

SAVONIA



OPINNÄYTETYÖ - AMMATTIKORKEAKOULUTUTKINTO
LIIKETALouden ALA

INFLAATIO TAVOITTEIDEN SAAVUTTAMINEN ERI TALOUSYMPÄRISTÖISSÄ: EKP VS. FED

TEKIJÄ

Teemu Julkunen

Koulutusala Yhteiskuntatieteiden, liiketalouden ja hallinnon ala		
Tutkinto-ohjelma Liiketalouden tutkinto-ohjelma		
Työn tekijä Teemu Julkunen		
Työn nimi Inflaatiotavoitteiden saavuttaminen eri talousympäristöissä: EKP vs. FED		
Päiväys	11.5.2025	50
Yhteistyötaho		
<p>Opinnäytetyön tavoitteena oli tutkia ja analysoida keskuspankkien harjoittamaa rahapolitiikkaa, etenkin rahapolitiikan keinoja niiden asettamien inflaatiotavoitteiden saavuttamisessa eri talousympäristöissä. Analyysi ja tarkastelu suoritettiin kahden suurimman keskuspankin osalta, Euroopan keskuspankin sekä Yhdysvaltain keskuspankin. Talousympäristöt määriteltiin korkean ja matalan inflaation ympäristöön. Lopuksi arvioitiin, miten rahapolitiikassa on jatkossa aiheellista huomioida mm. ympäristökysymykset.</p> <p>Työ oli kirjoituspöytä tutkimus eli valintaa erityisesti määrälliseen- tai laadulliseen tutkimusmenetelmään ei tehty, vaan pyrittiin hyödyntämään jo olemassa olevaa tietoa eri tahojen julkaisemana. Iso osa lähteistä ja hyödynnetystä datasta oli suoraan keskuspankkien julkaisemia, mutta työssä hyödynnettiin myös muiden taloudellisten instituutioiden ja taloudesta raportoivien tahojen raportteja.</p> <p>Analyysin tuloksena havaittiin molempien keskuspankkien käyttävän suurelta osin samankaltaisia rahapolitiikan instrumentteja inflaatiotavoitteiden saavuttamiseksi, mutta selkeästi huomattavana erona on keskuspankkien toiminnan nopeus ja aggressiivisuus. Yhdysvaltain keskuspankki reagoi muuttuviin ympäristöihin nopeammin ja toimenpiteiltään laajemmin kuin Euroopan keskuspankki. Syitä eroille ovat esimerkiksi erot keskuspankkien välisillä mandaateilla sekä sillä, että Euroopan keskuspankki toimii useiden eri jäsenmaiden muodostaman liiton yhteydessä, eli huomioon päätöksissä on otettava useita eri maita ja niiden tilanteita ja alttiuksia päätösten seurauksille, kun taas Yhdysvaltain keskuspankki toimii vain yhden maan keskuspankkina. Keskuspankkien toimimassa viitekehyksessä politiikalla on suuri merkitys ja Yhdysvalloissa ympäristö on huomattavasti jakautuneempaa sekä dynaamisempaa.</p>		
Avainsanat Inflaatio, keskuspankki, rahapolitiikka, talousympäristö		

SISÄLTÖ

1	JOHDANTO.....	5
2	INFLAATIO.....	6
2.1	Inflaatio ja taloussuhdanteet	6
2.2	Inflaatio eri talousteorioissa.....	7
2.3	Syitä inflaatiolle	9
2.4	Inflaation mittaaminen	11
2.5	Inflaation hallinta	12
2.5.1	Ohjauskorko.....	12
2.5.2	Nollakorkoraja ja negatiivisten korkojen politiikka	13
2.5.3	Ennakoiva viestintä	14
2.5.4	Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot.....	15
2.5.5	Määrällinen keventäminen	17
2.6	Hintavakauden viitekehys.....	19
3	KESKUSPANKIT	21
3.1	Euroopan keskuspankki	22
3.2	Yhdysvaltain keskuspankki eli The Federal Reserve System.....	23
4	INFLAATIOTAVOITTEIDEN SAAVUTTAMINEN.....	25
4.1	Korkean inflaation aika Yhdysvalloissa	25
4.2	Korkean inflaation aika Euroalueella.....	29
4.3	Matalien korkojen aika Yhdysvalloissa.....	33
4.4	Matalien korkojen aika Euroalueella	36
5	UUTTA RAHAPOLITIIKKAA ETSIMÄSSÄ.....	39
5.1	Ilmastonmuutos, vihreä siirtymä, vastuullisuus ja kestävä kehitys	39
6	YHTEENVETO, LUOTETTAVUUS JA EETTISYYS SEKÄ POHDINTAA	42
6.1	Luotettavuus, eettisyys ja pohdinta	46
	LÄHTEET	47

KUVALUETTELO

Kuva 1. Tuottajahinta- ja kuluttajahintaindeksi 2019-2022 (Bank of Japan; BLS; Eurostat; Haver; Ministry of Internal Affairs and Communications).....	10
Kuva 2. EKP:n luotto-operaatiot.....	16
Kuva 3. Yritysluottokanta toisten pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden alkamisen jälkeen.....	17
Kuva 4. Euroopan keskuspankin ja Yhdysvaltain keskuspankin tase, % BKT:sta (Bloomberg 2024).....	18
Kuva 5. Vuotuinen inflaatio Yhdysvalloissa (%).	25
Kuva 6. Kuukausittainen inflaatio Yhdysvalloissa 2020–2023 (%) (Statista.com).	26
Kuva 7. Yhdysvaltain keskuspankin tase, 2008–2025.	27
Kuva 8. FED:n korkoennusteet vs. todellinen ohjauskorko 2013–2024.....	28
Kuva 9. Vuotuinen inflaatio Euroalueella 2020–2024 (Tradingeconomics.com).....	29
Kuva 10. Kuukausittainen inflaatio Euroalueella tarkastelujakson aikana (Statista.com).	30
Kuva 11. Perusrahoitusoperaatioiden korko 2022–2023.	30
Kuva 12. EKP:n osto-ohjelmien hankinnat (Suomen Pankki, 2024).	31
Kuva 13. Federal Funds Rate 2000–2025 (Tradingeconomics.com, 2025).....	33
Kuva 14. Yhdysvaltain keskuspankin tase, 2008–2025.	34
Kuva 15. Korkotasot euroalueella, 2015–2025 (Tradingeconomics.com, 2025).....	36

TAULUKKOLUETTELO

Taulukko 1. Euroopan keskuspankin osto-ohjelmat.....	38
Taulukko 2. Erot mandaateissa, EKP ja FED.....	41
Taulukko 3. EKP:n ja FED:n osto-ohjelmien uudelleensijoittaminen	43
Taulukko 4. Ohjauskorkojen kiristäminen ja vaikutus inflaatioon.	44

1 JOHDANTO

Inflaatio on yksi taloustieteen kulmakivistä ja talouspolitiikan suurimmista haasteista. Se vaikuttaa meidän kaikkien jokapäiväiseen elämään elinkustannuksista investointeihin ja kokonaisvaltaiseen rahoitusmarkkinoiden tilaan ja vakauteen. Talouspolitiikassa kiinnitetään paljon huomiota siihen, miten inflaatioon voidaan vaikuttaa jatkuvasti muuttuvassa taloustilanteessa.

Tuoreiden globaalisti merkittävien tapahtumien valossa talouden dynamiikka on ollut monisyinen ja herättänyt huomiota kansainvälisissä talouspiireissä. Talouskasvun vaihtelut, markkinahäiriöt ja geopolittiset tekijät ovat luoneet haasteita talousympäristöihin, joihin keskuspankit joutuvat vastaamaan. Talousympäristö muodostaa viitekehyksen, joka ohjaa keskuspankkien päätöksiä ja talouden ohjaimista. Globaalin talouden kehittyessä on tärkeää ymmärtää keskuspankkien käyttämiä strategioita niiden asettamien inflaatiotavoitteiden saavuttamiseksi eri aikoina. Maltillinen inflaatio luo ennustettavuutta talouteen.

Tämä opinnäytetyö on kirjoituspöytä tutkimus ja sen tavoitteena on tarkastella ja analysoida kahden suurimman keskuspankin – Euroopan keskuspankin (EKP) sekä Yhdysvaltain keskuspankin, The Federal Reserve System (FED:n) toimintaa eri talousympäristöissä. Jatkossa tullaan viittaamaan kyseisiin keskuspankkeihin lyhenteillä EKP ja FED. Lisäksi työssä käytetään lyhennettä EKP, ja sillä voidaan viitata koko Euroopan keskuspankkijärjestelmään tai Eurojärjestelmään, riippuen tilanteesta. Talousympäristöt, joita tullaan tarkastelemaan, on määritelty seuraavasti;

- *Matalien korkojen aika. Keskeisten korkotasojen ollessa merkittävästi odotettua alhaisempia tai kuin historiallisesti keskimäärin.*
- *Korkean inflaation aika. Inflaatioprosentti keskuspankkien toimialueella, joka nousee yli 4–7 % ottaen huomioon keskuspankkien asettamat tavoitteet.*

Edeltävien talousympäristöjen tarkastelun ja analysoinnin jälkeen otetaan perspektiivin kulmakiveksi ympäristö, ilmastonmuutos, kestävä kehitys ja vihreä siirtymä. Viimeisten muutaman vuoden aikana aihe on saanut todella paljon huomioita, ja siitä on tullut tärkeä ja huomioitava konsepti päätöksenteossa, joten on sillä vaikutusta myös keskuspankkeihin ja niiden toimintaan. Tulevaisuuden rahapolitiikka tulee saamaan reilusti vaikutteita vastuullisuudesta ja vihreästä siirtymästä.

