantia ja tätä kautta euroalueen elpymistä kriisistä. Julkinen velkaantuneisuus on kasvanut koronaviruksen kriisissä selvästi enemmän kuin kriiseissä keskimäärin, ja sen alentaminen tulee olemaan pitkäaikainen haaste.

Koronakriisin alussa inflaatio-odotukset heikkenivät, mutta nyt talouden avautuessa inflaatio on kiihtynyt väliaikaisesti jopa odotettua nopeammaksi ja odotukset tulevasta inflaatiosta ovat voimistuneet hieman. Raaka-aineiden hinnannousu ja tuotantopanosten saatavuusongelmat ovat kiihdyttäneet inflaatiota globaalisti, mutta merkkejä tasaantumisesta on nähtävissä. Talouden avautumisesta ja elpymisestä johtuvan inflaatiopiikin arvioidaan olevan pääosin tilapäinen. Yksittäiset aluerät, kuten energian ja polttoaineiden hinnat, selittävät pääosan euroalueen ja Yhdysvaltojen inflaation kiihtymisestä. Pohjainflaatio on kiihtynyt poikkeuksellisen voimakkaasti Yhdysvalloissa, noin 3,5 prosenttiin Yhdysvaltojen keskuspankin seuraaman pohjainflaatiomittarin mukaan, euroalueella taas maltillisemmin. Euroalueen inflaatio kiihtyi elokuussa 3 prosenttiin ja pohjainflaatio 1,6 prosenttiin.

Euroalueen inflaation arvioidaan hidastuvan ensi vuonna koronaviruksen kriisistä johtuvien poikkeuksellisten hintavaikutusten vaimentuessa. Vaikka euroalueen inflaatioennusteita on viime aikoina nostettu, inflaatio on jäämässä yhä alle 2 prosentin vuosina 2022–2023. Keskipitkällä aikavälillä euroalueen inflaatiota hidastavat yhä useat tekijät, kuten talouden vapaa kapasiteetti sekä maltilliset palkkapaineet. Lisäksi euroalueella pitkät inflaatio-odotukset ovat yhä vaimeat suhteessa EKP:n inflaatiotavoitteeseen.

Vaikka inflaatiotavoitteeseen on vielä euroalueella matkaa, edellytykset palata keskipitkällä aikavälillä kestävästi 2 prosentin inflaatiotavoitteeseen ovat talouden elpymisen myötä kohentuneet. Tätä tukee myös EKP:n neuvoston heinäkuussa julkistama uusi rahapolitiikan strategia, joka ankkuroi euroalueen inflaatio-odotukset aiempaa vahvemmin symmetriseen 2 prosentin tavoitteeseen.

Kansainvälinen talous elpyy pandemiakriisistä rokotteiden ja talouspolitiikan tukemana

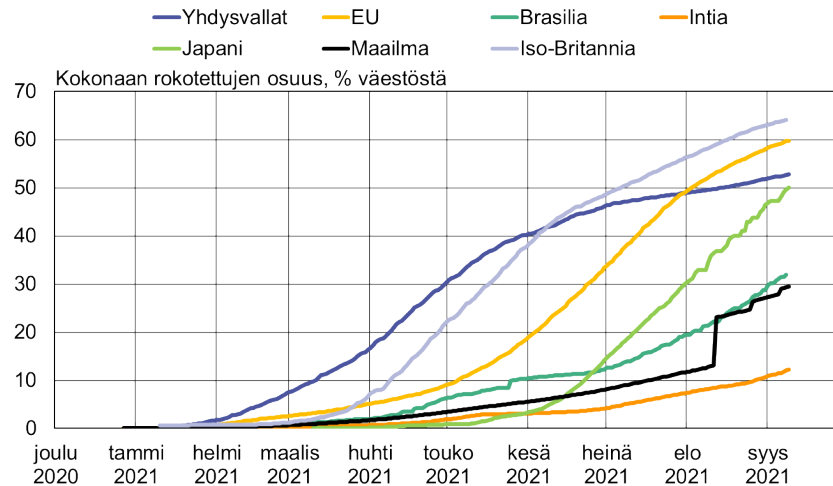
Kansainvälisen talouden elpymisen äkillisestä ja syvästä koronapandemian aiheuttamasta talouskriisistä on käynnissä, mutta pandemia vaikuttaa yhä talousnäkyymiin. Kun rokotuskattavuus laajentuu, koronan leviäminen on kuitenkin pienempi riski terveydelle ja talousvaikutukset vähäisempiä kuin aiemmin. Kehittyvien maiden alhainen rokotuskattavuus ja uusien virusvarianttien uhka varjostavat kuitenkin vielä pidemmän aikaa näkymiä (kuvio 1).

Koronakriisi on aiheuttanut aikaisempia kriisejä äkillisempiä heilahteluja talouteen, ja elpymisen

on ollut epätasaista sekä maittain että sektoreittain. Myös yksityinen kulutus on vähentynyt poikkeuksellisen paljon. On yhä epävarmaa, miten pandemia vaikuttaa pidemmällä aikavälillä tuotannon tasoon ja talouden rakenteisiin. Voimakkaiden talouspoliittisten toimien ennakoidaan vähentävän pitkän aikavälin vaurioita merkittävästi erityisesti kehittyneissä maissa, toisin kuin kriisin alkuvaiheessa pelättiin. Välttämättömien tukitoimien seurauksena julkinen velkaantuneisuus ja keskuspankkien taseet ovat toisaalta kasvaneet. Elpymisen edetessä keskeistä on yhä poikkeuksellisen kevyen talouspolitiikan oikein ajoitettu ja mitoitettu asteittainen purkaminen.

Kuvio 1.

Rokotuskattavuus laajenee ja helpottaa terveyskriisiä



Lähde: Our World in Data.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
16.9.2021

39930

Maailmantalouden elpyminen koronakriisistä on jatkunut nopeana, mutta deltavariantin myötä kasvaneet tautitapaukset varjostavat näkymiä erityisesti kehittyneissä talouksissa. Rokotukset ovat edistyneet kehittyneissä maissa ripeästi. Iso-Britanniassa ja EU:ssa kokonaan rokotettujen osuus väestöstä on ylittänyt 60 % tuntumaan tai sen yli. Yhdysvalloissa ja Japanissakin rokotuskattavuus on yli 50 %, mutta maailman tasolla kokonaan rokotettuja on vasta noin 30 %.

Rokotuskattavuuden nousu ja rajoitusten purkaminen ovat parantaneet erityisesti palvelualojen näkymiä kehittyneissä maissa.

Kuluvana vuonna maailmantalouden ennustetaan kasvavan noin 6 prosenttia, Yhdysvaltojen noin 6 ja euroalueen 5 prosentin vauhdilla (taulukko 1). Talousnäkyymiin liittyy kuitenkin yhä epävarmuutta, koska terveyskriisi ei ole vielä väistynyt. Keskeisimpinä riskeinä ovat tuotantokapeikkojen pitkittyminen, koronaviruksen uudet mutaatiot, lääketieteellisten ratkaisujen toimivuus, elvytyspakettien onnistuminen sekä koronatuon pois vetämisen ajoituksen ja toteutuksen onnistuminen. Toisaalta etenkin korona-aikana kertyneiden kotitalouksien säästöjen nopea purkautuminen ja yksityisen kulutuksen piristyminen voisi parantaa talousnäkyymiä nykyisistä.

Taulukko 1.

Maailmantalouden jyrkkä supistuminen vuonna 2020 vaihtuu 6 prosentin kasvuksi tänä vuonna

Maailman BKT, %-kasvu	Pvm	2020	2021	2022	2023
EKP*	09/2021 (06/2021)	-2,3	6,3 (6,2)	4,5 (4,2)	3,7 (3,7)
IMF	07/2021 (04/2021)	-3,2	6,0 (6,0)	4,9 (4,4)	-
OECD	05/2021 (03/2021)	-3,5	5,8 (5,6)	4,4 (4,0)	-
Euroopan komissio	05/2021 (11/2020)	-3,4	5,6 (4,6)	4,3 (3,6)	-
Consensus	08/2021 (07/2021)	-3,3	5,8 (5,9)	4,4 (4,4)	-

* Maailman BKT pl. euroalue.

Suluissa edellinen ennuste.

Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD, EKP/Eurojärjestelmä ja Euroopan komissio.

Euroalueen talouden elpyminen on vahvistunut, mutta työssä käyviä on edelleen yli kaksi miljoonaa vähemmän kuin ennen pandemiaa. Talous kasvoi 2,2 % vuoden toisella neljänneksellä. Euroalueen luottamusilmapiiri on pysynyt vahvana ja talouden elpyminen näyttäisi yhä jatkuvan. Deltamuunnos voi kuitenkin viivästyttää rajoitteiden purkamista ja hidastaa elpymistä. EKP:n syyskuun ennusteen mukaan tuotannon odotetaan ylittävän pandemiaa edeltäneet lukemat vuoden loppuun mennessä (taulukko 2). Yritysten, kotitalouksien ja julkisen sektorin rahoitusolot ovat pysyneet suotuisina, mikä on välttämätön edellytys sille, että talouden elpyminen voi jatkua.

Taulukko 2.

Euroalueen talous kuroo koronakuopan umpeen kasvamalla 5 prosentin vauhdilla tänä vuonna					
Euroalueen BKT, %-kasvu	Pvm	2020	2021	2022	2023
EKP	09/2021 (06/2021)	-6,5	5,0 (4,6)	4,6 (4,7)	2,1 (2,1)
Euroopan komissio	07/2021 (05/2021)	-6,5	4,8 (4,3)	4,5 (4,4)	-
IMF	07/2021 (04/2021)	-6,5	4,6 (4,4)	4,3 (3,8)	-
OECD	05/2021 (03/2021)	-6,7	4,3 (3,9)	4,4 (3,8)	-
Consensus	08/2021 (07/2021)	-6,5	4,8 (4,6)	4,4 (4,4)	-

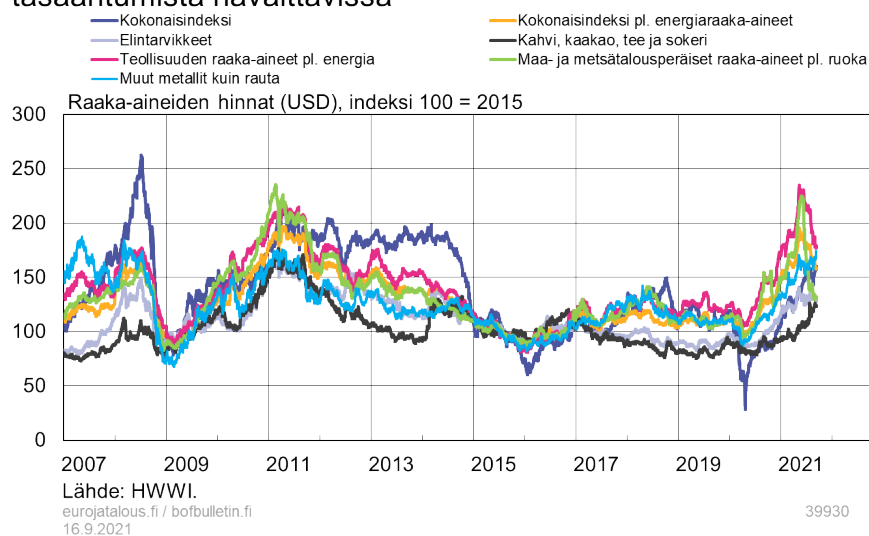
Suluissa edellinen ennuste.
Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD, EKP/Eurojärjestelmä ja Euroopan komissio.

Inflaatio on kiihtynyt elpymisvaiheessa globaalisti

Koronakriisin alettua myös hintanäkymät heikkenivät nopeasti, ja esimerkiksi euroalueella inflaatio oli negatiivinen vuoden 2020 elokuusta joulukuuhun. Nyt talouden asteittain avautuessa myös hinnat ovat toipuneet, mikä näkyy inflaation kiihtymisenä ja inflaatio-odotusten kasvuna. Inflaatiota voimistavat väliaikaisesti vertailuajankohta (ns. pohjavaikutus) eli vuotta aiemmin vallinnut alhaisempi hintataso, raaka-aineiden hinnannousu ja talouden sulkemisen ja uudelleen avaamisen seurauksena syntyneet tuotantokapeikot (kuvio 2). Inflaation kiihtyminen on ollut odotettua voimakkaampaa, mutta inflaatiouvahdin ennustetaan kuitenkin tasaantuvan ensi vuonna euroalueella alle tavoitteena olevan 2 prosentin vauhdin.

Kuvio 2.

Elpyminen on nostanut raaka-aineiden hintoja, mutta tasaantumista havaittavissa



Globaali inflaatio on kiihtynyt noin 4 prosenttiin, mikä vastaa suunnilleen finanssikriisin jälkeistä inflaation kiihtymistä vuonna 2011 (kuvio 3). Raaka-aineiden hinnannousu ja muiden tuotannon komponenttien, kuten elektroniikkateollisuuden puolijohdeiden, saatavuusongelmat ovat kiihdyttäneet inflaatiota, mutta merkkejä tasaantumista on. Euroalueen kokonaisinflaatio oli elokuussa 3 % ja myös Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa väliaikaiset tekijät (mm. raaka-aineiden hintojen nousu, tuotannon pullonkaulat ja yksittäisten erien hintojen toipumiset kriisistä) ovat kiihdyttäneet inflaatiota.

Keskkipitkällä aikavälillä Yhdysvaltojen inflaation ennustetaan palaavan 2 prosenttiin tai hieman sen yläpuolelle ja Iso-Britannian inflaation 2 prosenttiin. Euroalueella keskipitkän ajan näkymät ovat tätä vaisummat. Näkemystä euroalueen keskipitkän aikavälin alle 2 prosentin inflaationäkymistä tukevat pohjainflaation vaisuus, talouden vapaa kapasiteetti, maltillisena jatkuva palkkakehitys sekä inflaatiotavoitteeseen nähden yhä vaimeat inflaatio-odotukset. Vaikka inflaatiotavoitteeseen on vielä euroalueella matkaa, edellytykset palata keskipitkällä aikavälillä kestävästi 2 prosentin inflaatiovauhtiin ovat talouden elpymisen myötä kohentuneet. Tätä tukee myös EKP:n neuvoston heinäkuussa julkistama uusi rahapolitiikan strategia, joka ankkuroi euroalueen inflaatio-odotukset aiempaa vahvemmin symmetriseen 2 prosentin tavoitteeseen (ks. [EKP uudisti rahapolitiikan strategiansa – mikä muuttuu?](#)).

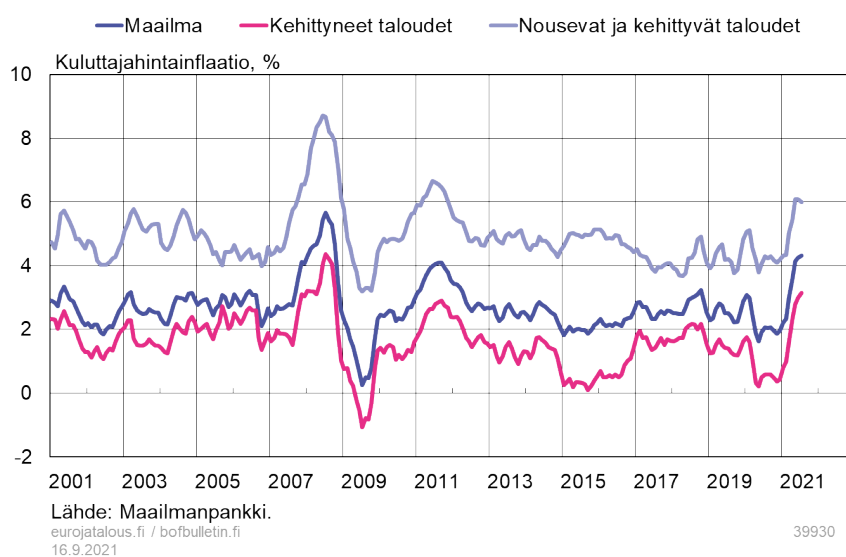
Keskeisin muutos rahapolitiikan strategiassa on inflaatiotavoitteen uusi määritelmä ja se, miten tavoitetta jatkossa päätöksenteossa sovelletaan. Uuden strategian mukaan hintavakautta kyetään parhaiten ylläpitämään tavoittelemalla 2 prosentin inflaatiota keskipitkällä aikavälillä. Inflaatiotavoite on symmetrinen: EKP:n neuvosto pitää sekä tätä 2 prosentin tavoitetta hitaampaa että sitä nopeampaa inflaatiota yhtä kielteisenä. Symmetrinen inflaatiotavoite auttaa ankkuroimaan inflaatio-odotuksia, joilla on oleellinen merkitys hintavakauden kannalta. Uusi strategia tukee sitä, että talous ei juutu pitkäksi aikaa liian hitaaseen inflaatioon. Inflaatio voi väliaikaisesti olla myös tavoitetta jonkin verran nopeampaa. Strategiaaudistuksen jälkeen neuvosto päätti uudesta korkoja koskevasta ennakoivasta viestinnästä^[1], jonka se vahvisti

1. Symmetrisen kahden prosentin tavoitteensa ja rahapolitiikan strategiansa pohjalta EKP:n neuvosto odottaa ohjauskorkojen

syyskuun kokouksessaan.

Kuvio 3.

Kuluttajahintainflaatio on kiihtynyt globaalisti



Kriisistä toipuminen vaatii vielä talouspolitiikan tukea

Rahapolitiikan tehtävänä on tällaisessa tilanteessa ylläpitää elpymisen kannalta suotuisia rahoitusoloja riittävän pitkään. Tällä tavoin rahapolitiikka tukee kasvua ja asteittain kiihdyttää inflaatiota erityisesti euroalueella, jossa se on ollut pitkään hintavakaustavoitteeseen nähden liian hidas. Koronapandemian aiheuttama talouskriisi on siinä mielessä poikkeuksellinen, että epidemian leviämistä rajoittavat toimet ja ihmisten varovaisuus ovat suoraan rajoittaneet tuotantoa monilla aloilla etenkin yksityisissä palveluissa. Vaikka rahapolitiikka ei pysty estämään näitä vaikutuksia, se voi silti auttaa yritysten ja kotitalouksien selviämistä kriisin pahimman vaiheen yli ja tukea sen jälkeistä talouden elpymistä. EKP:n neuvosto päätti syyskuun kokouksessaan jatkaa vahvasti elvyttävää rahapolitiikan linjaa ja mitoitus- ja rahoituspolitiikkaa. Neuvosto kuitenkin arvioi, että keskipitkän aikavälin inflaationäkymien hienoisesta kohenemisestä rahoitusolot voidaan pitää suotuisina, vaikka PEPP-ohjelmassa tehtäisiin netto-ostoja hieman aiempaa maltillisempaan tahtiin vuoden viimeisellä neljänneksellä. Uudistettu EKP:n ohjauskorkoja koskeva ennakoiva viestintä ja muut rahapoliittiset toimet tukevat elpymistä ja inflaation palautumista tavoitteen mukaiseen kahteen prosenttiin kestävästi.

Tässä kriisissä on ollut tärkeää, että sekä euroalueella että myös muualla rahapoliittinen elvytys ja finanssipoliittinen elvytys ovat tukeneet toisiaan. Koronakriisin aikana tarve tukea kotitalouksia ja yrityksiä on pakottanut valtiot ympäri maailmaa ottamaan runsaasti lisää velkaa. Ilman tätä yrityksiä olisi kaatunut ja työpaikkoja olisi menetetty aivan eri mitassa kuin nyt. Terveyskriisin

pysyvän nykytasolla tai sitä alemmina, kunnes inflaatiiovauhti nopeutuu kestävästi kahteen prosenttiin jo hyvissä ajoin ennen arviointijakson loppua ja EKP:n neuvosto katsoo pohjainflaation kehityksen olleen riittävää, jotta inflaation voidaan odottaa vakaantuvan kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä. Inflaatio voi tilapäisesti olla myös tavoitetta jonkin verran nopeampaa.

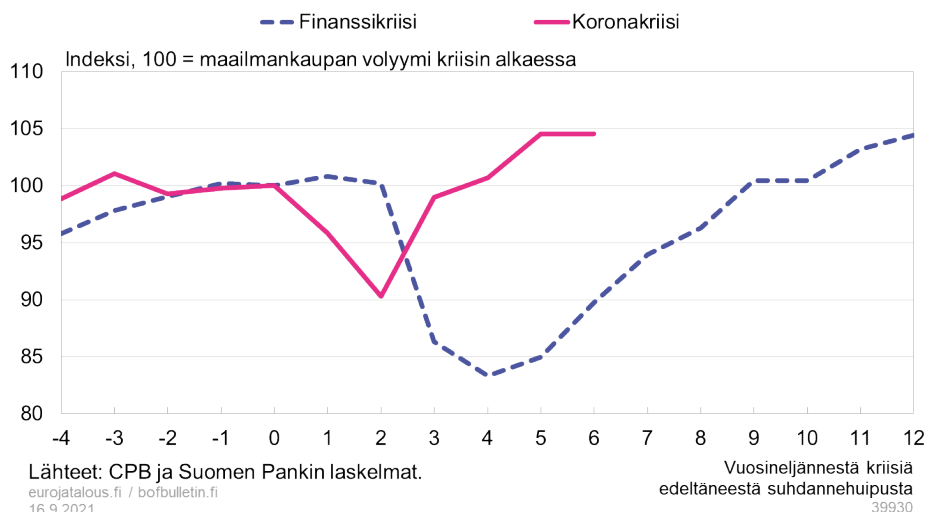
pitkäkestoiset talousvaikutukset selviävät vasta, kun voimakkaista tukitoimista voidaan asteittain luopua ja talouspolitiikkaa pystytään normalisoimaan.

Koronakriisi iski äkillisesti ja globaalisti

Koronakriisin luonne poikkeaa muista viime vuosikymmenten taluskriiseistä, sillä tämän kriisin lähde on talouden ulkopuolella. Myös elpymisvaihe ja siihen liittyvät haasteet ovat siksi osittain uudenlaisia. Koronakriisin globaali ja äkillinen luonne näkyi maailman tavarakaupan nopeana romahtamisena vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä (kuvio 4)^[2]. Maailman tavarakauppa supistui koronakriisin alussa pahimmillaan noin 10 % lähtötasoltaan. Supistuminen oli kuitenkin vähäisempää kuin finanssikriisin yhteydessä (yli 15 %) vuosina 2008–2009.^[3] Koronakriisissä maailmankauppa lähti toipumaan selvästi nopeammin kuin finanssikriisin jälkeen. Tällä kertaa teollisuuslaitokset pystyivät käynnistämään toimintansa globaalisti nopeammin sen jälkeen, kun rajoitustoimia alettiin kohdentaa alkuvaihetta rajatummalla. Toipumista auttoi myös rahoitusolojen pysyminen kevyinä. Myös Kiinan ja Yhdysvaltojen talouksien nopea toipuminen voimakkaiden elvytystoimien tuella edesauttoi maailmankaupan varhaista toipumista.

