



# Epätavanomaisen rahapolitiikan syy, tavoite, toteutus ja seuraus

Aktuaaritoiminnan kehittämissäätöön syysseminaari 13.11.2019

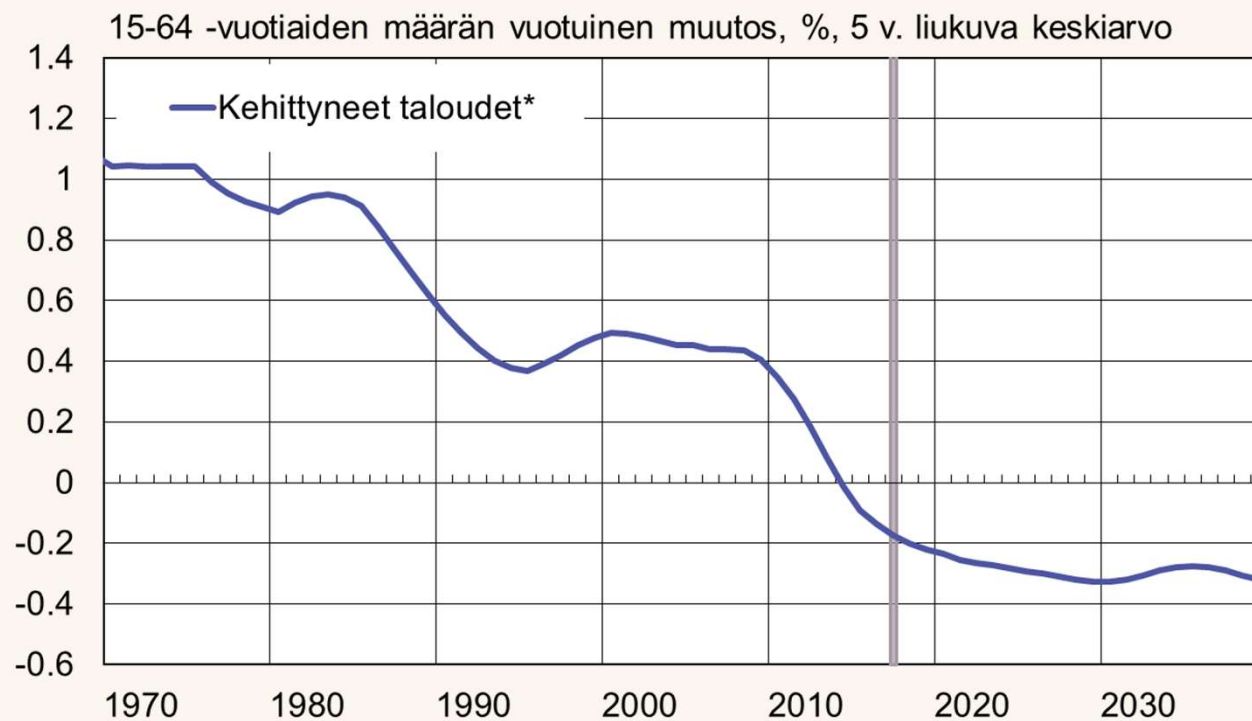
Tuomas Välimäki  
Johtokunta, Suomen Pankki

**Syy:** *Mihin epätavanomaista rahapolitiikkaa tarvitaan?*

## **Stylized facts:**

*Reaalikorko ja inflaatio ovat hidastuneet jo pitemmän aikaa.*

# 1. Teollisuusmaiden työikäinen väestö supistuu



\* Eurooppa, Pohjois-Amerikka, Australia, Uusi-Seelanti ja Japani.

Lähde: YK.

37019@pop3

## 2. Työn tuottavuuden kasvu on hidastunut

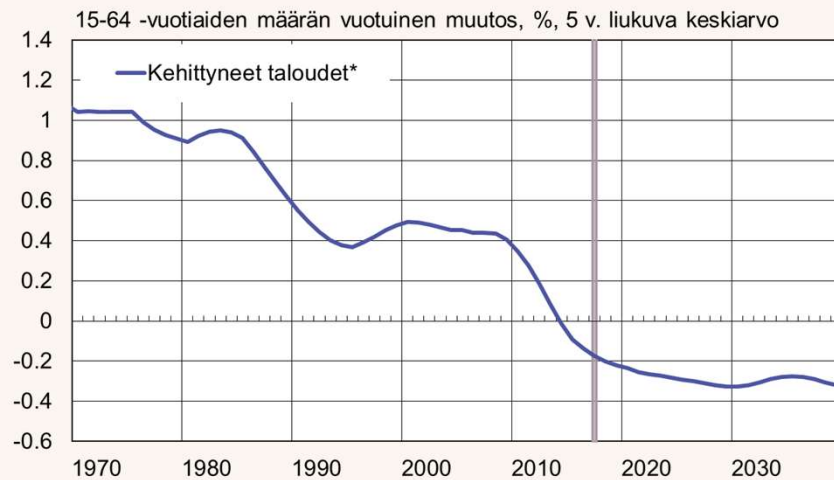


\* Tuotanto työtuntia kohti.  
US, UK, JP, DE, FR, FI keskiarvo.  
Lähde: Conference Board.

37019@pop4(2)

# 1 + 2 = talouden tuotantopotentiaalin kasvuvauhti on hidastunut

1



\* Eurooppa, Pohjois-Amerikka, Australia, Uusi-Seelanti ja Japani.

Lähde: YK.

37019@pop3

2



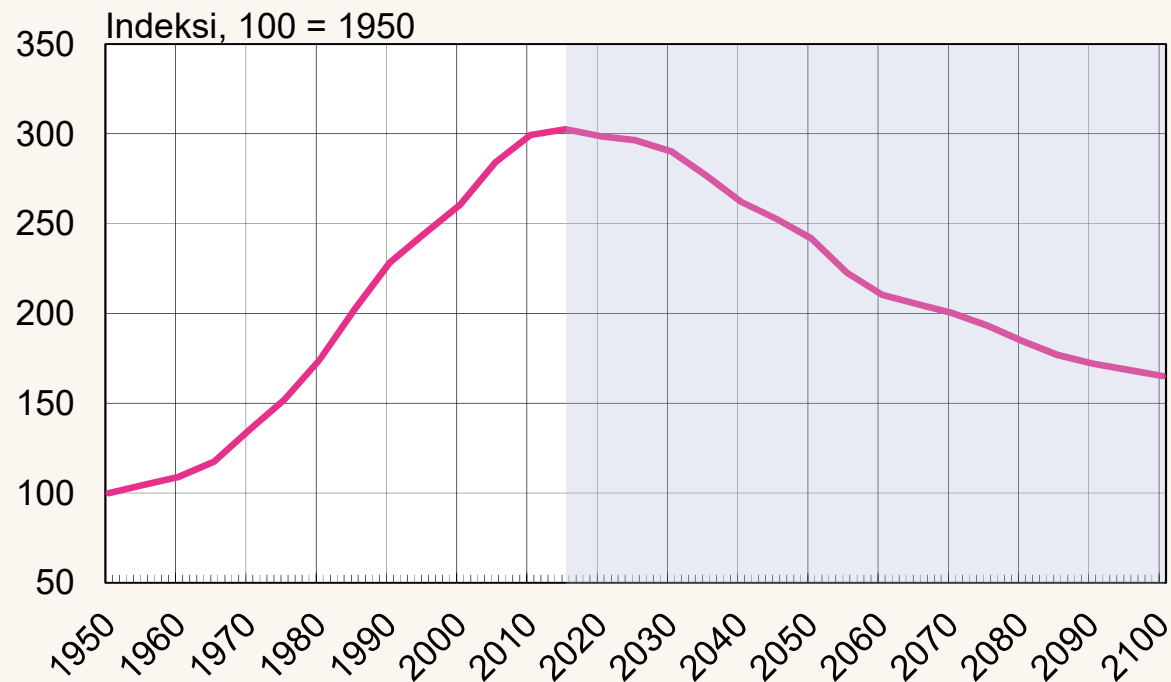
\* Tuotanto työtuntia kohti.

US, UK, JP, DE, FR, FI keskiarvo.

Lähde: Conference Board.

37019@pop4(2)

# Samaan aikaan säästäminen on kasvanut globaalisti. Taustalla mm. demografia ja globalisaatio Esimerkkikuviossa Kiinan työväestön kehitys

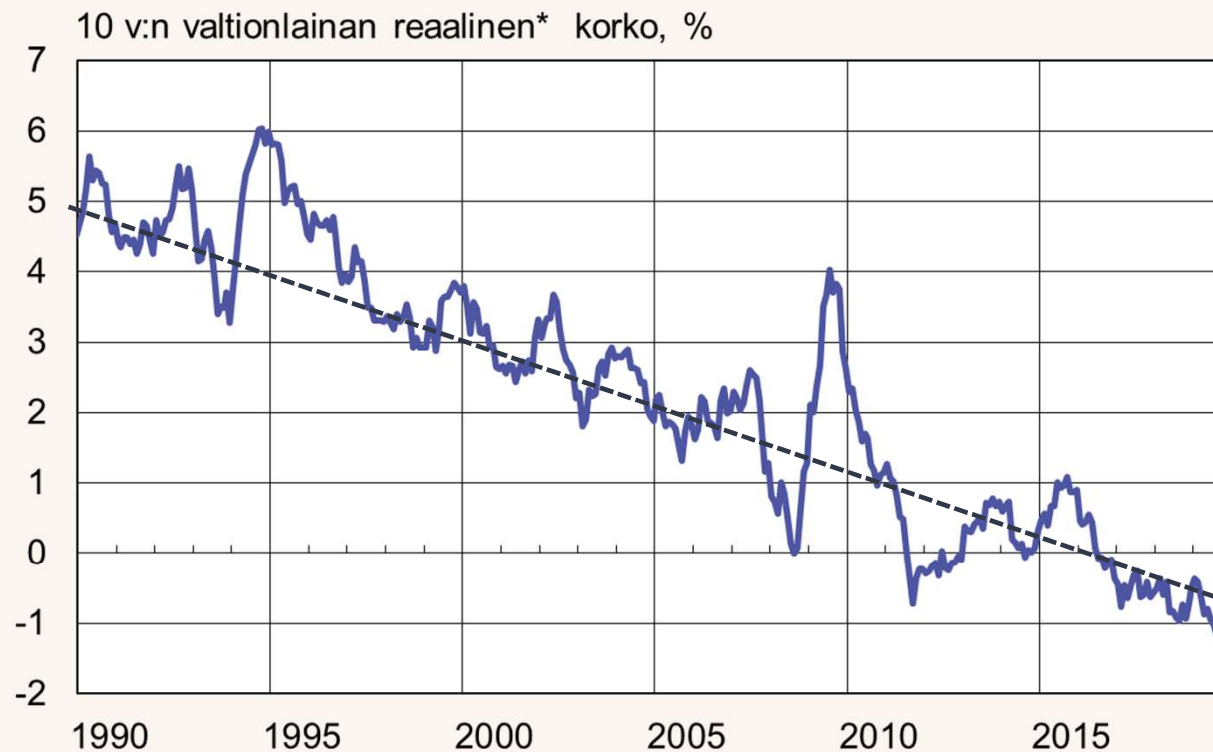


15-64 -vuotiaat

Lähteet: YK Väestöennuste ja Macrobond.

patu32427@työikäiset

# Potentiaalisen kasvuvauhdin hidastumisen ja kasvaneen säästämisen seurauksena reaalikorot ovat laskeneet huomattavan pitkään



\* Nimellisen koron ja toteutuneen 12 kk inflaatiiovauhdin erotus.