2 INFLAATIO

Inflaatio kokonaisuudessaan on vähintään monimutkainen ja hämmentävä iänikuinen ilmiö, jonka eri mekanismit ovat vieläkin väittelyiden, spekulatiivisuuden ja tutkimuksen kohteena, vaikka taloustieteemme on tullut todella pitkälle sekä useita talousteorioita on esitetty ja jalostettu aikojen mittaan. Talousopilliset mielipiteet ovat väistämättä osaltaan arvosidonnaisia, eivätkä ne perustu tieteen tuloksiin tai koviin faktoihin (Korkman 2015, 209). Jotta voidaan ymmärtää ja analysoida keskuspankkien käyttämiä strategioita hintavakauden tavoittelussa, on ensin ymmärrettävä mitä inflaatio on;

”inflaatio kaikessa yksinkertaisuudessaan tarkoittaa sitä, että useimpien tavaroiden ja palveluiden hinnat nousevat pitkäaikaisesti ja yhtäjaksoisesti eli yleinen hintataso kohoaa. Kun yleinen hintataso nousee, rahan arvo laskee - sillä samalla rahasummalla saa myöhemmin entistä vähemmän tavaroita ja palveluita (Suvanto & Kontulainen 2016, 35)”.

Inflaation merkitys eri taloussektoreihin ja kuluttajiin on siis ilmeinen ja yleisen hintatason kohoamisen kurissa pitäminen ja ohjaaminen ovat ehtoja taloudelliselle vakaudelle ja hyvinvoinnille. Inflaatio on olennainen sekä keskeinen ilmiö oikeastaan jokaisessa taloustieteen eri teoriassa. Inflaation voimakkuus ja esiintyminen kulkevat rinnakkain eri taloudentilojen eli taloussuhdanteiden kanssa. Taloussuhdanteet ja suhdanneteoria siten auttavat ymmärtämään inflaatiota useasta eri näkökulmasta paremmin. Tässä kappaleessa tullaan käsittelemään näkemyksiä inflaatiosta eri talousteorioiden roolista, hintavakauden viitekehystä, inflaation syitä ja hallintaa sekä inflaatiota taloussuhdanteiden näkökulmasta.

2.1 Inflaatio ja taloussuhdanteet

Talouden kehitys on harvoin suoraviivaista. Useimmiten talous noudattaa aaltomaista vaihtelua, jota kutsutaan suhdannesykliksi. Suhdannesyklissä hyvät ja huonot ajat vuorottelevat (Lindholm & Kettunen 2019, 83). Suhdannesyklejä tai taloussuhdanteita taloustieteessä on neljä; noususuhdanne, korkeasuhdanne, laskusuhdanne ja matalasuhdanne. Termejä eri suhdanteille on puhekielessä useita kuten taantuma ja lama, mutta tässä työssä vältetään näiden käyttämistä.

Tyypillinen suhdannesyklin pituus on noin 5–7 vuotta, mutta syklien pituudet ja luonteet eivät ole vakioita, vaan ne muuttuvat ja eroavat toisistaan useimmiten (Lindholm & Kettunen 2019, 84). Talouden tilaa tarkastellaan ja mitataan useilla eri mittareilla, mutta yleisin niistä on bruttokansatuote, jolla mitataan tuotettujen tavaroiden ja palveluiden arvoa – BKT siis mittaa talouden kykyä tuottaa markkinavalmiita tavaroita sekä palveluja.

Noususuhdanteesta puhutaan, kun talous kasvaa keskimääräistä nopeammin. Tyypillisiä piirteitä ovat esimerkiksi nopea BKT:n kasvu, viennin kasvu, työllisyyden parantuminen, pörssikurssien

nousu sekä suhteellisen matalat korot noususuhdanteen alkussa. Noususuhdanteessa yritysten voittomarginaalit ja investoinnit kasvavat, kokonaiskysyntä on kasvussa sekä tarjontaa on paljon. Matalat korot kannustavat yksityiskuluttajia sekä yrityksiä lainaamaan rahaa ja kuluttamaan. Kasvanut kulu- tus sekä taloudessa liikkuvan rahan määrä kiihdyttävät inflaatiota ja noususuhdanne onkin taloudelli- nen aika, jolloin inflaatio kiihtyy eniten.

Korkeasuhdanne on seurausta nousukaudesta. Korkeasuhdanne on taloudellinen tila, jossa kasvu nousee korkeimmilleen ja pääomat sekä työvoima ovat lähes täyskäytössä. Korkeasuhdanteessa ollaan lähellä talouskehityksen ääritilannetta ja vaarana talouden ylikuumentuminen. Ylikuumentumi- sesta puhutaan, kun talouden kokonaiskysyntä ylittää huomattavasti lyhyellä aikavälillä saatavissa olevan kokonaistarjonnan, taloudessa ei pystytä tuottamaan tarpeeksi hyödykkeitä vastaamaan ky- syntää (Lindholm & Kettunen 2019, 85). Korkeasuhdanteessa inflaatio on korkeimmillaan.

Laskukaudesta puhutaan, kun talouskasvu on hidasta. Laskusuhdanteelle tyypillisiä piirteitä ovat mm. ulkomaisen kysynnän lasku, kokonaistuotannon lasku, työttömyyden kasvu, osakekurssien lasku sekä yleisten kuluttajahintojen nousun hidastuminen.

Matalasuhdanne, on suhdannesyklissä toinen talouskehityksen ääritila ylikuumentumisen ohella. Ma- talasuhdanteessa kokonaistuotannon määrä laskee, investoinnit vähenevät, työttömyys kasvaa sekä konkurssit lisääntyvät huomattavasti.

2.2 Inflaatio eri talousteorioissa

Inflaatiota ja sen eri elementtejä kuten syitä ja hallintaa luonnehditaan ja lähestytään eri tavoilla eri talousteorioissa. Tässä luvussa kuvaillaan lyhyesti inflaatiota muutamassa eri talousteorioissa. Tar- kasteluun on valittu keynesiläinen talousoppi, monetarismi ja marxilainen poliittinen talousoppi. Aiko- jen saatossa on ollut useita eri talousteorioita ja -oppeja, ja työhön valitut talousopit on valittu perus- tuen niiden suosioon oman aikansa kontekstissa ja niiden kokonaisvaltaiseen vaikutukseen.

Keynesiläisen talousteorian keskittymispiste on kokonaiskysynnän ja kokonaistarjonnan analyysissä. Keynes ja sittemmin keynesiläiset ekonomit kannattivat vahvasti valtion harjoittamaa politiikkaa suh- dannevaihteluiden ja inflaation estämiseksi esimerkiksi verojen nostoilla, kun kysyntäpuolen kasvu on runsasta, ja uskoivat, että valtion tulisi ratkaista ongelmia lyhytkatseisesti sen sijaan, että markki- noiden odotettaisiin korjaavan itsensä (IMF, 2014).

”Pitkällä aikavälillä me kaikki olemme kuolleita”. -John Maynard Keynes

1900-luvun puolivälin jälkeen inflaatio kiihtyi, jolloin siihen oli alettava kiinnittämään enemmän ta- louspoliittista huomioita. Keynesiläistä talousoppia tutkinut William Phillips esitti 1950-luvulla Iso- Britanniaa koskeviin havaintoihin perustuen, että inflaation ja työttömyysasteen välillä on negatiivi- nen riippuvuus: korkean työttömyyden oloissa inflaatio olisi matalaa, ja alhaisen työttömyyden

oloissa hintojen nousuvauhti olisi nopeaa (Korkman 2015, 116). Phillipsin ideaa kuvataan Phillipsin käyrällä.

1970-luvulla inflaatio nousi vauhdilla johtuen lisääntyneistä raaka-ainekustannuksista ja öljykriisistä. Elettiin aikaa, jolloin ilmeni stagflaatiota - nopeaa hintatasojen nousua sekä laajaa työttömyyttä. Sitä ilmiötä ei kyetty ymmärtämään keynesiläisen analyysin avulla. Seurasi aika, jolloin keynesiläinen talousoppi oli merkittävän kritiikin kohteena ja etenkin Phillipsin käyrä. Yksi kritikoista oli monetarismin kehittäjä Milton Friedman (Korkman 2015, 117).

Milton Friedman oli 1900-luvun jälkipuoliskon merkittävimpiä taloustieteilijöitä sekä makrotaloudellisen tutkimuksen, että talouspoliittisen ajattelun saralla (Korkman 2015, 117–118). Friedman kehitti oman koulukuntansa, jota kutsutaan *monetarismiksi*. Monetarismin perusidea perustuu rahavarantoon, joka määrittää lyhyen aikavälin BKT:n ja pidemmän aikavälin hintatason. Monetaristit uskovat, että rahapolitiikan tavoitteet saavutetaan parhaiten kohdistamalla toimet rahavarannon kasvuvauhtiin (IMF, 2014). Rahavarannon säätely on monetarismin mukaan myös keskeisin työkalu inflaation hallintaan.

Rahan kvantiteettiteoria ilmaisee hintavaihteluiden suhdetta liikkuvan rahan määrään, eli siis lisääntyvä rahavaranto johtaa korkeampiin hintoihin, koska tarjolla on enemmän rahaa, jolla kilpaillaan muuttumattomasta hyödykkeiden määrästä. Vastaavasti rahavarannon lasku johtaisi hintatasojen laskuun.

Monetarismi rahapoliittisena doktriinina hiipui 1980-luvun puolivälin paikkeilla, mutta kuitenkin jätti vaikutteita moderniin talousajatteluun. Luultavasti tärkein periaate monetarismin perinnössä on se, että inflaatio ei voi jatkua loputtomiin, ilman lisääntyvää rahavarantoa, ja sen kontrolloinnin tulisi olla yksi tärkeimmistä, ellei jopa tärkein keskuspankkien tehtävä (IMF, 2014).

Inflaatio marxilaisen taloustieteen näkökulmasta on aavistuksen hankalampi ja monimutkaisempi ongelma kuin aikaisemmin esitetyissä talusteorioissa. Marxilainen talousoppi, sisältäen inflaation, on vahvasti liitännäinen marxilaiseen filosofiaan ja sosioekonomiseen analyysiin ja ajatteluun. Ne saavat siis näkökulmaansa paljon poliittista vaikutusta siitä suunnasta eikä tämän työn tarkoituksena ole tarkastella politiikkaa tai ottaa kantaa siihen.