Kuvio 4.

Maailman tavarakauppa supistui vähemmän kuin finanssikriisissä ja toipui koronakriisistä nopeammin



Euroalueen kokonaistuotannon elpyminen nopeampaa kuin finanssikriisin jälkeen

Koronakriisi on ollut poikkeuksellisen äkillinen ja syvä, mutta myös BKT:n elpyminen on osoittautumassa nopeammaksi kuin finanssikriisissä (kuvio 5). Finanssikriisin jälkeen euroalueella ei saavutettu kriisiä edeltänyttä kasvu-uraa, vaan kriisi jätti syvän pitkäkestoisen

2. Kriisien nollakohdaksi kuviossa on valittu kunkin kriisin viimeinen neljännes ennen BKT:n kääntymistä laskuun, toisin sanoen taantumaa tai lamaa edeltänyt kokonaistuotannon huippu.

3. On kuitenkin syytä huomata, että finanssikriisin yhteydessä tapahtunutta romahdusta saattavat selittää kriisin lisäksi samaan aikaan vaikuttaneet rakenteelliset muutokset. Ks. esim. Cabrilac, B. ym. (2016) Understanding the weakness in global trade- What is the new normal?, ECB Occasional Paper No. 178.

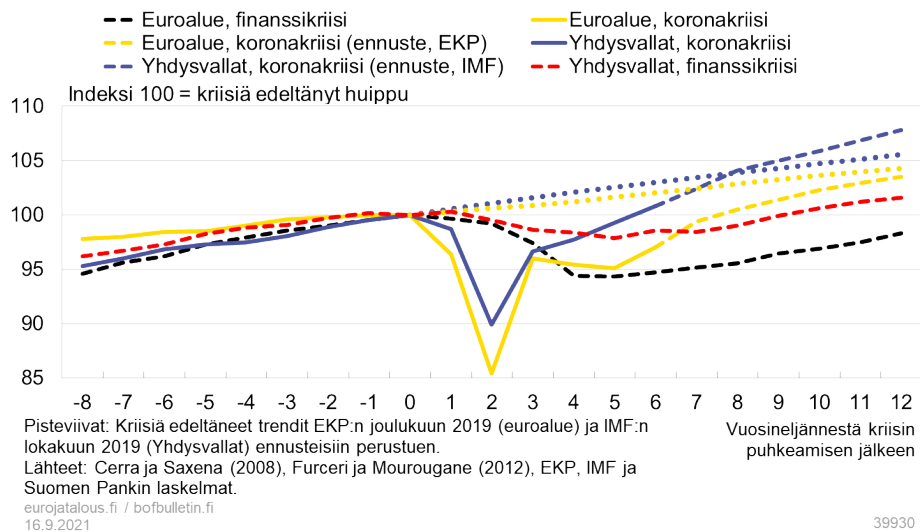
jäljen BKT:hen.

Nyt koronaviruksen jälkeen euroalueen kokonaistuotannon ennustetaan toipuvan melko lähelle aikaisempaa kasvu-uraa vuoden 2022 loppuun mennessä. Tämä tarkoittaisi, että tuotannon taso ei jäisi selvästi ja pitkäaikaisesti heikommaksi kuin ennen kriisiä odotettu kasvu-ura, kuten kävi finanssikriisissä.^[4] Tässä tapauksessa koronaviruksen ei siis myöskään johtaisi tuotannon kasvuvauhdin pysyvään hidastumiseen.

Yhdysvalloissa talouden toipuminen on ollut euroaluettakin vauhdikkaampaa. Yhdysvaltojen kokonaistuotanto saavutti vuoden 2021 toisella neljänneksellä kriisiä edeltäneen tason, kun taas euroalueella kokonaistuotanto oli toisella neljänneksellä vielä 2,5 % alle kriisiä edeltäneen huippunsa. Esimerkiksi IMF:n heinäkuun ennustepäivityksen mukaan Yhdysvaltojen kokonaistuotannon ennustetaan saavuttavan ja jopa ylittävän koronavirusta edeltäneiden ennusteiden luvut jo vuoden 2022 aikana. Näissä ennusteissa esitettyihin kriisin pitkän ajan vaikutuksiin liittyy kuitenkin vielä epävarmuutta, ja koronaviruksen merkittävien pitkäaikaiset vaikutukset ovat vielä mahdollisia. Talouskriisien pitkän ajan vaikutuksiin vaikuttavat kokonaistuotavuuden elpyminen, työvoiman ennalleen palautumisen voimakkuus ja erityisesti rahoituskriisien osalta pääomakannan ja investointien toipumisvauhti.^[5]

Kuvio 5.

Euroalue ja Yhdysvallat elyvät nopeammin kuin finanssikriisissä kriisiä edeltäneen kasvu-uran tuntumaan



4. IMF arvioi maailmantalouden kärsivän merkittävät pysyvät negatiiviset kokonaistuotannon tasovaikutukset, jotka olisivat kuitenkin pienemmät kuin finanssikriisin yhteydessä havaitut. Pysyvien vaurioiden suuruus vaihtelee myös maittain, ja ne näyttävät olevan nousevissa talouksissa kehittyneitä talouksia suuremmat. Ks. IMF WEO (2021) Managing Divergent Recoveries, luku 2, huhtikuu 2021.

5. Barrett, P., Das, S., Magistretti, G., Pugacheva, E., Wingender, P. (2021) After-Effects of the COVID-19 Pandemic: Prospects for Medium-Term Economic Damage, IMF Working Paper No. /21/203.

Koronakriisin alkuvaihe ei muistuta aiempia talouskriisejä

Koronakriisiä voidaan verrata finanssikriisiin lisäksi myös laajaan joukkoon aiempia kriisejä. Aikaisempiin talouskriiseihin Barrett ym. (2021) ja Cerra ja Saxena (2008) ovat havainneet liittyvän tyypillisesti merkittäviä negatiivisia pitkän ajan vaikutuksia. Keskimäärin kriisien pysyvät vaikutukset kokonaistuotantoon ovat olleet noin -4:stä -16 prosenttiin.^[6] Talouskriisien vaikutuksia on pahentanut erityisesti pankkikriisin iskeminen talouteen. Toisaalta sisällissotien jälkeen talouksien on havaittu toipuneen nopeammin. Esimerkiksi tuottavuuden kasvua heikentää tyypillisten kriisien jälkeen se, että resursseja siirtyy vähemmän tuottaville sektoreille. Koronakriisin yhteydessä on kuitenkin vielä aikaista arvioida resurssien uudelleen kohdentumisen vaikutusta tuottavuuteen. Oikein suunnatuilla politiikkatoimilla pystytään edesauttamaan tehokasta voimavarojen uudelleen suuntautumista^[7].

Kuviossa 6 esitetään BKT:n kehitys euroalueella ja Yhdysvalloissa finanssi- ja koronakriisin aikoihin sekä talouskriiseissä keskimäärin. Kuvioon on lisäksi piirretty Cerran ja Saxenan (2008) tutkimukseen perustuva väli, jolle suurin osa (80 %) kriiseistä sijoittuu.^[8]

Koronakriisin alussa BKT supistui selvästi äkillisemmin ja jyrkemmin kuin aikaisemmissa talouskriiseissä. Koronakriisistä toipuminen alkoi sekä euroalueella että Yhdysvalloissa nopeasti finanssi- ja rahapoliittisten toimien tukemana. Kokonaistuotanto alkoi toipua jo vuoden 2020 kolmannella neljänneksellä, mutta elpyminen taittui uusien koronavirusaaltojen aiheuttamien rajoitustoimien vuoksi erityisesti euroalueella. Elpyminen voimistui uudelleen vuoden 2021 toisella neljänneksellä rokotuskattavuuden nousun ja rajoitustoimien vähenemisen myötä. Oma vaikutuksensa oli myös rajoitustoimien paremmalla kohdentamisella sekä yhteiskunnan sopeutumisella rajoitustoimiin, mikä vähensi niiden haitallisia vaikutuksia.

Pelättyä paremmasta kehityksestä huolimatta koronakriisistä toipuminen on yhä kesken, ja kokonaistuotannon toipuminen euroalueella on yhä selvästi heikompaa kuin keskimääräisissä talouskriiseissä (kuvio 6).^[9] EKP:n syyskuun ennusteen perusuran mukaan kokonaistuotanto näyttäisi kuitenkin saavuttavan kriisiä edeltäneen tason vuoden 2021 lopulla ja elpyvän melko lähelle keskimääräistä talouskriisin jälkeistä uraa vuoden 2022 loppuun mennessä. Koronakriisissä on tähän mennessä vältetty niin merkittävät rahoituksen välittymisen ongelmat kuin yritysten laajamittaisen konkurssiaallon syntyminen. Yritysten velkaantuneisuus on kuitenkin kasvanut kriisin seurauksena kaikissa suurissa maissa, mikä lisää toipumisen pitkän aikavälin heikompaan kehitykseen liittyviä kasvuriskejä nykyisessä kriisissä.

6. Cerra, V., Saxena, S. C. (2008) Growth dynamics: the myth of economic recovery, *American Economic Review*, 98(1), 439–57.

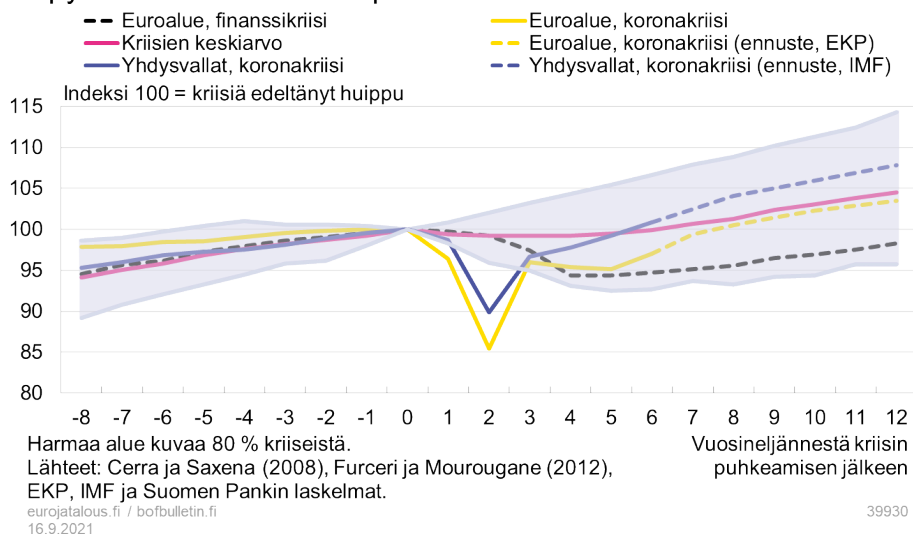
7. Ks. Furceri, D., Celik, S. K., Jalles, J. T., Koloskova, K. (2021) Recessions and total factor productivity: Evidence from sectoral data, *Economic Modelling*, Volume 94, sivut 130–138.

8. Aineisto koostuu 119:stä OECD-maiden ennen koronakriisiä kohtaamasta talouskriisistä ja perustuu Cerran ja Saxenan (2008) ja Furcerin ja Mourouganan (2012) aineistoihin täydennettynä viimeisimmillä talouskriiseillä. Kriisien nollakohdaksi on valittu kunkin kriisin viimeinen neljännes ennen BKT:n kääntymistä laskuun, toisin sanoen taantumaa tai lamaa edeltänyt kokonaistuotannon huippu.

9. Koronakriisistä toipumista arvioitaessa merkille pantavaa on, että euroalueen talouskasvu oli hidastunut hieman jo ennen koronakriisiä etenkin brexitin sekä Kiinan ja Yhdysvaltojen välisen kauppasodan aiheuttaman talouden hidastumisen vuoksi. Euroalueen talouskasvu ennen koronakriisiä olikin huomattavasti hitaampaa kuin ennen finanssikriisiä, jolloin talous oli jopa ”ylikuumentunut”.

Kuvio 6.

Koronakriisi on ollut poikkeuksellisen äkillinen ja syvä – elpyminen kuitenkin aiempien kriisien keskiarvon kaltaista



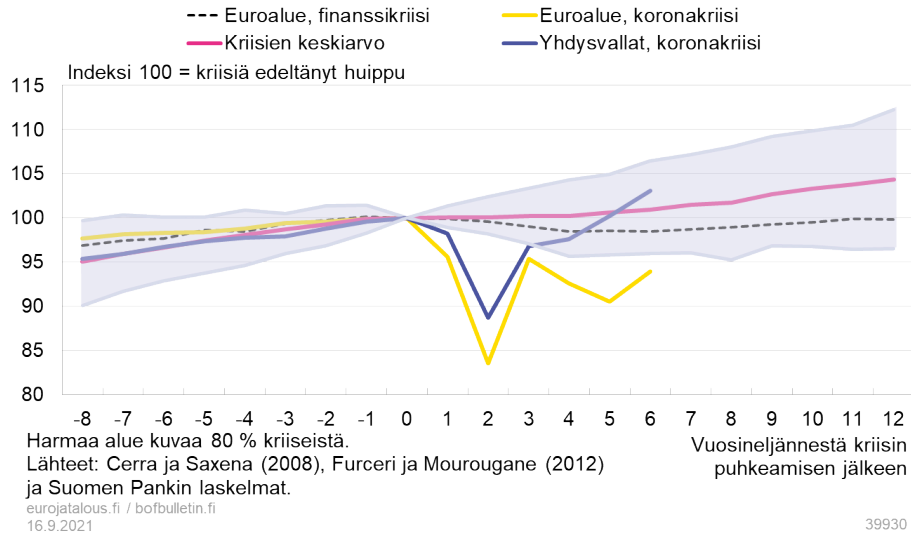
Koronakriisi iskenyt yksityiseen kulutukseen poikkeuksellisen voimakkaasti, investointien toipuminen vauhdikkaampaa

Tyypillisesti talouskriiseissä yksityisen kulutuksen kehitys on melko vakaata, ja näin oli myös euroalueella finanssikriisin yhteydessä.^[10] Koronakriisissä yksityinen kulutus sen sijaan romahti epävarmuuden, rajoitusten, terveyteen liittyvän pelon ja ihmisten liikkuvuuden vähenemisen myötä (kuvio 7). Euroalueella yksityinen kulutus oli yhä vuoden 2021 toisella neljänneksellä reilut 5 % pienempi kuin koronakriisiä ennen, kun taas keskimäärin talouskriisien jälkeen yksityinen kulutus ei ole pienentynyt käytännössä lainkaan.

Kuvio 7.

10. Esim. Kose, M., Sugawara, N., Terrones, M. (2020) Global Recessions, Policy Research Working Paper No. 9172, World Bank, Washington, DC.

Yksityinen kulutus romahti koronakriisissä selvästi aiempia kriisejä enemmän

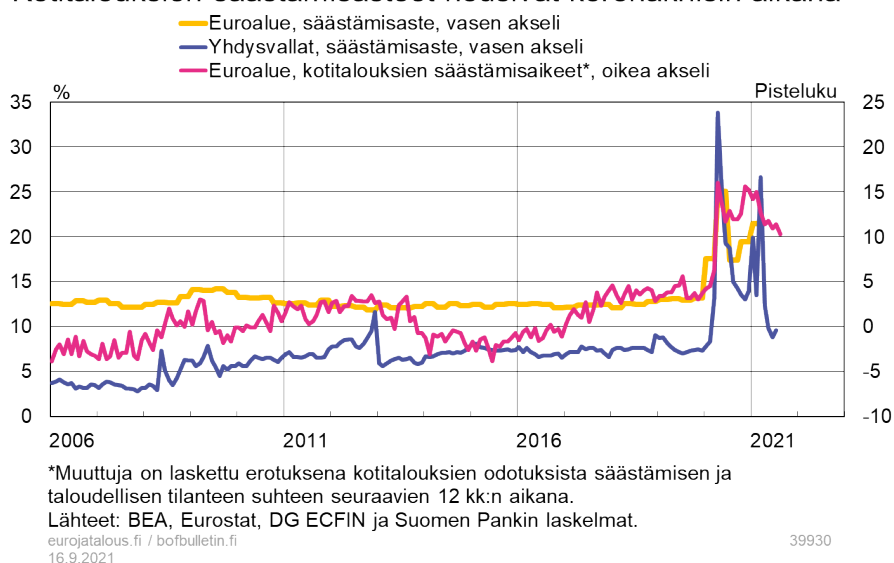


Yhdysvalloissa yksityistä kulutusta on tuettu voimakkaasti esimerkiksi kotitalouksille jaettavilla kerta-avustuksilla, ja siellä kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ovat jopa kasvaneet korona-aikana. Nämä toimet yhdessä euroaluetta nopeamman liikkuvuuden normalisoitumisen kanssa ovat tukeneet Yhdysvalloissa yksityisen kulutuksen voimakasta toipumista syvästä koronan aiheuttamasta kuopasta.

Sekä euroalueella että Yhdysvalloissa säästämisaste nousi merkittävästi kriisin puhjettua niin varautumissäästämisen, rajoitettujen kulutusmahdollisuuksien kuin kotitalouksien tulokehitystä tukeneiden politiikkatoimien takia. Yhdysvalloissa tukitoimet kasvattivat selvästi kotitalouksien käytettävissä olevia tuloja, kun taas euroalueella käytettävissä olevien tulojen kasvu vaimeni hieman. Yhdysvalloissa kotitalouksien säästämisaste alkoi normalisoitua vuoden 2021 toukokuusta lähtien, mikä on näkynyt myös yksityisen kulutuksen vahvana toipumisena. Euroalueella säästämisasteet ovat indikaattoritietojen mukaan yhä melko korkeat (kuvio 8). Korkeiden säästämisasteiden vuoksi kotitalouksille on kertynyt varallisuutta, jonka purkautuminen tukisi elpymistä. Säästämisen purkautumisen voimakkuutta rajoittavat kuitenkin useat tekijät. Ensinnäkin säästöt ovat jakautuneet epätasaisesti, ja ne ovat kertyneet erityisesti hyvätuloisille. Sen sijaan osalla pienituloisista, erityisesti palvelualoilla työskentelevillä, tulot ovat saattaneet pienentyä. Tyypillisesti pienituloisten rajakulutusalttius on korkeampi kuin hyvätuloisilla. Toiseksi, kertyneitä säästöjä voidaan käyttää myös velkojen takaisinmaksuun. Kolmanneksi, kotitalouksien tuloja on ylläpidetty massiivisen julkisen tuen avulla. Tukitoimien lakkaamisen jälkeen käytettävissä olevien tulojen kasvu saattaa olla vaisua. Koronakriisin poikkeukselliset vaikutukset kotitalouksien säästämiskäyttäytymiseen vaikeuttavat myös yksityisen kulutuksen ja siten kokonaistuotannon tulevan elpymisen arviointia.

Kuvio 8.

Kotitalouksien säästämisasteet nousivat koronakriisin aikana

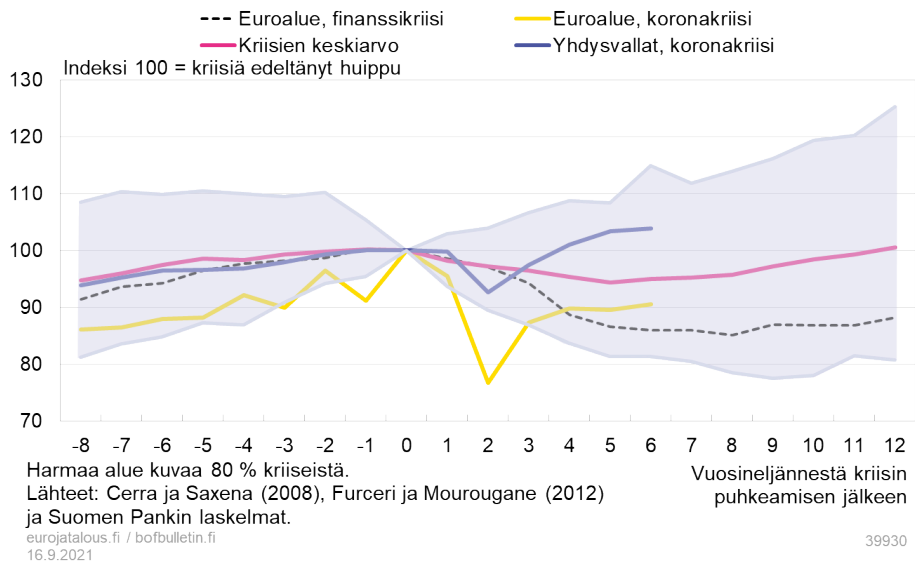


Investoinnit reagoivat tyypillisesti kriiseihin voimakkaammin kuin yksityinen kulutus. Euroalueella koronakriisin puhjettua investoinnit vähenivät aluksi jopa selvästi enemmän kuin kriiseissä yleensä (kuvio 9). Yksityiset investoinnit lähtivät kuitenkin toipumaan selvästi yksityistä kulutusta nopeammin vahvistuvan vientikysynnän ja teollisuustuotannon kasvun tukemina. Koronakriisissä näytetäänkin vältettävän finanssikriisin yhteydessä nähty pitkäkestoinen investointitaantuma, vaikkakin yksityisten investointien kehitys on ollut hieman heikompaa kuin historiallisissa talouskriiseissä yleensä. Sen sijaan Yhdysvalloissa yksityiset investoinnit ovat kehittyneet poikkeuksellisen vahvasti verrattuna aikaisempiin talouskriiseihin.

Voimakkaat talouspoliittiset tukitoimet ovat olleet keskeisiä investointien kehityksen kannalta, sillä ne ovat mm. vähentäneet tulevaisuudennäkymiin liittyvää epävarmuutta, ylläpitäneet yritysten rahoituksen saatavuutta ja siten estäneet laajamittaiset rahoitusmarkkinahäiriöt. Tuotannolliset investoinnit kasvattavat suoraan tulevaisuuden tuotantokapasiteettia, ja niiden voimakas elpyminen myös euroalueella vähentää riskejä kriisin pitkän aikavälin negatiivisista vaikutuksista. Investointien toipumista tukee rahoitusolojen pysyminen suotuisina jatkossa.

Kuvio 9.