US, UK, JP, DE, FR, FI keskiarvo.

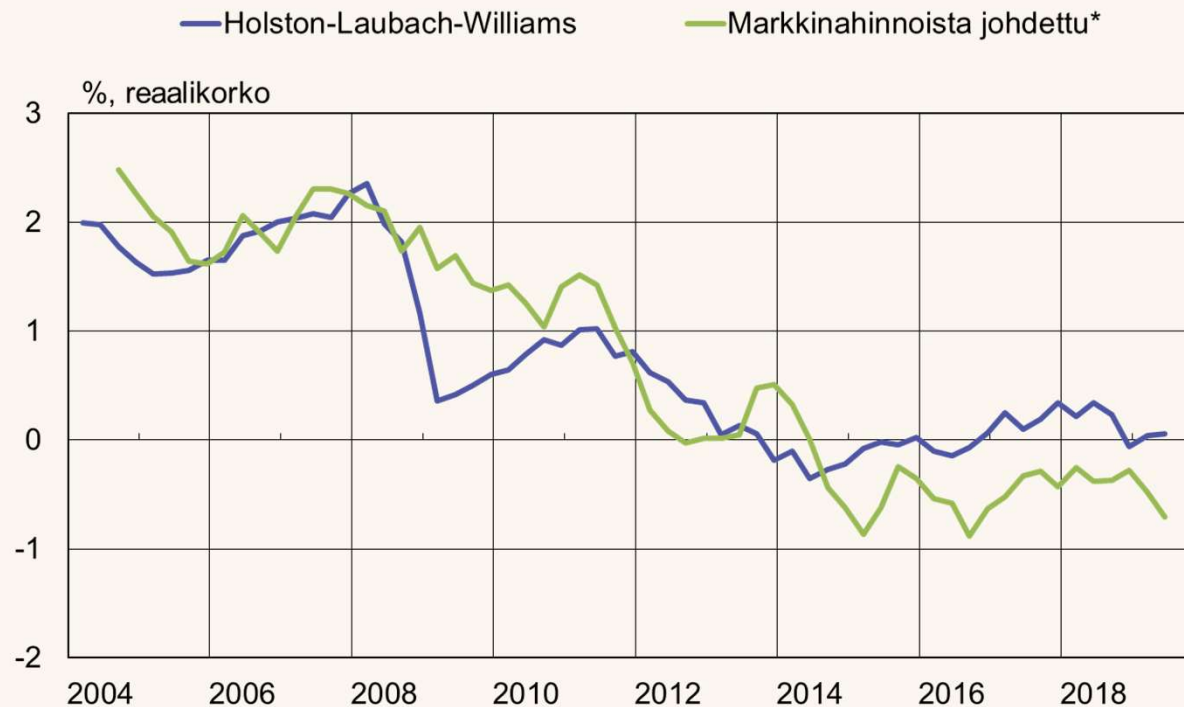
Lähteet: OECD, Macrobond. 8

37019@pop6(2)



# Reaalikorkojen lasku heijastuu arvioon talouskasvun tasapainottavan reaalikoron tasosta

Euroalueen luonnollisen koron arvioita



\* 5 vuotta 5 vuoden jälkeen korko- ja inflaatiotavapin erotus.

Lähteet: Macrobond, Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

4.10.2018 eurojatalous.fi

32429@NIR

# Samaan aikaan hintavakaus on noussut rahapolitiikan tavoitteeksi ympäri maailmaa



Lähde: OECD, Macrobond.  
OECD-maiden keskiarvo

37019@inf(2)

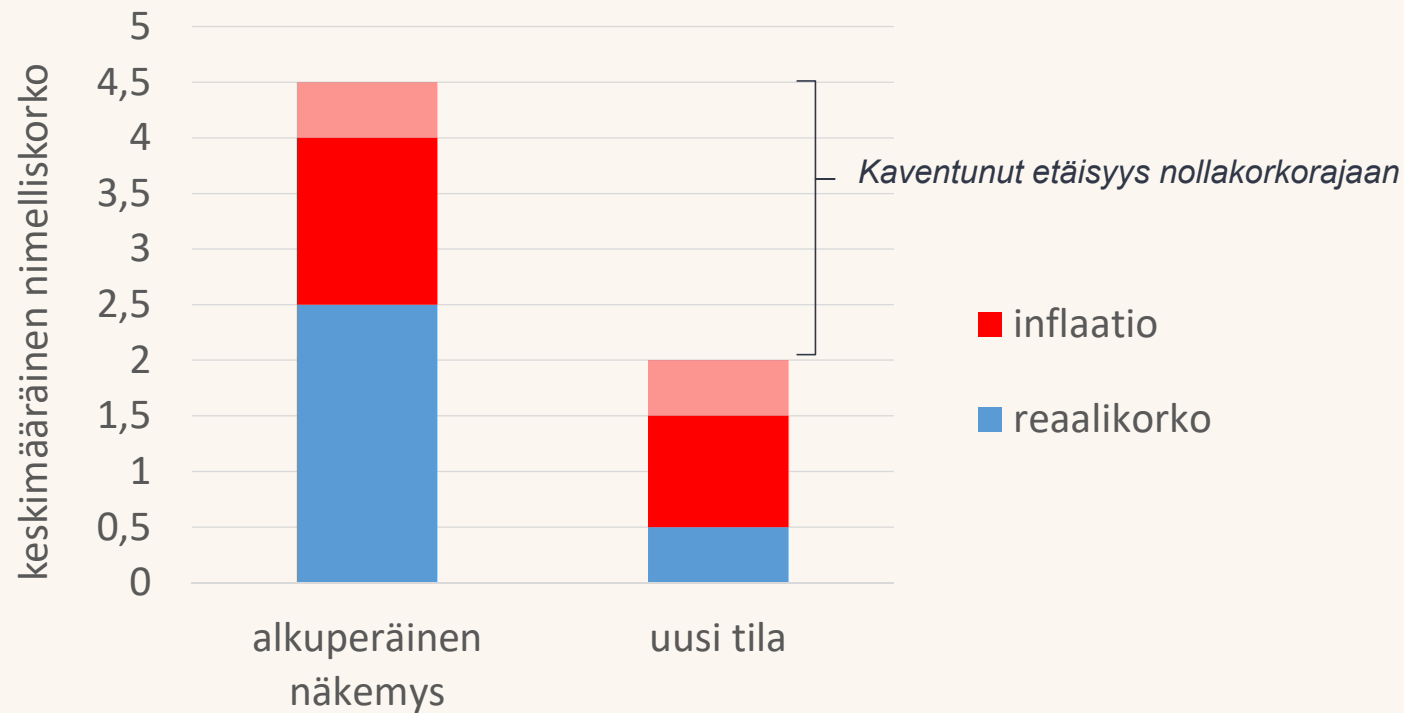
## Kun...

- luonnollinen korko eli se reaalikorkojen taso, joka ylläpitää vakaata talouskasvua ja hintakehitystä, on aiempaa matalampi ja keskuspankit tavoittelevat matalaa inflaatiota,

nimelliskorot liikkuvat aiempaa lähempänä nolaa.

→ *korkopolitiikan pelivara on pienentynyt, ja siten tarve epätavanomaisille rahapolitiikkatoimille on (potentiaalisesti) kasvanut*

# Korkojen nollaraja: Inflaatiotavoite ja rahapolitiikan liikkumavara



# Korkopolitiikan liikkumavara on pienentynyt – entä rahapoliittisen elvytyksen tarve?

# EKP:n rahapolitiikan tavoite ja inflaatiohistoria

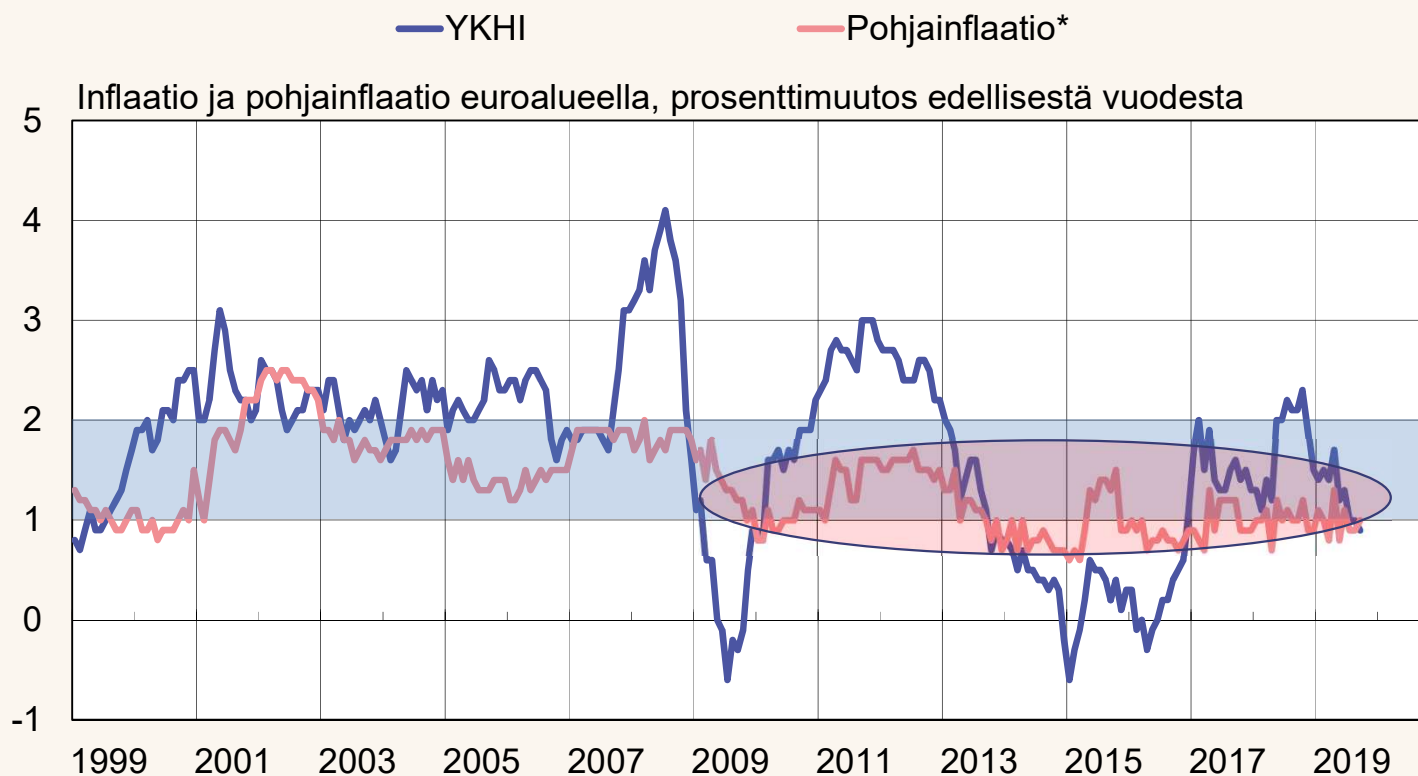


HUOM. Tilastointimenetelmän muutos vääristää vuoden 2015 vuosi-inflaatiota.

Lähteet: Eurostat ja Macrobond.

32426@YKHI

# Eteenpäin katsova keskipitkän aikavälin tavoite: Inflaatio ja pohjainflaatio euroalueella



HUOM. Tilastointimenetelmän muutos vääristää vuoden 2015 vuosi-inflaatiota.

