

## EKP:N RAHAPOLITIikka: ISO SINKO VAI VESIPYSSY?

Euroopan keskuspankin (EKP) neuvoston 12.9.2019 tekemät **rahapoliittiset päätökset** olivat merkittävimpiä useaan vuoteen. Markkinoilla oli suurelta osin jo osattu odottaa tällaisia toimia sen jälkeen, kun pääjohtaja Mario Draghi oli 18.6. ns. **Sintran puheessaan** avannut keskuspankin näkemyksiä heikentyneestä talouskehityksestä ja mahdollisista uusista rahapoliittisista toimista. EKP asetti työryhmiä pohtimaan erilaisia vaihtoehtoja. Sitten euroalueelta on kertynyt vielä heikompaa talousdataa, joka on voimistanut tarvetta keventää rahapolitiikkaa.

Mandaattinsa mukaisesti EKP tavoittelee euroalueen kuluttajahintojen vuotuista nousua, joka on alle kaksi prosenttia mutta lähellä sitä. Oheisesta kuviosta näkyy, että viime aikoina tästä inflaatiotavoitteesta on jääty, mikä jo sinällään tuntuisi antavan aiheen entistä voimakkaampiin toimiin.

EKP ei kuitenkaan yritä vaikuttaa tämänhetkiseen inflaatioon, koska sen toimet vaikuttavat vasta ajan myötä. Siksi se kiinnittää huomiota inflaatio-odotuksiin, jotka ulottuvat jopa usean vuoden päähän (**Taimio 2018**). Nekään eivät ole pitkään aikaan ylittäneet lähelle kahta prosenttia.

Toisaalta EKP tarkkailee myös ns. pohjainflaatiota, josta on poistettu ailahtelevat energian ja ruuan hinnat sekä lähinnä veroista riippuvat alkoholin ja tupakan hinnat. Pohjainflaatio näyttää jumittuneen yhden prosentin tasolle.

Taloukasvu ja työllisyys ovat EKP:lle toissijaisia tavoitteita, joita se voi ajaa, mikäli hintavakauseri inflaatiotavoite ei vaarannu. Tätä vaaraa ei juuri nyt ole, ja toisaalta taloukasvun vauhdittaminen ja työllisyyden parantaminen voisi myös nostaa inflaatiövauhtia.

EKP:n keskeisenä huolenaiheena on myös ollut rahapolitiikan välittymismekanismien ylläpitäminen, jolla se onkin perustellut monia rahapoliittisia toimiaan. Se pyrkii var-

mistamaan, että pankit pystyvät lisäämään luotonantoaan euroalueen kotitalouksille ja yrityksille. Luotonannon kasvu onkin viime vuosina nopeutunut, joskin äskettäin hidastunut (kuvio). Monet ekonomistit katsovat, että sen kasvu heijastelee ennen kaikkea kulutus- ja investointikysyntää eikä EKP:n politiikkaa. Rahan tarjonnan (M3), joka muodostuu etupäässä pankkitalletuksista, kasvu on viime aikoina ollut EKP:n vähäisemmän huomion kohteena.

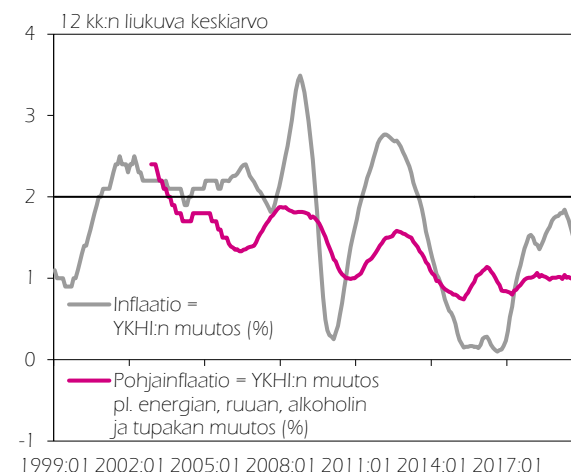
## UUSIEN TOIMENPITEIDEN MERKITYS ON MELKO VÄHÄINEN

Koska EKP:n uudet toimet olivat pitkälti odotettuja, niiden vaikutus markkinoilla esimerkiksi korkoihin ja valuuttakursseihin jäivät melko pieniksi. Pankkien EKP:hen tekemien talletusten koron alennus yhdellä prosenttiyksikön kymmenyksellä -0,5 prosenttiin ja marraskuussa aloitettavien arvopaperiostojen kuukausittainen nettomäärä, 20 miljardia euroa, jäivät hieman odotettua pienemmiksi.