Euroalueen investointien toipuminen lähellä kriisien keskiarvoa



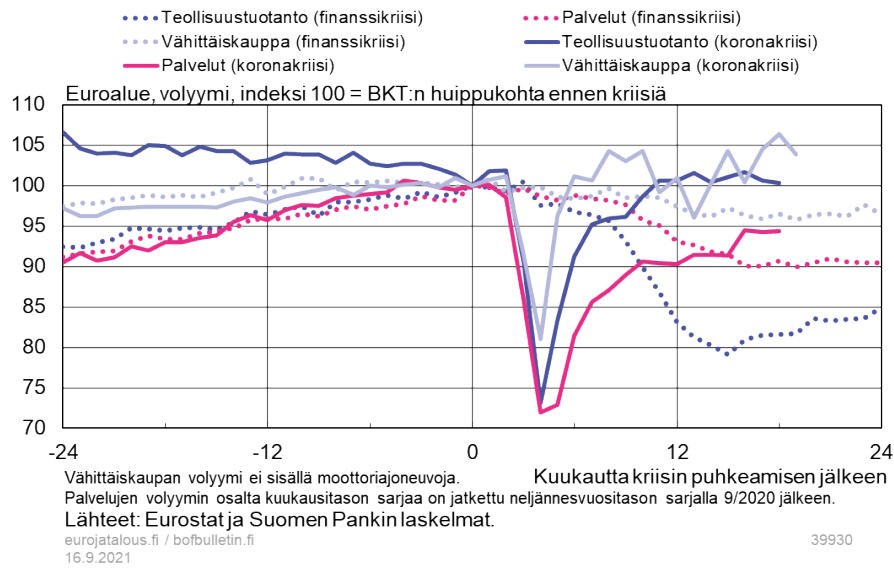
Finanssikriisistä poiketen koronakriisi kurittaa erityisesti palvelusektoria

Sektoreittain tarkasteltuna koronakriisi poikkeaa selvästi esimerkiksi finanssikriisistä. Kun finanssikriisi iski erityisesti teollisuustuotantoon euroalueella kuten myös muualla, koronakriisin alkuvaiheessa myös palvelut ja vähittäiskauppa kärsivät selvästi (kuvio 10). Vähittäiskaupan ja teollisuustuotannon toipuminen on ollut vahvaa toisin kuin finanssikriisissä, ja niiden tuotannon volyyymi on jo toipunut kriisiä edeltäneen tason tuntumaan. Sen sijaan viruksen leviämisen ehkäisemiseksi asetetut rajoitustoimet sekä kuluttajien varovaisuus näkyvät yhä palvelusektorin tuotannon heikkoutena. Kulutus siirtyi koronakriisissä palveluista tavaroihin.^[11]

Kuvio 10.

11. IMF (2021) ja Rungcharoenkitkul (2021) havaitsevat myös palvelusektorin toipuvan muita hitaammin. Ks. IMF WEO (2021) Managing Divergent Recoveries, luku 1, huhtikuu 2021, ja Rungcharoenkitkul, P. (2021) Macroeconomic effects of Covid-19: a mid-term review, BIS Working Papers No. 959, elokuu 2021.

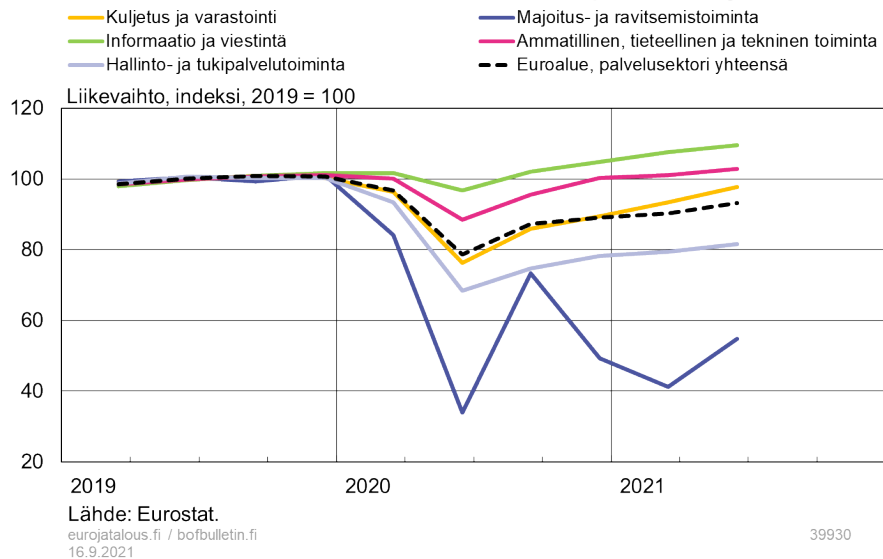
Koronakriisi iski erityisesti palveluihin



Myös palvelusektorin sisällä erot ovat merkittäviä. Erityisesti kriisi on näkynyt majoitus- ja ravitsemustoiminnassa (kuvio 11), kun taas esimerkiksi informaatioon ja viestintään liittyvissä palveluissa koronan vaikutukset ovat olleet pieniä. Koronakriisin aikaisempiin kriiseihin verrattuna erilaiset vaikutukset saattavat johtaa myös aikaisemmista kriiseistä poikkeaviin pitkän ajan vaikutuksiin.

Kuvio 11.

Koronan vaikutukset liikevaihtoon eroavat palvelualojen välillä



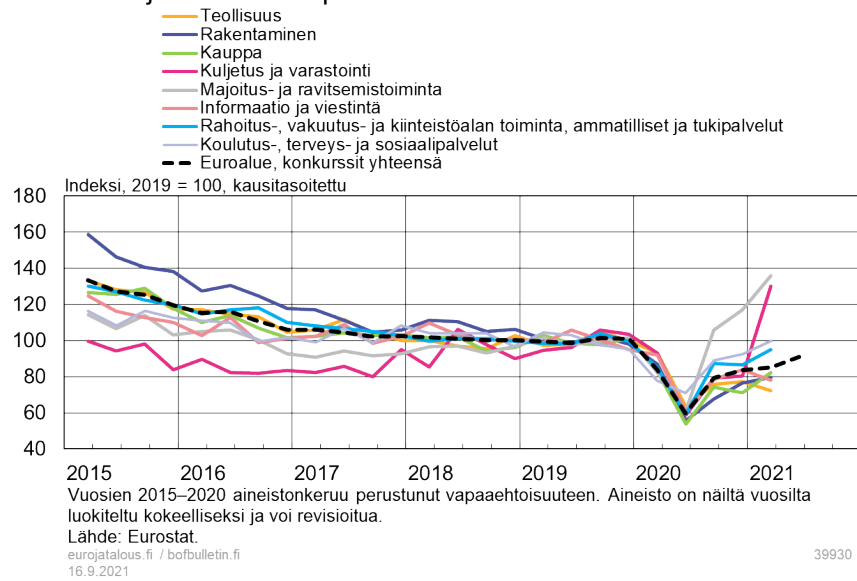
Konkurssien määrä toistaiseksi maltillinen pahiten kärsineitä toimialoja lukuun ottamatta

Investointien vaimeuden lisäksi pitkän ajan vaurioita voi syntyä kriisissä, jos pääomakanta tuhoutuu konkurssien, yritysten lopettamisten ja uusien perustamisen vaimeuden eli

yritysdynamiikan vuoksi. Konkurskien määrissä on merkittävää toimialakohtaista vaihtelua, sillä pahiten kriisistä kärsineillä aloilla erityisesti majoitus- ja ravitsemistoiminnassa konkurskien määrä on kasvanut euroalueella voimakkaasti. Vaikka tietyillä toimialoilla vaikeudet ovat olleet merkittäviä, suurelta konkurssiaalloilta on vielä vuoden 2021 toisen vuosineljänneksen tietojen perusteella välttytty (kuvio 12). Yritysten toimintaa ovat tukeneet ja konkurseja ehkäisseet kevyet rahoitusolot, julkisen sektorin voimakkaat tukitoimet ja konkurssilain muutokset. Nämä selittävät konkurskien vähenemisen kriisin aikana. Osa konkurssilainsäädäntöön tehdyistä helpotuksista on yhä voimassa. Koronakriisin lopulliset vaikutukset yritysdynamiikkaan nähdäänkin vasta poikkeustoimien päättymisen jälkeen. Uusien yritysten rekisteröinnit ovat toipuneet vahvasti vuoden 2020 toisen neljänneksen romahduksesta.

Kuvio 12.

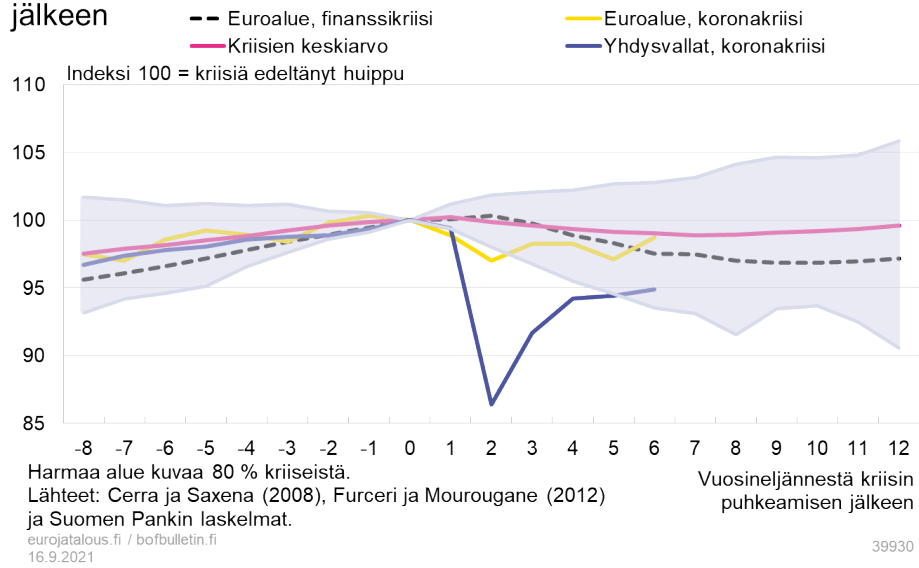
Konkurseja toistaiseksi poikkeuksellisen vähän tukitoimien ansiosta



Myöskään työllisyyskehitys ei näytä yhtä synkältä kuin finanssikriisin jälkeen, ja euroalueella työllisyys on alkanut alkuromahduksen jälkeen kasvaa (kuvio 13). Vuoden 2021 toisella neljänneksellä työllisyys oli noin 1,5 % alle kriisiä edeltäneen huipun. Näyttää siltä, että aikaisemmissa talouskriiseissä tyypillinen työllisyyden jyrkkä supistuminen on pystytty välttämään tukitoimien ansiosta ja työllisten määrä on jo palautunut lähelle tyypillisiä kriisin aikaisia lukuja. Työmarkkinoiden elpyminen kriisistä on kuitenkin yhä kesken, ja euroalueella työllisiä oli vuoden 2021 toisella neljänneksellä 2,5 milj. vähemmän kuin ennen koronakriisiä.

Kuvio 13.

Euroalueen työllisyys toipumassa paremmin kuin finanssikriisin jälkeen



Euromaat toipuvat eri tahdissa

Koronakriisin vaikutuksissa talouteen on ollut merkittäviä eroja euroalueen maiden välillä. Esimerkiksi Italiassa ja Espanjassa, joissa palveluvaltainen matkailusektori on merkittävä osa kansantaloutta^[12], koronarajoitusten aiheuttamat tulomenetykset johtivat muita maita syvempään kokonaistuotannon supistumiseen (kuvio 14). Myös eri tavoin toteutetut rajoitustoimet, niiden tehokkuus ja koronapandemian voimakkuuden alueellinen vaihtelu ovat vaikuttaneet talouskehitykseen. Euroalueen suurista maista erityisesti Espanjassa kokonaistuotanto on yhä merkittävästi koronapandemiaa edeltänyttä kasvutrendiä heikompaa. Elpymistähtien eroja selittävät myös mm. erot talouden rakenteissa, kuten työmarkkinoiden dynamiikassa. Pitkittynyt kriisi heikentää varsinkin palvelusektorin elpymistä. Rahoitusolot ovat kuitenkin pysyneet kevyinä kaikissa jäsenmaissa, ja myös finanssipolitiikan toimet ovat tukeneet kaikkialla kotitalouksien ja yritysten selviytymistä kriisistä. Finanssipolitiikan elvytyksen suuruudessa suhteessa kriisin kokoon on kuitenkin maakohtaisia eroja^[13], joita on pyritty vähentämään myös Euroopan unionin yhteisillä toimilla.^[14]

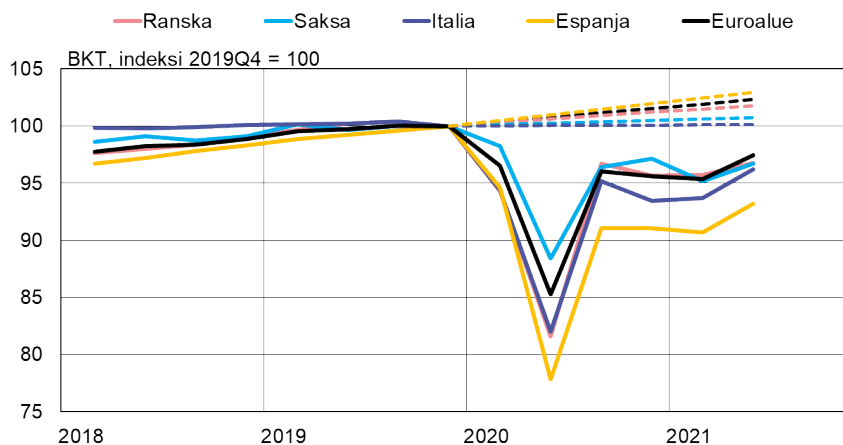
Kuvio 14.

12. Turismin osuus kokonaistuotannosta oli ennen kriisiä euroalueen suurista maista suurin Espanjassa (yli 10 % BKT:sta), kun taas Saksassa se oli noin 4 % BKT:sta.

13. EKP (2021) The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries, ECB Economic Bulletin 5/2021.

14. Merkittävimmät EU-tason toimet ovat olleet Next Generation EU (NGEU) -ohjelma, Euroopan vakauseränsäätö (EVM) kautta annettavat lainat jäsenmaille terveydenhoitomenoihin, lainat jäsenmaille työllisyyttä tukeviin menoihin (SURE) sekä lisäpääoma Euroopan investointipankille (EIP) yrityslainojen takuiden myöntämiseen.

Koronakriisin vaikutukset eroavat euroalueella maittain



Koronakriisiä edeltänyt trendi katkoviivalla.

Lähde: Eurostat.

eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
16.9.2021

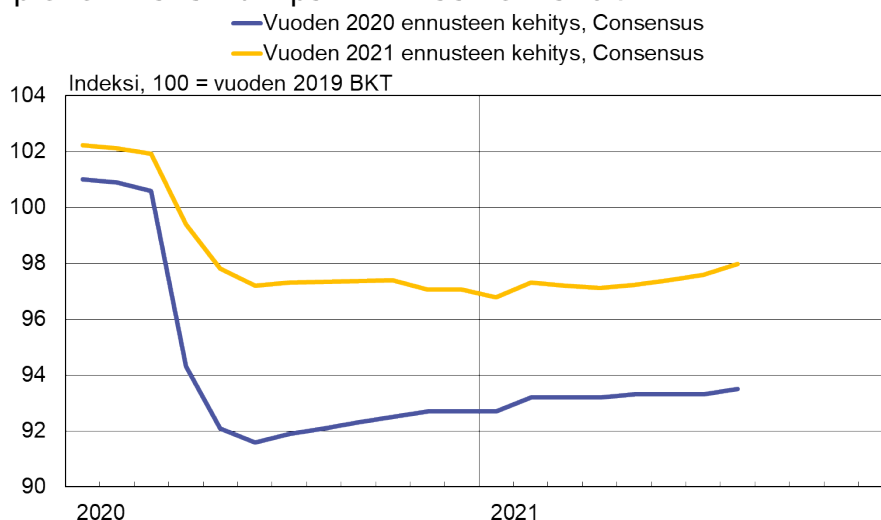
39930

Käsitys talouspolitiikan ratkaisevan tärkeästä roolista vahvistunut

Koronakriisi muutti talouden näkymiä äärimmäisen nopeasti (kuvio 15). Kuviossa on esitetty Consensus-kyselytutkimuksista lasketut BKT:n tason ennusteet vuosille 2020 (sininen viiva) ja 2021 (keltainen viiva) sekä niiden kehitys vuoden 2020 tammikuusta elokuuhun 2021. Ennusteet vuoden 2020 BKT:n keskimääräisestä tasosta romahtivat kevään 2020 myötä, kun käsitys kriisin poikkeuksellisesta syvyydestä vahvistui. Nämä ennusteet olivat alimmillaan kesäkuussa 2020. Vuoden 2020 loppupuolelta alkaen ennusteet kuitenkin alkoivat kohentua eli koronakuoppa osoittautui hieman pienemmäksi kuin pahimmillaan pelättiin. Myös ennusteet vuoden 2021 BKT:n tasosta heikkenivät merkittävästi keväällä 2020 ja olivat pienimmillään tammikuussa 2021. Nämä arviot ovat toistaiseksi kohentuneet vasta hieman.

Kuvio 15.

Euroalueen tuotannon koronavuonna osoittautui hieman pienemmäksi kuin pahimmillaan ennakoitiin



Lähteet: Consensus Economics ja Suomen Pankin laskelmat.

eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
16.9.2021

39930

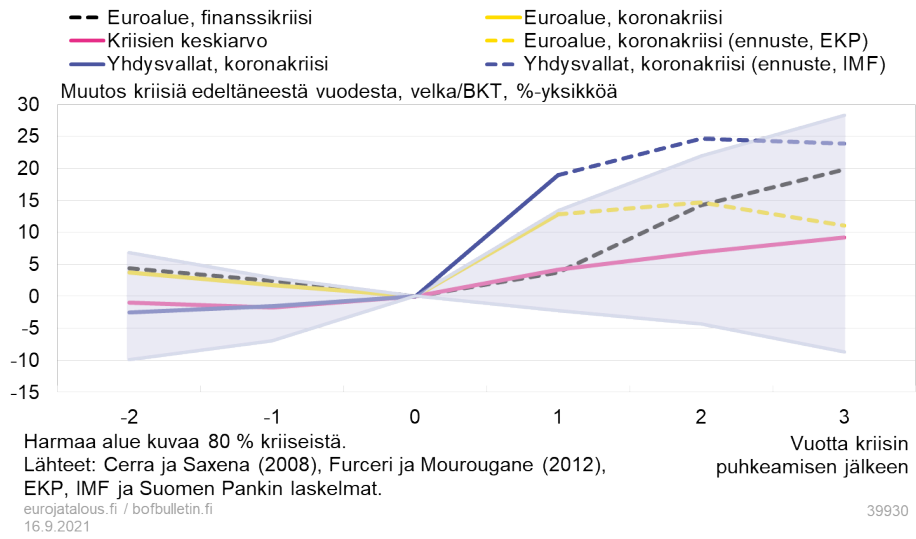
Kokonaistuotanto romahti siis vähemmän kuin pahimmillaan pelättiin, ja myös elpymisen osalta arviot ovat hieman kohentuneet. Käsitys talouspolitiikan ratkaisevan tärkeästä roolista tässä kehityskulussa on vahvistunut. Vaihtoehtoiset skenaariot olisivat olleet erittäin huonoja: rahoitusvakauden menetys, hitaampi elpyminen ja inflaatio sekä inflaatio-odotusten heikentyminen yhä kauemmas keskuspankin tavoitteesta. Voimakkaat talouspoliittiset toimet näyttäisivät vähentäneen pelättyjä pidemmän aikavälin vaurioita.

EKP:n yksi keskeisimpiä rahapolitiikan instrumentteja on ollut pandemiaan liittyvä arvopapereiden osto-ohjelma PEPP. Tämän lisäksi keskuspankki on tehnyt muitakin toimia, kuten muuttanut kohdennettujen pitempiäaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) ehtoja vielä aiempaakin kannustavammiksi ja edullisimmiksi.^[15] EKP:n pandemian aikaisista rahapoliittisista toimista ja niiden vaikutuksista kerrotaan artikkelissa ”Pandemian aikaiset rahapoliittiset toimet ovat elvyttäneet euroalueen taloutta”. Tulosten mukaan pelkästään ilman arvopaperiostoja kokonaistuotanto olisi jäänyt vuoden 2021 lopussa noin 3,5 % pienemmäksi ja kuluttajahinnat noin prosentin alemmiksi. TLTRO:n ehtomuutokset ovat samalla aikavälillä kasvattaneet kokonaistuotantoa noin prosentin ja hintatasoa noin 0,3 %.

Kuvio 16.

15. TLTRO:ssa pankeille tarjotaan juoksuajaltaan pitkiä vakuudellisia luottoja, joilla pyritään kannustamaan pankeja kasvattamaan luotonantoa yksityiselle sektorille eli yrityksille ja kotitalouksille (pl. asunto- ja vuokratuotot). Jos pankkien luotonanto kehittyä suotuisasti, niiden keskuspankkiluottojen korko voi laskea jopa -1 prosenttiin.

Julkinen velkaantuneisuus on kasvanut koronakriisissä selvästi enemmän kuin kriiseissä keskimäärin



Myös finanssipolitiikalla on ollut erityisesti kehittyneissä talouksissa keskeinen rooli syvän laman torjumisessa.^[16] Euroalueella yritysten selviytymistä kriisistä on tuettu mm. suorilla yritystuilla, lainoilla ja lainatakuilla. Vuonna 2020 koronakriisiohjelmien enimmäislaajuus oli yhteensä 2 507 mrd. euroa.^[17] Työpaikkojen säilymistä ja kuluttajien ostovoiman ylläpitämistä on tuettu erilaisilla lyhennetyllä työajan järjestelmillä. Julkisen talouden toimien vuoksi julkisen velan kasvu erityisesti Yhdysvalloissa mutta myös euroalueella on ollut selvästi voimakkaampaa kuin useimmissa aikaisemmissa talouskriiseissä (kuviot 16). Vastaavaa julkisen velan kasvua on aikaisemmin ollut lähinnä vain finanssikriisin aikana joissain yksittäisissä maissa.^[18] Talouspolitiikan laaja-alaista ja voimakasta reaktiota koronakriisiin voidaan pitää onnistuneena, sillä koronapandemia ei aiheuta kokonaistuotantoon niin merkittävää pitkäaikaista heikkenemistä kuin pahimmillaan pelättiin. Julkiseen talouteen jää silti pitkäaikainen jälki.

Kriisistä elpyminen on kuitenkin vielä kesken, ja oikein suunnatuilla, mitoitetuilla ja ajoitetuilla politiikkatoimilla voidaan edelleen pienentää talouden pitkän ajan vaurioita. Erityisesti toimet, jotka tukevat tuottavuuden, työllisyyden ja investointien toipumista, edesauttavat talouskasvun palautumista kriisiä edeltäneelle trendille. Koronakriisin aikana otettiin myös käyttöön EU:n elpymisväline eli NGEU. Se pienentää riskiä julkisen talouden liikkumavaran kapenemisesta pandemiasta eniten kärsineissä jäsenmaissa. Samalla se suuntaa varoja investointeihin, uudistuksiin, vihreään ja digitaaliseen siirtymään, joilla on suuri merkitys unionin yhteisen edun ja tulevan talouskasvun kannalta. Elpymisen edetessä vuorossa on siis ensin elvyttävän talouspolitiikan oikein ajoitettu ja mitoitettu asteittainen purkaminen ja vasta tämän vaiheen

16. Chudik, Mohaddes ja Raissi (2021) arvioivat finanssipolitiikan päätösperäisten toimien parantaneen kriisin syvimmässä vaiheessa (vuoden 2020 toisen ja kolmannen neljänneksen) kasvua yhteensä 4,5 prosenttiyksikköä euroalueella ja 7,1 prosenttiyksikköä Yhdysvalloissa. Tämän lisäksi erilaiset yritysten rahoitusta turvaavat toimet (lainat, lainatakuut, oman pääoman injektiot) edesauttoivat yritysten toiminnan säilymistä ja talouden elpymistä. Ks. Chudik, A., Mohaddes, K., Raissi, M. (2021) Covid-19 fiscal support and its effectiveness, Economics Letters, Volume 205.