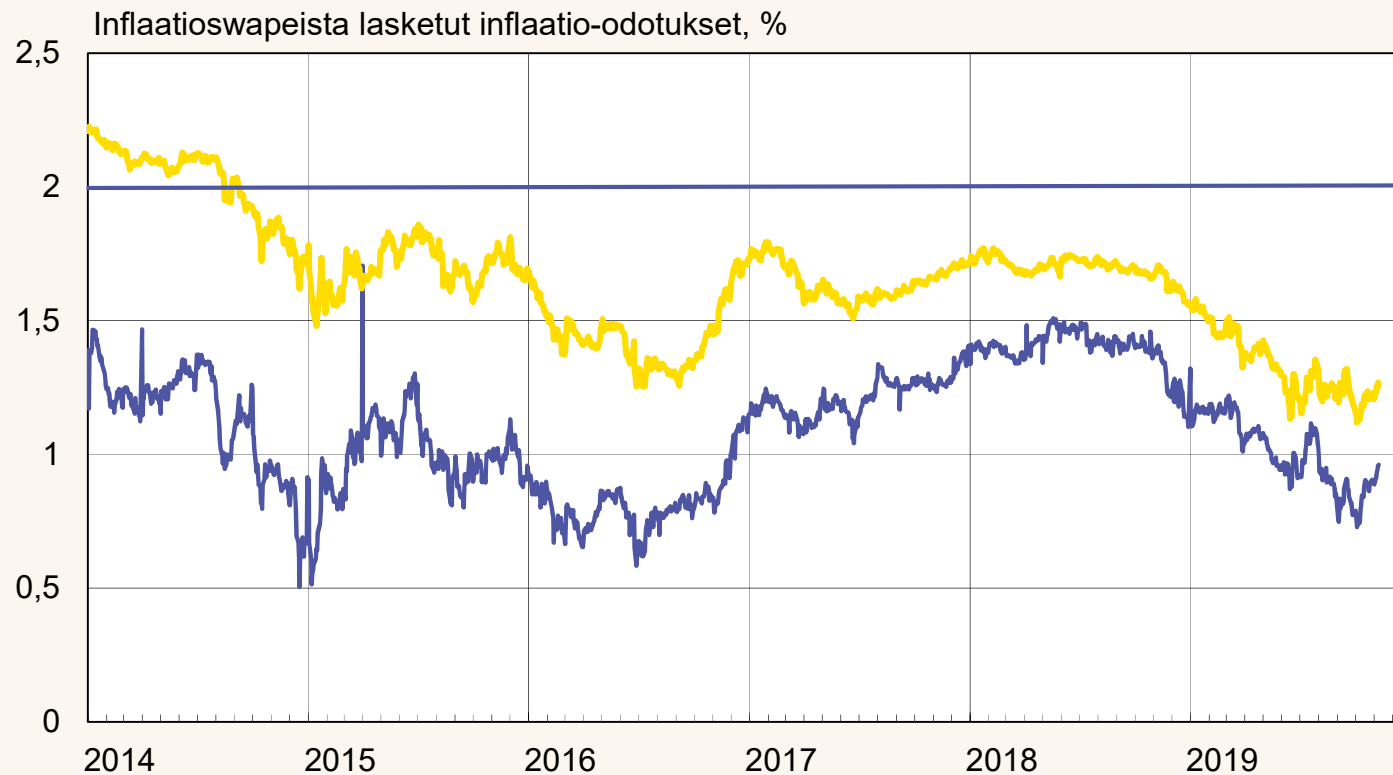
\* YKHI pl. energia, ruoka-, alkoholi-, ja tupakkatuotteet.

Lähteet: Eurostat ja Macrobond.

# Inflaatio-odotukset

— 1 vuosi 2 vuoden jälkeen

— 5 vuotta 5 vuoden jälkeen



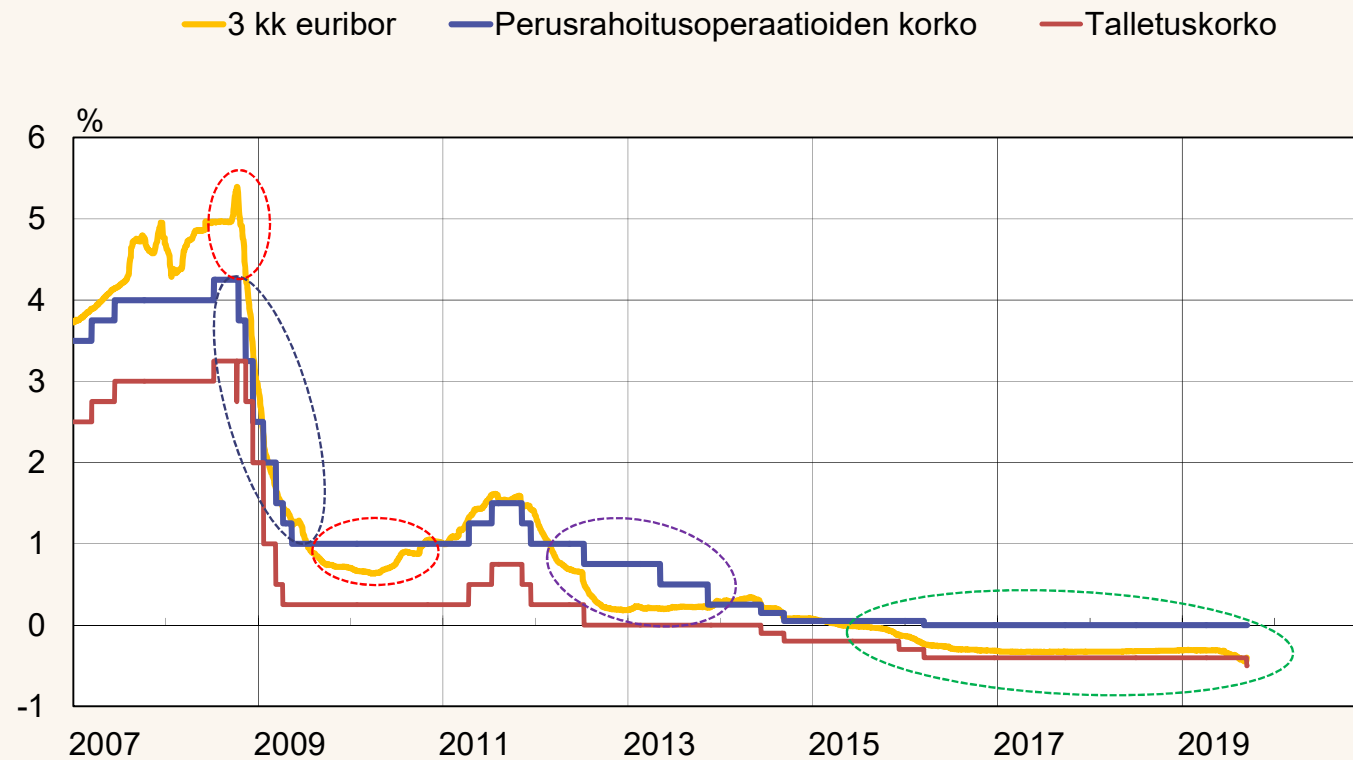
Lähteet: Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

32426@odotus1-5+5ka



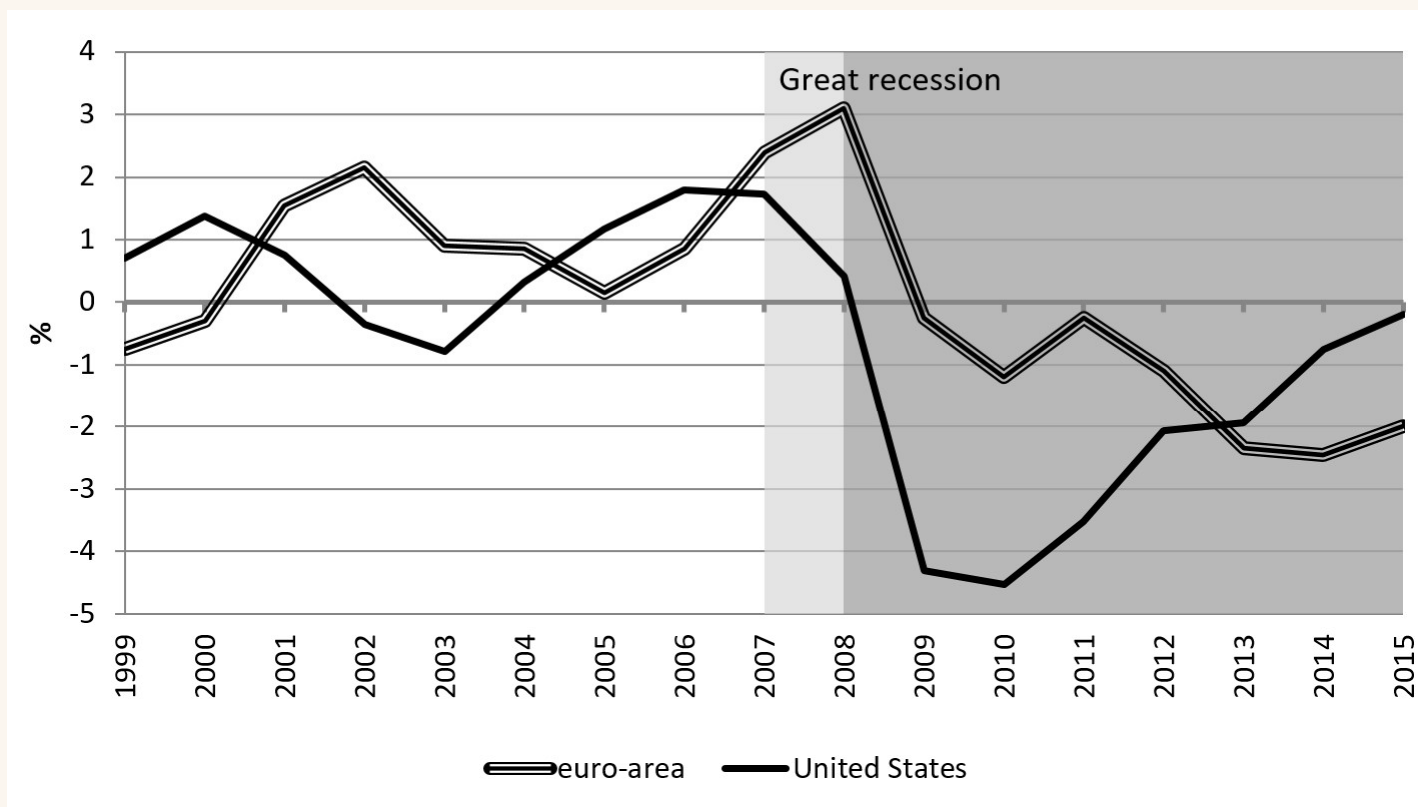
# Rahapoliittisen elvytyksen tarve alkaa olla osoitettu, mutta miten korkopolitiikkaa on käytetty?

# Tavanomaisella rahapolitiikalla reagoitiin tilanteeseen ja politiikkakorot laskettiin erittäin alas



Lähteet: EKP ja Macrobond.