Marxilainen talousoppi kritisoi kovasti keynesiläistä talusteoriaa ja monetarismia mm. liioittelusta, yksipuolisuudesta ja monimutkaisten asioiden yksinkertaistamisesta sekä mekaanisuudesta (Marxism, 2022). On helpompi käsittää ja hahmottaa asiat ja näkökulmat, joita marxilaiset vastustavat, kuin asiat, joiden puolesta he ovat – ainakin mitä inflaatioon ja rahapolitiikkaan tulee. Monetaristien talousoppia kuvataan ”rahafetisisminä”, antaen rahalle ja rahavarannolle jopa taianomaisia voimia. Keynesiläistä valtion politiikkaa marxilaiset taas kuvaavat synonyyminä inflaatiolle, ja että keynesiläinen talousajattelu ei hahmota riskejä omissa näkökulmissaan ja ehdotuksissaan.

Marxilaisesta näkökulmasta inflaatio on olennainen ja luonnollinen seuraus kapitalistisessa talousjärjestelmässä. Marx aikanaan hahmotti kapitalistisen järjestelmän hyvät sekä huonot puolet, etenkin huonona puolena matalasuhdanteen olevan luonnollinen päämäärä tai vähintään välttämätön ajanjakso – kapitalistinen talousjärjestelmä tarjoaa teknologisia ratkaisuja historialliseen ongelmaan niuk-

kuudesta liiankin hyvin - kulutuksen hidastumista eli alikulutusta suhteessa tuotantoon alkaa esiintymään eikä kapitalistinen talousjärjestelmä sisällä varojen tasaista uudelleenjakoa eli ihmisillä ei ole varaa kuluttaa.

Marxilainen talousoppi näkee inflaation olevan syvästi juurtuneena kapitalismiin luoden pääoman ja työvoiman välisiä ristiriitoja sekä epätasapainoa kysynnän ja tarjonnan välillä johtaen ylituotantoon tai alikulutukseen. Näin ollen marxilaiset näkevät inflaation välttämättömänä pahana niin kauan kuin kapitalistinen talousjärjestelmä vallitsee.

2.3 Syitä inflaatiolle

Inflaatio eikä sen syyt ole aina yksiselitteisiä vaan riippuvat näkökulmasta, mutta modernissa taloustieteessä ollaan yleisesti ottaen samaa mieltä ainakin kolmesta eri inflaation tyypistä, eli syystä, jotka ovat kysyntäinflaatio, kustannusinflaatio sekä raha- ja korkoinflaatio.

Kysyntäinflaatio ilmenee, kun taloudessa tavaroiden ja palveluiden kysyntä on tarjontaa voimakkaampaa. Nykyisin kysyntäinflaation vaara on pienentynyt huomattavasti. Maailma on tavaroita pullollaan ja kilpailu markkinoilla on kovaa. Kilpailu perustuu yhä enemmän avoimeen tiedonvälitykseen eli sekä ostajalla että myyjällä on oikea tieto hinnoista ja markkinoista (Fagerholm 2005, 14).

Kustannusinflaatio ilmenee, kun työvoima- ja raaka-ainekustannukset nousevat. Oli syy kumpi tahansa yritysten kustannusten nousulle, on niiden nostettava omien myytävien hyödykkeidensä hintaa kattaakseen nousseet kustannustasot.

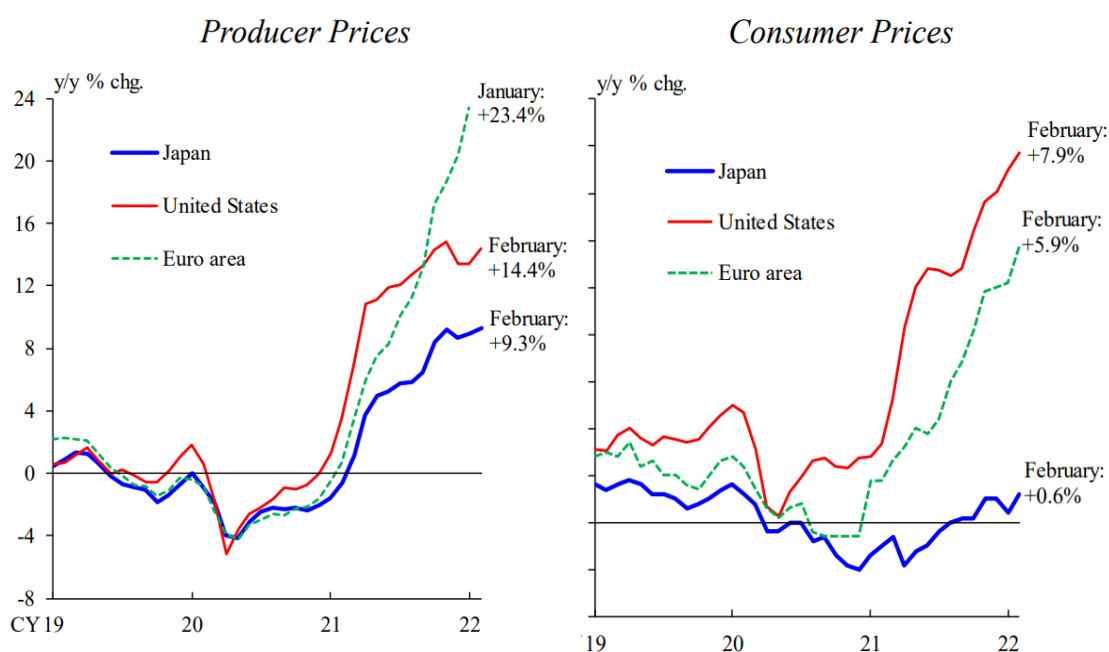
Raha- ja korkoinflaatiosta puhutaan, kun rahapoliittiset toimet johtavat hintojen nousuun, esimerkiksi liiallinen rahavaranto taloudessa tai keskuspankkien asettamat korkotasot, jotka heijastuvat liikepankkien omissa koroissa.

Odotusinflaatio. Aiemmin mainituista inflaation tyypeistä hieman luonteeltaan eroava odotusinflaatio tarkoittaa tilannetta, jossa kuluttajat odottavat yleisen hintatason kohoamista. Koska odotukset ovat hintojen nousun näkymissä, yritykset ennakoivasti nostavat hintoja tai palkkoja kattaakseen nousevat hinnat. Odotusinflaatiolla tarkoitetaan siis tilannetta, jossa tehdään ja otetaan ennakoivia toimenpiteitä tulevaisuusnäkyymiin pohjautuen, jotka puolestaan realisoivat hintojen nousua.

Vaikka moderni taloustiede hahmottaa kolme eri pääsyytä inflaatiolle, se voi johtua muistakin kuin edellä mainituista syistä, tai näiden pääsyyden yhdistelmistä. Kysyntä- ja kustannusinflaatio voivat hyvinkin toimia samanaikaisesti ja vaikuttaa talouden hintatasoihin.

Tietyissä skenaarioissa edellä mainitut syyt voivat olla helposti havaittavissa ja inflaation kehityksen ohjaaminen on huomattavasti yksinkertaisempaa, mutta aina ei näin ole. On aikoja ja tilanteita, joissa inflaatiolle voidaan nähdä selkeitä geopolitiittisia syitä tai globaalia ahdinkoa aiheuttavia tiloja, mutta pintaa syvemmillä tarkasteltaessa on havaittavissa jokin kolmesta mainitusta syystä, tai niiden yhdistelmistä. Inflaation syyt voivat vaikuttaa keskuspankkien toimintatapoihin ja toimenpiteisiin eli vaikka inflaatiolle voitaisiin nähdä selkeä yksiselitteinen syy, on tärkeää tarkastella ja analysoida syitä hintatasojen nousulle.

Otetaan esimerkiksi muutaman vuoden takainen koronapandemia, joka alkoi 2020 keväällä. Koronapandemian alettua kehittyneiden maiden ja alueiden tuottajahintaindeksi on noussut nopeimmalla tahdilla vuosikymmeneen (kuva 1). Vastaavaa nousua nähtiin viimeksi vuoden 1979 tapahtuneen energiakriisin aikana. Myös kuluttajahintaindeksi teki vastaavaa nousua pandemian alettua, Japania lukuun ottamatta. Japanin kuluttajahintaindeksin pienille muutoksille on tarjottu monia syitä kuten kotitalouksien riskienhallinta, työllisyyden ylläpito, yritysmaailman normit ja toimintamallit sekä indeksien suurten kokonaisuuksien, esimerkiksi vuokrien, vähäinen muutos. (Amamiya Masayoshi 2022, 4).



Kuva 1. Tuottajahinta- ja kuluttajahintaindeksi 2019-2022 (Bank of Japan; BLS; Eurostat; Haver; Ministry of Internal Affairs and Communications).

Hintatasojen räjähdysmäisen kasvun takana on kysyntäinflaatiota sekä kustannusinflaatiota. Pandemian aikaisen inflaation syyksi on ekonomistien ja pankkien keskuudessa noussut yhteisymmärrykseen ainakin kolme syytä – kokonaiskysynnän kasvu, tarjonnan heikkeneminen sekä energian saatavuus.

Pandemian puhjettua alkoi kansainvälinen paniikin ja epävarmuuden aika niin yritysmaailmassa kuin yksityistalouksissa. Taloudellinen aktiivisuus romahti äkillisesti ja rajusti. Valtiot ja keskuspankit reagoivat tilanteeseen nopeasti ja oikealla politiikalla kokonaiskysyntä saatiin nopeaan nousuun ja bruttokansantuote euroalueella sekä Yhdysvalloissa saatiin pandemiaa edeltäviin lukuihin tai paikoin jopa korkeammalla noin vuodessa. Talouden romahdettua kysynnän sekä tuotannon suuri lasku kääntyi nopeasti kokonaiskysynnän rajuun nousuun aiheuttaen *kysyntäinflaation*. Valtioiden erilaisien rajoitusten aiheuttama patoutunut yksityinen kulutus materialisoitui kerralla, kun pandemian levittäminen saatiin kuriin.

Seurasi työvoiman kysynnän kasvu, joka puolestaan johtaa palkkojen nousupaineeseen (Amamiya Masayoshi 2022, 4). Palkkojen nousupaine puolestaan kuvastaa *kustannusinflaatiota*, kun yritysten palkkakustannukset nousevat merkittävästi. Koronapandemian aikaan kysynnän painopiste ei ollut todellakaan tasainen. Palveluiden kysyntä romahti ja kuluttajien luoma kysyntä siirtyi eri hyödykkeisiin. Suuren kysynnän tuotteita olivat esimerkiksi laajalti eri digitaaliset tavarat. Näiden hyödykkeiden kysyntä oli huomattavasti suurempaa kuin tarjonta ja se aiheutti tavaroiden puutetta sekä loogisia esteitä tuotannolle.