17. Ks. tarkemmin vuoden 2020 aikana tehdyistä toimista Kauko, K. ja Räsänen, T. (2021) [Kansallisina koronakriisin myönnettiin kaikkiaan n. 1 300 miljardia euroa Euroopassa vuonna 2020](#), Euro & talous: analyysi.

18. Osittain velkasuhteen kasvua vuoden 2020 aikana selittää myös BKT:n romahtamisesta tullut väliaikainen vaikutus, joka häviää talouden elpymisen myötä.

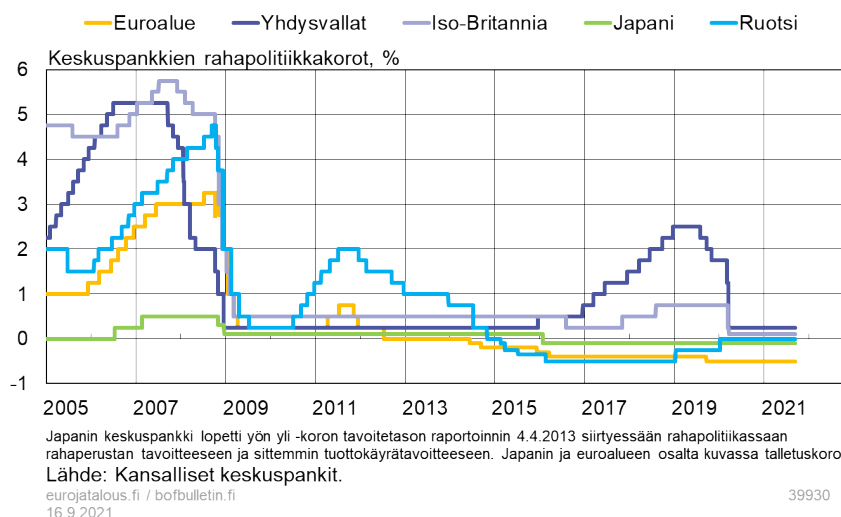
jälkeen kriisin takia kasvaneen velkaantuneisuuden alentaminen.

Rahapolitiikan epätavanomaiset toimet pitävät rahoitusolot kevyinä ja kasvattavat keskuspankkien taseita

Monien keskeisten keskuspankkien ohjauskorot olivat nollassa tai sen alle jo ennen koronakriisin alkamista (kuvio 17). Vain Yhdysvalloissa ohjauskorkoa voitiin merkittävästi laskea. Maaliskuun 2020 aikana Fed laski ohjauskorkoaan yhteensä 1,5 prosenttiyksikköä, jolloin ohjauskoron tavoiteväliksi jäi 0–0,25 %. Myös Isossa-Britanniassa keskuspankki pystyi maaliskuussa 2020 alentamaan ohjauskorkoaan 0,65 prosenttiyksikköä eli 0,1 prosenttiin. Euroalueella talletuskorko on ollut negatiivinen jo vuoden 2014 puolivälistä lähtien ja laskettiin nykyiseen –0,5 prosenttiin jo alkusyksyllä 2019.

Kuvio 17.

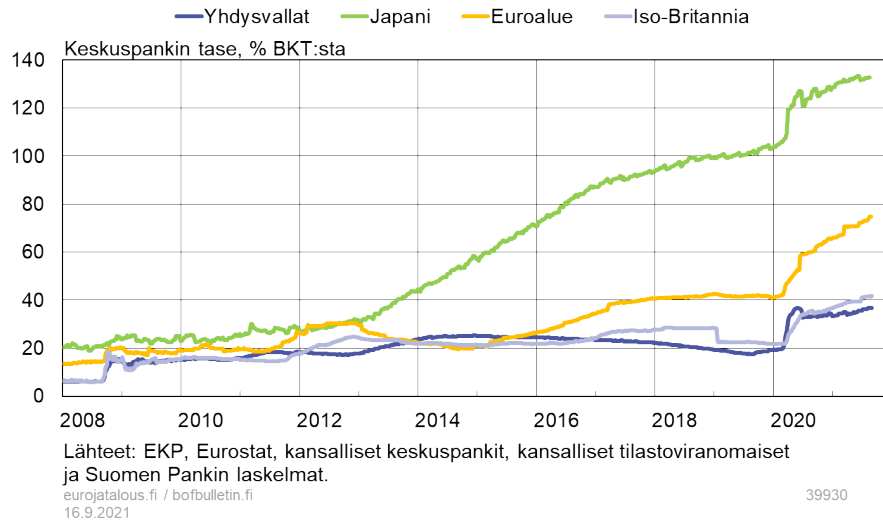
Monien keskuspankkien ohjauskorot olivat nollassa tai sen alle jo ennen koronakriisin alkamista



Ohjauskorkojen rajallisen liikkumavaran vuoksi koronakriisiin on vastattu rahapolitiikan epätavanomaisilla toimilla, kuten keskuspankkien jälkimarkkinoilta tehtävillä arvopaperiostoilla. Ostojen vuoksi keskuspankkien valtionlainaomistukset ovat kasvaneet merkittävästi. Arvopaperiostojen lisäksi keskuspankit ovat lieventäneet koronakriisistä aiheutuvaa iskua talouteen tekemällä myös muita niiden tasetta kasvattavia rahapoliittisia toimia. Elokuuhun 2021 mennessä Englannin pankin tase oli kasvanut yli 40 prosenttiin, EKP:n yli 70 prosenttiin ja Japanin keskuspankin yli 130 prosenttiin suhteessa BKT:hen (kuvio 18). Fedin tase oli alle 40 % suhteessa BKT:hen. Fedin taseen viimeaikaista kehitystä suhteessa BKT:hen on vaimentanut Yhdysvaltain vahva BKT:n nimelliskasvu. Talouden elpymisen ja inflaationäkymien kohentumisen myötä keskustelu arvopapereiden netto-ostojen vähentämisestä tai lopettamisesta on käynnistynyt erityisesti Yhdysvalloissa.

Kuvio 18.

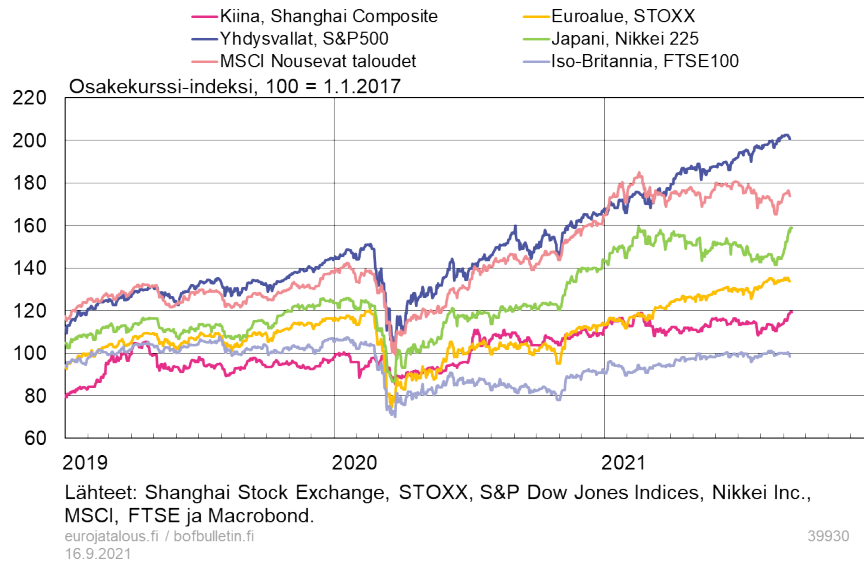
Koronakriisiin on vastattu keskuspankkien taseita kasvattavilla rahapolitiikan epätavanomaisilla toimilla



Pitkät korot olivat globaalisti jo hyvin alhaiset ennen pandemiakriisin alkamista. Keskuspankkien voimakkaat toimet estivät koronakriisin laajentumisen rahoitusmarkkinakriisiksi, ja valtionlainojen riskilisät kasvoivat koronakriisin alussa maltillisesti ja alkoivat nopeasti pienentyä. Alhaisen lähtötason takia pitkät korot eivät siis ole merkittävästi laskeneet, mutta keskuspankit ovat onnistuneesti pitäneet rahoitusolot kevyinä. Tästä voi lukea lisää esimerkiksi artikkelista ”[Pandemian aikaiset rahapolitiittiset toimet ovat elvyttäneet euroalueen taloutta](#)”. Myös osakekurssit alkoivat nopeasti elpyä koronakriisin alun jälkeen (kuvio 19). Erityisen vahvaa osakemarkkinoiden kehitys on ollut Yhdysvalloissa, joskin eri toimialojen välillä on ollut siellä suuria eroja. Vuonna 2021 osakemarkkinoiden kehitys on ollut vahvaa myös euroalueella.

Kuvio 19.

Osakekurssit toipuivat nopeasti koronakriisin alun laskun jälkeen



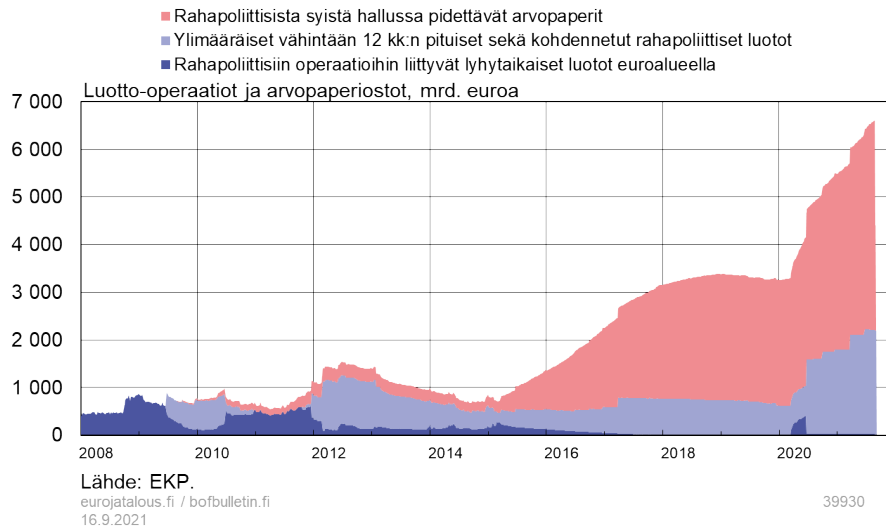
EKP ylläpitää elpymisen kannalta suotuisia

rahoitusoloja riittävän pitkään

EKP:n koronakriisin aikaiset toimet näkyvät eurojärjestelmän taseessa erityisesti niin, että rahapoliittisista syistä hallussa pidettävien arvopapereiden määrä sekä pidempiaikaisten luotto-operaatioiden määrät ovat kasvaneet (kuvio 20). Pandemiaan liittyvä arvopapereiden osto-ohjelma (PEPP) yhdessä jo aiemmin aloitetun APP-osto-ohjelman kanssa ovat kasvattaneet rahapoliittisista syistä hallussa pidettävien arvopapereiden määrää selvästi yli 4 000 mrd. euroon. Lisäksi pankit ovat tähän mennessä nostaneet yli 2 000 mrd. euroa kohdennetuissa pitkäaikaisissa luotto-operaatioissa (TLTRO III:ssa). TLTRO-luottojen määrän voimakasta kasvua selittää niitä koskevan koron laskun lisäksi se, että niiden pankkikohtaista enimmäismäärää kasvatettiin kriisin aikana ja alhaiseen korkoon oikeuttavaa luotonantotavoitetta alennettiin.^[19] EKP:n taseen kasvu on siis ollut paljon voimakkaampaa kuin finanssikriisin vuoden 2008 puhkeamisen jälkeisinä vuosina.

Kuvio 20.

Sekä arvopaperiostot että luotto-operaatiot kasvattaneet eurojärjestelmän tasetta merkittävästi koronakriisin aikana



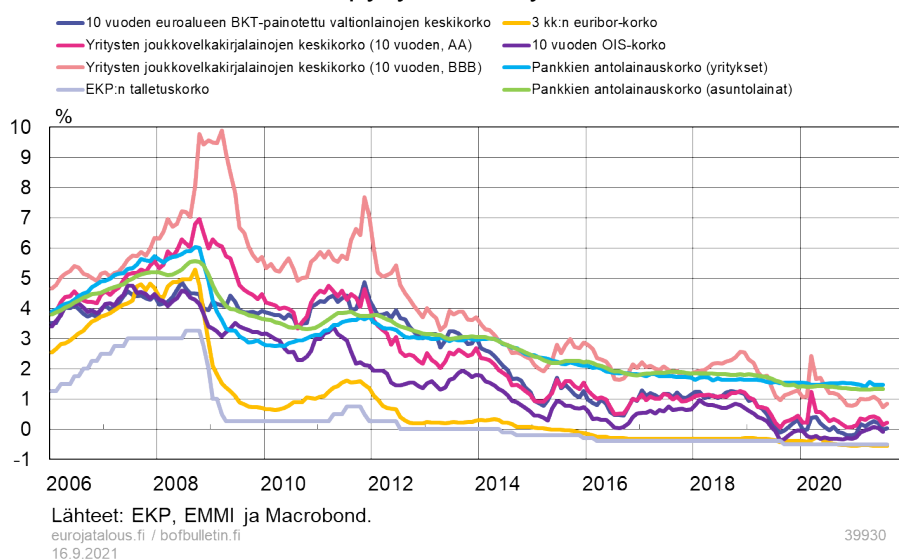
EKP:n pandemian aikaisten rahapolitiikan toimien sekä myös finanssipolitiikan tukitoimien ja pankkien luotonantoa tukevan sääntelyn kriisin aikaisen keventämisen ansiosta rahoitusolot ovat pysyneet euroalueella hyvin kevyinä koko koronakriisin ajan (kuvio 21). Kriisin alussa sijoittajien vaatimien riskipreemioiden kasvu nosti esimerkiksi valtionlainojen sekä yritysten joukkovelkakirjojen korkoja. Korkojen nousu jäi kuitenkin väliaikaiseksi. Myös pankkien luotonannon kanava on toiminut tässä kriisissä hyvin: antolainauskorot ovat pysyneet läpi kriisin vakaina (kuvio 21) ja pankit ovat kyenneet jatkamaan ja jopa lisäämään luotonantoaan (kuvio 22). Toisin kuin finanssikriisissä, koronakriisin aikana rahoitus on siis välittynyt euroalueella tasaisesti eikä esimerkiksi pankkien antolainauskoroissa ole ollut merkittäviä maakohtaisia eroja. Vuonna 2021 pitkät korot ovat hieman nousseet, mitä selittää mm. talousnäkymien vahvistuminen ja

19. Joulukuussa 2020 EKP:n neuvosto päätti, että TLTRO:n enimmäismäärää nostetaan aiemmasta 50 prosentista 55 prosenttiin tietystä osasta pankin lainakantaa. Samassa yhteydessä myös erityisen alhaisen koron ajanjaksoa pidennettiin ja operaatioiden määrää kasvatettiin kolmella. Tarkemmin päätöksestä voi lukea 10.12.2020 julkaistusta rahapolitiikkapäätöksestä. Luotonantotavoitetta alennettiin jo 12.3.2020 päätöksellä.

inflaatio-odotusten voimistuminen.

Kuvio 21.

Euroalueen rahoitusolot pysyneet kevyinä kriisistä huolimatta

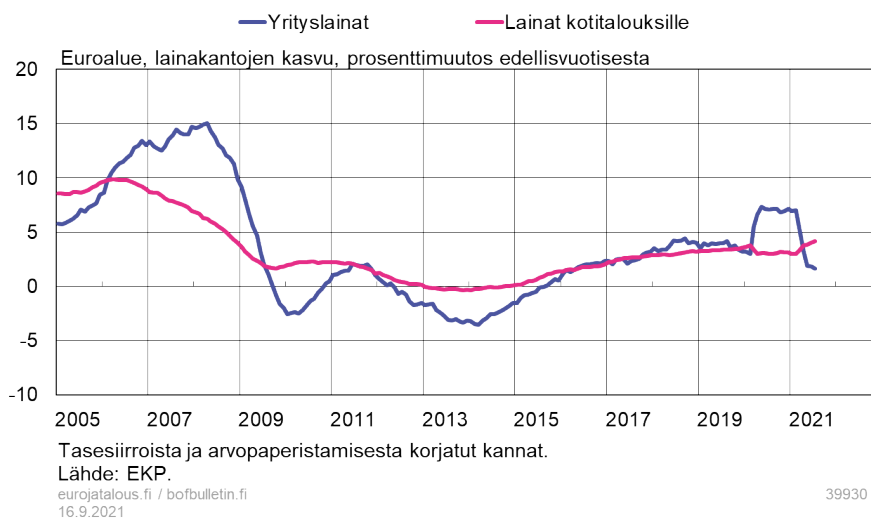


Kriisin puhjettua yrityslainakannan vuosikasvu kiihtyi voimakkaasti yritysten kassavirtojen tyrehtymisen aiheuttaman lainakysynnän kasvun myötä (kuvio 22). Pankkien luotonantopoliittikka sekä luottoehdot ovat pysyneet verrattain kevyinä koko kriisin ajan. Pankkien luotonannon seurantakyselyn (BLS) mukaan pankit kiristivät luotonantoaan huomattavasti vähemmän kuin globaalin finanssikriisin aikana.^[20] Osin tätä selittävät julkisen sektorin kriisin aikaiset takaukset sekä EKP:n kohdennetut luotto-operaatiot, TLTRO:t, jotka kannustavat pankkeja yrityslainanantoon. Yrityslainakannan kasvun viimeaikainen hidastuminen heijastaa sitä, että akuutin kriisivaiheen poikkeuksellinen rahoituksentarve on tasoittunut. Myös asuntolainakanta on kasvanut koko kriisin ajan. BLS-kyselyn mukaan tätä selittää luottopoliittikan kevyenä pysymisen lisäksi kysynnän kasvu, joka puolestaan johtuu erityisesti alhaisesta korkotasosta sekä lainanhakijoiden luottamuksesta asuntomarkkinoiden kehitykseen ja yleiseen talustilanteeseen.

Kuvio 22.

20. Ks. lisää aiheesta osoitteesta https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/bank_lending_survey/html/index.en.html.

Kevyet rahoitusolot ja valtioiden tukitoimet edesauttaneet luotonsaantia ja euroalueen elpymistä kriisistä

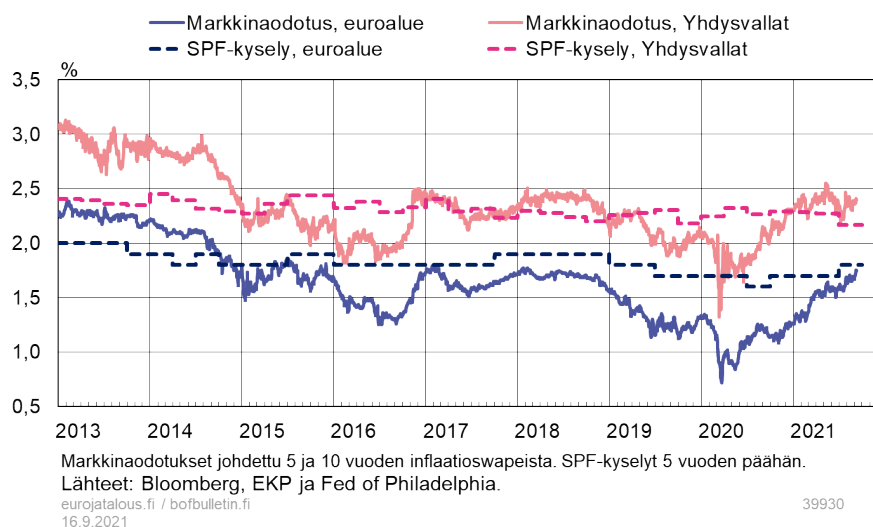


Inflaatio-odotukset ovat voimistuneet koronakriisin pahimmasta vaiheesta

Koronakriisin puhjettua inflaatio hidastui globaalisti, kun kokonaiskysyntä supistui ja raaka-aineiden hinnat laskivat jyrkästi. Heikentyneiden talousnäkymien ja epävarmuuden lisääntymisen myötä myös odotukset inflaation tulevasta kehityksestä vaimenivat laaja-alaisesti (kuvio 23). Lyhyen aikavälin inflaatio-odotusten vaimeneminen oli ymmärrettävää, koska koronakriisi heikensi taloutta. Huolestuttavampaa sen sijaan oli, että myös pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset vaimenivat merkittävästi. Niin euroalueella kuin Yhdysvalloissakin pitkät, viidestä kymmeneen vuoteen olevan ajanjakson inflaatiota kuvaavat inflaatio-odotukset heikentyivät poikkeuksellisen alhaisiin lukuihin, euroalueella 0,73 prosenttiin ja Yhdysvalloissa 1,39 prosenttiin.

Kuvio 23.

Euroalueella pitkän ajan inflaatio-odotukset yhä vaikeat suhteessa EKP:n inflaatiotavoitteeseen



Rahoitusmarkkinoilta mitattujen inflaatio-odotusten raju heikentyminen osoittautui kuitenkin lyhytaikaiseksi. Odotukset voimistuivat vähitellen, kun epävarmuus alkoi hälventyä ja pahimmat pelot taluskriisistä hellittivät. Myös maailmanlaajuisesti harjoitettu voimakkaasti elvyttävä ja kriisistä toipumista tukeva rahapolitiikka auttoi osaltaan merkittävästi, jotta inflaatio-odotusten heikentyminen saatiin pysäytettyä ja odotukset palautuivat ennalleen. Inflaatio-odotusten toipuminen puolestaan on osaltaan tukenut inflaatiokehitystä ja kohentanut inflaationäkymiä (ks. [Inflaatio-odotukset auttavat tulkitsemaan euroalueen inflaatiokehitystä](#)). Käsitys tulevasta inflaatiosta vaikuttaa talouden toimijoiden käyttäytymiseen, ja mikäli näiden inflaatio-odotukset luisuvat kestävästi alle (yli) keskuspankin inflaatiotavoitteen, voi seurauksena olla itseään vahvistava kierre, jossa heikentyneet (voimistuneet) inflaatio-odotukset johtavat toteutuneen inflaation hidastumiseen (kiihtymiseen) entisestään. Tällä hetkellä pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat Yhdysvalloissa vakiintuneet hieman yli 2 prosentin tasolle. Euroalueellakin odotukset ovat palautuneet koronakriisiä edeltävälle tasolle, mutta ne ovat vielä selvästi alle EKP:n heinäkuussa julkistaman 2 prosentin inflaatiotavoitteen (ks. [EKP uudisti rahapolitiikan strategiansa – mikä muuttuu?](#)).