# Missä koron olisi pitänyt olla: Taylorin sääntöön pohjautuva rahapolitiikkakorko



Lähde: Papadia ja Välimäki (2019)

- Inflaatio on jäänyt tavoitteesta jo pidemmän aikaa, vaikka perinteisen rahapolitiikan viritys on ollut tapissa.
- Tarve uudentlaisille rahapolitiikkatoimille on ollut ilmeinen.
- **Tavoite:** *ylläpitää hintavakautta  $\approx$  tuoda keskipitkän aikavälin inflaatio(-odotukset) lähelle kahta prosenttia.*

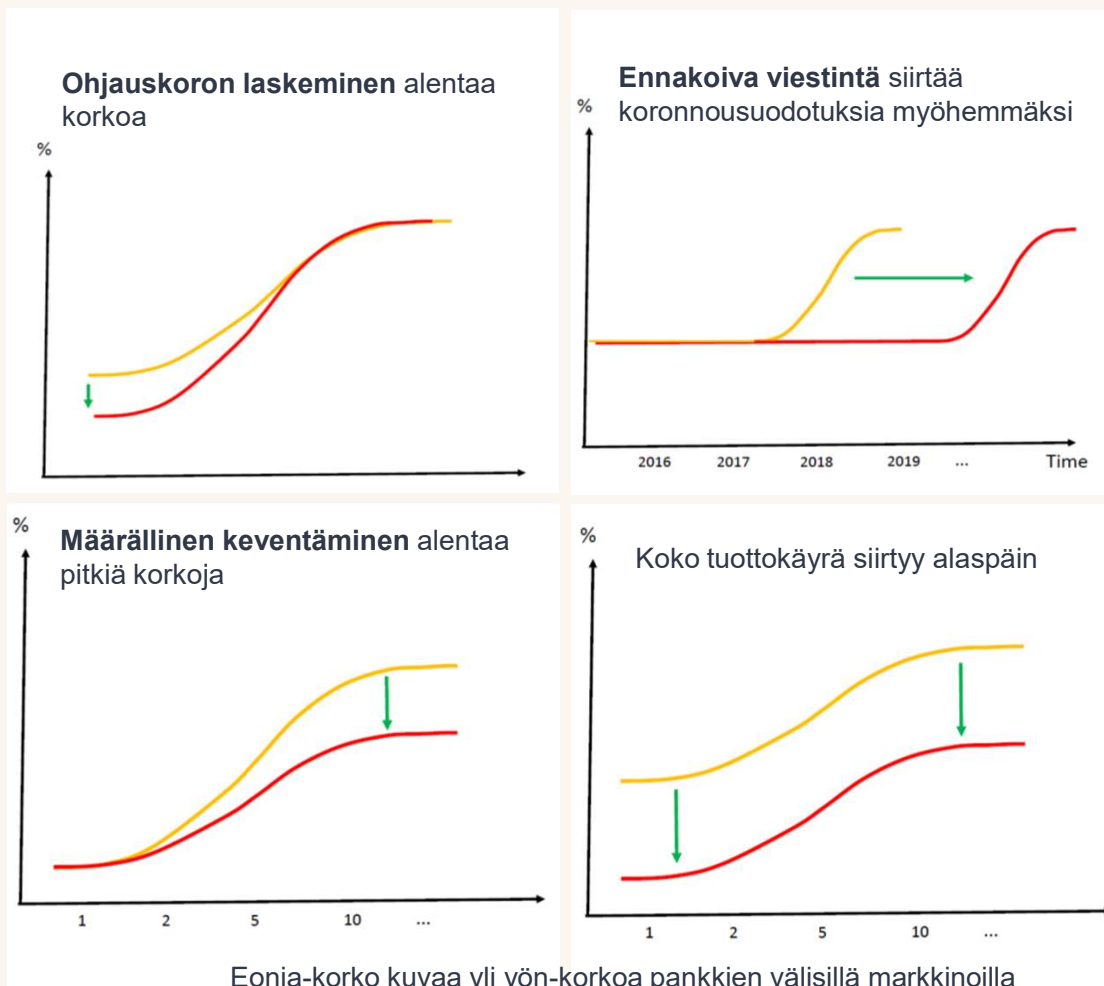
## **Toteutus:**

*Mitä epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia on tehty?*

# Rahapolitiikkaa nollakorkorajalla

- **Ongelma: zero/effective lower bound, ZLB/ELB**
  - korkopolitiikan liikkumavara kapenee oleellisesti, kun ohjauskorko ja siten lyhyet riskittömät korot on viety nolnaan
- **Ratkaisumalleja:**
  - negatiiviset korot
  - ryhdytään vaikuttamaan suuremmin pitkiin korkoihin ja/tai preemioihin
    - ennakoiva viestintä (Forward Guidance)
    - pitkät luotto-operaatiot (esim. TLTRO)
    - laajamittaiset arvopaperiostot (QE)
    - pankkisektorin ohittaminen rahoituksenvälittämisessä

# Epätavanomaisten keinojen vaikutuskanavat

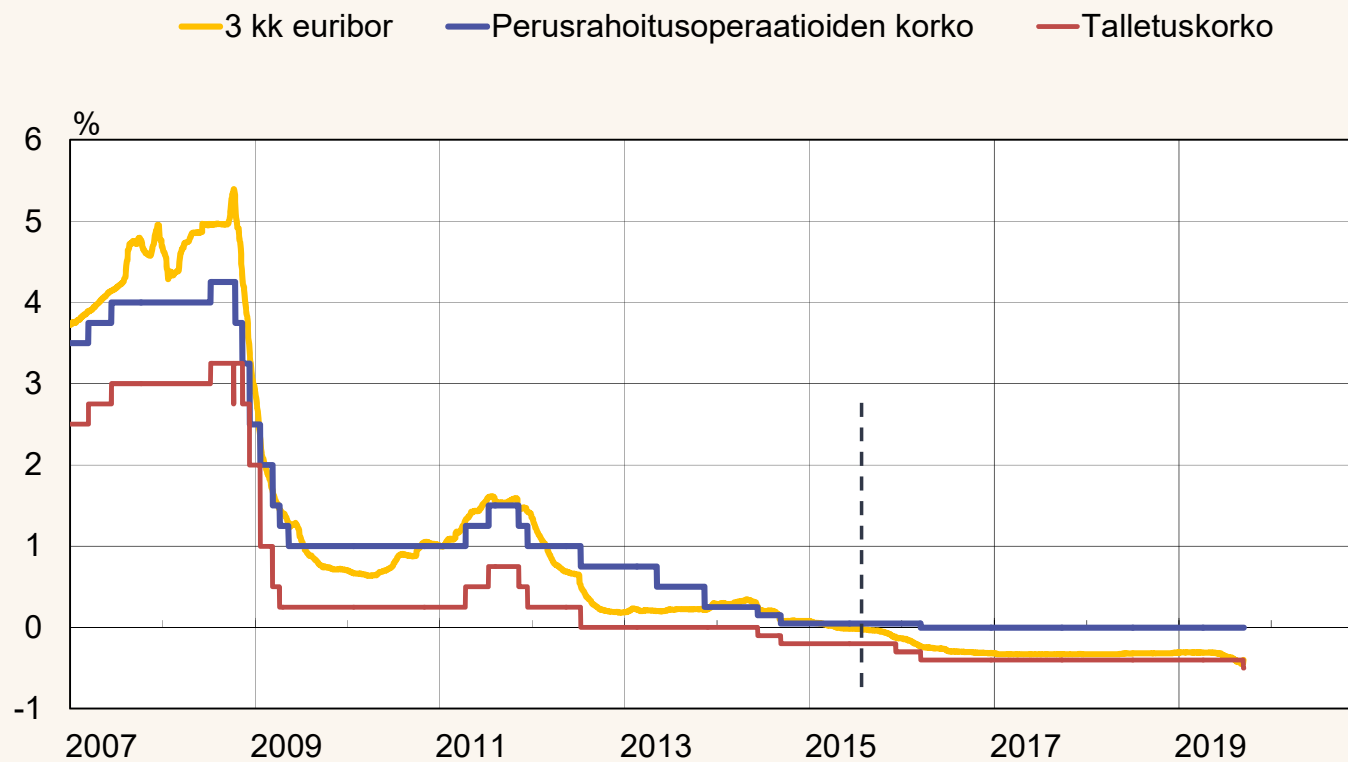


# Keskeisimmät muutokset eurojärjestelmän kehikoon

- EKP:n talletuskorko negatiiviseksi (2014– )
- Ennakoiva viestintä (2013– )
- Kohdennetut pitkäkestoiset luotto-operaatiot (2014–15, 2016–17 ja 2019–21)
- Julkisen sektorin osto-ohjelma (2015– )
- Yrityssektorin osto-ohjelma (2016– )

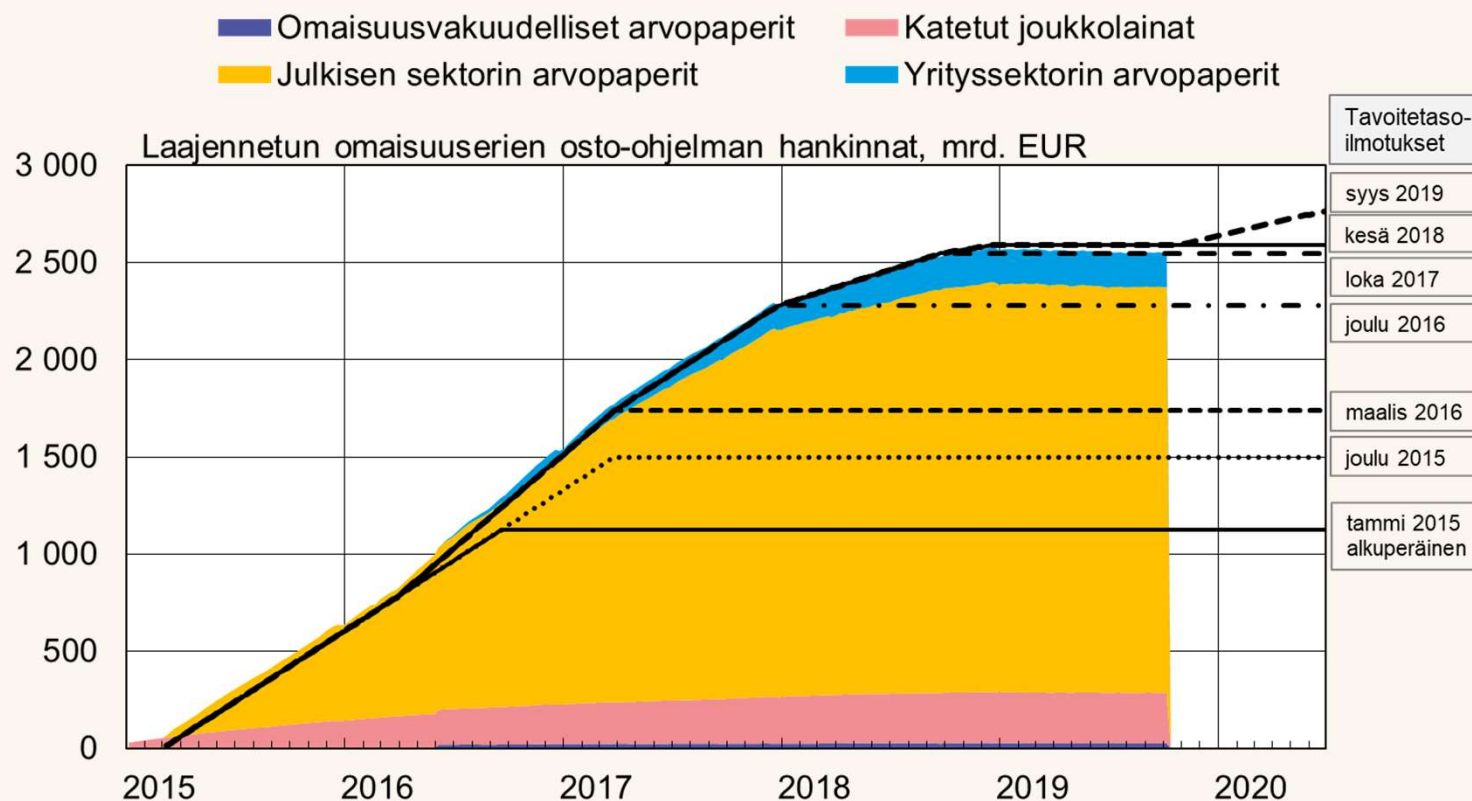


# EKP:n ohjauskorot ja 3kk euribor



Lähteet: EKP ja Macrobond.

