

Euroopan keskuspankki arvioi uudelleen rahapolitiikan strategiaansa kriisien ja matalan inflaation maailmassa

Olli Rehn

Taluskriisit ja matalalle jumittunut inflaatio ovat haastaneet rahapolitiikkaa ympäri maailmaa. Samaan aikaan monet rakenteelliset trendit kuten väestön ikääntyminen, globalisaatio, digitalisaatio ja ilmastonmuutos muokkaavat toimintaympäristöä. Pystyäkseen paremmin suoriutumaan tehtävistään muuttuneissa oloissa Euroopan keskuspankki käynnisti 23.1.2020 rahapolitiikan strategian uudelleenarvioinnin. Tavoitteena on kehittää hintavakauden ja inflaatiotavoitteen määritelmää sekä analysoida rahapolitiikan välineitä, vaikutuksia ja sivuvaikutuksia sekä viestintäkäytäntöjä. Strategia-arviossa tarkastellaan myös työllisyystavoitetta, rahoitusjärjestelmän vakautta ja kestävää kehitystä. Vuoropuhelu kansalaisten kanssa on keskeinen osa arviota. EKP:n painopiste on nyt koronakriisin boidossa, mutta strategia-arviota jatketaan syksyllä. Artikkelissa käsitellään sekä euroalueen raba- ja talouspolitiikan välittömiä haasteita että pidempitä kaaria ja niiden kytköstä strategia-arvioon.

Euroopan keskuspankin rahapolitiikan strategia on otettu käyttöön vuonna 1998, ja sitä on täsmennetty eräiltä osin vuonna 2003. Sen jälkeen euroaluetta on kohdannut vuoden 2008 finanssikriisi, vuosien 2010–2012 velka- ja eurokriisi sekä nyt uusimpana vitsauksena koronakriisi.

Kriisit ja maailmantalouden monet rakenteelliset muutokset ovat laskeneet vallitsevan

korkotason niin matalaksi, että se on kaventanut EKP:n ja muiden keskuspankkien kykyä reagoida suhdannekehityksen heikkenemiseen rahapolitiikan aiemmilla välineillä. Vaatimukset ovat kiristyneet myös sen osalta, miten keskuspankit viestivät tavoitteistaan ja toimistaan.

Maailman muututtua myös keskuspankkien on kyettävä uusiutumaan. Tästä lähtökohdasta EKP:n neuvosto käynnisti 23.1.2020 ra-

Olli Rehn (Olli.Rehn@bof.fi) on Suomen Pankin pääjohtaja ja filosofian tohtori (kansainvälinen talous). Hän on Helsingin yliopiston yleisen valtio-opin dosentti.

hapolitiikan strategiansa uudelleenarvioinnin. Se oli tarkoitus toteuttaa ja viedä maaliin vuoden 2020 loppuun mennessä, mutta koronaviruksen leviämisen ja sitä seuranneen talouskriisin takia EKP:n neuvosto päätti ottaa arvioinnille puoli vuotta lisäaikaa.

Tässä artikkelissa käsittelen keskuspankki-toiminnan ja rahapolitiikan muutosta Euroopassa ja sitä, miten tämä kaikki kytkeytyy EKP:n strategia-arvioon. Mutta en voi tietenkään sivuuttaa nyt elettyä, syvää globaalia talouskriisiä, johon olemme koronapandemian myötä ajautuneet. Keskuspankit ovat joutuneet vaihtamaan keskipitkän aikavälin näkökulman akuuttiin kriisinhallintaan, jolla on varmasti vaikutuksia myös rahapolitiikan pidemmän jänteen strategiaan. Siksi käsittelen ensin lyhyesti raha- ja talouspolitiikan välittömiä haasteita ja etenen siitä pidempiin kaariin ja rahapolitiikan strategian uudistamiseen.

Koronaviruksesta johtuva tuotannon äkkinäinen supistuminen on muuttanut nopeasti ja jyrkästi kansainvälisen talouden lyhyen aikavälin näkymiä. Talouden häiriö on ollut kaksinkertainen, aiheuttaen tuhoja sekä kysynnän että tarjonnan puolella. Kriisi on näkynyt myös vakavina häiriöinä rahoitusmarkkinoilla, vaikka keskuspankkien toimet ovat jonkin verran onnistuneet niitä vakauttamaan.

Taloudelliseen kriisiin on vastattu eri maissa, sekä Euroopassa että ympäri maailmaa, kriisipaketeilla, joilla pyritään tukemaan taloutta lähikuukausina ja lyhentämään kriisin ajallista kestoa. Näillä toimilla pyritään turvaamaan yritysten rahoitus sekä pankki- ja rahoitusjärjestelmän likviditeetti, jotta estetään tarpeettomat konkurssit ja irtisanomiset. Lienee kuitenkin niin, että tuotanto ja luottamus palaavat kattavammin vasta, kun ihmiset näkevät

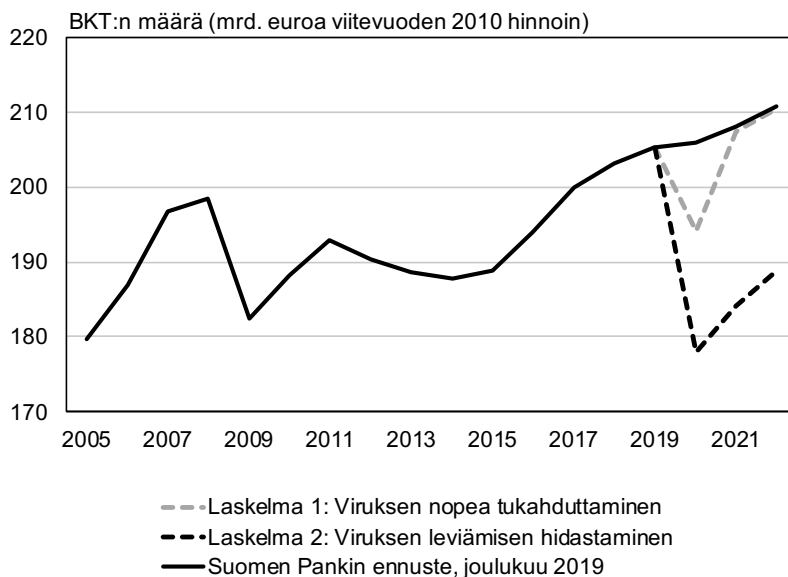
ja luottavat siihen, että pandemia on saatu tai ainakin on saatavissa hallintaan.

Suomen Pankki on arvioinut koronakriisin vaikutuksia Suomen talouteen kahden eri skenaarion avulla. Ne on kuvattu kuviossa 1. Vakavan, mutta suhteellisen lyhyen taantuman skenaariossa bruttokansantuotteen arvioidaan laskevan noin 5 prosenttia vuositasolla ja työllisyysvaikutukset olisivat väliaikaisia, kun taas rankemmassa ja pidempikestoisessa skenaariossa BKT:n ennustetaan laskevan 13 prosenttia ja työttömyys nousisi 11 prosenttiin. Lievempi skenario lähtee siitä oletuksesta, että käyttöön otettuja rajoitustoimia tiukennetaan vielä siitä, mitä skenaarioita laadittaessa maaliskuun lopussa oli tiedossa, mutta ne saadaan purettua toukokuun puoliväliin mennessä. Rankemmassa skenaariossa rajoitustoimia joudutaan jatkamaan pitkälle syksyyn asti.