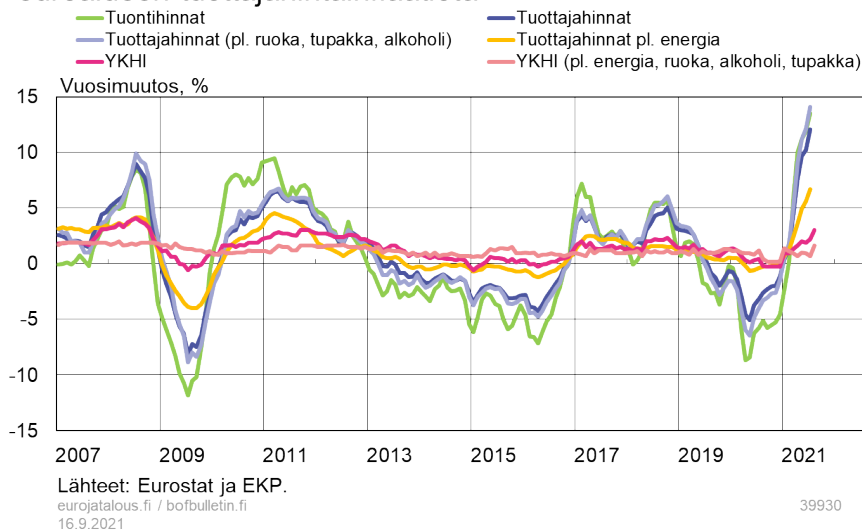
Talouden avautumisesta ja elpymisestä johtuvan inflaatiopiikin arvioidaan olevan pääosin tilapäinen

Inflaatio on talouden asteittaisen avautumisen ja elpymisen myötä kiihtynyt. Raaka-aineiden hinnat ovat kauttaaltaan nousseet reilusti. Samaan aikaan joillakin tuotannon sektoreilla tarjonta ei ole pystynyt vastaamaan ripeään kysynnän kasvuun. Esimerkiksi mikrosiruista on tällä hetkellä huutava pula ympäri maailmaa, mikä aiheuttaa tuotantohäiriöitä mm. autoteollisuudessa. Lisäksi kasvanut kysyntä on nostanut kuljetushintoja, kun kuljetuskapasiteetista on pulaa. Tämä kaikki on nostanut tuonti- ja tuottajahintoja selvästi euroalueella (kuviokuva 24). Tuonti- ja tuottajahinnat ovat kesä-heinäkuussa nousseet reilut 10 % vuodentakaisesta. Vuoden 2019 loppuun verrattuna tuontihinnat ovat nousseet reilut 4 % ja tuottajahinnat noin 8,5 %. Vaikka kyseessä onkin pitkälti koronakriisistä elpymisen aiheuttama korjausliike, odotetaan kustannuspaineiden pitävän inflaatiota nopeana ainakin tämän vuoden ajan. Tämän jälkeen kuluttajahintainflaation odotetaan asteittain hidastuvan alle 2 prosenttiin. Esimerkiksi teollisuuden sekä palvelualojen lähiaikojen

myyntihintaodotukset ovat tällä hetkellä varsin korkealla.

Kuvio 24.

Raaka-aineiden hintakehitys ja tarjontakapeikat kiihdyttäneet euroalueen tuottajahintainflaatiota



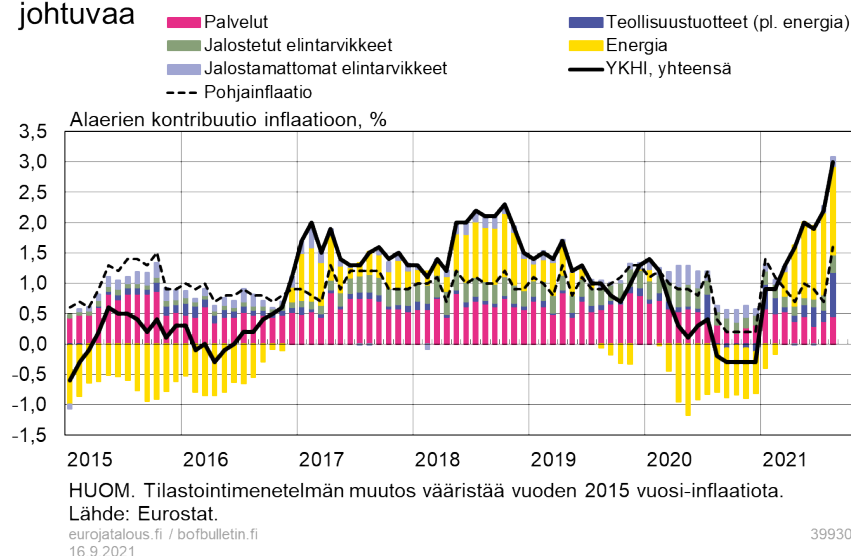
Kuluttajahintainflaatio on vuodenvaihteesta lähtien kiihtynyt asteittain sekä euroalueella että Yhdysvalloissa. Euroalueen inflaatio oli viime vuonna 0,3 % (kuvio 25). Tämän vuoden alusta inflaatio kuitenkin kiihtyi 0,9 prosenttiin ja oli elokuussa jo 3,0 %. Yhdysvalloissa kuluttajahintainflaatio (CPI) on maaliskuusta lähtien ollut erityisen ripeää ja yltänyt heinäkuussa jo 5,4 prosenttiin.

Pääosin kuluttajahintainflaation kiihtyminen on kuitenkin johtunut yksittäisistä kertaluonteisista tekijöistä. Keskeisin selittävä tekijä on ollut energiainflaatio, joka on kiihtynyt merkittävästi öljyn hinnan muutosten vaikutuksesta. Öljyn tynnyrihintaa laski alimmillaan 20 dollariin ja on nyt noussut 70 dollarin tuntumaan. Näin ollen öljyn hinta on vuodentakaiseen verrattuna noussut merkittävästi, vaikka hinta on nyt kutakuinkin pandemiaa edeltävällä tasolla.

Euroalueella inflaatiota kiihdytti myös Saksassa heinä-joulukuussa 2020 voimassa olleen arvonlisäverokannan alennuksen päätyminen vuodenvaihteessa. Tämän alennuksen päätyminen palautti siis hinnat takaisin veronalennusta edeltäneelle tasolle, mikä aiheutti inflaation kertaluonteisen kiihtymisen tammikuussa. Lisäksi veronalennuksen vaikutus tuo vielä uuden inflaatiota kiihdyttävän sykkyksen tämän vuoden heinä-joulukuun ajaksi, kun nyt normalisoituneita hintoja verrataan vuodentakaisiin, alennettujen veron aikaisiin hintoihin. Elokuun inflaatiota kiihdytti väliaikaisesti myös alennusmyyntikausien koronarajoituksista johtuvat poikkeavat ajankohdat viime vuonna, mikä näkyi teollisuustuotteiden (pl. energia) inflaatiossa.

Kuvio 25.

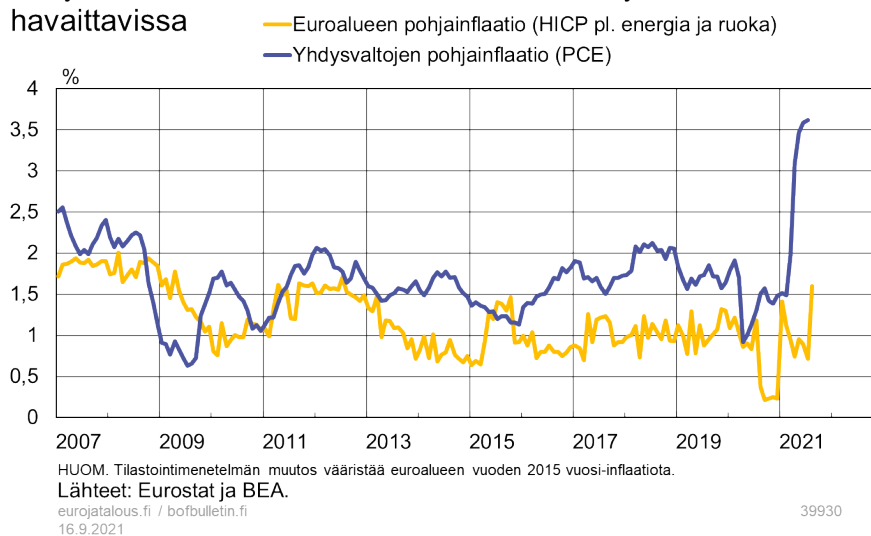
Euroalueella inflaation kiihtyminen pitkälti energian hinnoista johtuvaa



Kun tarkastellaan pohjaininflaatiota, Yhdysvaltojen keskuspankin seuraaman pohjaininflaatiomittarin^[21] kehitys näyttää hyvin poikkeukselliselta verrattuna aiempiin vuosiin (ml. finanssikriisi) sekä euroalueen tilanteeseen (kuvio 26). Pohjaininflaatio on Yhdysvalloissa kiihtynyt kyseisen mittarin mukaan 3,6 prosentin vauhtiin. Yhdysvalloissa autoteollisuuden komponenttipula ja sen aiheuttamat tuotanto- ja toimitusvaikeudet ovat nostaneet käytettyjen autojen hintoja merkittävästi. Lisääntynyt liikkuminen on nostanut muitakin kuljetukseen, liikenteeseen ja matkailuun liittyviä eriä. Ylipäättään koronatilanteen asteittainen lieventyminen ja rajoitusten päättymisen ovat johtaneet jossain määrin palvelukysynnän elpymiseen, mikä on näkynyt mm. matkailu- ja majoituspalveluissa.

Kuvio 26.

Pohjaininflaatio kiihtynyt poikkeuksellisen voimakkaasti Yhdysvalloissa, euroalueella vastaavaa kehitystä ei ole havaittavissa

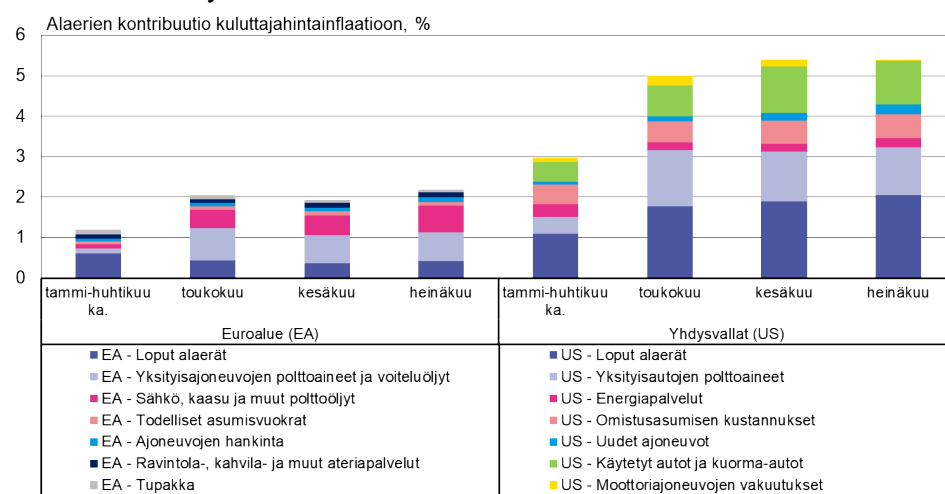


21. Yksityisten kulutusmenojen hintaindeksin (pl. ruoka ja energia) vuosimuutos (Personal consumption expenditure, PCE).

Yksityiskohtainen inflaation alainerien tarkastelu osoittaa, että niin euroalueella kuin Yhdysvalloissakin energia ja polttoaineet ovat merkittävät selittäjät inflaation kiihtymisessä (kuvio 27). Näin on erityisesti euroalueella, jossa nämä erät yksistään selittävät noin kaksi kolmasosaa touko-heinäkuun inflaatiosta. Yhdysvalloissa^[22] merkittäviä selittäjiä ovat lisäksi autokauppaan sekä omistusasumiseen liittyvät erät. Merkillepantavaa kuitenkin on, että kun nämä, osaksi koronakriisin aiheuttamat poikkeukselliset yksittäiset hintahäiriöt poistetaan, on kaikkien loppujen alainerien yhteenlaskettu vaikutus niin euroalueen kuin Yhdysvaltojenkin inflaatioon vielä varsin maltillinen. Yhdysvalloissa inflaatio ilman näitä muutamaa inflaatiota kiihdyttäneitä alaeerä on inflaatiotavoitteen tuntumassa, kun taas euroalueella vielä reilusti 2 prosentin inflaatiotavoitteen alapuolella.

Kuvio 27.

Yksittäiset alaeerät selittävät pääosan euroalueen ja Yhdysvaltojen inflaation kiihtymisestä



Huom. Euroalueen ja Yhdysvaltojen inflaatiotilastoinnin alaeeräkategoriointit eivät ole keskenään vertailukelpoisia. Lähteet: Eurostat, BLS ja Suomen Pankin laskelmat.

Euroalueen inflaation arvioidaan maltillistuvan koronakriisistä johtuvien poikkeuksellisten hintavaikutusten päättyessä

Kaiken kaikkiaan inflaation kiihtyminen on siis johtunut yksittäisistä, kertaluonteisista tekijöistä ja heijastelee pitkälti poikkeusoloista normalisoitumista. Euroalueella ns. pohjainflaatio, josta on poistettu energian ja ruuan hinnat, on edelleen selvästi alle 2 prosentin, eikä laajaa hintojen nousupainetta ole näköpiirissä. Mikäli väliaikaiset inflaatiopiikit siirtyisivät palkkapaineisiin, voisi niistä seurata pysyvämpi vaikutus inflaatioon. Euroalueen palkkainflaatio on kuitenkin ollut hyvin vaatimatonta. Palkkاپaineita ennakoivasti mittaava neuvoteltujen palkkojen indikaattori on pysynyt maltillisena ja ennakoi alle 2 prosentin palkkainflaatiovauhtia.

Palkkojen ja hintojen nousupaineita vaimentaa euroalueen vapaa kapasiteetti, joka kasvoi koronakriisin vuoksi. Euroalueen työmarkkinat eivät ole vielä palautuneet koronakriisistä ennalleen. Työttömyys lisääntyi koronan seurauksena selvästi ja ei ole vielä palautunut koronaa

22. Tässä yhteydessä on käytetty Yhdysvaltojen kuluttajahintaindeksin (CPI) vuosimuutosta.

edeltäneelle tasolle. Työttömyysaste oli heinäkuussa 7,6 %. Myös työllisten määrä supistui huomattavasti keväällä 2020 ja on yhä merkittävästi pienempi kuin ennen kriisiä (kuvio 13). Euroalueen vapaata kapasiteettia mittaava tuotantokuilu – eli talouden toteutuneen tuotannon ja laskennallisen potentiaalisen tuotannon erotus – on edelleen auki, ja keskeisten kansainvälisten instituutioiden tuoreimpien arvioiden mukaan sen odotetaan sulkeutuvan aikaisintaan ensi vuoden lopulla tai vasta vuonna 2023. Euroalueen talous toimii siis vielä selvästi vajaakäytöllä. Inflaationäkymien arvioinnin kannalta haaste on kuitenkin siinä, että kriisitilanteissa tämän vajaakäytön täsmällistä suuruusluokkaa on poikkeuksellisen vaikea arvioida. Eri talouden sektoreiden eritahtinen elpyminen saattaa myös aiheuttaa kriisiä edeltäneeseen aikaan verrattuna poikkeavia liikkeitä inflaatiossa. Pidemmän aikavälin trendien, kuten globalisaation ja teknologian kehittymisen, vaikutukset vaimentavat inflaationäkymiä myös pandemian jälkeen.

Talouden piristymisen ja koronatilanteen paranemisen ansiosta inflaationäkymät ovat kuitenkin selvästi kohentuneet, ja kaikki keskeiset ennustelaitokset ovat nostaneet euroalueen inflaatioennusteitaan (taulukko 3). Vaikka näkemyksissä on hienoisia eroja eri ennustajien välillä, euroalueen inflaation odotetaan kiihtyvän tänä vuonna 2 prosenttiin tuntumaan. Koronakriisistä johtuvien poikkeuksellisten hintavaikutusten päättyessä inflaation arvioidaan asettuvan noin 1,5 prosenttiin tuntumaan vuosina 2022 ja 2023. Mikäli tuotannon pullonkaulojen purkautuminen sekä kysynnän ja tarjonnan tasapainottuminen pitkittyvät, voi inflaatio kiihtyä ennustehorisontilla hieman tätä nopeammaksi. Syyskuun ennusteessaan EKP nosti inflaatioennustettaan kesäkuusta ja arvio nyt inflaation kiihtyvän tänä vuonna 2,2 prosenttiin ja hidastuvan sitten asteittain 1,7 prosentista 1,5 prosenttiin vuosina 2022 ja 2023. Euroalueella edellytykset palata keskipitkällä aikavälillä kestävästi 2 prosenttiin inflaatiouauhtiin ovat kuitenkin kohentuneet. Euroalueen talouden elpymisen lisäksi EKP:n uusi rahapolitiikan strategia tukee sitä, että talous ei juutu pitkäksi aikaa liian hitaaseen inflaatioon.

Taulukko 3.

Euroalueen inflaatioennusteita on viime aikoina nostettu – inflaatio jäämässä yhä alle 2 prosentin vuosina 2022–23					
YKHI, euroalue, %-muutos	Pvm	2020	2021	2022	2023
EKP	09/2021 (06/2021)	0,3	2,2 (1,9)	1,7 (1,5)	1,5 (1,4)
Euroopan komissio	07/2021 (05/2021)	0,3	1,9 (1,7)	1,4 (1,3)	-
IMF	04/2021 (10/2020)	0,3	1,4 (0,9)	1,2 (1,2)	-
OECD	05/2021 (12/2020)	0,3	1,8 (0,7)	1,3 (1,0)	-
SPF	07/2021 (04/2021)	0,3	1,9 (1,6)	1,5 (1,3)	1,5 (1,5)
Consensus	08/2021 (07/2021)	0,3	2,1 (1,9)	1,5 (1,4)	-

Suluissa edellinen ennuste.
Lähteet: EKP/Eurojärjestelmä, Euroopan komissio, IMF, OECD, Consensus Economics.

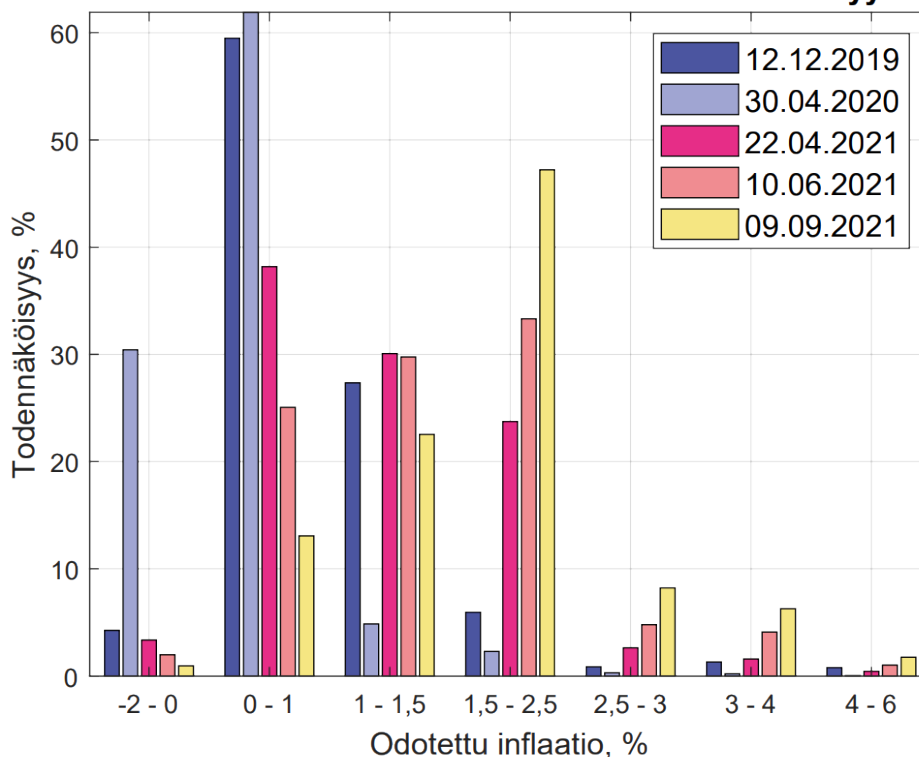
Rahapolitiikan strategiauudistus ankkuroi euroalueen inflaatio-odotukset aiempaa vahvemmin 2 prosenttiin

Markkinoiden inflaatio-optioista johdettujen inflaatio-odotusten perusteella markkinat odottavat euroalueen viiden vuoden keskimääräisen inflaation keskittyvän yhä enemmän 1,5–2,5 prosenttiin (kuvio 28). Markkinat näkevät siis viimeaikaisen inflaation kiihtymisen olevan väliaikaista ja inflaatiovauhdin asettuvan EKP:n uuden symmetrisen 2 prosentin inflaatiotavoitteen läheisyyteen. Ammattiennustajille suunnatun EKP:n SPF-kyselyn mukaan inflaation odotetaan olevan viiden vuoden päästä 1,8 %.

Kuvio 28.

Markkinat odottavat euroalueen inflaation asettuvan pidemmällä aikavälillä 1,5–2,5 prosentin haarukkaan

Keskimääräisen 5 vuoden inflaation todennäköisyys



Lähteet: Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.
eurojatalous.fi
16.9.2021

Vaikka inflaation viimeaikaisen kiihtymisen nähdäänkin yleisesti olevan lyhytaikaista ja johtuvan pääosin koronakriisin aiheuttamista talouden häiriöistä, inflaation kiihtyminen voi osoittautua ennakoitua pitkäaikaisemmaksi. Pitkittyessään raaka-ainekustannusten nousu ja maailmanlaajuisiin toimitusketjuihin liittyvät tarjontapuolen häiriöt voivat heijastua inflaatio-odotuksiin, palkkapaineiden kasvuun ja lopulta inflaation kiihtymiseen. Toistaiseksi tällaista kehitystä ei kuitenkaan ole euroalueella nähtävissä ja inflaatio-odotukset ovat ankkuroituneet inflaatiotavoitteeseen tai sitä alemmaksi. Euroalueella inflaatio on ollut pitkään EKP:n tavoitteeseen nähden liian hidasta, ja siksi inflaation kiihtyminen kestävästi EKP:n tavoitteena olevaan 2 prosentin vauhtiin on toivottavaa koronakriisin helpottaessa ja talousnäkymien kohentuessa.