# Osto-ohjelmat kasvattavat eurojärjestelmän tasetta



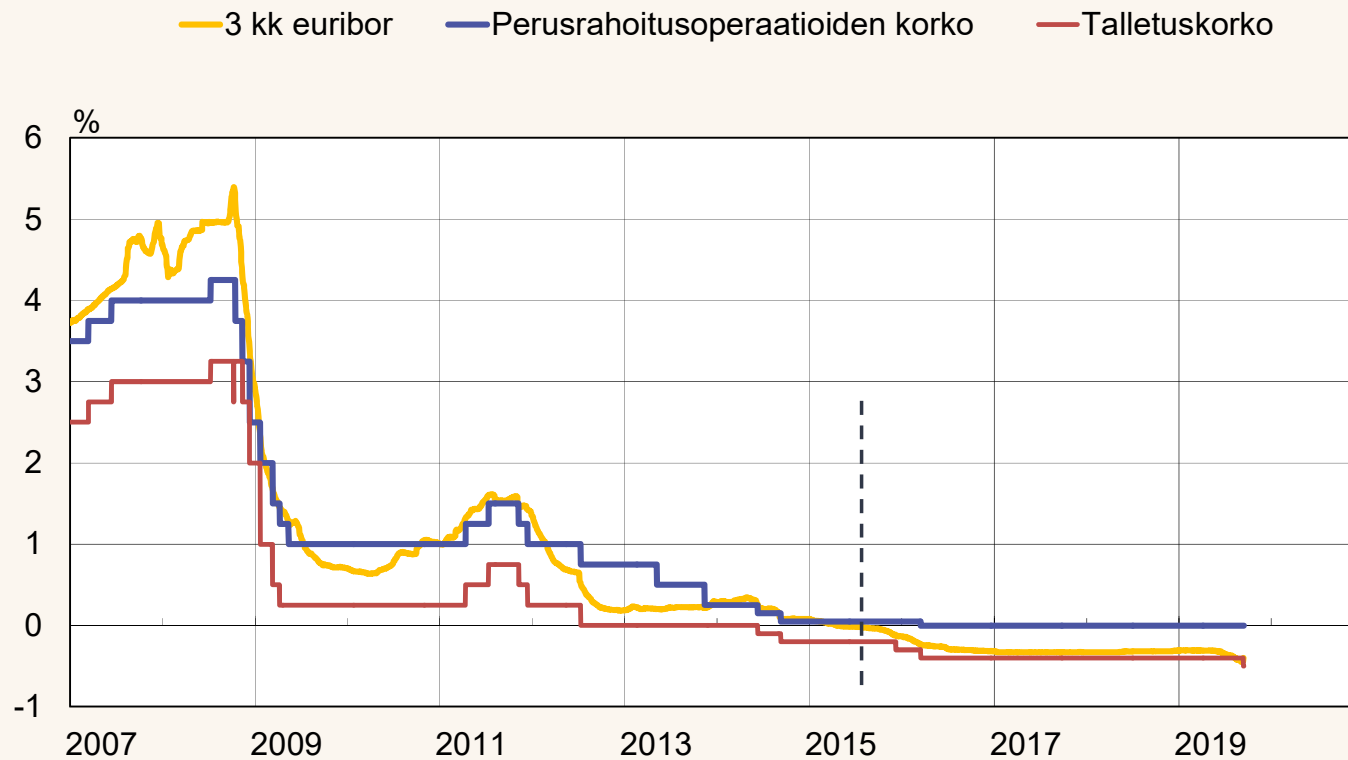
Ylimpänä syyskuussa 2019 ilmoitettu tavoitetaso. Katkoviivalla lokakuussa 2017 ilmoitettu tavoitetaso. Piste-katkoviivalla joulukuussa 2016 ilmoitettu tavoitetaso. Katkoviivalla maaliskuussa 2016 ilmoitettu tavoitetaso. Pisteviivalla joulukuussa 2015 ilmoitettu tavoitetaso. Yhtenäisellä viivalla alkuperäinen, tammikuussa 2015 ilmoitettu tavoitetaso.

Lähde: EKP.

32422@EAPP(2)

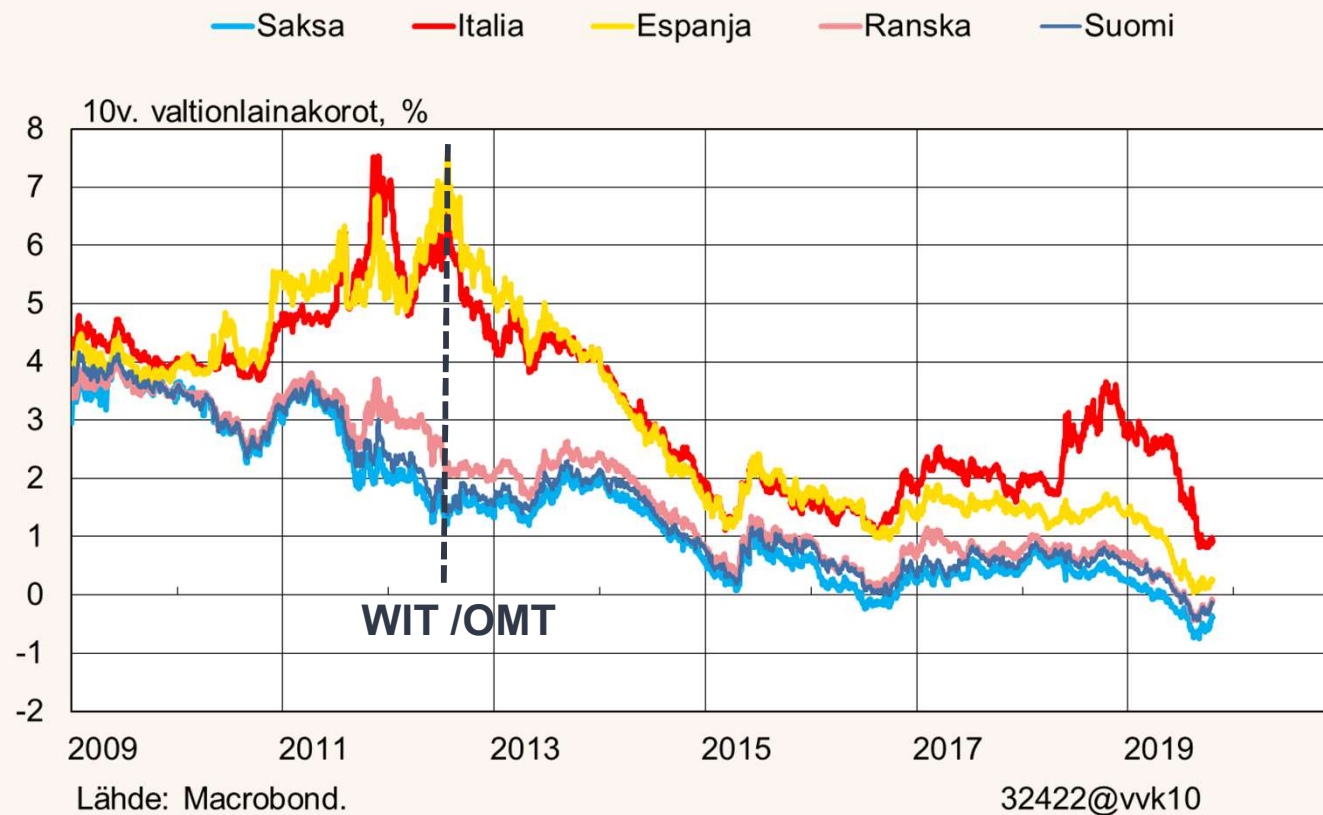
# Seuraus: Epätavanomaisten toimien vaikutuksista

# Lyhyet rahamarkkinakorot negatiivisiksi

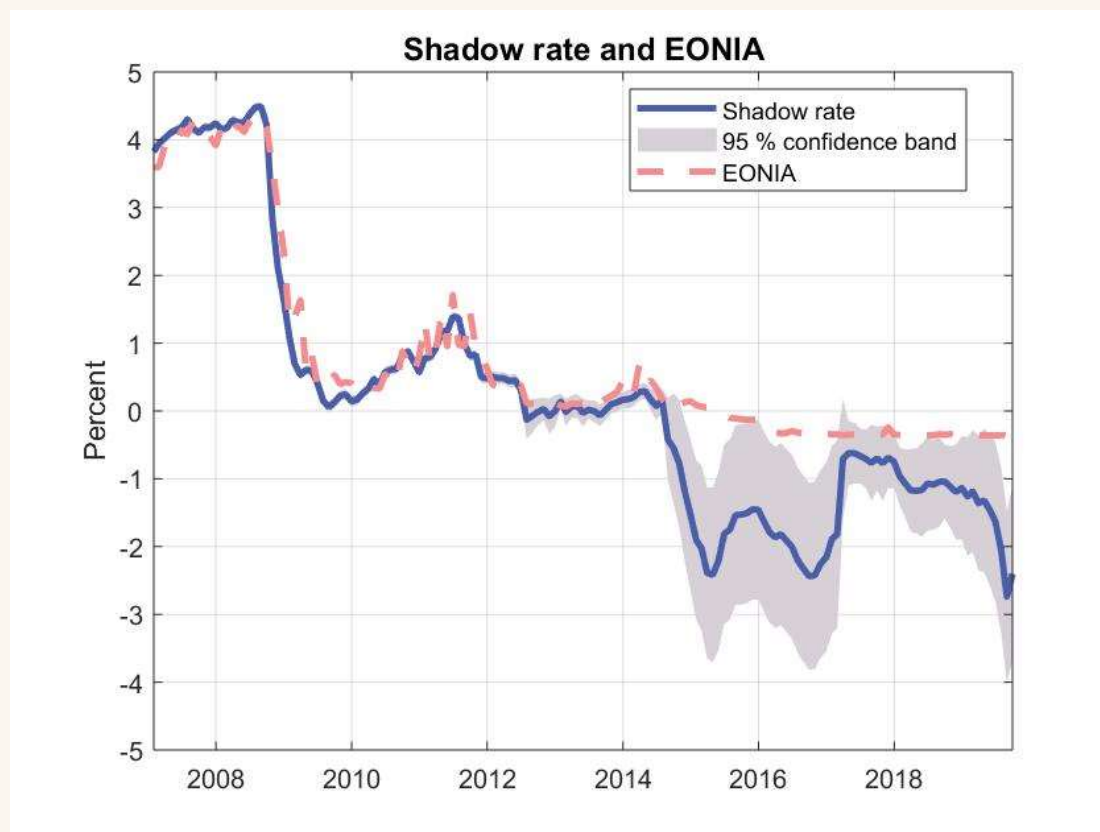


Lähteet: EKP ja Macrobond.