Toisaalta EKP alensi 19.9. aloitettavien halpakorkoisten, pankeille myönnettävien lainojen korkoa hieman ja pidensi niiden maturiteettia yhdellä vuodella, ja se myös höllensi ns. ennakoivaa ohjaustaan niin talletuskorkonsa kuin arvopaperiostojensakin suhteen. Kumpaakaan ei enää ole sidottu kalenteriaikaan, vaan ne jatkuvat niin kauan, kunnes inflaatio-odotukset ovat kohonneet lähelle tavoitetta ja pohjainflaatio on jo jonkin aikaa kehittynyt vastaavalla tavalla. Nämä toimet kompensoivat ne lievät pettymykset, jotka liittyivät talletuskorkoon ja arvopaperiostoihin. Toisin kuin jotkut olivat ennakoineet tai toivoneet, EKP ei nyt käyttänyt ”isoa sinkoa” muttei sentään vesipyssyäkään.

EKP:n uusista toimista ei odoteta merkittäviä vaikutuksia inflaatioon eikä taloukasvuun. Sen omatkin euroalueen ennusteet ensi vuodelle – inflaatio 1,0 prosenttia ja taloukasvu 1,2 prosenttia – ovat verraten matalat. Tämä on yhdenmukaista **Lanen (2018)** viittaamaan, tulos-

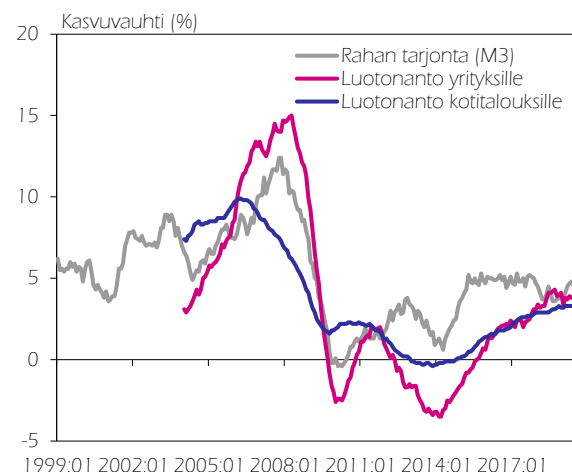
### INFLAATIO JA POHJAINFLAATIO EUROALUEELLA 1999:01-2019:08



1999:01 2002:01 2005:01 2008:01 2011:01 2014:01 2017:01

Lähde: Eurostat

### RAHAN TARJONNAN JA PANKKIEN LUOTONANNON KASVU EUROALUEELLA 1999:01-2019:07



1999:01 2002:01 2005:01 2008:01 2011:01 2014:01 2017:01

Lähde: EKP



sa olevan EKP:n tutkimuksen kanssa: esimerkiksi negatiiviset korot ovat kiihdyttäneet inflaatiota ainoastaan 0,1 prosenttiyksiköllä ja piristäneet reaalitytöitä vain hiukan enemmän, ja toisaalta kaikki nyt tehdyt toimet ovat paljon vähäpätöisempiä aiempiin kokonaisuutena verrattuina.

Toisin kuin jotkut kommentaattorit ovat väittäneet, tämä ei kuitenkaan merkitse sitä, että EKP:n eväät olisivat loppumassa. Pääjohtaja Draghi on usein huomauttanut, että sillä on vielä paljon aseita varastossa. Pikemmin kyse on siitä, etteivät EKP:n neuvoston kaikki jäsenet suostu kaikkiin ehdotuksiin – Saksan, Ranskan, Hollannin, Itävallan ja Viron edustajien kerrotaan vastustaneen arvopaperiostoja, vaikka äänestykseen ei mentykään. On varmasti muitakin toimia, joille olisi vaikea saada kaikkien kannatusta, ja siksi tyydytään kompromisseihin.

## EKP:LLÄ ON RAJOITTEITA MUTTA MYÖS KEINOJA VARASTOSSA

**N**egatiivinen talletuskorko edustaa rahapolitiikan uutta maailmaa, mutta -0,5 prosenttia ei ole ainutlaatuinen – esimerkiksi Ruotsissa se on -1,0 prosenttia ja Tanskassa -0,75 prosenttia. EKP kuitenkin tarkkailee tiiviisti sen vaikutuksia. Se otti nyt käyttöön Japanissa jo sovelletun porrastuksen, jossa osa pankkien varantovelvoitteen ylittävistä keskuspankkitalletuksista saadaan tehdä nollakorolla. Tämä suosii eritoten pohjois-eurooppalaisia pankkeja, joilla on paljon liikareservejä.

Negatiivisen talletuskoron vaikutuksista pankkien kannattavuuteen EKP ei myönnä olevansa erityisemmin huolissaan, mutta toki ongelmaksi voi muodostua rahoitusjärjestelmän vakaus ja pankkien kyky jatkaa luotonantoaan. Ne ovat kasvavassa määrin ryhtyneet perimään negatiivisia korkoja yritysten talletuksista, ts. nämä joutuvat maksamaan pankkitalletuksistaan. Negatiivisiin pankkitalletuskorkoihin liittyy luonnollisesti riski, että rahat vedetään pois vaikkapa kassakaappeihin tai patjojen alle. Kilpailuystävälliset pankit eivät halua turvautua negatiiviin korkoihin, mutta entä jos EKP määräisi kaikki tekemään niin?