Masayoshi Amamiya (2021, 4) toteaa, että teoreettisesti tiettyjen hyödykkeiden kysynnän ja tarjonnan epätasapaino aiheuttaisi vain suhteellista hintojen muutosta, mutta käytännössä vastaava epätasapaino luo nousupainetta yleisille hinnoille nimellishintojen laskun jäykkyyden vuoksi.

Koronapandemian aikaan ja etenkin siitä toipumisen aikoihin energiakriisi oli suuressa roolissa hintatasojen kehityksessä. Energian hinnat olivat suurelta osin seurausta lisääntyneestä kulutuksesta ja asiaa voitaisiin katsoa kysyntäinflaationa, mutta energian hintatasojen nousua on kiihdytetty tarjonta puolelta. Yritysten vastahakoisuus investoida fossiilisiin polttoaineisiin hiilineutraaliutta tavoitellessa sekä jännittyneet geopoliittiset tilanteet, kuten konflikti Ukrainassa, vaikuttavat tarjontapuoleen merkittävästi (Amamiya Masayoshi 2021, 2).

2.4 Inflaation mittaaminen

Inflaation hallinnan ja ohjaamisen edellytyksenä on inflaation mittaaminen. Luotettava ja tarkka mittaaminen edesauttaa keskuspankkien toiminnallista päätöksentekoa inflaation hallinnassa. Merkittävimmät tavat mitata inflaatiota ovat kuluttajahintaindeksi ja tuottajahintaindeksi.

Kuluttajahintaindeksi, näistä kahdesta yleisempi inflaation mittari, mittaa kotitalouksien ostamien hyödykkeiden hintakehitystä. Indeksiin otetaan mukaan yleisimmät tavarat ja palvelut, joita kotitaloudet ostavat, se on siis niin sanotusti valtava ostoskori. Kuluttajahintaindeksijä on muutamia erilaisia, kuten yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi sekä kansallinen kuluttajahintaindeksi. Yhdenmukaistettuun kuluttajahintaindeksiin ei kuulu kaikki samat asiat, kun esimerkiksi Suomen kansallinen kuluttajahintaindeksi.

Inflaation mittaaminen ei ole suoraviivaista, ja kuluttajahintaindeksien muodostamisessa tulee huomioida eri asioita luotettavan kuvan varmistamiseksi. Ensimmäisenä huomiokohtana on kehittyvät tavarat ja palvelut. Kun tavarat ja palvelut kehittyvät ja parempia uutuuksia julkaistaan markkinoille ja palvelujen laatu kohoaa, niiden hinta on yleensä korkeampi kuin edeltäjiensä. Tämä ei välttämättä tarkoita, että yleinen hintataso kohoaisi, vaan yksinkertaisesti korkeampi hinta johtuu laadukkaammasta tavarasta tai palvelusta. Toinen indeksejä tuotettaessa huomioitava kohta on vaihtelevat hinnat, tavaroiden hinnat voivat hyvinkin vaihdella verkkokaupan ja kivijalkamyymälän välillä.

Tuottajahintaindeksi puolestaan kuvastaa hintakehitystä tuotantoketjun vaiheessa yritysten näkökulmasta. Tuottajahintaindeksin keskeinen etu on kuluttajahintojen ennustaminen, jos esimerkiksi raaka-aineiden hinnat kohoavat huomattavasti ja tuotantokustannukset nousevat, yritykset voivat siirtää kuluttajille hintojen nousulla, joka ilmenee kuluttajahintaindeksissä myöhemmin.

Tuottajahintaindeksi voidaan jakaa viiteen erilliseen indeksiin:

- Teollisuuden tuottajahintaindeksi
- Vientihintaindeksi
- Tuontihintaindeksi
- Tukkuhintaindeksi
- Kotimarkkinoiden perushintaindeksi

2.5 Inflaation hallinta

Taloustieteen kehittyminen ja sen seurauksena lisääntynyt ymmärrys inflaation eri näkökulmista, esimerkiksi ajoituksesta ja esiintyvyydestä eri taloussuhdanteissa sekä inflaation syistä ovat sekä lisänneet keskuspankkien käytettävissä olevia työkaluja inflaation hallintaan, mutta myös kehittäneet ja jalostaneet perinteisiä ja tyypillisimpiä hallintakeinoja.

Korkman (2015, 214) toteaa, että rahapolitiikassa ei voida enää ajatella hintakehityksen vakauttamisen olevan vain ohjauksen käyttämistä. Korkman tarjoaa kaksi syytä, miksi se on liian kapeakatseinen näkökulma. Ensimmäisenä, vastaan on tullut keynesiläinen ”likviditeettiloukku”, eli edes nollassoinen ohjaukorko ei ole riittävä talouden elvyttämiseen. Toisena syynä Korkman kertoo olevan rahapolitiikan tavoitteiden vajavaisuuden. Rahapolitiikalla ei voida pelkästään pyrkiä hintavakauteen, vaan sen on kannettava huolta pankkien ja rahoitusjärjestelmien vakaudesta. Markkinoiden ja rahoituslaitosten sidonnaisuus voi johtaa erilaisten ongelmien leviämiseen niin pitkälle, että niistä tulee ns. ”systemaattisia” ongelmia.

”On lähdeittävä siitä, että epävakaisuus on rahoitusjärjestelmälle ominainen piirre pikemmin kuin onnettomien sattumien tulos” (Korkman 2015, 215).

Keskuspankkien käyttämiä strategioita inflaation hallintaan, joita tässä työssä tullaan pääsääntöisesti käsittelemään ovat korkopolitiikka (ohjaukorko), negatiivisten korkojen politiikka, ennakoiva viestintä, kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot sekä määrällinen keventäminen. Työkalut ovat laajalti globaalisti keskuspankkien käyttämiä, mutta toistaiseksi *negatiivisia* korkoja sekä kohdennettuja pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita FED ei ole käyttänyt, mutta ne ovat kuitenkin tärkeä osa EKP:n rahapolitiikkaa.

2.5.1 Ohjaukorko

Inflaation hallintaan keskuspankkien keskeisin työkalu on korkopolitiikka eli ohjauksen muuttaminen. Keskuspankeilla on mahdollisuus säätää ohjaukorkoaan, joka on korko, jolla keskuspankit lainaavat rahaa liikepankeille. Rahan ollessa kalliimpaa liikepankeille, liikepankkien on nostettava omia

korkojaan kompensoimaan nousutta rahan hintaa, joten ohjauskoron muutos ilmenee muiden korkojen muutoksissa, ja siten se vaikuttaa rahan kysyntään. Kun keskuspankit nostavat ohjauskorkoaan, se tekee lainaamisesta kalliimpaa ja se hillitsee niin yksityiskuluttajien kuin yritysten lainanottoa ja siten vähentää kuluttamista ja investointia.

Yleisen kulutuskäyttäytymisen ja investointien vaikuttamisen lisäksi ohjauskorkoa muuttamalla voidaan vaikuttaa esimerkiksi säästämiseen, sillä korkeammat korot tekevät säästämisestä houkuttelevampaa, joka voi kannustaa yrityksiä ja yksityiskuluttajia säästämään enemmän ja kuluttamaan vähemmän.

Yhdysvaltain keskuspankin FED:n käytössä on kaksi eri korkoa, federal funds rate (FED Funds Rate) ja discount rate. Liikepankeilla on velvollisuus säilyttää tietty osuus talletuksistaan keskuspankissa ja tämän velvollisuuden ylittävä osuus on mahdollista lainata toisille liikepankeille, jotka tarvitsevat varoja esimerkiksi tämän rajan saavuttamiseksi. Federal funds rate on korko, jolla FED:n käsityksen mukaan liikepankkien tulisi tällaisia lainoja antaa, mutta lopulta todellinen korko määräytyy liikepankkien välisistä neuvotteluista ja sopimuksista. FED Funds Rate ei siis ole FED:n määrittämä vakiomääräinen korko luotoille.

Discount rate puolestaan on FED:n käyttämä korko, jota käytetään, kun eri instituutiot lainaavat rahaa suoraan keskuspankilta. Nämä lainat ovat yleensä lyhyempiaikaisia, ja niitä on muutamaa erilaista. Kyseiset lainat jakautuvat kolmeen eri osaan ja erona ovat luottojen ehdot. Mitä vakaampi instituutio on kyseessä, sitä paremman luoton se voi keskuspankilta saada. Toisin kuin FED Funds rate, nämä Discount Ratet ovat vakiomääräisiä ja useimmiten huonompia ehdoiltaan, joten useille rahoitusta tarvitsevilla instituutioille se on hätäkeino.

Euroopan keskuspankin EKP:n kolme tärkeintä korkoa ovat perusrahoitusoperaatiot (ohjauskorko), talletuskorko sekä maksuvalmiusluotto. Perusrahoitusoperaatioiden korkoa käytetään, kun eri instituutiot lainaavat keskuspankilta rahaa viikoksi, kun taas maksuvalmiusluottoa silloin kun rahaa lainataan yönyli tarkoituksena parantaa lainaajan maksuvalmiutta. Talletuskorkoa maksetaan rahojen talletuksista keskuspankissa.

2.5.2 Nollakorkoraja ja negatiivisten korkojen politiikka

Zero Lower Bound (ZLB), suomeksi nollaraja tai nollakorkoraja tarkoittaa tilannetta, jossa keskuspankin asettama ohjauskorko on nollassa tai todella lähellä nolaa. Nollarajan tilanteessa korkopolitiikan elvyttävä vaikutus on varsin rajallista ja ohjauskorkoa ei voida tehokkaasti alentaa, sillä ohjauskoron edelleen laskeminen ei stimuloi taloutta halutulla tavalla. Nollarajan vallitessa keskuspankkien on turvauduttava epätyypillisiin rahapolitiittisiin keinoihin taloudellisen tilan parantamiseksi.