Syvään taantumaan voidaan päätyä, jos myös kotitalouksien kulutus pienenee olennaisesti ja jos tuotantoketjut katkeilevat kotimaassa. Ihmisten liikkumista ja muuta toimintaa koskevien rajoitusten suorat vaikutukset talouteen ovat kuitenkin onneksi väliaikaisia. Pidempiaikaisia vaikutuksia voi seurata, jos moni yritys, pankki tai muu finanssisektorin toimija joutuu vaikeuksiin. Tällöin talouden tuotantopotentiaali voi kärsiä pitemmäksi aikaa. Konkurssit, työttömyys ja hyvinvoinnin menetykset uhkaavat. Siksi keväällä ja kesällä 2020 tehtävillä talouspoliittisilla päätöksillä on valtava merkitys Euroopalle ja Suomelle.

Kriisin rahamarkkina-vaikutuksien vaimentamiseksi EKP:n neuvosto päätti maaliskuussa aloittaa uuden pandemiaan liittyvän arvopapereiden osto-ohjelman (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Sen puitteissa ostetaan joustavasti 750 miljardin euron edestä

Kuvio 1. Suomen Pankin laskelmat koronakriisin vaikutuksista Suomen BKT:hen kahdessa eri skenaariossa.



Lähteet: Tilastokeskus ja Suomen Pankin laskelmat. 18.3.2020 eurojalous.fi

arvopapereita. Ohjelma kestää vuoden 2020 loppuun asti. Kaikkiaan tämän vuoden mittaan eurojärjestelmä ostaa arvopapereita kaikkiaan lisää nettona yli 1000 miljardin euron arvosta.

EKP:n neuvosto kertoi selkeästi olevansa myös valmis muokkaamaan arvopaperiostohinsa liittyviä omistusrajoituksia eli sitä, miten suuri osuus kustakin arvopaperilajista voidaan ostaa eurojärjestelmän haltuun ja tarvittaessa myös laajentamaan ohjelmaa. Alleviivasimme hyvin selkeästi, että EKP tekee toimivaltansa puitteissa kaiken tarvittavan, jotta se tukee kaikkia euroalueen kansalaisia tässä vaikeassa tilanteessa – ”ilman rajoitteita”, kuten pääjohtaja Christine Lagarde asian ilmaisi.

Myös pankkivalvonta reagoi nopeasti. EKP päätti joustoista sen valvonnassa olevien pankkien lisäpääoma- ja likviditeettivaatimuksiin. Kotimaassa Finanssivalvonnan johtokunta päätti alentaa kansallisen päätöksenteon piiriin kuuluvia pääomavaatimuksia yhdellä prosenttiyksiköllä. Näin lisätään merkittävästi pankkien luotonantokykyä reaalitalouteen pandemian aikana.

Sekä rahapolitiikkaa että pankkivalvontaa koskevien päätösten tavoitteena on, että yritysten ja kotitalouksien rahoitusolot pysyisivät suotuisina. Pandemian aikana moni yritys on tilanteessa, jossa tulojen äkillinen pieneneminen voi johtaa ongelmiin, vaikka yrityksen toimintaedellytykset talouden taas palatessa nor-

maaliin tilaan olisivat kunnossa. Rahoituksen saatavuus ja rahoittajien kärsivällisyys ovat tällöin keskeisiä asioita.

Keskuspankkitoiminnan ja rahapolitiikan muutos Euroopassa

Vaihdan näkökulmaa välittömästä kriisinhallinnasta pidemmän aikajänteen muutostekijöihin, katsoen sekä taakse- että eteenpäin. Pohdin ensin sitä, miten globaali finanssikriisi, eurokriisi ja talouspolitiikan muutokset ovat muuttaneet keskuspankkitoimintaa ja rahapolitiikkaa. Keskityn kolmeen merkittävään muutokseen.

Ensimmäinen niistä on finanssikriisin seurauksena tapahtunut suunnanmuutos EKP:ssä eli asteittainen siirtyminen klassisista saksalaisista juurista aktiiviseksi, enemmän Yhdysvaltain Federal Reserven tyyppiseksi keskuspankiksi – toisin sanoen siirtymä yksinomaan hintavakauteen keskittymisestä tulkitsemaan vakausmandaattia hieman modernimmin.

Toinen merkittävä muutos, sekin finanssikriisin vaikutusta, on ollut voimakkaampi keskittyminen rahoitusvakauteen, joka on tuotu talouspoliittisen päätöksenteon ja keskuspankkitoiminnan keskipisteeseen.

Kolmas muutos liittyy ympäristöön, jossa keskuspankit harjoittavat ydintoimintaansa eli ylläpitävät hintavakautta. Miten keskuspankkien tulisi reagoida esimerkiksi väestörakenteen muutoksen, globalisaation, ilmastonmuutoksen ja digitalisaation mukanaan tuomiin haasteisiin?

Kun euroalueen velkakriisi puhkesi vuosina 2009–2010, oli selvää, että talous- ja rahaliitto EMU oli institutionaalisesti puutteellinen. Haavoittuvat jäsenvaltiot altistuivat rahoitusmarkkinoiden myllerrykselle ja suoranaishalle mark-

kinapaniikille, kun niiden vastuut sekä omasta velkaantumisesta että pankkiensa tappioista kasvoivat. Aluksi ei ollut selvää, kuinka aktiivinen rooli EKP:n tulisi ottaa euroalueen vakauttamiseksi, mutta lopulta siitä tuli välttämätöntä rahoitusmarkkinoiden turbulenssin hillitsemiseksi ja rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi. Poliittinen päätöksenteko, niin eurooppalaisella kuin kansallisellakin tasolla, oli talous- ja rahaliiton institutionaalisten puutteiden vankei, mikä hidasti päätösten tekoa, mutta ei kuitenkaan lopulta estänyt niiden tekemistä. Myös rahaliiton rakenteellisia ongelmia korjattiin, mutta tämä työ on vielä kesken.

Toimintansa alusta eli vuodesta 1999 lähtien EKP on harjoittanut rahapolitiikkaa pääasiassa ohjaamalla lyhyitä korkoja pankkien kanssa suoritettujen lyhytaikaisten luotto-opeeraatioiden eli niin sanottujen jälleenrahoitusoperaatioiden kautta. Maailmanlaajuinen finanssikriisi ja vakavat ongelmat rahoituksen välittymismekanismin toiminnassa pakottivat useat keskuspankit ja myös EKP:n tukemaan rahoitusjärjestelmää erilaisin poikkeuksellisin tukitoimin ja kiinnittämään huomiota myös muihin kuin pankkien välisiin lyhyihin korkoihin. EKP siirtyi jo varhain, syksyllä 2008, operaatioissaan kiinteän koron ja täyden jaon huutokauppoihin ja laajensi luotto-opeeraatioitaan pankeille myös pitempiin maturiteetteihin niiden rahoituskustannusten alentamiseksi.

Euroalueella rahoituskriisi levisi valtioiden velkamarkkinoille niihin maihin, joiden pankkijärjestelmä oli haavoittuvainen (Irlanti, Espanja), ja niihin maihin, joiden julkisen talouden velkakestävyys oli hauras (Portugali), tai jotka kärsivät molemmista ongelmista (Kreikka, Italia). Seurauksena oli vaikeuksiin joutuneiden euromaiden lainanottokustannusten jyrkkä kasvu ja euromaiden jakautuminen kah-

tia. Valtionlainojen korkeat korot vaikuttivat haitallisesti ongelmamaiden talouskasvuun, koska ne nostivat pankkien rahoituskustannuksia ja vaikeuttivat rahoituksen saatavuutta yksityisellä sektorilla. Lisäksi julkiseen talouteen kehkeytyi noidankehä: korkeat korot kasvattivat julkisen talouden velkataakkaa, mikä nostatti pelkoja maksukyvyttömyydestä ja huolta siitä, että valtiot eivät kykenisi varmistamaan pankkisektorin toimintakykyä, mikäli se ajautuisi maksukyvyttömyysongelmiin.