Toisaalta vaihtoehto keskuspankkitalletuksille on luotonanto kotitalouksille ja yrityksille, jolloin kilpailullisilla markkinoilla syntyy painetta reivata antolainauskorkoja alemmas, jopa negatiivisiksi, mikä myös nakertaa pankkien tulosta. Samalla monien sijoittajien kuten eläkerahastojen korkotuotot voivat jäädä niin vaatimattomiksi, että niiden tulot heikkenävät. Kukaan ei kuitenkaan osaa sanoa, kuinka negatiivisiksi korot vielä voivat mennä.

EU:n tuomioistuimien totesi viime joulukuussa EKP:n tekemät valtionlainojen ostot laillisiksi. Tämä ei ole kuitenkaan riittänyt saksalaisille kriitikoille, jotka olivat vieneet asian maan perustuslakituomioistuimeen, joka oli siirtänyt tapauksen EU:n tuomioistuimelle. Melkein 2000 hengen saksalainen ryhmä, jota vetävät juristit ja ekonomistit, haluaa Bundesbankin vetäytyvän valtionlainojen ostopista ja on vienyt asian uudelleen perustuslakituomioistuimeen, joka jälleen on pohtimassa asiaa Saksan perustuslain kannalta. On epäselvää, meneekö Saksan perustuslaki EU:n tuomioistuimen edelle.

EKP ehtii kuitenkin laajentamaan arvopaperiostojaan ennen kuin Saksan keskuspankki voidaan määrätä vetäytymään niistä. Jos tällainen määräys tulisi, syntyisi varsin mielenkiintoinen tilanne. Epäselvyyttä liittyy myös nyt päätettyjen arvopaperiostojen mahdolliseen kestoon, sillä nykyinen sääntö, että EKP saa ostaa kunkin jäsenmaan valtionlainojen kannasta korkeintaan 33 prosenttia voi tulla vastaan Saksan ja eräiden muiden maiden kohdalla jo ensi vuoden aikana, riippuen siitä miten ostot jaetaan valtionlainojen ja yksityisen sektorin velkakirjojen kesken. Niinpä keskusteluun nousee väistämättä ylärajan nostaminen esimerkiksi 50 prosenttiin. Toisaalta ylijäämäisiä budjetteja tekevän Saksan velkakanta on jo supistumassa ja euroalueen valtionlainoista jo kahdella kolmasosalla on negatiiviset korot. Voitaisiin myös harkita ostopien laajentamista pankkien velkakirjoihin ja yritysten osakkeisiin.

## LAGARDE TUO UUSIA TUULIA: VIHREÄ KESKUSPANKKI?

**P**ääjohtaja Draghin virkakausi päättyi lokakuun lopussa, ja hänen seuraajakseen nimitetään todennäköisesti IMF:n pääjohtajan paikalta siirtyvä Christine Lagarde. Draghi onkin saattanut jättää joitakin em. rahapolitiikan uusista keinoista Lagarden aikaan. Yhteisymmärrys heillä on ainakin siitä, että rahapolitiikan strategia pitää arvioida uudelleen.

4.9. antamissaan kirjallisissa vastauksissa Euro-parlamentille (ks. Annex 2) Lagarde viittasi jo eräisiin mahdollisiin muutoksiin rahapolitiikassa. Hän näyttäisi kannattavan uudenlaista, symmetristä inflaatiotavoitetta: inflaatio voi vaihdella molempaan suuntaan, kunhan se palautuu keskipitkällä aikavälillä vajaan kahden prosentin tasolle. Seuraavassa kriisitilanteessa näyttää hänestä olevan mahdollista, että EKP ostaa vielä huomattavasti enemmän valtionvelkapapereita, kun 33 prosentin rajaa on nostettu.

Mahdollisesti iso muutos Lagarden aikana tulee EKP:n ”vihertymisestä”. Keskuspankkien osallistumisen ilmastonmuutoksen torjuntaan pitäisi hänen mukaansa olla ”prioriteetti”. EKP:tä on arvosteltu siitä, että se on ostanut paljon päästöjä aiheuttavien yritysten velkapapereita, mutta tähän tulee muutos, kunhan kestävä rahoituksen uudet periaatteet on sovittu.

Lagarden mukaan euroalueen finanssipolitiikkaan tarvitaan tehokkaita ja yksinkertaistettuja sääntöjä sekä merkityksellinen koko euroalueen instrumentti. Hän seuraa Draghin linjaa siinä, että euroalueen vetovastuuta siirrettäisiin rahapolitiikalta finanssipolitiikalle. Voisiko koko euroalueen instrumentti liittyä myös ilmastonmuutoksen torjuntaan? Jäsenvaltiot eivät ole suostuvaisia euroalueen yhteiseen budjettiin, mutta ilmastotoimia varten voitaisiin perustaa erillinen instituutio, jota EKP rahoittaisi. Tämä voisi avata mahdollisuuden hyväksyttävälle helikopterirahan (Taimio 2016) muodolle: EKP sitoutuisi jättämään perimättä koskaan takaisin rahaa, jonka se lainaisi tälle ilmastoinstituutiolle. ■

Heikki Taimio