Yksi näistä epätyypillisistä keinoista ovat negatiiviset korot. Negatiivisen koron politiikka tarkoittaa nimensä mukaisesti korkotasojen laskua alle nollan. Sen sijaan, että pankki tai sijoittaja saisi talletuksilleen korkoa pankista (tai keskuspankista), täytyy heidän maksaa rahojensa säilytyksestä (keskus)pankissa. Negatiivisilla koroilla pyritään lisäämään lainanottoa ja kulutusta, koska rahan säilyttäminen tulee kalliiksi.

Negatiivisen koron politiikan otti ensimmäisenä käyttöön Sveitsin keskuspankki 1970-luvulla pääomantuonnin hillitsemiseksi ja frangin vahvistumisen torjumiseksi (Suvanto & Kontulainen 2016, 140). Ruotsin keskuspankki laski talletuskorkona negatiiviseksi vuonna 2009 heinäkuussa. Euroopan keskuspankki laski talletuskorkonsa -0.25 %:iin kesäkuussa 2014. FED puolestaan ei ole negatiivisia korkotasoja koskaan ottanut käyttöön, mutta on kuitenkin pitänyt tavoitetasoa koroille 0–0.25 prosentissa pian koronan alettua vuonna 2020.

Negatiivisten korkojen vaikutusta kysyntään, inflaatioon tai pankkien luotonantoon ei täysin vielä tiedetä, koska kyseessä on verrattain uusi ja tuntematon alue. Negatiivisilla koroilla tiedetään kuitenkin olevan haittavaikutuksia pankkien kannattavuuteen korkokatteen muodossa (Suvanto & Kontulainen 2016, 141). Negatiivisten korkojen vaikutuksia talouteen on alettu tutkia eri tahojen toimesta niiden adoptoinnin jälkeen, mutta selvyyttä ja yhteisymmärrystä asiasta ei vielä ole.

2.5.3 Ennakoiva viestintä

Ennakoivalla viestinnällä tarkoitetaan keskuspankkien avointa sekä tehokasta kommunikointia niiden odotuksista rahapolitiikkansa kehityksessä. Tällä tarkoitetaan siis lähestulkoon kaikkia keskuspankin toimia – tulevaisuuden odotuksista ja aikomuksista inflaation suhteen, korkotasojen suhteen sekä strategioista niiden saavuttamiseksi. Tehokas kommunikointi edesauttaa itsenäisiä keskuspankkeja onnistuneesti täyttämään mandaattinsa ja sen seurauksena kasvattamaan uskottavuuttaan sekä luotettavuuttaan (Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world, European Central Bank 2021, 4). EKP:n ennakoivan viestinnän kulmakiviä ovat avoimuus ja selkeys. Kommunikaation lisäys ei välttämättä tee viestin sisällöstä helpommin ymmärrettävää, joten yksi keskeinen haaste on viestiä ilman, että viestin merkitys muuttuu, tai että viestijän (tässä tapauksessa EKP:n) motiiveja aletaan kyseenalaistaa.

Avoimesta kommunikaatiosta huolimatta eivät keskuspankit halua jokaista pienintäkin asiaa tuoda julki kommunikoinnissaan. Muutamia huomioitavia näkökulmia avoimuudessa ovat lain asettamat rajoitukset, puolueellisuus, markkinoiden toimivuuteen selkeästi vaikuttava informaatio sekä ns. radiohiljaisuus ennen rahapoliittisia päätöksiä.

Puolueellisuudella tarkoitetaan päätäntäelimen jäsenien sidoksia ja suhteita eri euroalueen maihin. Päätäjien tulee säilyttää kokonaisvaltainen perspektiivi eikä esimerkiksi suosia jotain tiettyä jäsenmaata. Markkinoihin vaikuttavalla informaatiolla voidaan tarkoittaa esimerkiksi erilaista luottamuksellista informaatiota rahoituslaitoksiin ja niiden taloudellisiin tiloihin. Lisäksi keskuspankit itse ovat markkinoilla mukana merkittävästi ja luottamuksellisen informaation pitäminen salassa suojaa markkinoita ja niiden toimintaa. EKP luonnehtii vuonna 2021 päivitettyä korkojen ennakoivaa viestintään seuraavasti:

"Symmetrisen kahden prosentin inflaatiotavoitteensa tueksi ja rahapolitiittisen strategiansa mukaisesti EKP:n neuvosto odottaa ohjauskorkojen pysyvän nykyisellä tai alemmalla tasolla, kunnes se näkee inflaation saavuttavan kaksi prosenttia hyvissä ajoin ennen ennustehorisontin loppua ja pysyvästi ennustehorisontin loppuajan, ja se arvioi, että pohjainflaation toteutunut kehitys on edennyt niin pitkälle, että inflaatio vakiintuu keskipitkällä aikavälillä kahteen prosenttiin". Tämä voi merkitä myös siirtymäkautta, jolloin inflaatio on hieman tavoitteen yläpuolella" (Euroopan keskuspankki 2021).

Kyseinen viesti on huolellisesti ja tarkkaan muotoiltu, ja siinä kuvataan varsin tarkkaan taloudellista tilaa, jolloin ohjauskoron nostaminen on ajankohtaista. Ensimmäinen huomioitava kohta on *"kunnes se näkee inflaation saavuttavan kaksi prosenttia hyvissä ajoin ennen ennustehorisontin loppua"*, jolla EKP tarkoittaa edellytyksenä ohjauskoron nostolle olevan riittävän lähelle inflaatiotavoitetta edennyttä inflaatiota.

Toinen avainkohta on *"pysyvästi ennustehorisontin loppuajan"*, jolla tarkoitetaan, että inflaatiotavoitteen saavuttamisen tulisi olla pidempiaikaista ja pysyvää, eikä hetkellistä heilahtelua taloudessa, joka ei johda tasaisesti nouseviin hintatasoihin. Kolmantena tärkeänä osana *"pohjainflaation toteutunut kehitys on edennyt niin pitkälle, että inflaatio vakiintuu keskipitkällä aikavälillä kahteen prosenttiin"* viestii, että ohjauskorkoa ei nosteta, ennen kuin "pohjainflaation" on havaittu olevan riittävän edistynyt suhteessa tavoiteltuun tasoon. Tällä suojaudutaan tekemästä tiukempaa rahapolitiikkaa vastauksena hetkelliseen ja äkilliseen hintatasojen nousuun (syyinä esimerkiksi öljy tai energia), joka kuitenkin palautuu nopeasti alemmalle tasolle - pystytään siis välttämään ylireagointia (European Central Bank 2021). "Pohjainflaatiolla" EKP tarkoittaa pitkäjänteistä inflaation komponenttia, jossa ei huomioida lyhytaikaisia ja hetkellisiä muuttujia.

Viimeinen huomioitava kohta on *"Tämä voi merkitä myös siirtymäkautta, jolloin inflaatio on hieman tavoitteen yläpuolella"*. Etenkin korkoihin liittyvällä ennakoiva viestintä, joka sitoutunut välttämään ennenäikaista ja tiukentavaa rahapolitiikkaa, voi merkitä sitä, että inflaatio on tilapäisesti maltillisesti tavoitteen yläpuolella (European Central Bank 2021).

2.5.4 Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot

Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot ovat EKP:n työkalu inflaation hallintaan, jolla pyritään varmistamaan rahapolitiikan vaikutusten välittyminen ihmisten arkipäiväiseen elämään (Euroopan keskuspankki 2021). Näissä rahoitusoperaatioissa EKP tarjoaa liikepankeille pitempiaikaista lainaa edullisilla ehdoilla kannustaakseen niitä myöntämään luottoja yrityksille ja kotitalouksille. Edullisilla ehdoilla tarkoitetaan pääasiassa takaisinmaksuaikaa sekä luoton korkoa, joka oli jopa negatiivinen, mikäli pankin luotonanto ylitti tietyt rajat.

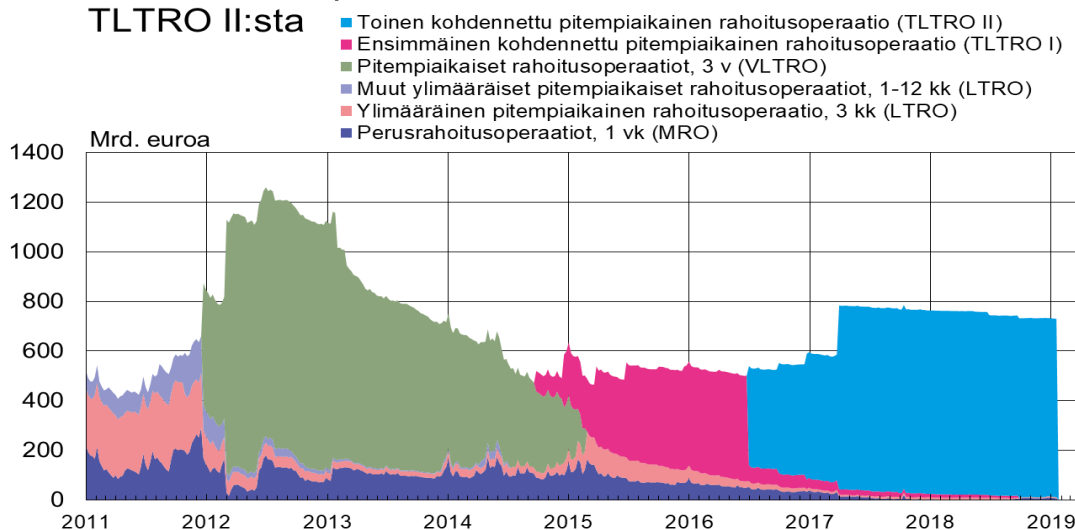
Luotontarjonnan lisäys kasvattaa investointeja ja kulutusta, jotka puolestaan nostavat kokonaistuotantoa ja edistävät työllisyyttä (Suomen Pankki 2019). Eroja EKP:n perinteisiin rahoitusoperaatioihin kohdennetuilla pitempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla on muutamia:

1. Niillä pyritään lisäämään tai vähintäänkin ylläpitämään liikepankkien luotonantoa yrityksille ja kuluttajille. Ne on erityisesti ”kohdennettu” tähän tarkoitukseen.
2. Liikepankkien saama rahoitus perustuu niiden käyttöaikeisiin, eli siis rahoitusta myönnetään vain, jos se myönnetään kuluttaja- ja yritysluottoihin. Rahoituksen määrä on myös riippuvainen siitä, kuinka paljon pankki on antanut yrityksille ja kotitalouksille lainaa, pois lukien asuntolainat.
3. Operaatioiden lainaehdot ovat varsin edullisia. Takaisinmaksuaika on neljä vuotta, joka on perinteisiä likviditeettiä lisääviä rahoitusoperaatioita huomattavasti pidempi. Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot ovat siis liikepankeille vakaa ja luotettava rahoituslähde (Euroopan keskuspankki 2021).