Vastatakseen Euroopan valtionvelkakriisiin EKP alkoi siirtyä rahapolitiikan välittymisen tarkastelussa laajempaan lähestymistapaan huomioiden muun muassa valtion velkapaperimarkkinoiden toiminnan ja pitkien korkojen kehityksen. Perusteellisesti EKP muutti rahapolitiikkaansa ja keinovalikoimaansa syksyllä 2012, kun EKP:n neuvosto päätti pian pääjohtaja Mario Draghin ”whatever it takes” puheen jälkeen hyväksyä rahapoliittisten suorien kauppojen niin sanotun OMT-ohjelman. Sen kautta eurojärjestelmä olisi voinut tarjota vaikeuksissa olevan maan valtionlainamarkkinoille ehdollista tukea. Ohjelma tuli voimaan syyskuussa 2012, luottamusta lisäävän vaikutuksensa ansiosta hyvin tuloksin, vaikka sitä ei ole koskaan jouduttu käyttämään.

Lisäksi EKP otti vuonna 2014 käyttöön negatiiviset korot. Vuoden 2015 alussa, viisi vuotta Yhdysvaltain Fedin jälkeen, EKP käynnisti laajan arvopapereiden osto-ohjelman, toisin sanoen määrällisen keventämisen. Ohjelma auttoi peittoamaan tuolloisen deflaatiokierteen uhan, joka olisi hidastanut talouden elpymistä.

Jälkeenpäin tarkasteltuna näyttää siltä, että vuosina 2010–2015 EKP vaivihkaa osin irrottautui saksalaisista juuristaan ja muuttui ame-

rikkalaistyylliseksi, aktiivisemmaksi keskuspankiksi. Muutos oli pragmaattinen ja vähitäinen. Pinnan alla se kuitenkin osoittautui merkittäväksi filosofiseksi suunnanmuutokseksi eurooppalaisessa keskuspankkitoiminnassa. Bundesbankiin liitetty talouden vakauden oppi sai uuden, modernimman sisällön.

Mitä EKP:n muodonmuutoksesta aktiivisemmaksi seurasi? Sillä oli kaksi välitöntä seurausta. Ensinnäkin se auttoi yhdessä julkisen talouden vakauttamisen ja Euroopan vakausmekanismi EVM:n perustamisen kanssa palauttamaan rahoitusvakauden ja luottamuksen pankkijärjestelmään. Tämä oli ratkaisevan tärkeää elpymisen ja kasvun kannalta.

Toinen seuraus oli se, että EKP:n toimet avasivat finanssipolitiikalle uusia mahdollisuuksia kesän 2012 jälkeen, sillä ne käänsivät valtionlainojen korot laskuun, tukivat valtionlainamarkkinoiden toiminnan vakautta ja näin auttoivat poistamaan välittömän uhan euroalueen maiden maksukyvyttömyydestä ja niiden sulkeutumisesta markkinarahoituksen ulkopuolelle.

Eurokriisin vaikeista kokemuksista opittiin useita tärkeitä asioita. Yksi olennainen silloisten päättäjien (myös minun) johtopäätös oli, että euroalueen saaminen takaisin kestäväälle elpymisen uralle edellytti rahoitusvakauden määrätietoista palauttamista.

Tällä opetuksella on pysyvät jäljet kaikissa keskuspankeissa. Kun EKP:n strategiaa nyt arvioidaan uudelleen, voidaan olla varmoja, että rahoitusmarkkinoiden toimivuus ja vakaus tulee saamaan osakseen paljon enemmän huomiota kuin liki kaksi vuosikymmentä sitten, jolloin nykyinen strategia muotoiltiin.

Rahoitusvakaus ja makrovakauspolitiikka

Rahoitusjärjestelmällä oli suuri merkitys euroalueen velkakriisin kehkeytymisessä. Ongelmien siemenet itivät 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä ilmenneissä makrotalouden epätasapainoissa. Kriisi lamaannutti rahoitusmarkkinat ensin vuosina 2008–2009 ja uudelleen vuosina 2011–2012.

Tämä kuulostaa hyvin paljon ”rahoituskiihdyttimen” (”the financial accelerator”) vastakohtalta. Tuon käsitteen kehitti professori Ben Bernanke 1930-luvun talouslaman johtavana tutkijana jo kauan ennen kuin hänestä tuli Fedin pääjohtaja. Vastakohtaa voitaisiin kutsua ”rahoitusjarruttimeksi” (”the financial decelerator”). Ilmiön ydin on ajatuksessa, että taantumilla on taipumus kiristää luotonantoa, mikä puolestaan pahentaa taantumia entisestään. Toisin sanoen, taantumassa pankit antavat lainaa entistä varovaisemmin, koska niiden tappiot kasvavat, ja samaan aikaan lainanottajien luottokelpoisuus huononee, koska niiden taloustilanne heikkenee. Seurauksena on luotonsaannin vaikeutuminen, mikä vaimentaa kulus- ja investointikysyntää ja vahvistaa siten taantumaa entisestään. Kaiken kaikkiaan tämä noidankehä johtaa siihen, että talouskasvu siirtyy peruutusvaiheelle.¹

Sen jälkeen kun ymmärrettiin, että rahoitusvakauden laiminlyöminen johtaa isoihin riskeihin ja ennen pitkää isoihin vaurioihin, makrovakauspolitiikasta tuli keskuspankkipolitiikan toinen peruspilari rahapolitiikan rinnalle. Makrovakauspolitiikka täydentää mikrotonon sääntelyä ja valvontaa, joka keskittyy

yksittäisiin pankkeihin ja muihin rahoituslaitoksiin, ja pyrkii takaamaan, että rahoitusjärjestelmä kokonaisuutena kestää negatiivisia sokkeja.

Kun rahapolitiikkaa harjoitetaan koko euroalueen näkökulmasta, makrovakauspolitiikka puolestaan kuuluu suurelta osin kansallisten viranomaisten harkintavaltaan. Se kohdistuu kansallisiin, alueellisiin tai paikallisiin olosuhteisiin etenkin asuntomarkkinoilla ja auttaa siten ehkäisemään rajuja nousu- ja laskekauusia.

Makrovakauspolitiikan välineistö tuskin on valmis, ja kokemuksia makrovakausvälineiden ja rahapolitiikan yhteispelistä ei ole ehtinyt kovin runsaasti kertyä. Jos rahapolitiikan tulevan strategian oloissa päästään käytäntöön, jossa makrovakausvälineet täydentävät rahapolitiikkaa kansallisista tarpeista käsin, ja tarjoavat rahapolitiikalle sivustatukea niin, että rahapolitiikan ei-toivottuja sivuvaikutuksia varallisuusesineiden kuten asuntojen ja kiinteistöjen markkinoille voidaan hallita, voidaan monet rahapolitiikan tehokasta harjoittamista vaarantavat uhkatekijät ehkä voittaa tai ainakin niitä lieventää.