Julkisen velkaantuneisuuden alentaminen tulee olemaan pitkäaikainen haaste

Koronakriisi on velkaannuttanut julkisia talouksia merkittävästi. Velkaantuneisuuden kasvu on kolmesta keskeisestä talousalueesta suurinta Yhdysvalloissa, jossa julkinen velka suhteessa BKT:hen kasvaa vuosina 2020–2021 yhteensä noin 25 prosenttiyksikköä (kuvio 29). Japanissa velkaantuneisuuden kasvu on noin 20 prosenttiyksikköä ja euroalueella noin 15 prosenttiyksikköä. Euroalueen maista Saksassa julkisen velan suhteessa BKT:hen ennustetaan kasvavan koronakriisivuosina 13 prosenttiyksikköä, mikä on selvästi vähemmän kuin Ranskassa,

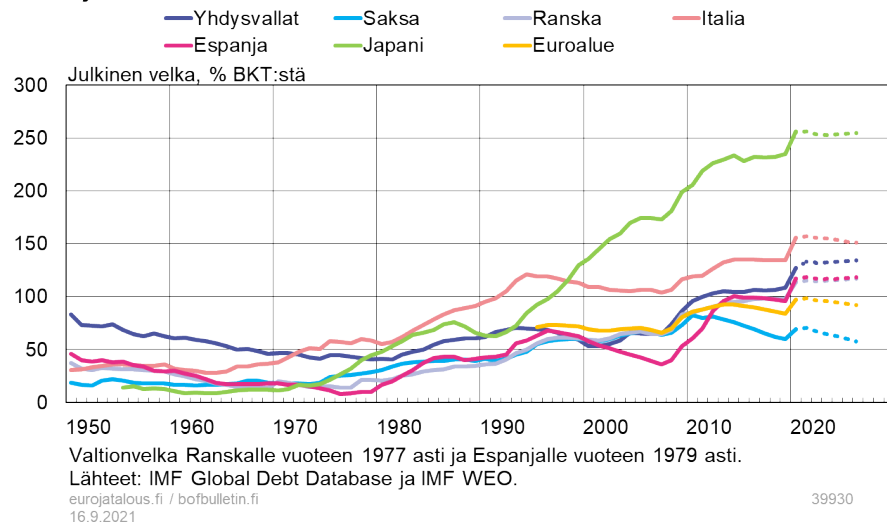
Italiassa ja Espanjassa, joissa se kasvaa 20–25 prosenttiyksikköä. Euroalueen julkisen velan odotetaan kasvavan noin 99 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2021. Tämän hetken ennusteiden mukaan velkasuhteen odotetaan seuraavina vuosina hieman pienenevän, mikä on erityisesti Saksan kehityksen ansiota.^[23]

Euroalueen maakohtaiset erot ovat suuret. Vuonna 2021 julkisen velan odotetaan kasvavan Saksassa 73 prosenttiin, Ranskassa 117 prosenttiin, Espanjassa 120 prosenttiin ja Italiassa 158 prosenttiin suhteessa BKT:hen. Yhdysvalloissa julkisen velan odotetaan kasvavan noin 135 prosenttiin ja Japanissa noin 257 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2021. Ennusteisiin liittyy kuitenkin epävarmuutta, ja esimerkiksi uudet finanssipoliittiset toimet voivat muuttaa niitä merkittävästikin.

Julkisen velkaantuneisuuden voimakas kasvu ei ole vain korona-ajan ilmiö, vaan julkinen velka suhteessa BKT:hen on ollut kasvusuunnassa useiden vuosikymmenten ajan niin Yhdysvalloissa, Japanissa kuin euroalueen suurimmassa talouksissakin lukuun ottamatta Saksaa. Näin ei ole ollut aina. Toisen maailmansodan jälkeen julkinen velkaantuneisuus väheni osassa näitä maita muutaman vuosikymmenen ajan ja säilyi muissa ainakin jonkin aikaa suhteellisen vakaana 1950-luvun alusta lähtien. Velkaantumista vähensivät vahva talouskasvu, inflaatio ja julkisen velan kustannuksia rajoittanut rahoitusmarkkinoiden sääntely (ns. financial repression)^[24]. Julkinen velka suhteessa BKT:hen kääntyi kasvusuuntaan kaikissa näissä talouksissa viimeistään 1980-luvun alkuun mennessä, ja tämä suunta on jatkunut siitä lähtien. Vain Saksa onnistui kääntämään julkisen velan suhteessa BKT:hen laskusuuntaan finanssikriisin jälkeen. Tämä oli vahvan talouskasvun, alhaisten korkojen ja finanssipoliittikan sääntöjen (ns. velkajarru) noudattamisen ansiota.

Kuvio 29.

Julkinen velka on kasvanut useiden vuosikymmenten ajan, velkojen maakohtaiset erot suuret



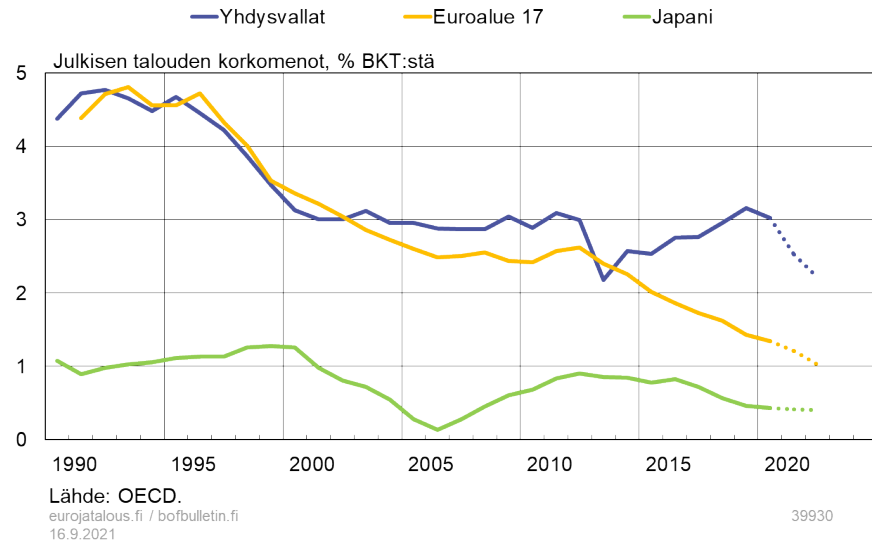
23. Tämän osion tekstissä esitetyt euroalueen julkiseen velkaan ja vajeeseen liittyvät luvut perustuvat EKP:n syyskuun ennusteeseen. Yksittäisten euromaiden, Yhdysvaltain ja Japanin luvut perustuvat IMF:n heinäkuun ennusteeseen.

24. Rahoitusmarkkinoiden sääntely voi kuitenkin estää talouden resurssien tehokkaan kohdentamisen.

Alhainen korkotaso pitää julkisen velan korkomenot keskeisillä talousalueilla pieninä julkisen velan kasvusta huolimatta (kuvio 30). Euroalueella julkisen velan korkomenot suhteessa BKT:hen ovat supistuneet jyrkästi talous- ja rahaliiton alkamisesta lähtien. Yhdysvalloissa korkomenot supistuivat jyrkästi 1990-luvulla ja ovat 2000-luvun alkupuolelta lähtien säilyneet vakaampina. Japanissa julkisen velan korkomenot suhteessa BKT:hen ovat olleet pienet jo pitkään. Koronakriisin aikana finanssipolitiikka ja rahapolitiikka ovat vaikuttaneet samaan elvyttävään suuntaan, kun koronakriisi on vaimentanut euroalueen talouskehitystä.

Kuvio 30.

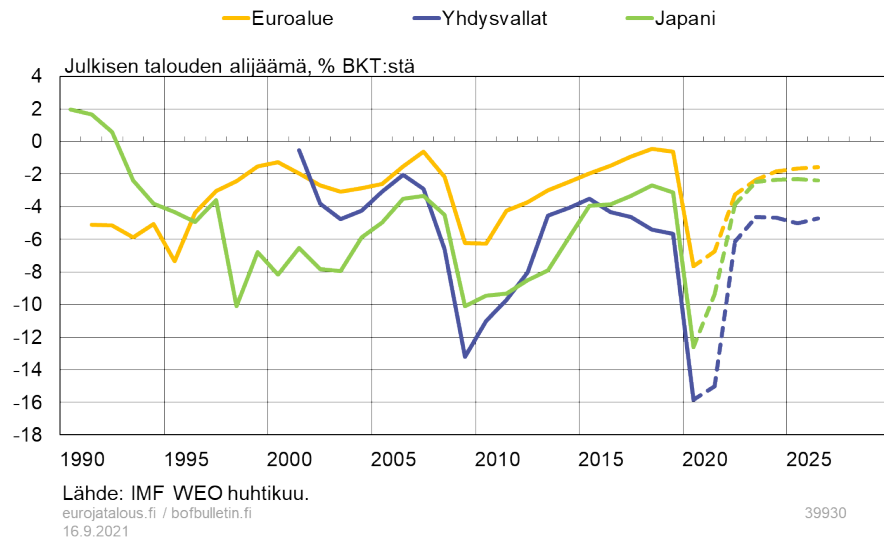
Alhainen korkotaso pitää julkisen velan korkomenot pieninä



Euroalueen julkisen talouden kokonaisvaje on pysynyt selvästi pienempänä kuin Yhdysvalloissa ja Japanissa 2000-luvun alkupuolelta lähtien (kuvio 31). Julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan pysyvän suurena keskeisillä talousalueilla vuonna 2021 ja alijäämäisenä myös seuraavina vuosina. Euroalueella EKP ennustaa vajeen olevan 7,1 % suhteessa BKT:hen vuonna 2021. Euroalueen vajeen pysyminen suurena johtuu siitä, että finanssipoliittinen elvytys jatkuu yhä ja BKT pysyy talouskasvun käynnistymisestä huolimatta yhä potentiaalista tuotantoa heikompana. Tulevina vuosina vajeen ennustetaan supistuvan, kun talouskasvu jatkuu ja elvytys vaimenee. Yhdysvalloissa julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan olevan 13,3 % ja Japanissa 9,2 % suhteessa BKT:hen vuonna 2021.

Kuvio 31.

Julkisen talouden odotetaan säilyvän alijäämäisenä lähivuosina



Avainsanat

euroalue, inflaatio, kansainvälinen talous, korona, koronakriisi, rahapolitiikka, Yhdysvallat

Pandemian aikaiset rahapoliittiset toimet ovat elvyttäneet euroalueen taloutta

16.9.2021 – Euro & talous 4/2021 – Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka



Olli-Matti Laine
Ekonomisti



Jaakko Nelimarkka
Ekonomisti

Koronapandemian aikana rahapolitiikan arvopaperiostot sekä pankkien lainanantoa tukeva politiikka ovat auttaneet välttämään syvemmän laman ja deflaation euroalueella. Arvopaperiostojen ansiosta kokonaistuotanto on kasvanut mallilaskelmien perusteella noin 2 prosenttiyksikköä nopeammin vuodessa ja inflaatio on ollut noin 0,5 prosenttiyksikköä nopeampaa vuosien 2020 ja 2021 aikana. Vastaavasti pandemian aikaiset pankkien luotonantoa tukevat rahoitusoperaatiot ovat voimistaneet kokonaistuotannon vuosikasvua noin 0,5 prosenttiyksikköä ja inflaatiota noin 0,2 prosenttiyksikköä. Ilman arvopaperiostoja kokonaistuotanto olisi jäänyt vuoden 2021 lopussa noin 3,5 % pienemmäksi ja kuluttajahinnat noin prosentin alemmiksi. Rahoitusoperaatiot ovat kasvattaneet vuoden 2021 loppuun mennessä kokonaistuotantoa noin prosentin ja nostaneet kuluttajahintoja noin 0,3 %.



Koronakriisiin puhjettua EKP kevensi rahapolitiikkaansa useilla eri toimilla, joilla on pyritty vakauttamaan rahoitusmarkkinoita, tukemaan pankkien luotonantoa ja ylläpitämään keveitä rahoitusoloja. Merkittävimpiin toimiin on kuulunut osto-ohjelmien ja pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden laajentaminen. Maaliskuussa 2020 EKP kasvatti jo vuodesta 2014 saakka käynnissä ollutta omaisuuserien osto-ohjelmaansa (APP) ja aloitti uuden pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP), jota on pandemian aikana edelleen laajennettu. Lisäksi EKP on tehnyt

muutoksia kohdennettuihin pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin (TLTRO) helpottaakseen pankkien lainanantoa. (Artikkeli pohjautuu kirjoittajien BoF Economics Review'n julkaisuun [The effects of the ECB's pandemic-related monetary policy measures.](#))

Miten epätavanomaiset toimet vaikuttavat talouteen?

EKP:n pandemian aikana hyödyntämät työkalut ovat kaikki luonteeltaan erilaisia, minkä vuoksi myös niiden vaikutukset poikkeavat toisistaan. Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot alentavat pankkien rahoituskustannuksia ja lisäävät lainanantoa yksityiselle sektorille.^[1] Näiden rahoitusoperaatioiden kautta pankit saavat keskuspankista lainaa, jonka korko riippuu pankin lainanannosta yrityksille ja kotitalouksille (pl. asuntolainat). Jos lainatut määrät ylittävät asetetun tavoitteen, keskuspankin myöntämän lainan korko laskee. Korko voi alimmillaan olla -1 %.

Osto-ohjelmat puolestaan alentavat erityisesti pitkiä korkoja ja edelleen rahoituskustannuksia useilla markkinoilla. Kun keskuspankki ostaa pitkän juoksuajan velkakirjoja, niiden saatavuus markkinoilla vähenee. Kun sijoittajat eivät näe muita omaisuuslajeja yhtä hyvinä vaihtoehtoina, ostettavien velkakirjojen hinta nousee ja korko laskee. Pitkien ja lyhyiden velkakirjojen tuottoero näin ollen kapenee. Edelleen keskuspankin arvopaperiostot ja alemmat pitkien velkakirjojen korot johtavat siihen, että sijoittajat allokoivat uudelleen sijoitussalkkujaan pitempiin ja riskisempiin velkakirjoihin saadakseen parempaa tuottoa. Sijoittajat vaativat tällöin pienempää preemiota pitkän velkakirjan omistamisesta, eli osto-ohjelmat poistavat duraatoriskiä markkinoilta. Kasvava kysyntä pienentää riskilisiä useissa omaisuuslajeissa, vähentää rahoituskustannuksia kauttaaltaan ja tekee investoimisesta houkuttelevampaa.

Edellä kuvattua vaikutusmekanismia kutsutaan portfoliokanavaksi, ja sitä voidaan pitää tärkeimpänä arvopaperiostojen – niin APP- kuin PEPP-ohjelman – vaikutuskanavana. Mekanismin perustuu siihen, että eri arvopaperilajit eivät ole täydellisiä substituutteja, vaikka niiden tuotto olisi samankaltainen. Tämä markkinoiden epätäydellisyys voi johtua esimerkiksi lainsäädännöllisistä ominaisuuksista tai sijoittajien näkemyksistä.^[2]

Keskeinen ero aikaisemman osto-ohjelman APP:n ja uuden pandemiaan liittyvän osto-ohjelman PEPP:n välillä on se, että PEPP:ssä arvopaperiostot voidaan toteuttaa joustavasti yli ajan ja eri omaisuusluokkien sekä poikkeamalla valtionlainaostojen osalta tilapäisesti pääoma-avaimesta.^[3] Tämän joustavuuden vuoksi PEPP-ostojen avulla on ollut mahdollista estää kohdennetummin euroalueen rahoitusmarkkinoiden eriytymistä ja epävakautta, mikä olisi voinut vaikeuttaa riskittömien markkinakorkojen tehokkaan välittymisen rahoitusmarkkinoille. Ohjelman voidaan nähdä kaventaneen myös euroalueen valtionlainojen korkoeroja, jotka kasvoivat merkittävästi epävarmuuden vallitessa rahoitusmarkkinoilla maaliskuussa 2020.^[4]

1. Ks. myös Kristian Töttermanin 11.3.2021 julkaistu blogikirjoitus [Pankit nostaneet ennätyksellisen määrän edullisia kohdennettuja luottoja](#), Euro & talous.

2. Tällaisia syitä voi olla esimerkiksi se, että institutionaaliset sijoittajat joutuvat sääntelyn vuoksi pitämään salkuissaan tietyntyylisiä arvopapereita tai että sijoittajat suosivat kotimarkkinoiden arvopapereita muiden markkinoiden sijoituskohteiden sijaan (home bias). Teoreettisesti epätäydellisyyksiä ovat tarkastelleet esim. Vayanos ja Vila (2009) A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates, NBER Working Papers 15487.

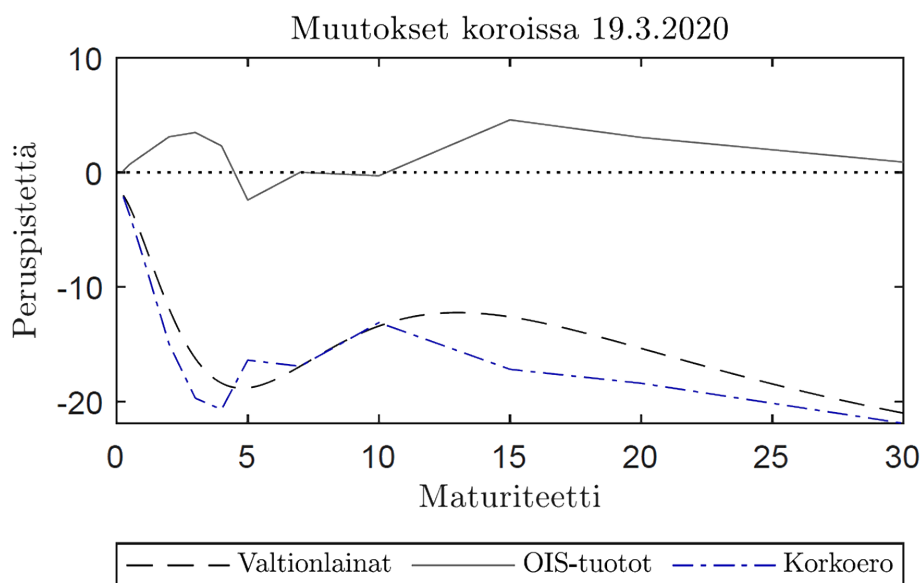
3. Pääoma-avain on kerroin, joka on laskettu euromaiden talouksien koosta ja väkiluvusta, ks. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html>.

4. Ks. PEPP:n ilmoitushetken vaikutuksista eri rahoitusmarkkinamuuttujiin Moessner ja de Haan (2021) Effects of monetary

PEPP-ostojen korkoeroihin vaikuttavaa luonnetta on havainnollistettu kuviossa 1, jossa on esitetty eri juoksuajkojen yön yli -korkoon liittyvien koronvaihtosopimusten (OIS) tuottojen, euroalueen BKT-painotettujen valtionlainojen keskikorkojen sekä näiden korkoerojen muutokset hetkenä, kun PEPP-ohjelman käynnistämistä ilmoitettiin 18. maaliskuuta 2020.^[5] Kuvioista havaitaan, että nimenomaan valtionlainojen korot laskivat ilmoitusta seuraavana päivänä, mutta riskittöminä korkoina pidetyt OIS-korot pysyivät liki muuttumattomina. PEPP-ohjelma siis kavensi aluksi ennen kaikkea korkoeroja.

Kuvio 32.

Ilmoitus PEPP-ohjelmasta 18.3.2020 laski selvästi pitkien valtionlainojen korkoa mutta ei riskitöntä pitkää korkoa



Lähde: Suomen Pankki.

Kuviossa näytetään euroalueen juoksuajaltaan erilaisten (x-akseli) valtionlainojen korkojen ja riskittömien OIS-tuottojen ensireaktio ilmoitukseen PEPP-ohjelmasta. Valtionlainat: keskimääräinen euroalueen valtionlainojen korko; OIS-tuotto: euroalueen riskittömien koronvaihtosopimusten mukainen eoniakoron ura; korkoero: valtionlainojen korko vähennettynä OIS-tuotolla. Lähteet: Bloomberg ja EKP.

Pandemiaan liittyvät arvopaperiostot ja kohdennetut rahoitusoperaatiot nopeuttivat kasvua ja inflaatiota

Pandemian aikaisten arvopaperiostojen ja TLTRO-operaatioiden kokonaistaloudellisia

policy announcements on term premia in the euro area during the Covid-19 pandemic, *Finance Research Letters*, tulossa.
5. PEPP-ohjelmasta ilmoitettiin myöhään illalla 18.3.2020, joten kuvioon on piirretty 19.3.2020 tapahtunut päivämuutos koroissa.

vaikutuksia voidaan mitata korkojen ja riskilisien kautta.^[6] Osto-ohjelmat ovat todennäköisesti alentaneet euroalueella sekä valtionlainojen riskilisiä että riskitöntä pitkää korkoa. Laskelmassa oletetaan, että ilman kasvatettuja arvopaperiostoja (PEPP ja APP) euroalueen 10-vuotisten valtionlainojen keskiporkko olisi asteittain kasvanut 0,4–0,8 prosenttiyksikköä havaittua korkeammaksi. Valtionlainojen riskiliset ja pitkät valtionlainojen korot olisivat tällöin suurin piirtein samat kuin maaliskuussa 2020, jolloin epävarmuus rahoitusmarkkinoilla oli suurinta.^[7] Vastaavasti oletetaan myös, että ilman ylimääräisiä TLTRO-operaatioita pankkien yrityksille myöntämien uusien lainojen keskiporkko olisi ollut noin 0,1 prosenttiyksikköä korkeampi.^[8] Näin ollen antolainauskorko olisi alkanut lievästi nousta tavoitellen alkuvuoden 2019 tasoa.

Kokonaistaloudelliset vaikutukset johdetaan rakenteellisesta vektoriautoregressiivisestä (SVAR) mallista siten, että politiikan vaikutukset korkoihin ja riskilisiin ovat edellä oletetun suuruisia. Makrotaloudellisten vaikutusten mittaaminen on tehty eristämällä mallin selittämättömästä osasta se vaihtelu, joka johtuu yllättävistä muutoksista rahapolitiikassa.^[9] Nämä muutokset soveltuvat rahapolitiikan suorien vaikutusten mittaamiseen, sillä ne eivät heijasta sellaisia toimia, joissa keskuspankki reagoisi endogeenisesti muuttuvaan taloustilanteeseen, kuten tarjonta- ja kysyntäoskkeihin. Sen sijaan vaikutukset on mitattu keskuspankin yllättävistä, politiikkasäännöstä poikkeavista toimista, jotka eivät ole olleet linjassa markkinaodotusten kanssa ja heijastavat siten eksogeenista vaihtelua. Vaikutusten laskennassa huomioidaan lisäksi se, että keskuspankki on samanaikaisesti pitänyt tavanomaiset politiikkakorot muuttumattomana ja vahvistanut tätä ennakoivalla viestinnällään.