EKP on kokonaisuudessaan suorittanut kolme kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjaa. Operaatiot saivat alkunsa vuonna 2014, toisen kerran niitä käytettiin vuonna 2016 ja kolmannen kerran vuonna 2019 (Euroopan keskuspankki 2021). Viimeisellä kerralla operaation olennaisena näkökulmana oli koronakriisin torjunta.

Alla olevasta Suomen Pankin suorittamasta analyysin kuviosta nähdään vuoden 2019 tilanne EKP:n luotto-operaatioista. Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden hyödyntäminen ja käyttö liikepankkien keskuudessa oli todella suurta, ja niiden osuus kaikista EKP:n luotto-operaatioista oli 98 % (Suomen Pankki 2019).

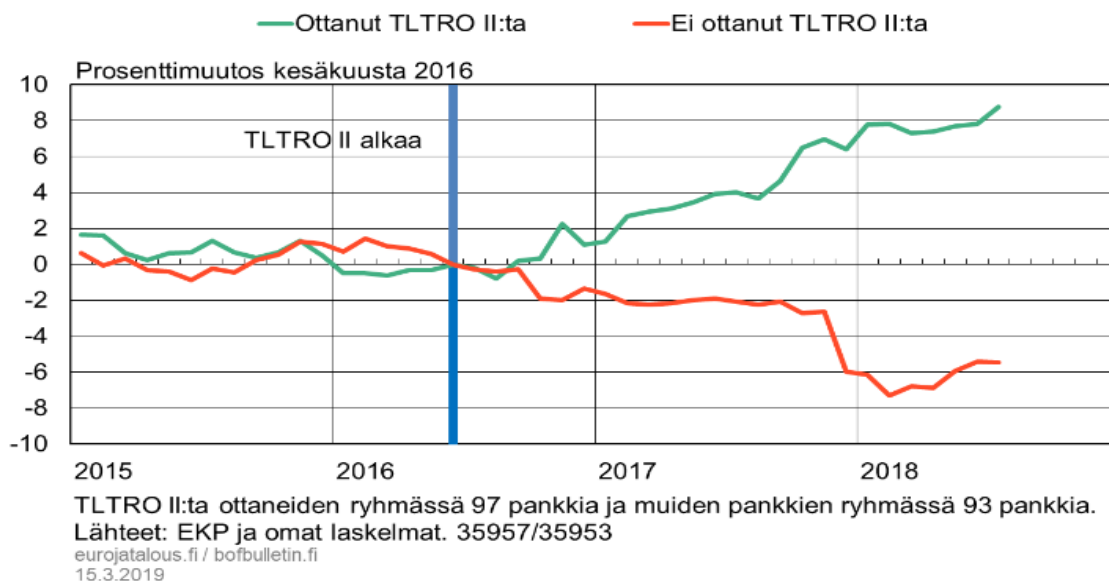
EKP:n luotto-operaatiot koostuvat tällä hetkellä lähinnä TLTRO II:sta



Lähde: EKP. 35937/35953
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
15.3.2019

Kuva 2. EKP:n luotto-operaatiot.

Koska operaatiot ovat kohdennettuja ja niiden on tarkoitus välittää rahapolitiikan vaikutukset reaali-talouteen, on operaatioiden analysointi tärkeää. Toisesta kuviosta voidaan tarkastella kohdennettujen rahoitusoperaatioiden vaikutuksia liikepankkien yritysluottokantaan. Toisen pitempiaikaisen rahoitusoperaation alkamisen jälkeen yritysluotonannoissa huomataan selkeä kasvu ja vastaavaa kehitystä havaitaan myös kulutusluotoissa (Euro ja Talous 2019).



Kuva 3. Yritysluottokanta toisten pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden alkamisen jälkeen. (Kuvion lähteessä "omat laskelmat" viittaavat alkuperäisen analyysin tekijään, eli Suomen Pankkiin).

2.5.5 Määrällinen keventäminen

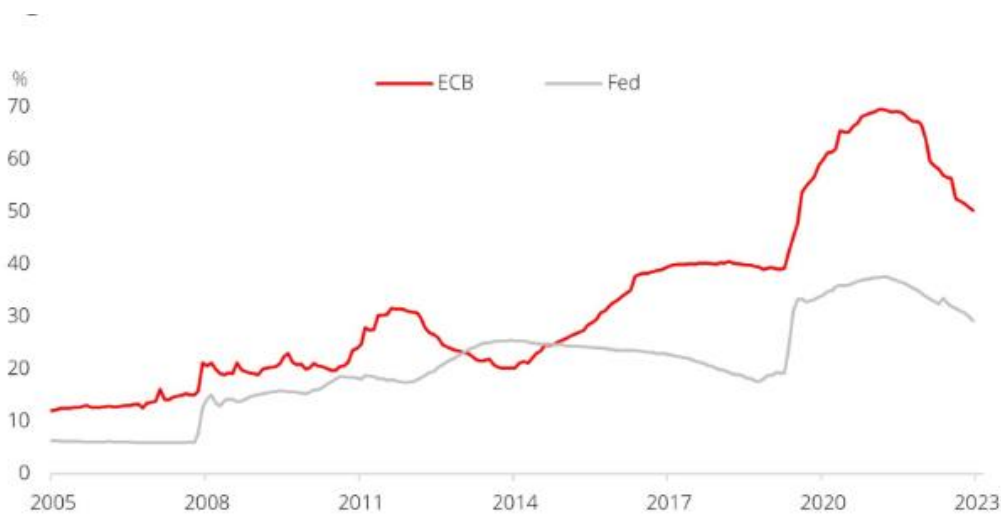
Määrällinen keventäminen on keskuspankkien rahapolitiittinen toimenpide, jossa keskuspankki ostaa markkinoilta valtion laskemia arvopapereita. Se on siis omaisuuserien osto-ohjelma. Keskuspankeilla on hyvin rajalliset rahapolitiittiset toimenpiteet käytettävissä talouden stimulointiin, kun korkotasot ovat todella matalalla. Korkotasojen ollessa valmiiksi alhaiset, ei korkojen muutoksilla kyetä saamaan taloudellista aktiivisuutta aikaan riittävästi, joten yksi mahdollinen keino on määrällinen keventäminen. Määrällisen keventämisen seurauksena taloudessa liikkuvan rahan määrä kasvaa merkittävästi, joka puolestaan laskee pitkäaikaisia korkotasoja sekä nostaa omaisuuserien arvoa.

Määrälliseen keventämiseen sisältyy riskejä, joita keskuspankkien on arvioitava huolellisesti toimenpiteen aloittamisen jälkeen. Ensimmäisenä riskinä on inflaation liiallinen kasvu. Kun taloudessa liikkuvan rahan määrä kasvaa, mutta haluttua taloudellista stimuloitua ei toimenpiteellä saatu, riskinä on liiallinen inflaation nousu tai stagflaatio. Stagflaatiosta puhutaan, kun inflaatio on korkealla, taloudellinen kasvu on hidasta sekä työttömyys on korkealla.

Toinen käytännön riski liittyy rahan lainaamiseen. Määrällisen keventämisen seurauksena pankkien likviditeetti kasvaa, mutta keskuspankit eivät voi ”pakottaa” kuluttajia ottamaan lainaa tai liikepankkeja lainaamaan enempää, joka kuitenkin on keskuspankin tavoite. Kolmantena riskinä on kotimaisen valuutan arvon laskeminen.

EKP:n osalta määrällinen keventäminen käynnistyi 2015 tammikuussa tehdyllä päätöksellä. Silloin ilmoitetussa suunnitelmassa eurojärjestelmä ostaa maaliskuusta alkaen vuoden 2016 syyskuuhun asti euroalueen valtioiden liikkeelle laskemia velkakirjoja 60 miljardilla kuukaudessa, eli noin 1 140 miljardin yhteissummalla (Suvanto & Kontulainen 2016, 135). Joulukuussa 2015 EKP:n neuvosto päätti sekä pidentää ohjelmaa, että sijoittaa uudelleen arvopapereista takaisinmaksettava pääoma. Määrällinen keventäminen muiden rahapoliittisten operaatioiden ohella on kasvattanut sekä FED:n, että EKP:n tasetta merkittävästi vuosien varrella.

Alle olevasta kuviosta voidaan huomata määrällisen keventämisen vaikutuksia keskuspankkien taseeseen. FED lopetti määrällisen keventämisen vuonna 2014 (The Guardian 2014) ja sen taseen kasvu suhteessa bruttokansantuotteeseen pysähtyi, kun taas EKP:n osalta vuoden 2015 tammikuussa tehtyjen päätösten seuraukset voidaan huomata merkittävänä taseen kasvuna usean vuoden aikana.



Kuva 4. Euroopan keskuspankin ja Yhdysvaltain keskuspankin tase, % BKT:sta (Bloomberg 2024).

Lisäksi EKP:n määrällinen keventäminen pitää sisällään operaatiot kuten APP (asset purchase programme), PEPP (pandemic emergency purchase programme) sekä PELTRO (pandemic emergency longer-term refinancing operations). Nämä operaatiot ovat erityisiä tilanteita ja tarkoituksia varten räätälöityjä osto-ohjelmia.

2.6 Hintavakauden viitekehys

Vuonna 1998 EKP:n neuvosto ilmoitti operatiivisen määritelmän hintavakaudesta, joka oli alle 2 %:n vuotuinen kuluttajahintaindeksin kehitys. Tavoite oli keskipitkälle aikavälille, koska rahapoliittisten päätösten vaikutukset inflaatiotasoon voivat viedä pitkänkin ajan. Silloin jo tiedostettiin, että on suorastaan mahdotonta ylläpitää ennalta määriteltyä inflaatiotasoa kokoaikaisesti.