Luonnollinen korko

Yksi keskeisimpiä käsitteitä, jotka vaikuttavat strategian uudelleen arviointiin, on kysymys luonnollisesta korkotasosta. Luonnollinen korko on tärkeä kiintopiste rahapolitiikalle. Yleensä se määritellään reaalisesti lyhyen koron tasoksi, joka vallitsee, kun tuotanto on potentiaalissaan ja inflaatio pysyy vakaasti tavoitteesaan. Rahapolitiikan harjoittamisen kannalta tämä tarkoittaa, että jos lyhyt reaalkorko on korkeampi kuin luonnollinen korko, rahapoli-

¹ Bernanke (2015), 35–36. Ks. myös Bernanke (2000), 5–38 ja 70–160.

tiikka on kasvua rajoittavaa. Jos se on puolestaan matalampi kuin luonnollinen korko, rahapolitiikka on elvyttävää (kasvua tukevaa).

Keskuspankin toimintaa vaikeuttaa kuitenkin se, että luonnollinen korko ei ole havaittu muuttuja, vaan se pitää arvioida eri tutkimusmenetelmien avulla. Se ei edes pysy ajassa vakiona, vaan muuttuu talouden fundamenttien mukana.

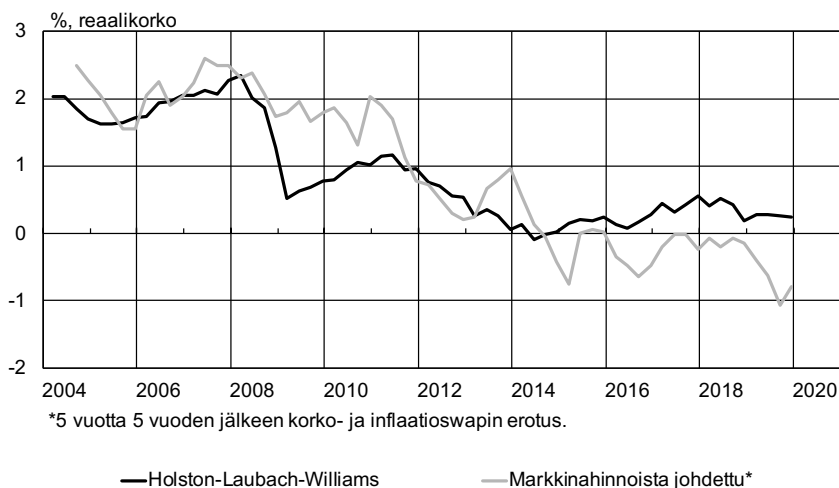
Korot ovat euroalueella ja muissa kehittyneissä talouksissa nyt alempana kuin ennen maailmanlaajuisia finanssikriisiä. On todennäköistä, että luonnollisen koron mukainen, talouden pitkän aikavälin reaalin tasapainokorko on myös laskenut. Tämä voi johtua sääntämishalukkuuden lisääntymisestä suhteessa investointikysynnän tasoon, mikä puolestaan voi johtua väestön ikääntymisestä ja/tai tuottavuuden kasvun yleisestä hidastumisesta. Jos väestökehityksen rooli on ratkaiseva, mihin

esimerkiksi Japanin esimerkki viittaa, erittäin matalasta luonnollisesta korkotasosta voi tulla hyvin pitkäaikainen ilmiö. Tätä kautta Euroopan ja maailman väestötrendit vaikuttavat käynnissä olevaan EKP:n strategian uudelleen arviointiin.

Jos luonnollinen korkotaso on todellakin laskenut, kuten on syytä olettaa, rahapolitiikkaa normalisoitaessa eli korkoja nostettaessa rahapolitiikka kiristyy aiemmin kuin korkojen historiaan perustuvan tarkastelun avulla voisi päätellä. Saman logiikan mukaisesti ohjauskorkojen nykyinen alhaisuus ei merkittävästi yhtä elvyttävää rahapolitiikkaa kuin voitaisiin olettaa yksinomaan ohjauskorkojen historiallisesti matalan tason perusteella.

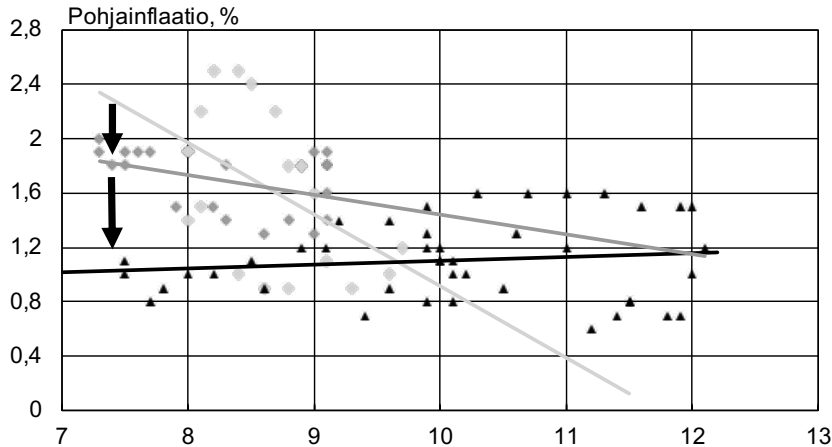
Matalan luonnollisen koron huolestuttava seuraus pidemmällä aikavälillä on, että korot laskevat taloudessa nollakorkorajalle aiempaa useammin ja jopa aiempaa pienempien negatiiv-

Kuvio 2. Luonnollisen koron arvioita euroalueella.



Lähteet: Bloomberg, Macrobond ja Suomen Pankin laskelmat. 4.10.2018 eurojatalous.fi

Kuvio 3. Phillipsin käyrä on muuttunut lähes vaakasuoraksi.



Lähde: Eurostat.

visten (kysyntä)sokkien seurauksena. Tämä vähentäisi tavanomaisen rahapolitiikan tehokkuutta ja heikentäisi sen kykyä hillitä taantumia ja torjua deflaatoriskejä. Rahapolitiikan strategiaa uudistettaessa on kiinnitettävä huomiota strategian toimivuuteen oloissa, joissa lyhyen koron liikkumatila on menneitä vuosikymmeniä ahtaampi.

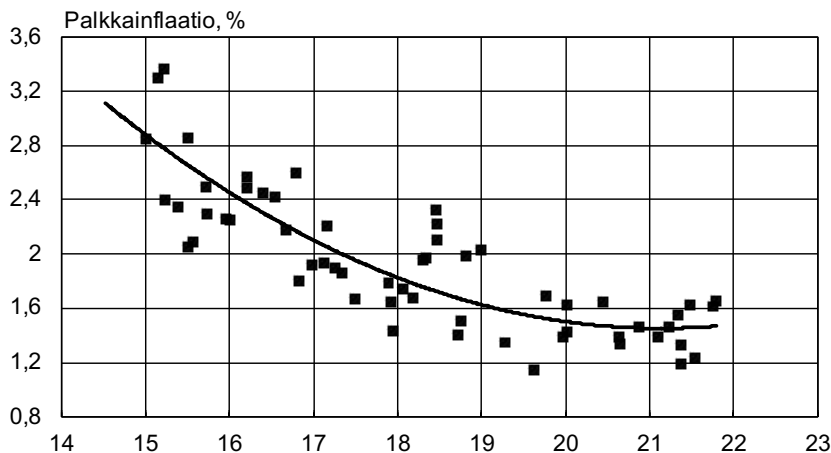
Toinen, matalan luonnollisen korkotason kanssa yhteen kietoutunut ongelma on euroalueen inflaatiopaineiden heikkous, joka on jatkunut, vaikka alueen talous oli ennen kauppasotaa ja koronakriisiä jo elpynyt merkittävästi ja työttömyys oli vähentynyt huomattavasti. Kuinka kauan kestää, ennen kuin inflaatio palautuu kestävästi nopeamman vauhdin tasolle? Kuinka kauan tarvitaan ainakin jonkinasteista rahapoliittista elvytystä, ennen kuin

EKP:n hintavakausmääritelmän ehdot täyttyvät? Koronakriisi luonnollisesti monimutkistaa näitä kysymyksiä entisestään, korottaen ne toiseen potenssiin.