# Epätavanomaiset toimet alensivat pitkiä korkoja – taustalla korko-odotusten alentuminen ja aikapalkkion lasku



# Varjokorko rahapolitiikan mitoituksen mittarina



# Alemmat korot välittyivät yritysten liikkeeseen laskemiin velkakirjoihin...



Lähde: Macrobond.

32422@yritysvk2

# ...ja ne ovat näkyneet myös pankkien antolainauskoroissa

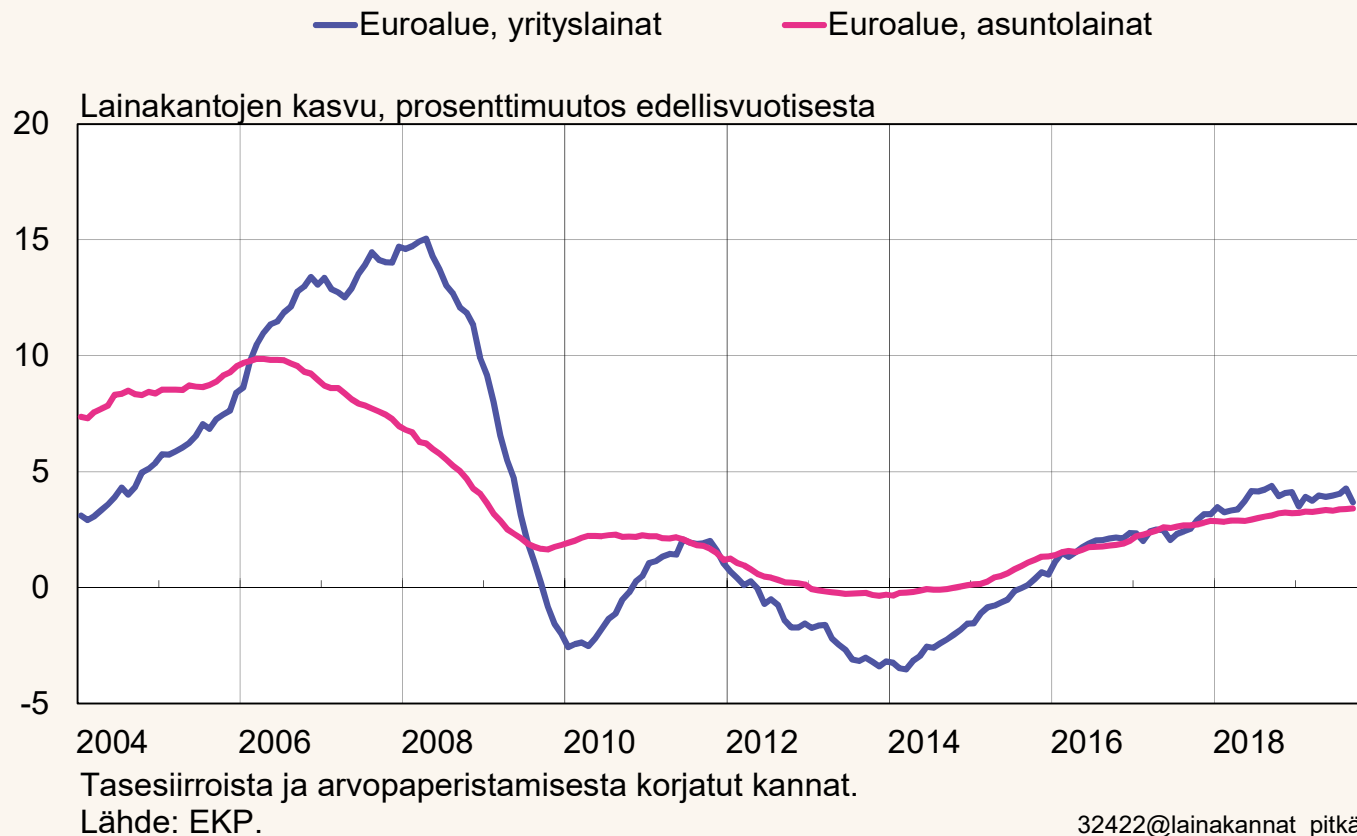


Lähteet: EKP.

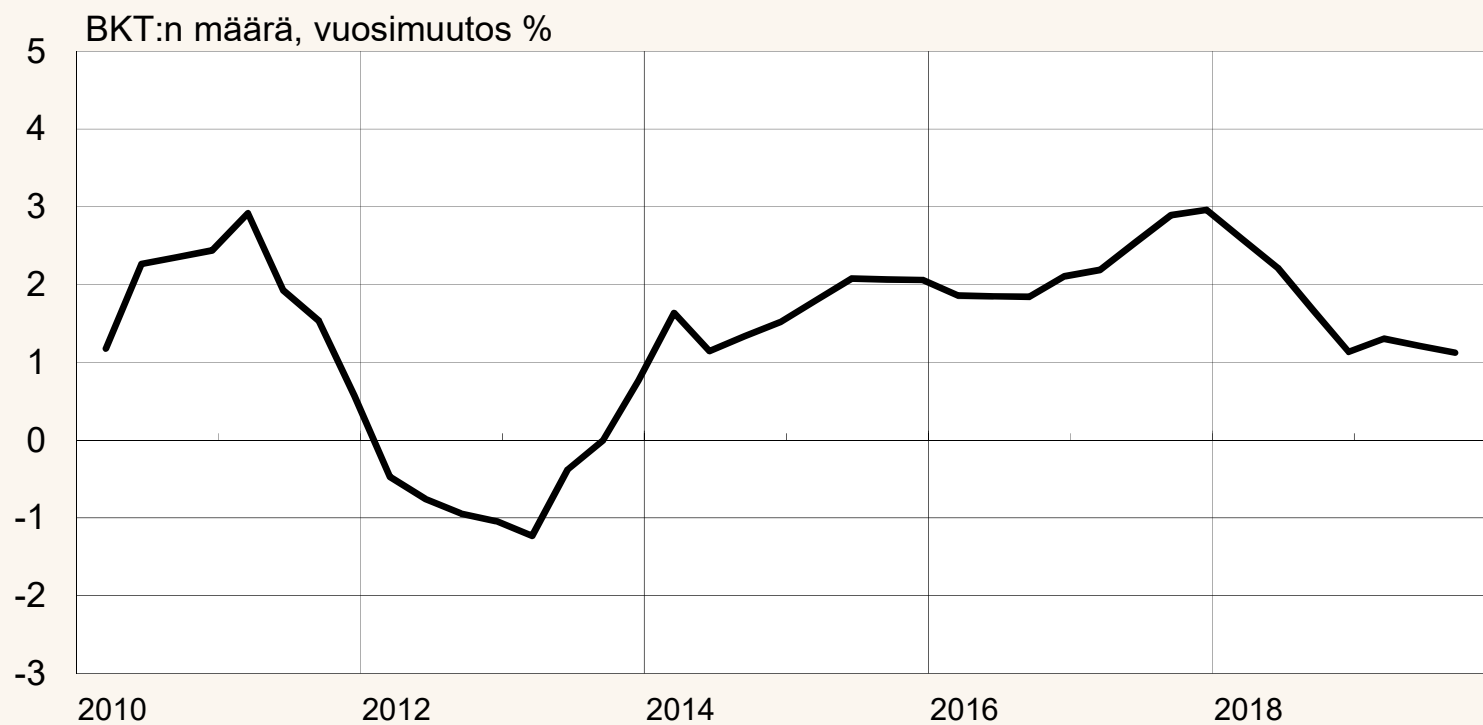
32422@antolainakorot



# Kevyet rahoitusolot ovat tukeneet lainakantojen kasvua...



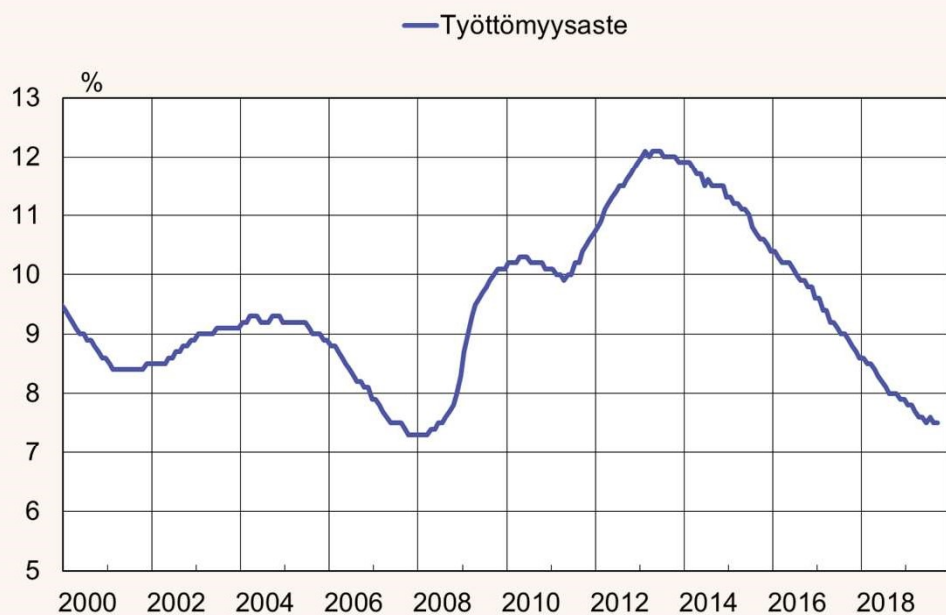
## ...ja talouskasvua



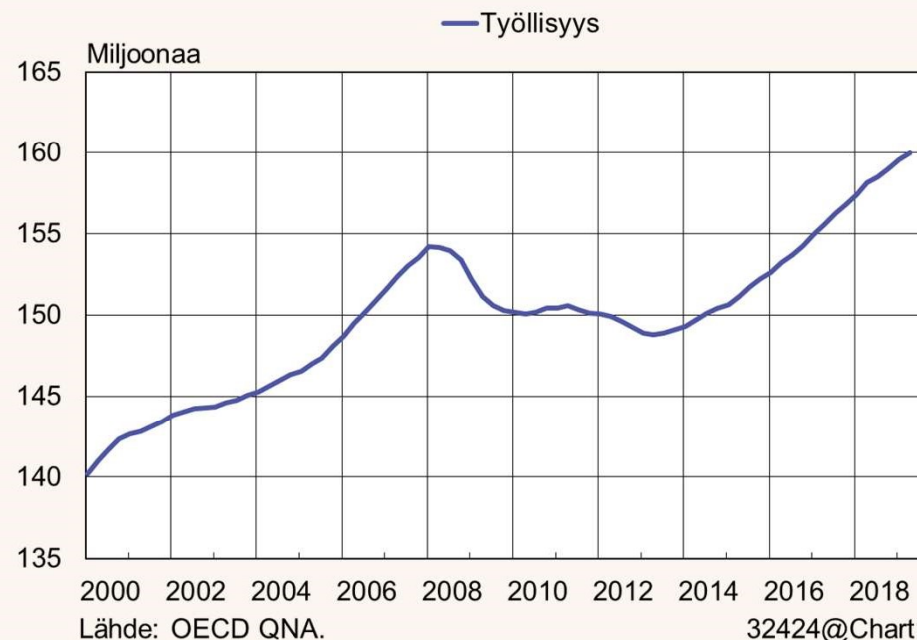
Lähde: Eurostat.