Inflaatiotavoitteen määrittämistä alle kahdeksi prosentiksi tietyn numeerisen arvon sijaan on tukenut muutama eri tekijä. Ensimmäisenä, Euroopassa oli päätöksentekohetkellä ollut korkea inflaatio jo monta vuotta ja vakaampi alhaisemman inflaation ympäristö nähtiin kokonaisvaltaiseksi eduksi. Toisena syynä oli Euroopan Unionin jäsenmaiden sen hetkinen taloudellinen tilanne. Monet jäsenmaat olivat toisistaan eroavissa tilanteissa, ja alle 2 %:n tavoite nähtiin sopivimmaksi vaihtoehdoksi jokainen jäsenmaa huomioiden. Kolmantena syynä oli saatu vaikutus Ranskasta.

Ranskan pankki sai vuonna 1994 mandaatin tavoitella alle 2 %:n inflaatiotasoa, jonka nähtiin säilyttävän hintavakauden. Tälle inflaatiotavoitteelle nähtiin tärkeämmäksi määrittää yläraja ja antaa vähemmän painoarvoa vaihteluille ylärajan sallimissa rajoissa.

Kokemusta EKP kerkesi kerryttää lähes neljä vuotta ennen kuin vuoden 1998 strategia arvioitiin uudelleen. Alle 2 %:n inflaatiotavoite määriteltiin uudelleen, tai oikeastaan tarkennettiin alle, mutta lähelle 2 %:a keskipitkällä aikavälillä. Vuonna 2003 EKP asetti euroalueelle uudeksi inflaatiotavoitteeksi alle 2 % ja sittemmin vuonna 2021 asetettiin symmetrinen 2 % inflaatiotavoite, joka tarkoittaa sitä, että EKP pitää tavoitetta hitaampaa ja nopeampaa inflaatiota yhtä huonona asiana.

Kahden prosentin inflaatiotavoitteeseen on päädytty varsin käytännöllisistä syistä (Suvanto & Kontulainen 2016, 39). Suvanto ja Kontulainen kartoittavat ensimmäisenä syynä korkeammassa inflaation ympäristöissä ilmenevän suurempia inflaatiotasojen vaihteluita, joka luo epävarmuutta hintatasojen kehityksestä ja se puolestaan voi kiihdyttää inflaatiota entisestään.

Toisena syynä, nähtiin hyväksi, että inflaatio on nolaa suurempi. Perusteluja esiteltiin muutamia;

- hintatason tilastollinen mittaaminen on aina enemmän tai vähemmän epätarkkaa. Hyödykkeiden hinnat voivat ajoittain nousta useista eri syistä, vaikka kyseessä ei olisikaan inflaatio. Hintaindeksiin sisältyvien tavaroiden hinnat saattavat nousta esimerkiksi tavaroiden laadun kehityksestä. On mahdollista, että kuluttajahintaindeksi liioittelee tapahtunutta hintojen nousua.
- selvästi nolaa suurempi inflaatiotavoite pienentää sellaisten tilanteiden todennäköisyyttä, jossa nimelliskorot ajautuvat nolларajalle (Suvanto & Kontulainen 2016, 40).

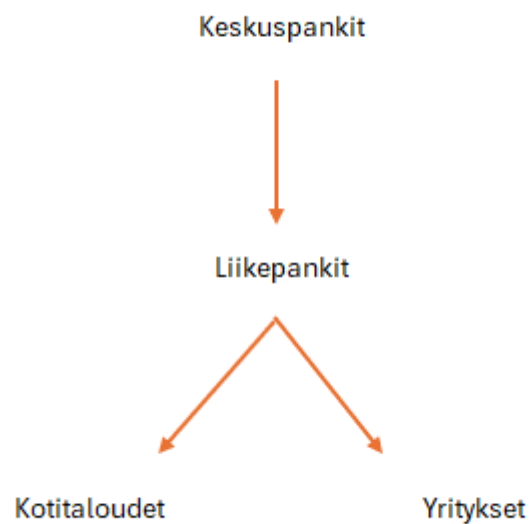
On selvää, että viimeaikaisten tapahtumien seurauksena edellä mainitut perustelut on tuotu tarkastelun ja uudelleen arvioinnin kohteeksi.

FED asetti 2 % inflaatiotavoitteen pitkälle aikavälille virallisesti vasta tammikuussa 2012. FED:n kahden prosentin asettama inflaatiotavoite oli melko selkeä ja jokseenkin tiukka, mutta on hiljattain muuttunut hieman joustavampaan kahden prosentin tavoitteeseen (Council on Foreign Relations 2023). Joustavampi tavoite tarkoittaa sitä, että FED sietää tavoitetta pienempää ja suurempaa inflaatiota, kunhan pidemmän aikavälin keskiarvo pysyy kahdessa prosentissa.

Ennen virallista kahden prosentin tavoitetta mitään vastaavaa selkeää tavoitetta ei ollut asetettu, mutta vuodesta 2000 vuoden 2008 lamaan asti FED:n tavoitteena on arveltu olevan 1,5 %. Arvio perustuu The Federal Reserve Bank of San Francisco:n julkaisemaan analyysiin avomarkkina-komitean kokousten pöytäkirjoista (Federal Reserve Bank of San Francisco 2019).

3 KESKUSPANKIT

Talousjärjestelmämme tukeutuu hyvin merkittävästi pankkeihin ja pankkien monipuoliseen toimintaan. Kuluttajille arkipäiväiset liikepankit ovat osa laajempaa talousjärjestelmää, jonka keskiössä ovat keskuspankit. Keskuspankit ovat instituutioita, joiden ympärille koko rahoitusjärjestelmä rakentuu. Keskuspankeilla on useita eri tehtäviä, mutta merkittävimmät niistä ovat rahoitusjärjestelmän valvonta, hintavakauden ylläpito, rahan tarjonnan sääntely sekä korkotasojen määrittäminen. Tämä tarkoittaa myös sitä, että liikepankit useasti hakevat luottoja keskuspankeilta, vaikka pystyvät ne myös lainaamaan varojaan toisille liikepankeille.



Aina kun toimitaan pyrkien vaikuttamaan tulevaisuuteen, ennustusten varassa tehdyt päätökset ja toimet ovat epävarmoja. Talouspolitiikka ei eroa muusta siinä mielessä, että talouspolitiikassakin on varauduttava yllättäviin tapahtumiin ja tilanteisiin. Uudet olosuhteet edellyttävät uusia päätöksiä, tai ainakin vanhojen uudelleenarviointia sekä analysointia, ovatko ne vielä päteviä vallitsevissa olosuhteissa.

3.1 Euroopan keskuspankki

Euroopassa ja euroalueella on vuosien varrella ollut useampia eri instituutioita ajamassa ja hoitamassa rahapolitiikkaa. Euroopan ensimmäinen taloudellinen instituutio, EMCF (European Monetary Cooperation Fund), perustettiin vasta vuonna 1973. EMCF lakkautettiin vuonna 1993, ja vuoden 1994 tammikuussa sen korvasi European Monetary Institute (EMI), joka puolestaan lakkautettiin vuonna 1998 Euroopan keskuspankin syntymisen seurauksena.

Työssä olisi hyödynnetty lähihistorian taloudellisia tiloja ja ympäristöjä, mutta näistä EKP:tä edeltävistä instituutioista löytyy varsin rajallinen määrä tietoa, saati riittävä määrä rahapoliittisia toimenpiteitä kokonaiskuvan muodostamiseen ja tarkasteluun. Talousympäristön määrittelyn vaikeuksiin on pääasiassa vaikuttanut ongelmat ja haasteet tiedonhankinnassa. Historiallisista instituutioista löytyy perustietoa runsaasti, kuten dokumentteja ja raportteja perustuksen ajoilta, esimerkiksi instituutioiden tarkoituserän määrittelyksi, mutta varsinaisia rahapolitiikan päätöksiä löytyy varsin niukasti, joka vaikeuttaa rahapoliittisten toimien analysointia.

Euroalueen jäsenmaat ovat Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Italia, Itävalta, Kreikka, Kroatia, Kypros, Latvia, Liettua, Luxemburg, Malta, Portugali, Ranska, Saksa, Slovakia, Slovenia, Suomi ja Viro. Eurojärjestelmä hallinnoi maailman toiseksi suurimman valuutan, euron, käyttöä sekä huolehtii euroalueen rahapolitiikasta (Suomen Pankki, 2025).

Euroopan keskuspankki ja kansalliset keskuspankit muodostavat Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKJP). EKP ja Euroopan unionin jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit, joiden rahayksikkö on euro, muodostavat eurojärjestelmän. Euroopan keskuspankin ensisijaiseksi tavoitteeksi hintavaikaus kirjattiin Maastrichtin sopimukseen 1992, muttei kuitenkaan millään tietyllä numeroarvolla. Euroopan keskuspankkijärjestelmälle on määritelty perustehtäviä:

- Euroopan unionin rahapolitiikan määrittelemine ja toteuttaminen;
- Valuuttamarkkinatoimien suorittaminen mainitun sopimuksen 219 artiklan mukaisesti;
- Jäsenvaltioiden virallisten valuuttavarantojen hallussapito ja hoito;
- Maksujärjestelmien moitteettoman toiminnan edistäminen.

(Asetus 12016/PRO/04/EU: Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännöstä, 2 ja 3 artikla)

Perustussopimuksen lisäksi Eurojärjestelmän tehtäviin kuuluu esimerkiksi tilastotietojen keräämistä ja analysointia, rahan (seteleiden) liikkeelle laskua euroalueella sekä kokonaisvaltaisesti rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamista. EKP:n vastuulla on myös varmistus siitä, että eurojärjestelmälle keskeiset ja vaadittavat tehtävät ja toimenpiteet tulevat hoidetuksi, joko EKP:n tai kansallisten keskuspankkien toimesta. Eurojärjestelmän kansalliset keskuspankit ja niiden päätöksentekovelinten jäsenet ovat täysin riippumattomia, eivätkä saa pyytää ohjeita miltään ulkopuoliselta taholta (Suomen Pankki, 2025).