Yhtä kaikki nämä kysymykset kytkeytyvät Phillipsin käyrään, joka kuvaa inflaation ja talouden vapaan kapasiteetin välistä suhdetta. Finanssi- ja velkakriisin aikana ja sen jälkeen Phillips-käyrä näyttää käyttäytyneen aiemmas- ta poiketen, koska inflaatio ei ole merkittävästi nopeutunut talouden ja työllisyyden kasvusta huolimatta.

Toisin sanoen Phillipsin käyrä on saattanut loiventua, havainto, joka on pysynyt ekonomistien ja keskuspankkiirien dilemmana koko kriisin jälkeisen ajan. Oheisessa kuviossa 3 on esitetty lineaarisiksi piirretyn euroalueen Phillips-käyrän kulmakertoimet eri ajanjaksoilla.

Kuvio 4. Euroalueen epälineaarinen Phillipsin käyrä palkkainflaation suhteen vuosina 2005–2019.



Lähde: Eurostat.

Nähdään, että vuosina 1999–2003 pohjainflaation ja työttömyysasteen välillä oli melko selkeä negatiivinen yhteys, kuten talousteoria olettaakin. Phillipsin käyrä loiveni kuitenkin jo vuosina 2004–2008. Kun tarkastelemme puolestaan vuosia 2010–2017, Phillipsin käyrä on jo lähes vaakasuora. Edellä mainittu pohjainflaation ja työttömyysasteen välinen yhteys ei siten ole enää tällä jaksolla pätenyt.

Onko Phillips-käyrä siis kuollut? En tekisi sellaista johtopäätöstä. Yksi tapa tulkita todellisuutta toisin on tarkastella, voisiko yhtälö olla epälineaarinen. Myös mitattavat muuttujat voidaan valita hieman toisin. Yllä olevassa kuviossa 4 Phillips-käyrää kuvataankin *palkkainflaation* ja laajan työttömyyskäsitteen (niin sanottu U6-käsite) välisenä yhteytenä.

Mitä tämä empiirisesti havaittu epälineaarisuus sitten voisi merkitä? En usko, että Phillipsin relaatio on menettänyt lopullisesti merkityksensä. Sen sijaan tulkitsem tältä in, että palkkojen nousu nopeutuu merkittävästi vasta kun työttömyys ja talouden vapaa kapasiteetti ovat vähentyneet riittävästi, mikä nykytilanteessa tarkoittaa, että niiden pitää edelleen merkittävästi vähentyä keskimäärin euroalueella ennen kuin inflaatiopaineet lähestyvät hintavakauden tasoa. Käyrän luoja A. W. Phillips muuten kirjoitti itsekin vuonna 1958, että työttömyyden ja palkkojen muutosvauhdin yhteys on todennäköisesti erittäin epälineaarinen. Joka tapauksessa Phillipsin käyrän tulkitseminen näin antaa uskottavuutta EKP:n neuvoston oletukselle, jonka mukaan euroalueen

inflaatio voi ennen pitkää palautua lähemmäksi EKP:n neuvoston hintavakaustavoitetta, mutta talouden elpymiselle on vielä paljon tilaa ja siihen on paljon tarvetta ennen kuin näin tapahtuu.

Matkalla hintavakauteen on kuitenkin vielä useampi mutka. Jäljellä on nimittäin vielä avoin kysymys palkkojen nousun välittymisestä hyödykkeiden hintoihin ja mitattuun pohjainflaatioon. Sitä paitsi Phillipsin käyrä graafisessa muodossaan kytkee inflaatiovauhdin vain yhteen taustamuuttuun – taloudessa olevaan vapaaseen kapasiteettiin. Tosiasiassa inflaation odotetaan kuitenkin reagoivan myös muihin tekijöihin, eikä vähiten taloudessa valitseviin inflaatio-odotuksiin.

Vuodesta 2015 alkaen on käynyt ilmeiseksi, että inflaatio-odotukset eivät ole euroalueella ankkuroituneita EKP:n tavoitteita vastaavasti, tai vaihtoehtoisesti, että EKP:n neuvosto tavoittelee selvästi alle kahden prosentin inflaatiota, vaikka tavoitteen tulisi olla lähellä sitä. Tähän on viitannut myös Suomen Pankin oma tutkimus.² Modernin talusteorian valossa tarkasteltuna huolestuttava mahdollisuus on, että yksityisen sektorin luottamus keskuspankin kykyyn elvyttää taloutta olisi heikentynyt. Tämä saattaisi johtua luonnollisen koron laskusta, joka ainakin nykyisen strategian vallitessa vähentää rahapolitiikan ohjaustehoa.

Ennen koronaviruspandemiaa inflaatiönäkymät olivat jossain määrin rohkaisevia, mutta tuolloin tehdyltä inflaatioennusteilta on nyttemmin pudonnut pohja pois. Vielä ennen kriisiä EKP ennusti pohjainflaation olevan reilun prosentin luokkaa tänä vuonna ja kiihtyvän hieman eli puolentoista prosentin tasolle seuraavien vuosien aikana. Pohjainflaatio oli

pysytellyt pitkään yhden prosentin tuntumassa, mikä kertoo siitä, että euroalueen sisäiset kustannuspaineet olivat olleet vaikeita.

Koronakriisi alkoi tarjontakriisinä kansainvälisten kauppaa ja alihankkijaketjujen osittain murtuessa, mutta laajeni liki saman tien myös kysyntäkriisiksi liikkuvuus- ja muiden rajoitusten seurauksena. Kun tähän vielä lisätään öljyn hinnan romahtaminen, on inflaatiokehityksen arviointi sekä globaalisti että euroalueella tällä hetkellä normaaliakin vaikeampi ennustaa. Lienee kuitenkin sängen todennäköistä, että ainakin lyhyellä aikavälillä inflaatio on hitaampaa kuin mitä ennen kriisiä ennustettiin.

Keskuspankkien toimintaympäristöön vaikuttavista tekijöistä ei voi myöskään olla mainitsematta ilmastomuutosta. Ilmaston lämpeneminen uhkaa sekä luonnon tasapainoa että koko ihmiskunnan tulevaisuutta. Ajatellaanpa vaikka Australiassa roihunneita metsä- ja ruohikkopaloja, jotka tappoivat yli miljardi eläintä ja tuhosivat tuhansia koteja. Vuoden 2019 kesällä lämpötila puolestaan läheni eteläisessä Euroopassa välillä jopa 50 astetta, mikä lietsoi vaarallisten maastopalojen leviämistä. Poikkeuksellisten sääilmiöiden esiintymistiheys on moninkertaistunut viimeisen 40 vuoden aikana, mikä aiheuttaa riskejä myös rahoitussektorille kasvavien vakuutus- ja luottotappioiden muodossa.

Ilmastomuutoksen oireiden listaa voisi jatkaa pitkään. Sen sijaan, että annamme ilmastohädistyksen halvaannuttaa meitä, on hyödyllisempää miettiä, mitä voimme tehdä sen hidastamiseksi. Maailman ilmatieteen järjestön WMO:n pääjohtaja Petteri Taalas on painottanut, että ihmiskunnalla on toivoa, kunhan tehdään määrätietoista työtä etenkin energiataloudessa. Olen samaa mieltä. On hyvä muistaa Paasikiven sanat 1940-luvulta hieman toisesta

² *Paloviita ym. (2019).*

yhteydestä, Neuvostoliiton uhkaan viitaten: kuolemanpelossa ei pidä tehdä itsemurhaa.