32425@BKTisot%y

# Työmarkkinoiden kehitys on ollut pääosin myönteistä



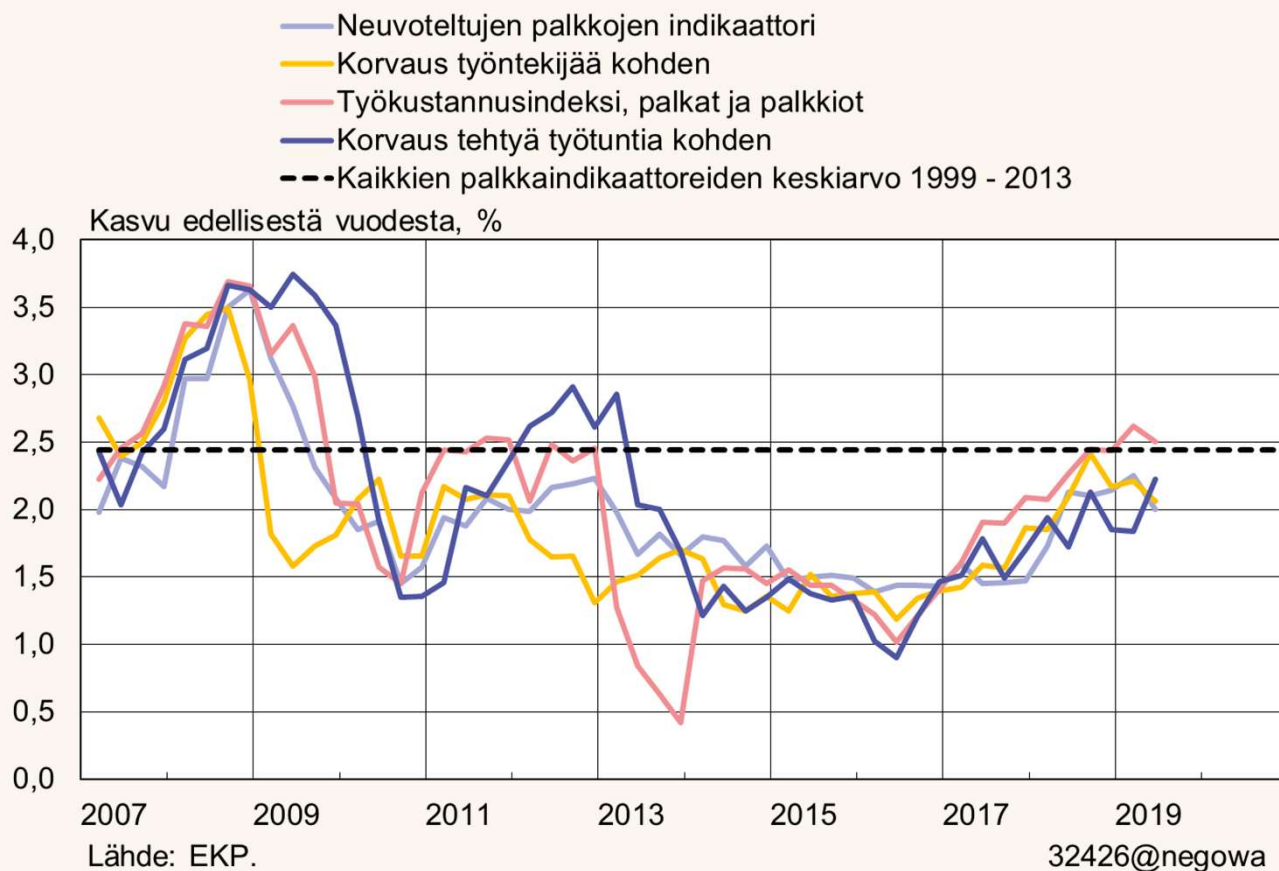
Lähteet: Eurostat ja EKP.  
32424@Työttömyys\_ea



Lähde: OECD QNA.

32424@Chart1

# Myös palkkojen nousuvauhti on kiihtynyt asteittain, mutta...



# ...tästä huolimatta inflaationäkymät ovat edelleen vaisut



Markkinaodotukset laskettu inflaatioiswapeista.

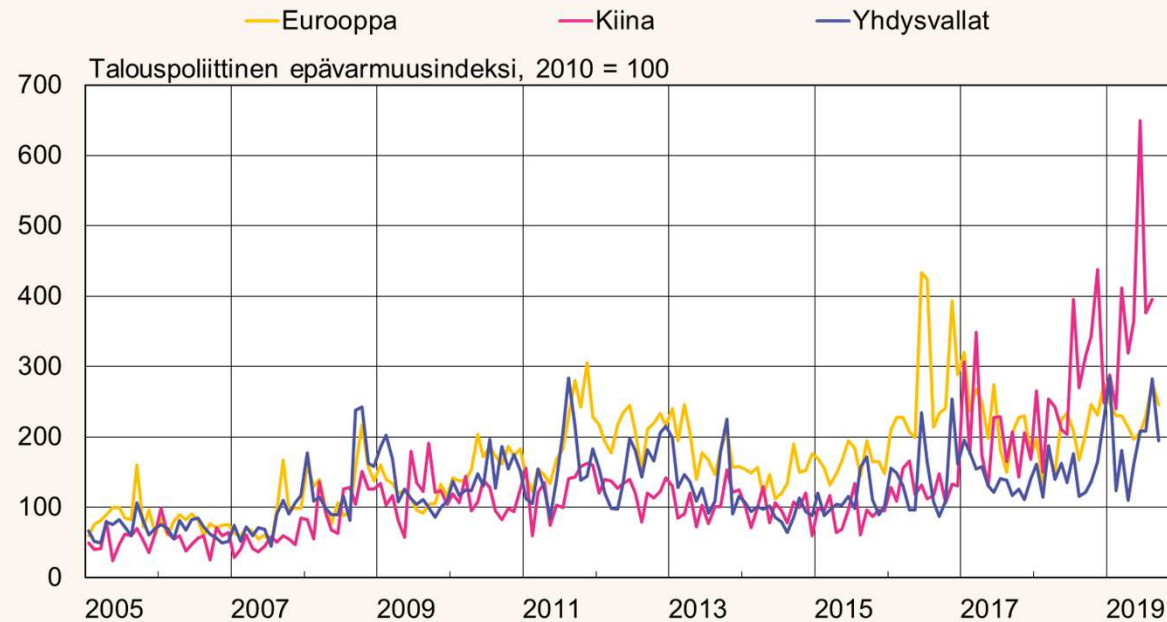
Lähteet: EKP, Bloomberg, Consensus ja Suomen Pankin laskelmat.

32426@odotusSPF(2)

# Rahapolitiikan nykyviritys

# Kauppasota, Brexit ja Kiinan kasvun hidastuminen lisänneet epävarmuutta talouskehityksestä

## Epävarmuus talouspolitiikasta kasvanut etenkin Kiinassa



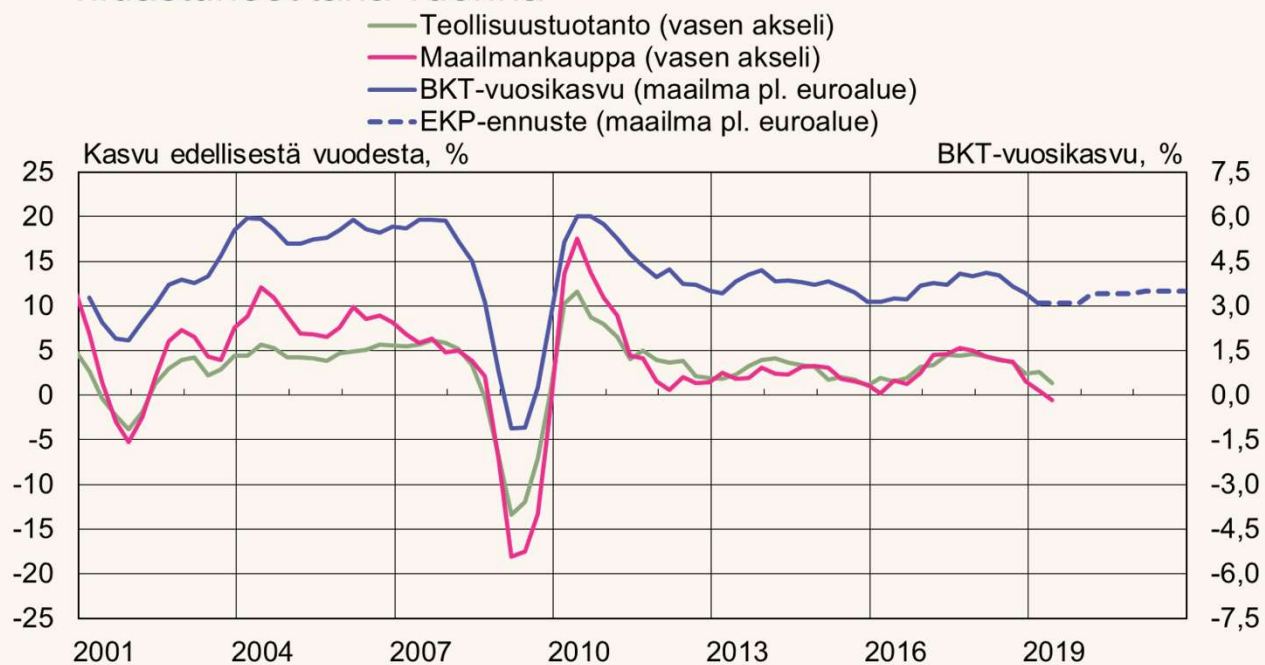
Lähde: Economic Policy Uncertainty.

[eurojatalous.fi](http://eurojatalous.fi) / [bofbulletin.fi](http://bofbulletin.fi)