Kuviossa 2 ja 3 on esitetty mallin avulla lasketut arviot PEPP-ohjelmaan ja kohdennettuihin rahoitusoperaatioihin liittyvien politiikkamuutosten vaikutuksista inflaatioon ja reaaliiseen bruttokansantuotteeseen (BKT). Kuvioista havaitaan, että sekä PEPP että TLTRO ovat nopeuttaneet BKT:n ja yleisen hintatason kasvua. Arvopaperiostojen ansiosta BKT:n vuosikasvu on ollut noin 2 prosenttiyksikköä ja inflaatio noin 0,5 prosenttiyksikköä nopeampaa vuosien 2020 ja 2021 aikana.^[10] Vuoden 2021 lopussa BKT olisi noin 3,5 % suurempi ja yleinen

6. Eri ohjelmissa tehdyistä ostomääristä ja makrotaloudellisten vaikutuksista on vaikeampi vetää johtopäätöksiä. Tämä johtuu siitä, että ostomäärien vaikutus korkoihin riippuu esimerkiksi ohjelmien rakenteesta, rahapolitiikan uskottavuudesta ja markkinoilla olevien joukkovelkakirjojen määrästä. Ks. APP:n vaikutuksista tuottokäyrään Eser ym. (2019) *Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve*, ECB Working Paper Series, 2293.

7. Arvioitujen vaikutusten korkoihin ovat linjassa muiden empiiristen tarkasteluiden kanssa, ks. esim. Aguilar ym. (2020) *The ECB monetary policy response to the covid-19 crisis*, Documentos Ocasionales 2026, Banco de España, ja EKP:n [Talouskatsaus 5/2020](#), kehikko 3. Pandemiaa edeltävän APP-ohjelman on arvioitu laskeneen euroalueen 10-vuotista valtionlainakorkoa noin 1 prosenttiyksikön, ks. tarkemmin Rostagno ym. (2019) *A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20*, ECB Working Paper Series, 2346.

8. Esimerkiksi ensimmäisen TLTRO-ohjelman on arvioitu laskeneen pankkien myöntämien yritysluottojen korkoa 0,2 prosenttiyksikköä, ks. Benetton ja Fantino (2021) *Targeted monetary policy and bank lending behavior*, *Journal of Financial Economics*, tulossa. Myös Rostagno ym. (2019) arvioivat TLTRO-operaatioiden alentaneen vuoteen 2019 mennessä antolainauskorkoa 0,2 prosenttiyksikköä.

9. Malli sisältää euroalueen korkoja, rahoitusmarkkina- ja makrotalouden muuttujia, ja se on estimoitu bayesiläisillä menetelmillä kuukausitasoinen aineistolla. SVAR-mallilla identifioidaan viisi erilaista politiikkasokkia, jotka vaikuttavat eri tavalla euroalueen korkoihin ja riskilisiin. Sokkien identifioinnissa on hyödynnetty nolla- ja merkkirajoitteita sekä tiheän aikavälin vaikutuksia niinä hetkinä, kun EKP on ilmoittanut rahapoliittisista toimistaan. Osto-ohjelmien vaikutuksia tarkastellaan sokeilla, jotka vaikuttavat riskittömään pitkään korkoon ja valtionlainojen riskilisiin. TLTRO-ohjelman vaikutuksia tarkastellaan sokilla, joka muuttaa antolainauskorkoa ja lainakantaa.

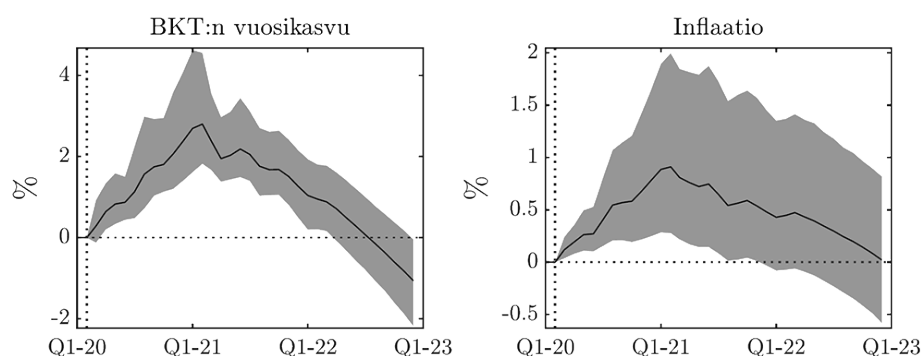
10. Osto-ohjelmille estimoidut vaikutukset ovat hiukan positiivisemmat kuin esim. Aguilarin ym. (2020) ja EKP:n (2020) laskelmissa (alaviite 6). Tämä johtuu erilaisesta vaikutusten identifiointitekniikasta sekä ohjelmiin myöhemmin tehtyjen lisäysten huomioimisesta.

kuluttajahintaindeksi noin yhden prosentin korkeampi kuin ilman tehtyjä politiikkatoimia.^[11] Vastaavasti pandemian aikaiset TLTRO-operaatiot ovat kiihdyttäneet BKT:n vuosikasvua noin 0,5 prosenttiyksikköä ja inflaatiota noin 0,2 prosenttiyksikköä. Ilman näitä toimia BKT olisi jäänyt noin prosentin ja kuluttajahinnat noin 0,3 % alemmaksi vuoden 2021 lopussa.

Tulokset osoittavat, että rahapolitiikalla on onnistuttu lieventämään pandemian aiheuttamia taloudellisia menetyksiä ja tuettu EKP:n hintavakaustavoitteen toteuttamista. Erityisesti PEPP-ohjelmalla on ollut myönteisiä vaikutuksia talouteen. Arvopaperiostojen ja rahoitusoperaatioiden ansiosta rahoitusolot ovat pysyneet suotuisina niin joukkovelkakirjamarkkinoilla kuin pankkirahoituksessa, mikä puolestaan on tukenut reaalitaloutta esimerkiksi kasvaneen yrityslianannon kautta. Lopulta politiikka on välittänyt inflaatioon ja kokonaistuotantoon ja siten auttanut syvän laman torjunnassa sekä deflaation välttämässä. On myös syytä huomata, että laskelmissa ei huomioida sellaista vaihtoehtoista kehityskulkua, jossa rahapoliittisten toimien puuttuminen pandemian alussa olisi johtanut euroalueen rahoitusmarkkinoiden tilanteen kärjistymiseen ja epävarmuuden huomattavaan kasvuun. Tällöin ohjelmien kokonaistaloudelliset vaikutukset olisivat huomattavasti merkittävämmät.

Kuvio 33.

Osto-ohjelmien vaikutus tuotantoon ja inflaatioon on ollut selvästi positiivinen



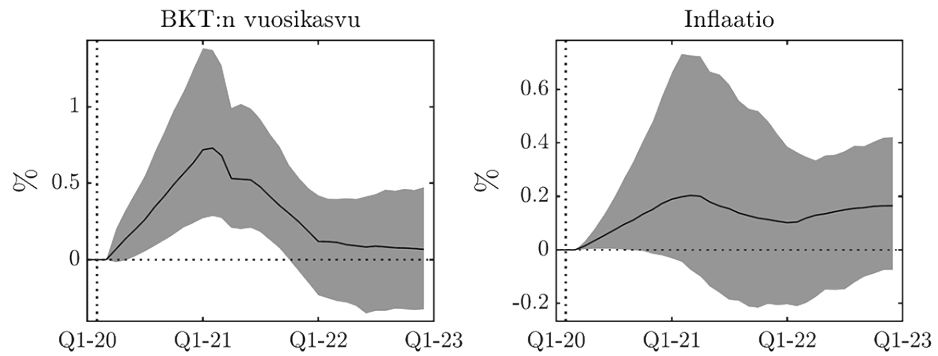
Lähde: Suomen Pankki.

Kuvioon on piirretty osto-ohjelmien vaikutus prosenttiyksikköinä muuttujiin verrattuna tilanteeseen, jossa pandemian aikaisia osto-ohjelmia ei olisi toteutettu. Laskelma on tuotettu SVAR-mallista siten, että vaihtoehtoisessa skenaariossa euroalueen pitkä korko olisi noin 0,6 prosenttiyksikköä korkeampi. Harmaat alueet kuvaavat mallin antamaa 68 prosentin luottamusväliä.

Kuvio 34.

11. Vaikutukset BKT:hen ovat väliaikaisia, ja BKT palautuu takaisin perusrallteen laskentahorisontin loppupuolella.

Pandemian aikaiset TLTRO-operaatiot tukeneet lievästi talouden kasvua ja inflaatiota



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvioon on piirretty pandemian aikaisten pitempiaikaisten kohdennettujen rahoitusoperaatioiden (TLTRO) vaikutus prosenttiyksikköinä muuttujiin verrattuna tilanteeseen, jossa lisäoperaatioita ei olisi toteutettu. Vaihtoehtoisessa tilanteessa pankkien uusien yrityslainojen korko olisi noin 0,1 prosenttiyksikköä korkeampi. Harmaat alueet kuvaavat mallin antamaa 68 prosentin luottamusväliä.

Avainsanat

[EKP](#), [osto-ohjelmat](#), [rahalitiikka](#), [TLTRO](#), [pandemiaan liittyvä osto-ohjelma \(PEPP\)](#), [vaikutusarvio](#)

Inflaatio-odotukset auttavat tulkitsemaan euroalueen inflaatiokehitystä

16.9.2021 – Euro & talous 4/2021 – Kansainvälinen talous



Samu Oinonen
Ekonomisti



Lauri Vilmi
Vanhempi neuvonantaja

Inflaatio on toipumassa koronakriisin aiheuttamasta poikkeuksellisesta heikkenemisestä. Rahapolitiikan ja hintavakauden näkökulmasta lyhyen aikavälin heilahteluja tärkeämpää on tarkastella inflaationäkymiä keskipitkällä aikavälillä. Tuoreimpien tutkimusten mukaan inflaatio-odotukset ovat keskeisessä roolissa arvioitaessa tulevaa inflaatiota ja siten auttavat muodostamaan käsityksen keskipitkän aikavälin kehityksestä. Tällä hetkellä eri mittarit osoittavat lähivuosille melko yhtenäisesti alle EKP:n tavoitteen pysyvää inflaatiota. Eri odotusmittareita on kuitenkin syytä seurata laajasti, sillä esimerkiksi koronakriisin syvimpään aikaan vuonna 2020 markkinaperusteiset inflaatio-odotukset osoittivat selvästi kyselytutkimuksia vaisumpia inflaationäkymiä.



Inflaatio-odotukset antavat tietoa keskipitkän aikavälin inflaationäkymistä

Euroalueen kuluttajahintainflaatiossa on tyypillisesti, kuten myös tänä vuonna, merkittäviä lyhyen ajan heilahteluja, jotka liittyvät esimerkiksi öljyn ja elintarvikkeiden hinnanvaihteluihin sekä erilaisiin veromuutoksiin. Tämänkaltaiset tekijät ovat kuitenkin väliaikaisia, ja niiden vaikutus inflaatioon häviää vähitellen, jolloin jäljelle jää inflaation ns. pysyvä osa^[1], joka kuvaa inflaation

liikkeitä keskipitkällä aikavälillä.^[2]

Keskipitkän ajan inflaationäkymät ovat tärkein muuttuja keskuspankin rahapolitiikan päätöksenteossa, sillä rahapolitiikan tavoitteena on pitää inflaatio keskuspankin tavoitteen mukaisena keskipitkällä aikavälillä. Tällöin myös pidemmän aikavälin inflaatio-odotuksien tulisi olla linjassa inflaatiotavoitteen kanssa, eli odotusten tulisi olla ankkuroituneita keskuspankin tavoitteeseen. EKP:n neuvosto päätti heinäkuussa päättyneessä rahapolitiikan strategia-arviossa muuttaa hintavakauden määritelmää niin, että tavoitteena on kahden prosentin inflaatio keskipitkällä aikavälillä. Tavoite on symmetrinen siten, että sekä tavoitetta nopeampaa että sitä hitaampaa inflaatiota pidetään yhtä kielteisinä.

Inflaation pysyvä osa ei ole kuitenkaan suoraan havaittavissa. Sitä voidaan kuitenkin yrittää mitata esimerkiksi käyttämällä erilaisia tilastollisia suodattimia, haarukoimalla inflaation alaristää hitaasti liikkuvia komponentteja tai tarkastelemalla suoraan inflaatio-odotuksia. Inflaatio-odotusten roolista inflaation ennustamisessa on olemassa viimeaikaista tutkimusta^[3], johon tämän kehikon analyysi perustuu.

Inflaatio-odotukset auttavat selittämään toteutunutta inflaatiota

Phillipsin käyrä on yksi makrotalousteorian perusyhtälöistä. Sen mukaan tämän hetken inflaatio riippuu ensisijaisesti inflaatio-odotuksista sekä yritysten tuotantoon liittyvistä kustannuspaineista, jotka puolestaan määräytyvät talouden suhdannetilanteen sekä tuotantopanosten, kuten raaka-aineiden hintojen, perusteella. Suhdannetilannetta kuvataan usein ns. tuotantokuilulla, joka mittaa talouden kapasiteetin käyttöä. Laskusuhdanteessa yrityksillä on paljon vapaata tuotantokapasiteettia ja työvoimaa on hyvin saatavilla. Noususuhdanteessa tilanne on päinvastainen.^[4]

Inflaatio-odotukset ovat keskeisessä roolissa Phillipsin käyrässä, sillä ne vaikuttavat yritysten hinnanasetantaan. Tulevat kustannuspaineet vaikuttavat jo tämän päivän hinnanasetantaan. Odotukset saattavat myös vaikuttaa erityisesti palkkaneuvotteluiden kautta tulevaan kustannustasoon. Sen lisäksi, että odotukset voivat vaikuttaa suoraan hintoihin, saadaan mitatuista inflaatio-odotuksista tietoa tulevasta inflaatiourasta. Inflaatio-odotukset siis paitsi antavat tietoa keskipitkän aikavälin inflaationäkymistä vaikuttavat myös jo tämän päivän hinnanasetantaan.

Mitattuja inflaatio-odotuksia hyödyntävä Phillipsin käyrä näyttää ennustavan euroalueen inflaatiokehitystä hyvin. Erityisesti inflaatio-odotusten lisääminen malliin parantaa mallin selityskykyä selvästi.^[5] Tutkimuksen perusteella näyttäisi siis, että mitatut inflaatio-odotukset

1. Tästä on kirjallisuudessa käytetty termejä trendi-inflaatio (trend inflation), ja sitä voidaan mitata esimerkiksi erilaisilla pohjainflaation (underlying inflation) mittareilla.

2. Ks. tarkemmin trendi-inflaation määritelmästä ja mittaamisesta Ehrmann M., Ferrucci M., Lenza, M. & O'Brien, D. (2018) Measures of underlying inflation for the euro area, ECB Economic Bulletin, julkaisu 4/2018.

3. Oinonen, S. & Vilmi, L. (2021) [Analysing euro area inflation outlook with the Phillips curve](#), BoF Economic Review 5/2021.

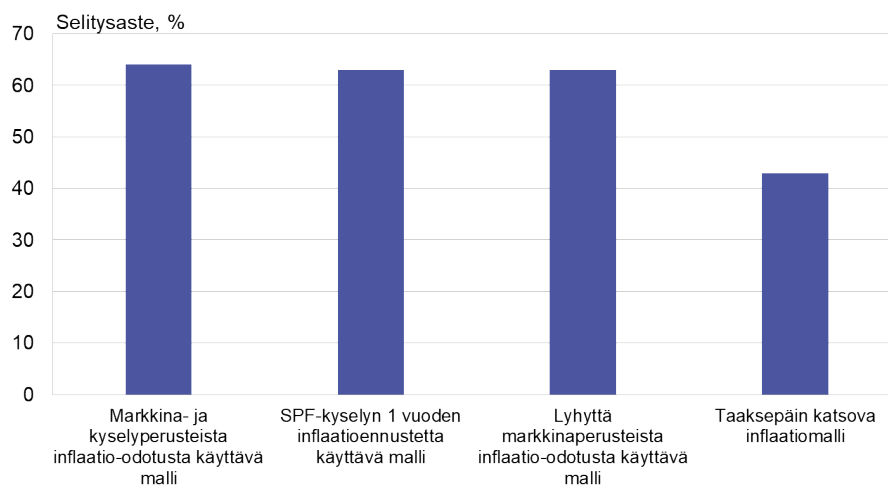
4. Phillipsin käyrä pystytään johtamaan talouden mikroperusteista, ja siten se on konsistentti talousteorian kanssa. Ks. esimerkiksi Mavroeidis, S., Plagborg-Møller, M. & Stock, J. (2014) Empirical Evidence on Inflation Expectations in the New Keynesian Phillips Curve, Journal of Economic Literature, Vol. 52 No.1, March 2014, 124–188.

5. Mallin ja tulosten tarkemmat yksityiskohdat: Oinonen, S. & Vilmi, L. (2021). [Analysing euro area inflation outlook with](#)

tarjoavat tietoa keskipitkän aikavälin inflaatiokehityksestä. Tutkimuksessa vertailtiin erilaisiin inflaatio-odotuksiin ja niiden mittareihin nojaavien uuskeynesiläisten Phillipsin käyrien kykyä selittää euroalueen toteutunutta inflaatiota. Inflaatio-odotusten mittareina käytettiin Euroopan keskuspankin ammattiennustajille suunnatusta SPF-kyselystä (Survey of Professional Forecasters) saatavia inflaatio-odotuksia, rahoitusmarkkinoilta johdettujen inflaatiowapien^[6] mukaisia inflaatio-odotuksia sekä näiden yhdistelmää. Vertailun vuoksi tarkasteltiin vielä lisäksi ns. puhtaasti taaksepäin katsovaa Phillipsin käyrän mallia, jossa ei ole mukana lainkaan tulevaisuuden inflaatio-odotuksia, vaan inflaatio pohjautuu pitkälti menneeseen inflaatioon.

Kuvio 35.

Eri inflaatio-odotuksia käyttävien Phillipsin käyrien kyky selittää inflaation vaihteluita 2004 kesäkuun ja vuoden 2020 lopun välillä



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

Kuviossa 1 on esitetty eri inflaatio-odotuksia käyttävien mallien kykyä selittää inflaation vaihtelua euroalueella vuoden 2004 puolivälistä vuoden 2020 loppuun. Kuvioista nähdään, että taaksepäin katsova malli, jossa siis ei ole mukana inflaatio-odotuksia, selittää reilut 40 % inflaation vaihteluista. Sen sijaan mallit, joissa on mukana inflaatio-odotukset, selittävät yli 60 % inflaation vaihteluista. Jos tarkastelusta jätetään huomiotta poikkeuksellinen koronakriisin aika, inflaatio-odotukset sisältävät mallit selittävät yli 70-prosenttisesti inflaation kehitystä.

Mallin noin 70-prosenttinen inflaationselityskyky on huomattavan hyvä etenkin, kun tiedetään, että lyhyen aikavälin inflaatiokehitykseen vaikuttavat lukuisat yksinkertaisessa Phillipsin käyrässä huomioimatta jäävät tekijät, kuten veromuutokset, sään vaihtelut ja muut luonnonmullistukset, sekä tekniset, inflaation mittaukseen liittyvät ongelmat etenkin koronakriisin aikana.

Inflaatio-odotuksia syytä tarkastella kattavasti

Sekä ammattiennustajille suunnatun kyselyn odotukset että markkinahinnoista johdetut odotusmittarit kykenevät hyvin selittämään inflaation kehitystä.^[7] Näiden mittareiden kesken

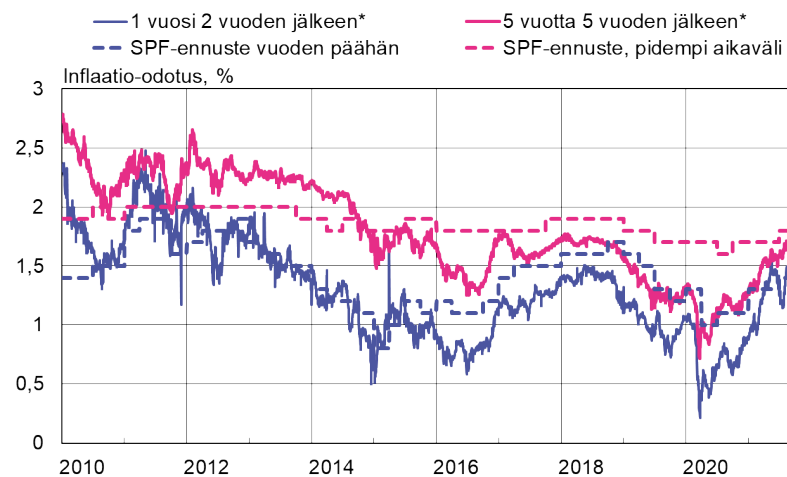
⁶ the Phillips curve, BoF Economic Review 5/2021.

⁷ 6. Inflaatiowapit ovat rahoitusinstrumentteja, joilla osapuolet käyvät kauppaa suojautukseen tulevalta inflaatiolta. Inflaatiowapeista laskettuja inflaatio-odotuksia käytetään usein markkinoiden inflaatio-odotusten mittarina.

onkin vaikea löytää paremmuutta tilastollisesti. Markkinaperusteisiin mittareihin vaikuttaa itse inflaatio-odotusten lisäksi myös riskipremio.^[8] Riskipremio tarkoittaa sijoittajan saamaa lisätuottoa riskipitoiselle sijoitukselleen verrattuna riskittömään sijoituskohteeseen. Riskipremio sisältyy yleensä kaikkiin markkinahintoihin, ja se saattaa usein johtaa havaitun mittarin hieman liian voimakkaaseen reaktioon kulloiseenkin taloustilanteeseen. Vastaavasti kyselyperusteisten mittareiden on kirjallisuudessa havaittu alireagoivan inflaationäkymien muutoksiin^[9], sillä ensinnäkin kyselyn tuloksien keruussa ja julkaisussa on viive ja toiseksi kyselytutkimuksissa on havaittu informaation saantiin liittyviä viiveitä.^[10] Näistä syistä inflaation dynamiikkaa tarkasteltaessa onkin syytä huomioida laajasti eri inflaatio-odotusten mittareita. Kuviossa 2 on esitetty SPF-kyselyn ja markkinapohjaisten inflaatio-odotusten lyhyen ja pitkän aikavälin mittarit. Koronakriisin aikanakin markkinapohjaiset inflaatio-odotusten mittarit reagoivat kyselyperusteisia voimakkaammin, ja viime vuoden lopulta lähtien myös palautuminen on näissä mittareissa ollut voimakkaampaa.

Kuvio 36.

Inflaatio-odotukset toipuneet koronakriisistä johtuvasta aallonpohjasta, mutta ovat yhä alhaiset



* Laskettu inflaatiowapeista.