Ilmastonmuutoksen torjuminen vaatii sekä onnistunutta ilmastopolitiikkaa että kestävästä kehitystä tukevia investointeja. Vasta viime vuosina on ymmärretty, kuinka merkittävä rooli rahoitusjärjestelmällä on ilmastoriskien vähentämisessä. Myös rahoitustoimialan sääntely- ja valvontaviranomaiset sekä keskuspankit joutuvat ottamaan sen huomioon strategisissa valinnoissaan. EKP, Suomen Pankki ja muut eurojärjestelmän keskuspankit ovat mukana näissä talkoissa.

Ilmastonmuutos EKP:n strategia-arviossa

EKP toimii ilmastonmuutostyössä neljää kanaavaa pitkin: 1) huomioimalla ilmastonmuutoksen rahapolitiikan suunnitteluun käytettävissä taloudellisissa malleissa ja ennusteissa, 2) vetämällä pankkeja ilmastonmuutoksesta käytävään keskusteluun pankkivalvonnan kautta, 3) sijoittamalla osto-ohjelmissaan ilmastovastuullisesti sekä 4) sisällyttämällä ilmastonmuutoksen aiheuttamat riskit rahoitusvakausarviointeihin. EKP ja myös Suomen Pankki ovat aktiivisia jäseniä maailmanlaajuisessa keskuspankkien ja finanssivalvojen kestävä rahoituksen verkostossa (*Network for Greening the Financial System, NGFS*), jossa laaditaan luokituksia ja standardeja kestävälle rahoitukselle. Verkoston tarkoituksena on kehittää parhaita tapoja tunnistaa ilmastonmuutokseen liittyviä riskejä ja lisätä kestävä rahoituksen edellytyksiä. NGFS:n yhteistyöverkostolla on keskeinen rooli yhtenäisten määritelmien laatimisessa ja vuoropuhelun lisäämisessä.

Eurojärjestelmä selvittää parhaillaan, missä määrin markkinat ottavat huomioon ilmastosi-donnaiset riskit. Lisäksi seurataan sitä, kuinka luottoluokituslaitokset huomioivat nämä riskit luottokelpoisuutta koskevassa arvioinnissaan. Yhteinen valvontamekanismi puolestaan valvoo pankkien toimintaa ja kehittää vaatimuksia näiden riskien osalta. Alustavaa työtä on tehty myös stressitestien järjestämiseksi niin, että ilmastosi-donnaiset riskit ovat mukana. Ulkopuolelle suuntautuvan tarkastelun lisäksi EKP arvioi myös omaa ilmastonmuutokseen liittyvää riskinottoaan, erityisesti vakuuskehikonsa kautta.

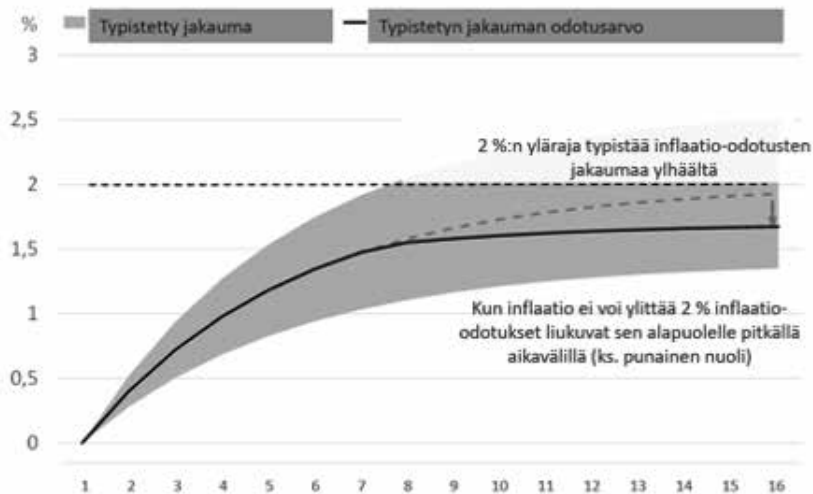
Eurojärjestelmän rahapolitiikan strategian arviointi

Kuten edellä kuvattiin, vuodesta 2003 lähtien euroalueen talouden ja maailmantalouden rakenteet ovat muuttuneet merkittävästi. Nämä muutokset ja niiden mukanaan tuomat haasteet ovat tärkein syy siihen, että EKP:n neuvosto päätti käynnistää rahapolitiikan strategiansa arvioinnin.

Strategia-arvion yhteydessä muotoillaan hintavakaudelle ja inflaatiotavoitteelle kvantitatiivinen määritelmä, tarkastellaan rahapolitiikan välineitä, rahapolitiikan vaikutuksia ja sivuvaikutuksia sekä viestintäkäytäntöjä. Strategia-arvioinnissa tarkastellaan myös muita tekijöitä, kuten työllisyyttä, rahoitusjärjestelmän vakautta sekä kestävästä kehitystä.

Keskeinen osa EKP:n rahapolitiikan strategia-arviota on laajojen kansalaisryhmien ja sidosryhmien näkemysten kuunteleminen. EKP ja kansalliset keskuspankit käyvät vuoropuhelua muun muassa Euroopan parlamentin ja kansallisten parlamenttien, akateemisen yhtei-

Kuvio 5. Tosiassiallisen kahden prosentin katon asettaminen inflaatiolle vaimentaa inflaatio-odotuksia ja hidastaa keskimääräistä inflaatiovauhtia pitkällä aikavälillä.



sön, tutkijoiden ja analyytikkojen, kansalaisjärjestöjen, paikallisten yhteisöjen ja kansalaisten kanssa.

On paikallaan todeta, mitä strategia-arviolta ei ole tarkoitus muuttaa, eli EKP:n pyrkimystä hintavakauteen. Se on ankkuroitu Euroopan unionin perussopimukseen. Kuten sanottu, arviossa on sen sijaan tarkoitus saada selville, miten toimintaympäristön muutokset vaikuttavat rahapolitiikkaan. Kuten John Quincy Adams, Yhdysvaltain 6. presidentti, aikoinaan totesi: ”En näe muutosta politiikassa, vain olosuhteissa”.

Erilaiset käsitykset hintavakauden määrittämisestä ja siis rahapolitiikan ensisijaisesta tavoitteesta ovat ongelma rahapolitiikan näkökulmasta. EKP:n vuoden 2003 strategia-arviossa päädyttiin pitämään hintavakauden

määritelmä ennallaan alle kahden prosentin hintojen nousuna keskipitkällä aikavälillä. Sitä täydennettiin inflaatiotavoitteella, ”lähellä mutta alle 2 prosenttia”, hintavakauden saavuttamiseksi.

Inflaatio-odotusten näkökulmasta EKP:n nykyinen määritelmä on ongelmallinen sen vuoksi, että se sallii periaatteessa inflaation hidastuvan tilapäisesti jopa lähelle nollaa. Määritelmän voidaan periaatteessa myös tulkitta asettavan inflaatiolle katon kahteen prosenttiin. Näin EKP:n inflaatiotavoite voidaan nähdä selvästi tiukempana kuin muiden keskuspankkien tavoitteet. EKP:n määritelmä jättää myös liikaa tilaa erilaisille tulkinnoille. Jatkossa on arvioitava, minkälainen tavoitteen määrittely sopii matalan luonnollisen koron ympäristöön, jota edellä kuvasin.

Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve on myös parhaillaan arvioimassa rahapolitiikan strategiaansa. Fedin strategia-arvion yhteydessä on nostettu esiin kysymys siitä, pitäisikö Fedin huomioida myös menneet poikkeamat sen 2 prosentin symmetrisestä inflaatiotavoitteesta. Rahapolitiikan strategioita, joiden tavoitteena on inflaatiotavoitetta tilapäisesti nopeampi inflaatio tilanteessa, jossa inflaatio on ollut tavoitetta hitaampi, kutsutaan usein kompensatiostrategioiksi (*makeup strategy*).

Yhdysvaltain keskuspankin entinen pääjohtaja Ben Bernanke on ehdottanut strategiaa, joka perustuu väliaikaiseen hintatasotavoitteeseen. Kun talouteen kohdistuvat epäsuotuisat sokit painavat lyhyet korot nolnaan, keskuspankki sitoutuisi etukäteen pidättäytymään koron nostoista, kunnes tavoitetta hitaampi inflaatio on kokonaisuudessaan otettu kiinni ja hintataso noussut sitä vastaavasti. Tämän ehdon täyttyminen tarkoittaisi tyypillisesti sitä, että matalan inflaation jakson jälkeen keskuspankki nostaa ohjaukorkoa vasta sitten, kun inflaatio on ollut jonkin aikaa hieman tavoitetta nopeampi.

Kompensatiostrategioiden voidaan katsoa olevan yksi periaatteessa tehokkaimmista tavoista reagoida nollakorkorajan aiheuttamiin riskeihin. Rahapoliittista elvytystä ja inflaation nopeutumista koskevat odotukset vahvistavat kulutuksen ja investointien kasvua, mikä saattaisi vähentää nollakorkorajan aiheuttamia epäsuotuisia vaikutuksia. Keskimääräisen inflaation tavoitteeseen perustuvan strategian voidaan myös tulkita olevan eräänlainen kompensatiostrategia, samoin kuin muidenkin toteutuneeseen inflaatioon perustuvien inflaatiotavoitteiden.

Kompensatiostrategiat toimivat vain, jos ne ovat uskottavia, niin että kotitaloudet ja yri-

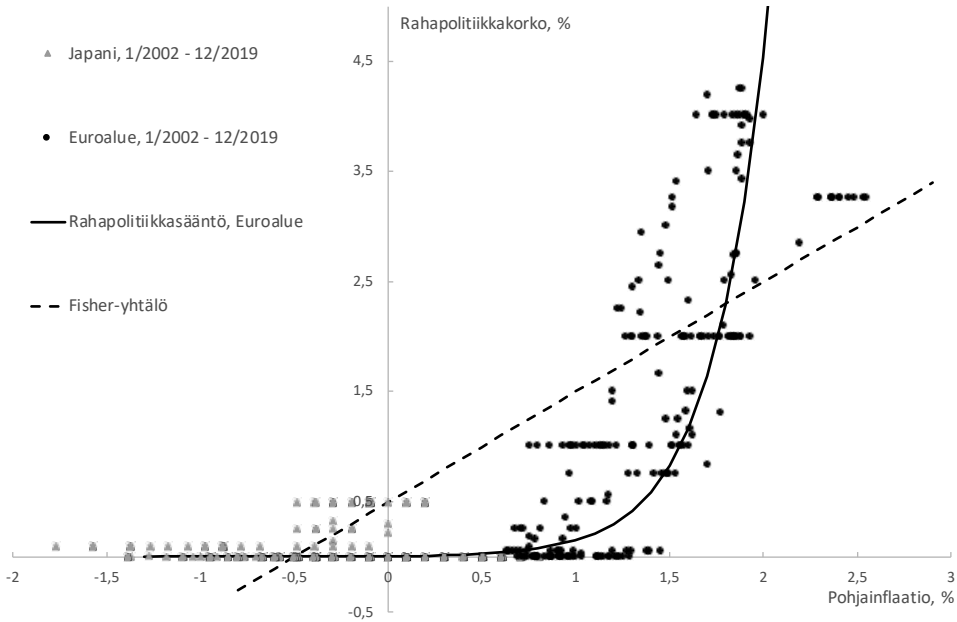
tykset eivät vähennä kulutustaan ja investointejaan talouskasvun hidastuessa. Tällaisten strategioiden toimivuudesta ei kuitenkaan ole mitään taetta. Kompensatiostrategioiden puolesta puhujat yleensä toteavat, että niiden ottaminen pysyväksi osaksi keskuspankin välineistöä lisäisi huomattavasti inflaatiotavoitteen uskottavuutta.

Yksi varteenotettava vaihtoehto EKP:lle on lähestyä muiden keskuspankkien omaksumia joustavan inflaatiotavoitteen käytäntöjä. Joustava inflaatiotavoite tarkoittaa, että keskuspankki pyrkii pitämään inflaation mahdollisimman vakaana ja lähellä tavoitetta sekä samanaikaisesti vakauttamaan reaalityalouden toiminnan lähelle talouden täyttää kapasiteettia.

Keskuspankin inflaatiotavoite olisi tässä poliittikkamallissa paitsi joustava myös symmetrinen ja eteenpäin katsova. Symmetrisyys viittaa siihen, että inflaatiotavoitteella on selkeä ja odotuksia ohjaava keskipiste, josta poikkeamia pidetään yhtä haitallisina, tapahtuivat ne kumpaan suuntaan tahansa, ja joihin myös reagoidaan symmetrisesti.

Viime aikoina on käyty keskustelua myös jonkinlaisen vaihteluvälin asettamisesta inflaatiotavoitteelle pistetavoitteen sijasta. Ajatuksena on, että vaihteluväli kuvaisi inflaatiotavoitteen saavuttamiseen liittyvää epävarmuutta ja jättäisi siten tilaa olla reagoimatta sellaisiin inflaatiiovauhdin muutoksiin, joiden voidaan katsoa olevan väliaikaisia, kuten verotuksen tai energian hinnan aiheuttamat muutokset. Ei kuitenkaan ole selvää, miksei samaan päästäisi sillä, että inflaatiotavoite asetetaan eteenpäin katsovasti keskipitkälle aikavälille. Se ajaa saman asian. Vaihteluvälimallin hyötyjä ja haittoja on analysoitava myös inflaatio-odotusten ankkuroinnin näkökulmasta. Jos vaihteluväli tavoitteen ympärillä passivoi rahapolitiikkaa,

Kuvio 6. Japanistuminen: Hyvä vai huono tasapaino euroalueella



ei se todennäköisesti ainakaan vahvistaisi keskuspankin kykyä ankkuroida odotuksia.

Joka tapauksessa tarkastelen valittavaa hintavakaustavoitetta avoimin mielin: jos faktat tai analyysi muuttuvat, saatan muuttaa mieltäni.

Kokemuksia Japanista

Viimeaikaiset tutkimukset Japanin inflaatiokehityksestä viime vuosikymmeninä osoittavat, että inflaatio-odotusten heikkeneminen alhaiselle tasolle saattaa muuttua pysyväksi ilmiöksi. Tämä saattaa johtaa talouden pitkälliseen hitaan inflaation kauteen, jossa tavanomaisen rahapolitiikan liikkumavara on pieni. Tämän

välttämiseksi rahapolitiikan on reagoitava ajoissa ja voimakkaasti, jos inflaatio-odotukset ovat pysyneet pitkään alhaisella tasolla, jotta välttyään tilanteelta, jossa inflaatio-odotukset myös ankkuroituvat liian alhaiselle tasolle.