3.10.2019

# Epävarmuus näkyy investoinneissa, teollisuustuotannossa ja maailmankaupassa

Maailmankaupan ja teollisuustuotannon kasvuvauhdit ovat hidastuneet tänä vuonna

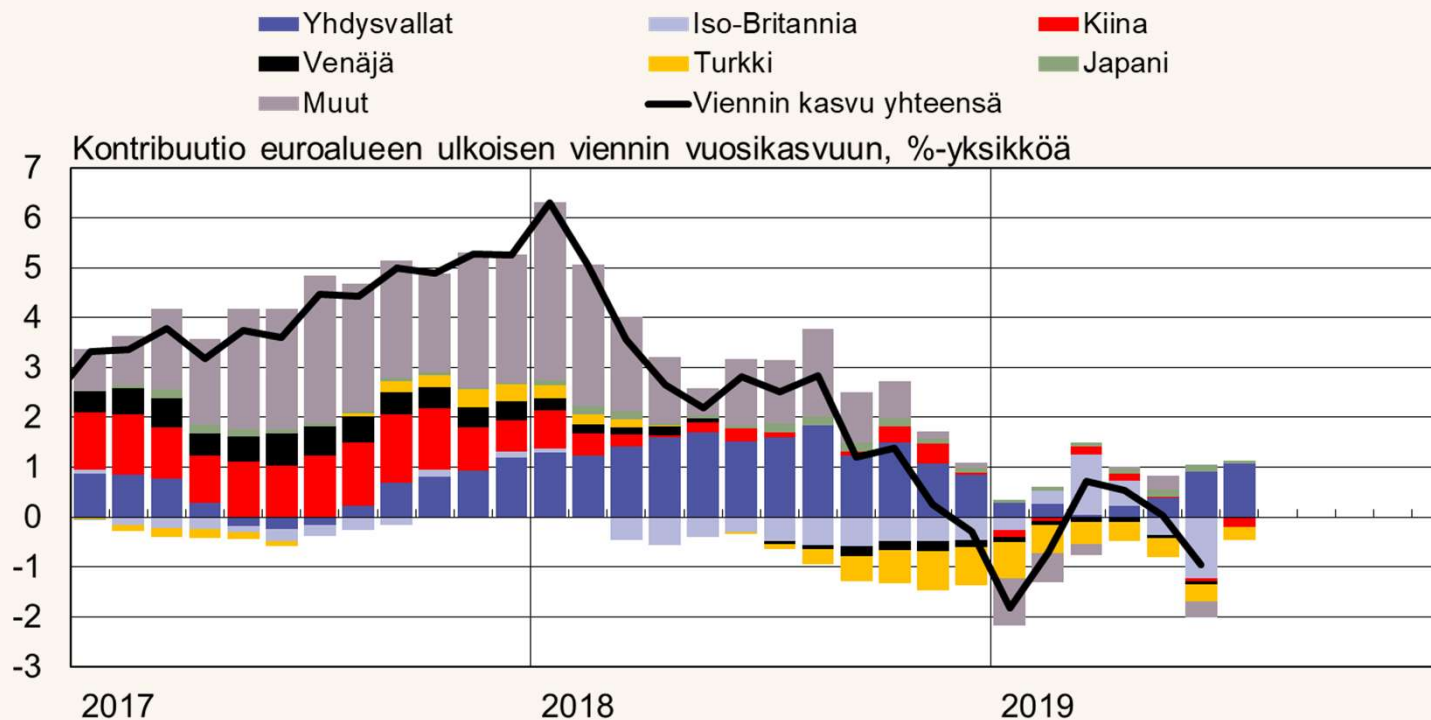


Lähteet: EKP, CPB Bureau for Economic Policy Analysis ja Maailmanpankki.

eurojatalous.fi / bofbulletin.fi  
3.10.2019



# Euroalueella viennin kasvu pysähtynyt – erityisesti vienti nouseviin talouksiin ja Isoon-Britanniaan vaimeaa



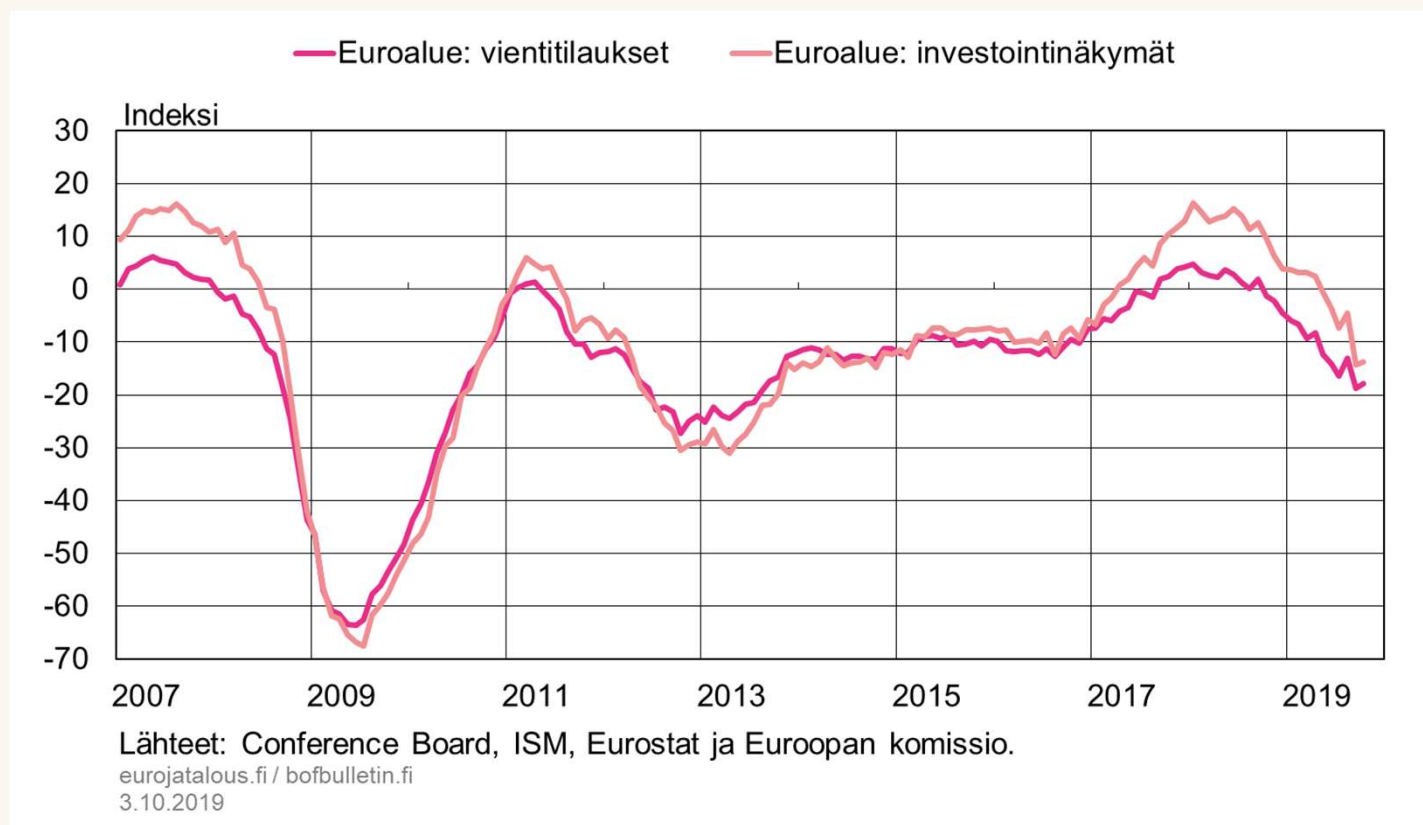
Vientisarjoista lasketut 3kk:n liukuvat keskiarvot.  
Lähde: Eurostat.  
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi  
3.10.2019

# Teollisuuden luottamusindikaattorit yhä heikot, vaarana tartunta palvelusektorille



Lähde: IHS Markit.  
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi  
3.10.2019

# Ennakoivat indikaattorit eivät osoita nopeaa paranemista



# Kestävää kasvua ja inflaatiotavoitetta tukevaa rahapolitiikkaa tarvitaan vielä pidemmän aikaa

Epätavanomaisia toimia vahvistettiin syyskuussa, koska

1. inflaatiovauhti on jatkunut tavoitetta ja ennustettua hitaampana.
2. euroalueen talouskehitys on ollut odotettua heikompa.
3. odotettuakin heikomman talouskehityksen riskit eivät ole väistyneet ja inflaatiopaineet ovat edelleen vaimeita.

# EKP:n neuvoston korkoja koskevat päätökset syyskuussa 2019

- EKP:n talletuskorko laskettiin  $-0,50$  %:iin.
- EKP:n neuvosto odottaa ohjauskorkojen pysyvän nykytasolla tai alempina, kunnes inflaationäkymät palautuvat riittävän lähelle kahta prosenttia ja kehitys näkyy myös pohjainflaatiossa.

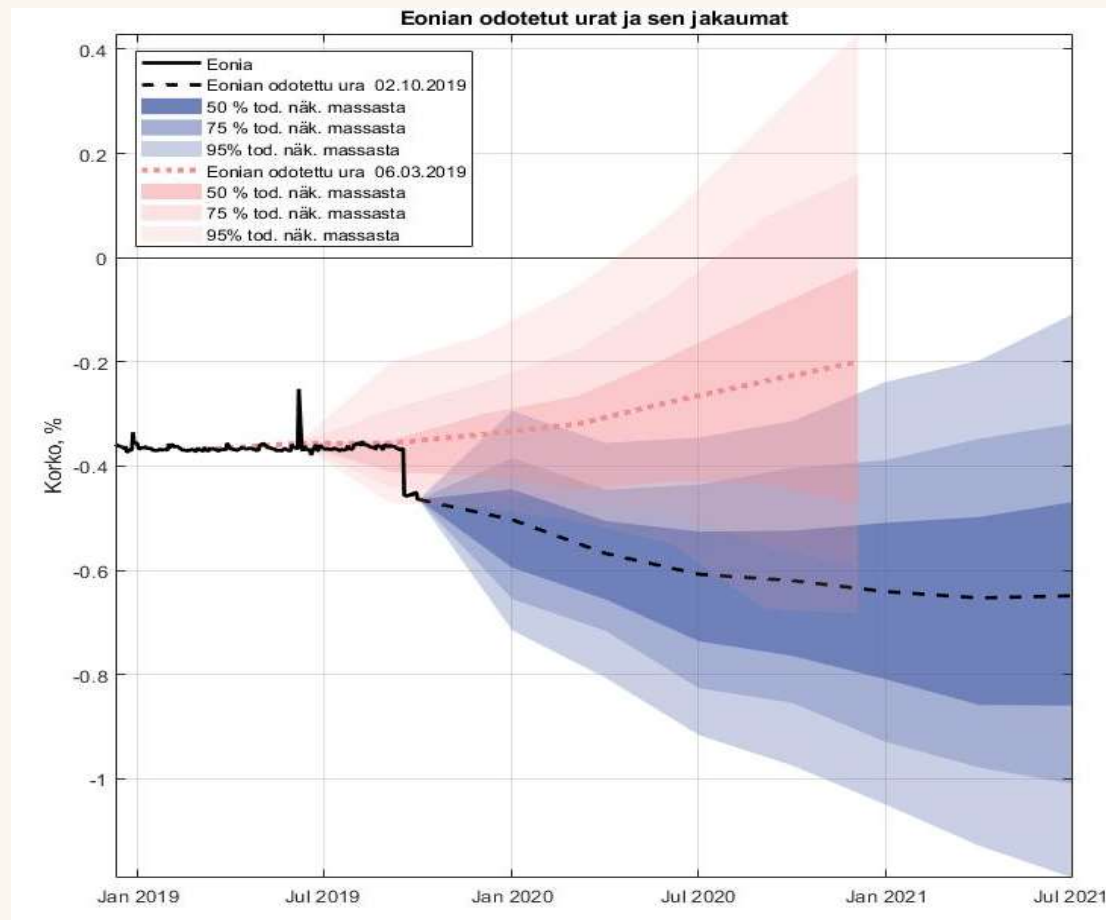
# EKP:n neuvoston omaisuuserien osto-ohjelmia koskevat päätökset syyskuussa 2019

- Osto-ohjelma: netto-ostoja tehdään 20 miljardilla eurolla kuukaudessa 1.11.2019 alkaen.
- Netto-ostot päätetään vähän ennen kuin ohjauskorkoja aletaan jälleen nostaa.
- Ostojen erääntyessä pääoman uudelleensijoituksia jatketaan täysimääräisesti vielä pidemmän aikaa

# EKP:n neuvoston luotto-operaatioita ja talletuksille maksettavaa korkoa koskevat päätökset

- Uusien kohdennettujen luotto-operaatioiden korkoa laskettiin 0,1 %-yksikköä ja maturiteetti pidennettiin kolmeen vuoteen.
- Rahapolitiikan pankkivetoisen välittymiskanavan toiminnan tukemiseksi osa varantovelvoitteen ylittävistä talletuksista vapautetaan negatiivisesta talletuskorosta.

# Markkinoiden korko-odotukset vaimentuneet kevääseen verrattuna – korkojen odotetaan pysyvän negatiivisena vielä pitkään.







Kiitos!

[suomenpankki.fi](https://suomenpankki.fi)