Lähteet: EKP, Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

7. Inflaation tarkastelussa on kysely- ja markkinaperusteisten inflaatio-odotusten lisäksi hyvä käyttää myös muita odotusmittareita, kuten kuluttajakyselyjen ja yrityskyselyjen tietoja. Inflaatiodynamiikan mallinnus- ja ennustekäytössä näissä mittareissa on kuitenkin haasteena niiden lyhyt tarkasteluhorisontti ja niiden perustuminen saldolukuihin kvantitatiivisen inflaationumeron sijaan.

8. Cœuré, B. (2019) Inflation expectations and the conduct of monetary policy, puhe 11. heinäkuuta 2019.

9. Ks. esimerkiksi Coibion, O. & Gorodnichenko, Y. (2012) What can survey forecasts tell us about information rigidities?, *Journal of Political Economy*, Vol. 120 No. 1 (February 2012), s. 116–159, Coibion, O. & Gorodnichenko, Y. (2015) Is the Phillips Curve Alive and Well after All?, *Inflation Expectations and the Missing Disinflation*, *American Economic Journal: Macroeconomics* 7(1), s. 197–232, sekä Angeletos, G.-M., Huo, Z. & Sastry, K. A. (2020) Imperfect Macroeconomic Expectations: Evidence and Theory, NBER Working Paper 27308.

10. Esimerkiksi taloudellisen informaation kerääminen ja kokoaminen vaatii taloudellisia kustannuksia, joihin kyselyyn vastaajilla ei ole välttämättä kannustimia sitoutua täysimääräisesti.

Inflaatiota voidaan ennustaa inflaatio-odotusten avulla

Mitattuja odotuksia hyödyntävän, varsin yksinkertaiseen Phillipsin käyrään perustuvan mallin ennustekyky on melko hyvä (Oinonen & Vilmi 2021). Mallissa inflaatiokehitystä ennustetaan käyttämällä öljymarkkinoiden futuurihintoihin perustuvaa arviota tulevasta öljyn hinnasta, talouden suhdannetilaa kuvaavaa eurojärjestelmän arviota euroalueen tuotantokuilusta sekä eri inflaatio-odotusten mittareita. Valuuttakurssin oletetaan pysyvän vakiona koko ennusteperiodin.

Mitattuja odotuksia käyttävä uuskeynesiläinen Phillipsin käyrä näyttää toimivan ennusteen laadinnassa hyvin niin lyhyellä kuin keskipitkällä aikavälillä. Lyhyellä aikavälillä inflaatioon vaikuttavat olennaisesti öljyn hinnan muutokset, kun taas keskipitkällä aikavälillä odotukset ovat olennaisin inflaatiota määrittävä tekijä. Myös Grothe ja Meyler (2015) sekä Banbura ym. (2021) ovat havainneet mitattujen inflaatio-odotusten parantavan erilaisten mallien ennustekykyä.^[11] Inflaatio-odotukset näyttävätkin sisältävän keskeistä informaatiota pidemmän aikavälin inflaatiopaineista ja vallitsevasta inflaatiotrendistä.

Phillipsin käyrän avulla voidaan siis muodostaa markkinoilta saatavalle taustainformaatiolle ehdollinen inflaatioennuste. Tällä hetkellä eri lyhyen ajan inflaatio-odotusten mittarit antavat hyvin lähellä toisiaan olevia tuloksia, joten ne antavat hyvin yhdenmukaisen kuvan keskipitkän aikavälin inflaationäkymästä. Näin ei aina ole ollut, ja esimerkiksi vuonna 2020 kysely- ja markkinaperusteiset inflaatio-odotukset poikkesivat selvästi toisistaan. Tuolloin koronavirustilanne oli jo osoittanut vaarallisuutensa ja markkinoilla vallitsi voimakas epävarmuus tulevasta. Tämä heijastui myös inflaatio-odotuksiin, kuten kuviossa 2 nähdään. Niin lyhyen kuin pidemmänkin aikavälin markkinaperusteiset odotukset reagoivat hyvin nopeasti ja painuivat erittäin alhaisiin lukemiin. Kyselyperusteiset odotukset pienenevät myös, mutta selvästi maltillisemmin, eritoten pitkää aikaväliä koskevat arviot. Ne pienenevät verraten vähän.

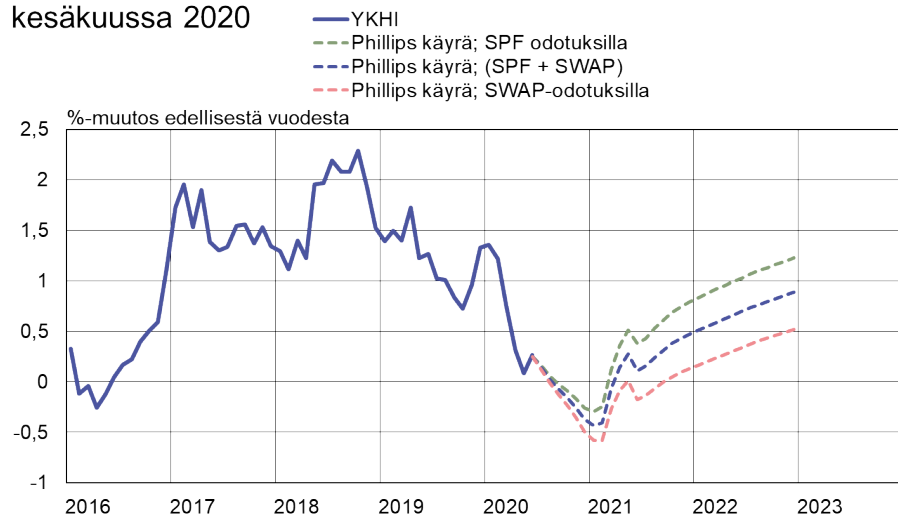
Inflaatio-odotusten merkitystä keskipitkän aikavälin inflaationäkymää arvioitaessa voidaan havainnollistaa tarkastelemalla inflaatiomallin kesäkuussa 2020 tuottamia inflaatiouria. Kuviossa 3 sininen katkoviiva kuvaa inflaation kehitystä lähivuosina, kun inflaatio-odotuksena käytetään SPF-kyselytutkimuksen ja rahoitusmarkkinoilla vallitsevien inflaatio-odotusten keskiarvoa. Kaksi muuta katkoviivaa osoittavat vaihtoehdoisen inflaatiokehityksen rahoitusmarkkinoilta mitattujen (vaaleanpunainen katkoviiva) ja SPF-kyselyn mukaisten inflaatio-odotusten pohjalta (vihreä katkoviiva).

Mallin tuottamista inflaatiourista nähdään, että keskipitkällä aikavälillä eri odotuksilla lasketut inflaatiourat poikkesivat tuolloin selvästi toisistaan. Eri inflaatio-odotuksilla voi siis olla suuri merkitys tulevaa inflaatiota arvioitaessa. Niinpä inflaation tulevaa kehitystä arvioitaessa onkin tärkeää tarkastella ja huomioida eri inflaatio-odotuksia.

Kuvio 37.

11. Grothe, M. & Meyler, A. (2015) Inflation Forecasts: Are Market-Based and Survey-Based Measures Informative?, Working Paper Series 1865, European Central Bank, ja Bánbura, M., Brenna, F., Paredes, J., & Ravazzolo, F. (2021) Combining Bayesian VARs with survey density forecasts. Does it pay off?, Working Paper Series 2543, European Central Bank.

Phillipsin käyrän eri määrittelyjen tuottamia ehdollisia ennusteita kesäkuussa 2020



Lähteet: Bloomberg, EKP, Eurostat ja Suomen Pankin laskelmat.

Avainsanat

ennuste, euroalueen inflaatio, inflaatio-odotukset

EKP uudisti rahapolitiikan strategiansa – mikä muuttuu?

16.9.2021 – Euro & talous 4/2021 – Rahapolitiikka



Juha Kilponen
Osastopäällikkö



Jarmo Kontulainen
Johtokunnan neuvonantaja

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 kestäväen kasvun ja täystyöllisyyden painottamisen päätöksenteossa. EKP huomioi myös rahapolitiikassa ympäristön kestävyuden uuden toimintasuunnitelman mukaisesti.



Euroopan keskuspankin (EKP) rahapolitiikan strategia on linjauksia siitä, miten EKP ylläpitää hintavakautta euroalueella ja millaisia tavoitteita se rahapolitiikalleen asettaa. Strategia määrittelee myös johdonmukaisen analyttisen 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 uudelleenarvointiin, 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 kestäväälle 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.

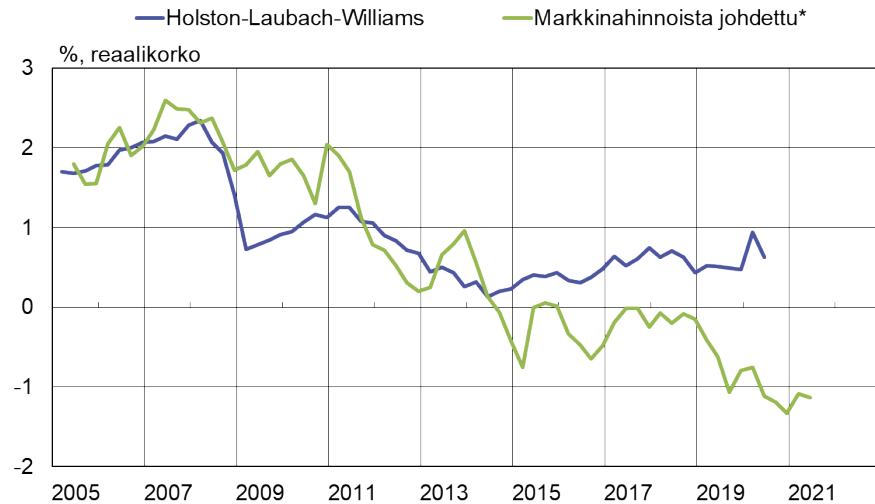
Keskeinen syy strategiauudistukselle on ollut rahapolitiikan toimintaympäristön muuttuminen sen jälkeen, kun EKP:n neuvosto uudisti strategiaansa edellisen kerran vuonna 2003. Pitkän aikavälin reaalin tasapainokorko on laskenut rakenteellisista syistä sekä euroalueella että globaalisti (kuvio 1).^[2] 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 korkotasoa laskenut.

Kuvio 38.

1. EKP julkaisee laajan joukon strategia-arvioon liittyviä artikkeleita syyskuun jälkipuoliskolla.

2. Korkotasoa, 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.

Reaalinen tasapainokorko euroalueella 2005–2021



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

Lähteet: Macrobond, Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

eurojatalous.fi / bofbulletin.fi

16.9.2021

39930

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 kestäväyyteen kohdistuvat uhat ovat niin ikään nousseet keskeisiksi globaalien talouden ja politiikan ongelmiksi, ja ilmastonmuutoksen torjunnasta on tullut myös yksi 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]

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).

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 strategiaaudistuksessa 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 suositaa, että siihen sisällytettäisiin myöhemmin myös omistusasumisen kustannukset^[8] (kuvio 3).

Kuvio 39.

Inflaatiotavoite

Uudessa rahapolitiikan strategiassa tavoitteena on kahden prosentin inflaatiovauhti keskipitkällä aikavälillä.

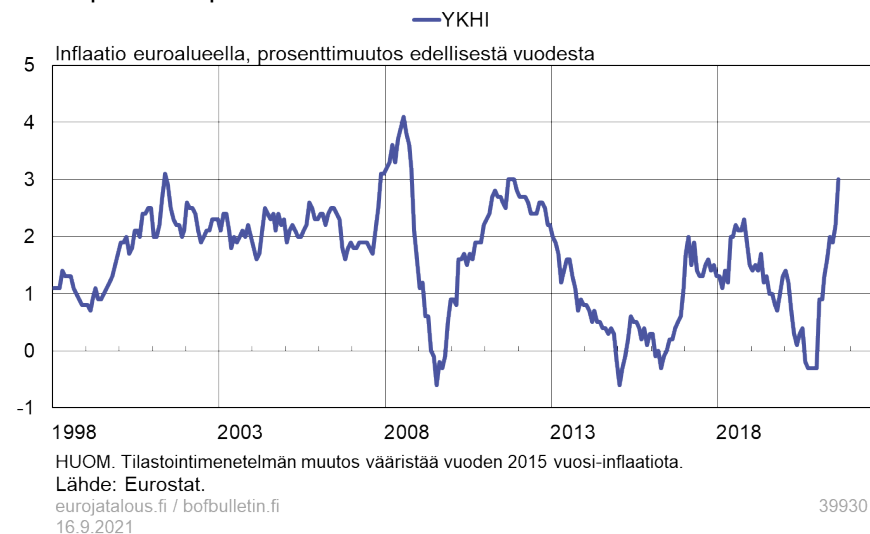
Tavoite on symmetrinen, eli sitä hitaampaa ja nopeampaa inflaatiovauhtia pidetään yhtä kielteisinä.



Kuvio 40.

6. Ilmastonmuutos ja siirtyminen kohti vastuullisempaa taloutta vaikuttavat hintavakausnäkyymiin: 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.

Yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI), euroalue, 1998q1–2021q2



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 ankuroi 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 deflaatoriskin varalta ja että riittävää rahapolitiikan pelivaraa liian hitaan inflaatiokehityksen torjumiseksi. Sen odotetaan vaikuttavan pitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin ja ankuroivan 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 tosiasiaassa 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 reaalin 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 katonna.

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 koronaviruksen kriisi. 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.

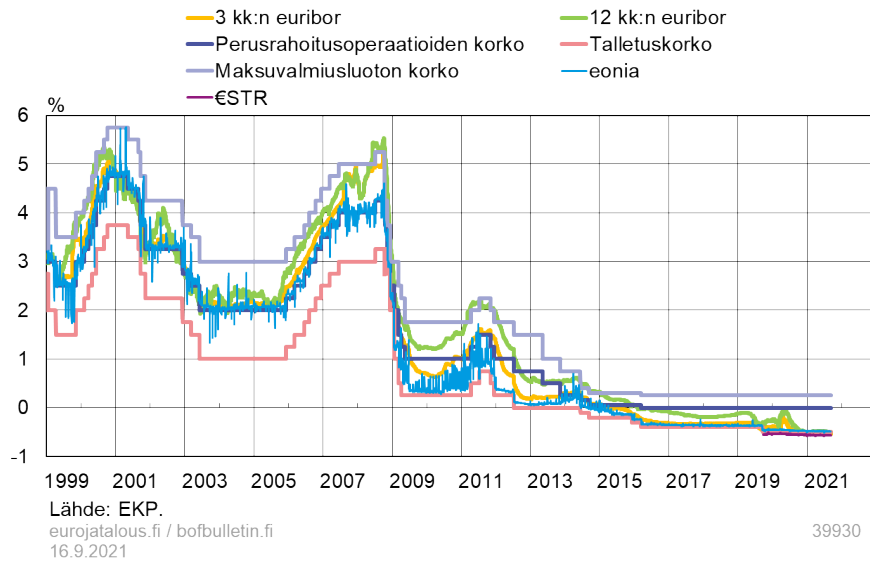
Myös rahapolitiikan pääasiallista instrumenttia eli korkopolitiikkaa on laajennettu negatiivisten korkojen puolelle. EKP:n asettama rahapolitiikkakorko on ollut korkeimmillaan 4,75 % ajanjaksolla lokakuusta 2000 toukokuuhun 2001 ja alimmillaan -0,5 % syyskuusta 2019 lähtien (kuvio 4). Nollaan rahapolitiikkakorko 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 kestoja 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 41.

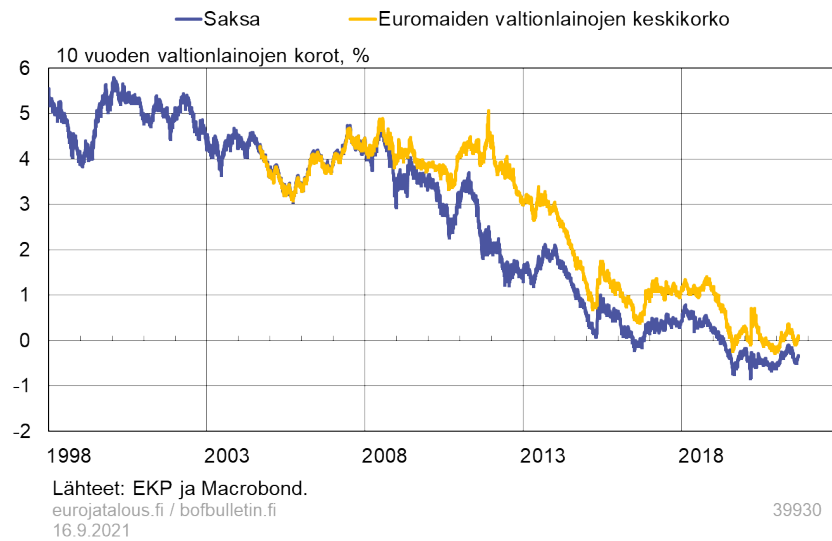
9. EKP:n neuvoston sitoutumista jatkaa kevyttä rahapolitiikkaa myös tulevaisuudessa kutsutaan taloustieteellisessä kirjallisuudessa ”rahapolitiikan ennakoivaksi viestinnäksi” (englanniksi ”forward guidance of monetary policy”).

Rahapolitiikkakorot euroalueella 1999–2021



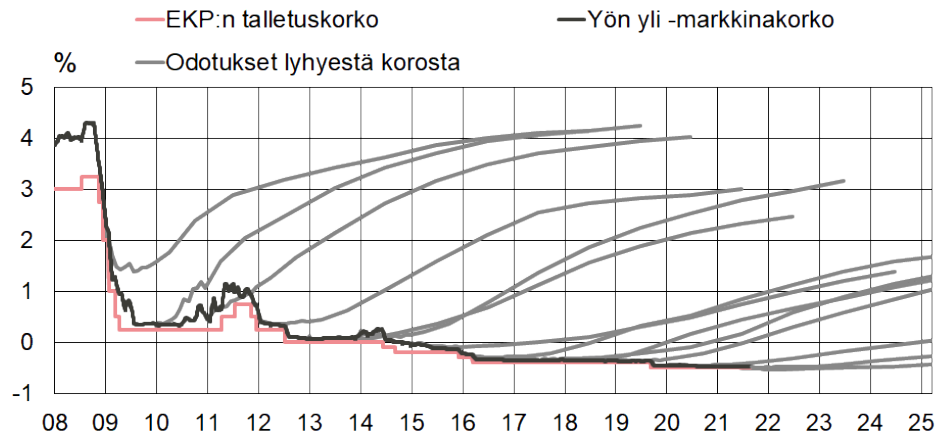
Kuvio 42.

Pitkät korot euroalueella, 1998–2021



Kuvio 43.

Odotukset tulevasta rahapolitiikasta



Lyhyen koron odotukset on johdettu euroalueen yönylikoronvaihtosopimuksista.

Lähteet: Bloomberg ja Suomen Pankki.

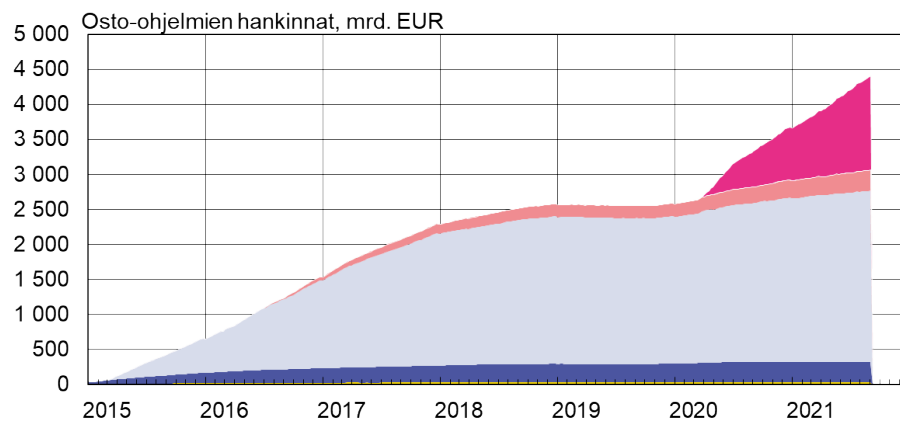
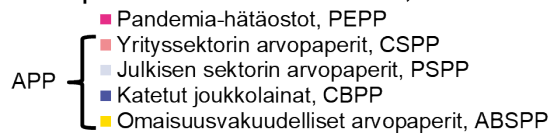
eurojalous.fi
16.9.2021

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 44.

Rahapolitiikan operaatiot euroalueella, 2015–2021



Lähde: EKP.

eurojalous.fi / bofbulletin.fi
16.9.2021

39930

Talousohitystä vakauttava finanssipolitiikka huomioidaan rahapolitiikassa

Efektiiuisen 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 talouspolitiikkaa unionissa osallistuuksaan 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

10. Vastasyklisen finanssipolitiikka käyttö taantumissa edellyttää vastaavasti, että puskureita kerätään nousukausina julkisen talouden velkakestävyuden turvaamiseksi.

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 makrovakauseräpolitiikan päätöksentekijöillä. Torjumalla epätasapainoista rahoituskehitystä ja liiallista riskinottoa sekä tukemalla taseiden ja riskipuskureiden valvonta- ja makrovakauseräpolitiikkaa 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 rahapolitiikka voi syöstä talouden taantumiaan.

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 rahapolitiikallisten päätösten valmistelussa käytössä olevaa analyttistä kehikkoa on laajennettu siten, että se ottaa huomioon relevantit rahoitusvakautta koskevat näkökohdat.

11. Englanninkielisessä taloustieteen kirjallisuudessa ilmiötä kutsutaan termillä "negative macro-financial feedback effects".

12. Velkadeflaatiossa hintojen lasku lisää velkojen reaalista määrää.

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 kestävyyyteen 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 analyttistä kapasiteettiaan ilmastokysymysten mukaan ottamiseksi taloudellisissa malleissaan sekä edistää ilmastonmuutokseen liittyvien riskien mittaamista ja raportointia, jotta ne voidaan huomioida riskienhallinnassa, sijoitustoiminnassa ja rahapolitiikan operaatioissa.

EKP:n rahapolitiikan analyttinen kehikko uudistettiin

Talouden rakenteelliset muutokset, jotka ovat vaikuttaneet euroalueen talouden kasvupotentiaaliin, reaalisien tasapainokorkoon, inflaatiokehitykseen ja rahapolitiikan välittymiseen, heijastuvat jatkuvasti euroalueen rahapolitiikan valmistelun analyttiseen 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 analyysissä 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 analyysissä 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 globaalien finanssikriisien ja euroalueen velkakriisien seurauksena sekä EKP:n rahapolitiikan välineiden laajenemista.

Näiden muutosten vuoksi EKP:n rahapolitiikkaa koskevat päätökset perustuvat uudistettuun integroituun analyttiseen kehikkoon, joka yhdistää reaalitaloutteen 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 rahapolitiittiset 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 ihmisjoukkoille 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

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