Tarkastellaan seuraavaksi inflaation, korkojen ja talouden välistä suhdetta kahdessa tasapainotilassa: hyvän tasapainon ja huonon tasapainon tilanteessa.

Oheisessa kuviossa katkoviiva kuvaa inflaation ja nimelliskoron välistä yhteyttä (ms. Fisher-yhtälöä) joka pätee, kun reaalitytö on tasapainossa. Yhtenäinen käyrä puolestaan kuvaa rahapolitiikan reagointia inflaatiopaineisiin. Inflaation ja koron tasapaino on mahdollinen pisteissä, joissa katkoviiva (Fisher-

yhtälö) ja yhtenäinen viiva (rahopolitiikan reaktiosääntö) leikkaavat toisensa.

Kun ohjauskorko on laskenut nollakorkorajalle ja inflaatio muuttunut deflaatioksi, talouden ajatellaan olevan likviditeettiloukussa (eli huonossa tasapainossa. Tasapaino on huono, sillä rahapolitiikka on tehotonta tilanteessa, jossa ohjauskorko on nollakorkorajalla. Tasapainotila on huono myös siinä mielessä, että siitä on erittäin vaikea päästä pois rahapolitiikan keinoin. On myös toinen (hyvä) tasapainotila, jossa inflaatio on tavoitetasolla ja ohjauskorko on asetettu vastaavasti.

Kuviossa vaaleat pisteet kuvaavat kehitystä Japanissa ja tummat pisteet kehitystä euroalueella vuodesta 2002 alkaen. Japanissa on vallinnut huono tasapainotila, mutta euroalue on tähän mennessä onnistunut välttämään huonon tasapainon. Yksi Japanin kokemuksista saatu opetus on, että keskuspankkien tulisi kaikin keinoin estää inflaatio-odotuksia painumasta liian alhaiselle tasolle.

Kuten aiemmin totesin, matalien korkojen ympäristö ja nimellisen korkotason efektiivinen alaraja ovat rajoittaneet rahapolitiikan toimintaa. Huomio onkin kiinnittynyt enenevässä määrin finanssipolitiikkaan ja sen mahdollisuuksiin elvyttää talouksia silloin, kun talouskasvu on vaikeaa ja selvästi potentiaalista kasvua hitaampaa.

On selvää, että finanssipolitiikan rooli on kasvanut nykyisessä matalien korkojen ympäristössä, minkä vuoksi myös euroalueella tarvitaan aiempaa parempaa talous- ja rahapolitiikan keinojen yhdistelmää. Niiden maiden, joilla on liikkumavaraa julkisessa taloudessa, on hyvä varautua taantuman kohdatessa käyttämään sitä investointien ja kysynnän tukemiseen.

Nykyisessä tilanteessa erityisen tärkeää on hyödyntää finanssipolitiikkaa aktiivisesti siinä

vaiheessa, kun koronakriisin kansalaisten terveyteen kohdistuva pahin uhka on ohi ja taloutta koskevista rajoituksista voidaan asteittain luopua. Myös niissä maissa, joiden julkisen talouden velka on suuri, joudutaan aktiivisesti torjumaan koronaviruksen aiheuttamaa negatiivista iskua, mikä lisää valtioiden velkaasteita entisestään. Näiden maiden elvytysvara on siitä syystä vähäinen. Velkakestävyys muodostuu uudelleen monien euromaiden ja siten koko euroalueen ongelmaksi keskipitkällä aikavälillä, ja siihen tarvittaisiin ratkaisuja koko euroalueen näkökulmasta.

Tämä korostaa finanssipolitiikan ja rahapolitiikan oikeanlaisen yhdistelmän – *'policy mix'* – merkitystä. Se ei missään nimessä ole vastakkainen keskuspankin itsenäisyydelle – sitä kyllä varjelemme. Mutta keskinäistä vuoropuhelua ja kummankin toimijan itsenäisyyttä kunnioittavaa koordinaatiotakin tarvitaan, jotta finanssi- ja rahapolitiikalla saadaan paras mahdollinen vaikutus niin kestäväen kasvun ja korkean työllisyyden kuin vakaan inflaationkin kannalta.³

Yhteenveto

Olen tässä artikkelissa kuvannut Euroopan keskuspankin ja koko eurojärjestelmän ponnisteluja talouskriisien voittamiseksi ja hintavakauden ylläpitämiseksi sekä keskuspankkien strategioiden ympärillä käytävää keskustelua. Miten keskuspankki tehtävässään onnistuu, riippuu pit-

³ Käsittelem näitä kysymyksiä ja eurokriisin opetuksia seikkaperäisemmin kirjassani *Walking the Highwire – Rebalancing the European Economy in Crisis*, joka ilmestyi suomeksi lokakuussa 2019 nimellä *Kuilun partaalta – Näin euro pelastettiin*.

kähti siitä, kuinka hyvin se ymmärtää talouden tilaa ja omien toimien vaikutuksia. Taloustieteellä ja sen soveltamisella on tässä keskeinen merkitys. Se ei kuitenkaan yksin riitä.

Eturivin taloustieteilijä ja keskuspankkiiri Stanley Fischer totesi hiljattain eräällä luennollaan seuraavasti: ”*Uskoakseni olen oppinut aivan yhtä paljon opiskelemalla keskuspankkitoiminnan historiaa kuin sen teoriaa. Niinpä kehoitan kaikkia keskuspankkiireiksi haluavia joukossanne lukemaan historiankirjoja*”.

Syvällisempi talous- ja rahoitushistorian tuntemus olisikin luultavasti inspiroinut talouspolitiikan päätöksentekijöitä ottamaan luottosyklit vakavammin ja oppimaan vuoden 1929 romahduksen ja suuren laman kokemuksesta. Sitä paitsi, kuten professori Kevin

O’Rourke on huomauttanut, taloushistorian avulla opiskelijat ja päätöksentekijät kykenevät ymmärtämään, että talouskehityksessä ja talouspolitiikassa on historian saatossa ilmennyt useita merkittäviä epäjatkuvuuksia, ja siten niitä saattaa tulla myös tulevaisuudessa.⁴

Lopuksi on syytä painottaa, että EKP:n rahapolitiikan strategia-arvioon ryhdytään ensinnäkin tutkimustietoon nojautuen – ”in science we trust” – ja toiseksi avoimin mielin, ilman kovia ennakkokantoja. Vaikka politiikka, talouspolitiikkakin, on presidentti Mauno Koiviston osuvan lohkaisun mukaan aina väärää jostakin näkökulmasta, niin tällä kertaa sopii silti pyrkiä filosofi Jürgen Habermasin muotoileman ”herruudesta vapaan diskurssin” hengessä siihen, että paras argumentti voittaa. □

⁴ O’Rourke (2013).

Kirjallisuus

- Bernanke, Ben S. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, Princeton, N.J.
- Bernanke, Ben S. (2015), *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and its Aftermath*. W.W. Norton & Co., New York, N.Y.
- O’Rourke, Kevin (2013), Why economics needs economic history, VoxEU (CEPR Policy Portal), <https://voxeu.org/article/why-economics-needs-economic-history>

- Paloviita M., Haavio, M., Jalasjoki, P. ja Kilponen, J. (2019), What does close but below two percent mean? Assessing the ECB reaction function with real-time data, *International Journal of Central Banking* (tulossa).
- Rehn, Olli (2020), *Walking the Highwire – Rebalancing the European Economy in Crisis*. Palgrave Macmillan, London, Suomenkielinen laitos: *Kuilun partaalta – Näin euro pelastettiin*, Docendo, Helsinki 2019.