3.2 Yhdysvaltain keskuspankki eli The Federal Reserve System

Yhdysvaltain keskuspankki (The Federal Reserve System) eli FED on laaja pankkijärjestelmä, joka koostuu kolmesta eri kokonaisuudesta, joita ovat johtokunta, 12 alueellista keskuspankkia ja avomarkkinakomitea (Federal Open Market Committee, FOMC). Johtokunta koostuu seitsemästä jäsenestä, jotka Yhdysvaltain presidentti nimeää ja senaatti hyväksyy. Johtokunnan jäsenkausi kestää 14 vuotta. FED:n alueelliset keskuspankit sijaitsevat ympäri maata ja muodostavat omat toimialueensa. Alueelliset keskuspankit toimivat suurelta osin itsenäisesti, vaikka johtokunta niitä valvookin. Avomarkkinakomitea on FED:n varsinainen päätäntäelin, joka koostuu 12 äänestävästä jäsenestä – seitsemän johtokunnan jäsentä, New Yorkin alueellisen keskuspankin presidentti ja jäljelle jäävistä 11 alueellisesta keskuspankista viimeiset neljä jäsentä vuorottelevassa järjestyksessä. Avomarkkinakomitea on siis se FED:n elin, joka tekee rahapolitiittisia päätöksiä sille asetettujen mandaattien saavuttamiseksi. FED toimii myös ns. ”valtion pankkina”, eli se esimerkiksi liikkeelle laskee ja lunastaa Yhdysvaltain hallituksen arvopapereita.

FED:n tehtäviä ovat mm. seuraavat:

1. Rahapolitiikan harjoittaminen

Rahapolitiikalla viitataan FED:n toimiin, joilla pyritään saavuttamaan Yhdysvaltain kongressin kaksi asettamaa mandaattia, jotka ovat täystyöllisyys ja hintavakaus.

2. Rahoitusjärjestelmän vakauden ylläpito

FED jatkuvasti valvoo taloudessa sijoittajien, säästäjien, lainaajien sekä yritysten yhteyksiä tavoitteena tehdä rahoituslaitoksista ja markkinoista vahvempia ja kestävämpiä. Tällä pyritään takaamaan, että niiden taloudellinen toimintakyky säilyy vaikeinakin aikoina.

3. Rahoituslaitosten valvonta ja sääntely

FED valvoo ja sääntelee rahoituslaitosten toimia varmistaakseen, että ne toimivat Yhdysvaltain lakien puitteissa sekä noudattavat säännöksiä, joita asettavat esimerkiksi Yhdysvaltain kongressi ja FED.

4. Maksujärjestelmän turvallisuus ja tehokkuus

Maksujärjestelmä kattaa kaikki rahoitustapahtumat tavaroista ja palveluista, niin yksityishenkilöiden kuin instituutioidenkin. FED:n rooli Yhdysvaltain maksujärjestelmän ylläpidolle on merkittävä. FED varmistaa rahan turvallisen, varman ja tehokkaan liikkumisen taloudessa.

5. Kuluttajansuojelu ja yhteisöjen kehitys

Viimeisenä tehtävänä FED:llä on kuluttajien suojelu sekä yhteisöjen kehitys. Nämä tapahtuvat pääosin valvomalla, että eri rahoituslaitokset noudattavat liittovaltion lakeja sekä säännöksiä, jotka takaavat laadukkaat tuotteet ja palvelut kuluttajille.

FED, kuten suurin osa muistakin keskuspankeista, seuraavat toisten alueiden ja keskuspankkien taloudellista toimintaa, tilaa ja kehitystä. Euroalueen talous vaikuttaa globaaliin talouteen ja erityisesti Yhdysvaltojen talouteen esimerkiksi viennin, valuuttakurssien ja pääomavirtojen kautta. Erityisesti euroalueen, mutta muidenkin alueiden taloudet ja niissä tapahtuvat suuret muutokset voivat vaikuttaa toisten keskuspankkien toimialueen luottamukseen, investointeihin ja finanssimarkkinoihin. Vaikka keskuspankkien virallisiin tehtäviin ei liittyisikään toisten keskuspankkien ja talousalueiden valvonta, niiden analysointi ja seuranta on olennaista oman toimintaympäristön näkökulmasta, jotta voidaan tehdä hyvin perusteltuja päätöksiä (inflaatio)tavoitteiden saavuttamiseksi.

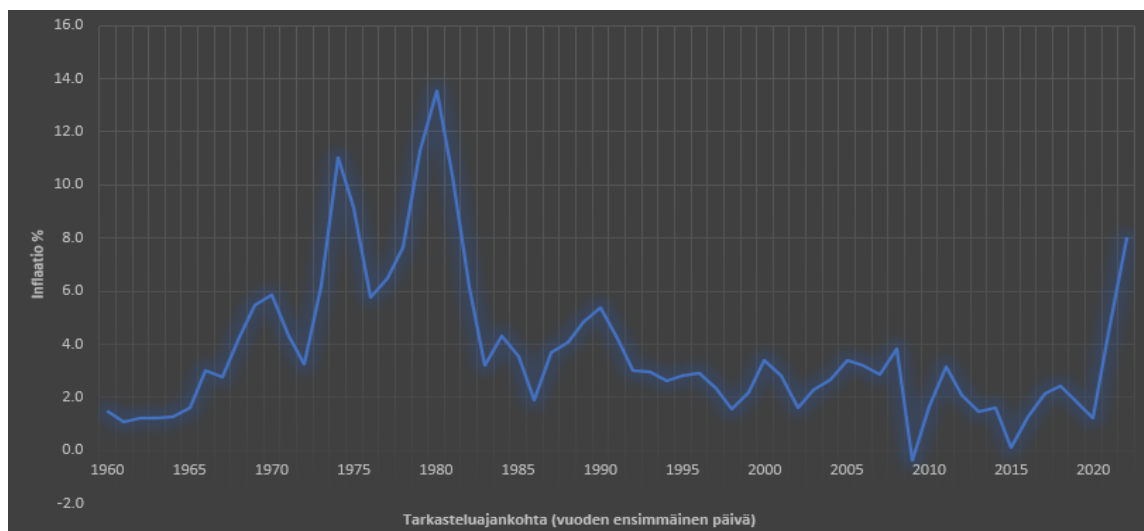
4 INFLAATIOTAVOITTEIDEN SAAVUTTAMINEN ERI TALOUSYMPÄRISTÖISSÄ

Tässä luvussa tullaan tarkastelemaan keskuspankkien toimia eri talousympäristöissä niiden asettamien inflaatiotavoitteiden saavuttamiseksi. Huomio painottuu aiemmin työssä käsiteltyihin inflaation hallinnan työkaluihin, mutta asiaa pyritään tarkastelemaan kokonaisvaltaisesti, sikäli kun työn kannalta olennaisia ja tärkeitä kohtia nousee esille. Talousympäristöjen valitsemiseen vaikutti tiedon saatavuus, kun tarkoituksena oli valita suhteellisen verrattavissa olevat ympäristöt pituudeltaan mutta myös aikansa kontekstiltaan.

Työssä olisi hyödynnetty lähihistorian taloudellisia tiloja ja ympäristöjä enemmän, mutta EKP:tä edeltävistä instituutioista löytyy varsin rajallinen määrä tietoa, saati riittävä määrä rahapolitiittisia toimenpiteitä kokonaiskuvan muodostamiseen ja tarkasteluun. Ongelmaa ei esiintynyt Yhdysvaltojen näkökulmasta, joten mainintaa vanhemmista tapahtumista ja ajoista on vain vähän ja vain FED:n toimialueella. Ajanjaksojen tarkastelujen jälkeen tehdään yhteenveto näiden talousympäristöissä tehtyjen toimien osalta ja huomioidaan olennaiset erot keskuspankkien välillä, mikäli huomioita nousee esille.

4.1 Korkean inflaation aika Yhdysvalloissa

Korkean inflaation talousympäristön tarkasteltavaksi ajanjaksoksi valittiin FED:n toimialueella vuodesta 2021 vuoden 2022 loppuun. Tarkastelussa hyödynnetään 1970-luvun inflaatiota, vaikkei sitä erikseen oteta tarkastelujaksona analysoitavaksi. Inflaatioiden luonteet ovat erilaiset, joten havaintoja on hyvä tehdä molemmista, mutta noin 50 vuotta vanhaa tietoa löytyy tämän työn tarkoitukseen varsin rajatusti. Alla olevasta kaaviosta voidaan huomata, että vaikka 1970-luvun inflaatio olikin varsin äkillinen, kesti se lähemmäs 15 vuotta ennen kuin vuotuinen inflaatio saatiin laskemaan 3,5 %:iin vuoden 1980 loppupuoliskolla. Tätä vuosien 1965–1985 (vuosien rajausta riippuu hieman lähteistä) välistä aikaa Yhdysvalloissa kutsutaan nimellä ”The Great Inflation”.



Kuva 5. Vuotuinen inflaatio Yhdysvalloissa (%).

Korkealle inflaatiolle oli useita eri syitä, joista yksi oli FED:in tavoite saavuttaa täystyöllisyys tiedostaen ja hyväksyen sen kiihdyttävän inflaatiota, muodostaen negatiivisen korrelaation työllisyyden ja inflaation välillä, Phillipsin käyrää mukaillen. Inflaation kiihtyminen alkoi 1960–1970 lukujen vaihteessa, mutta vuotuinen inflaatio nousi räjähdysmäisesti yli 11 %:iin vuonna 1973 *öljykriisin* takia. Pian seurasi toinen energiakriisi vuonna 1978 ja vuotuisen inflaation voidaan alla olevasta kaaviosta nähdä nousseen ennätyslukemiin, saavuttaen noin 13,5 %.

Tällä suuren inflaation ajanjaksolla oli merkittävä vaikutus FED:n rahapoliittiseen toimintaan ja huomion kohteisiin. Ekonomisti Athanasios Orphanides korosti FED:n virheellisiä laskelmia ja arvioita 1960-luvulla inflaatioon ja työttömyyteen liittyen, ja sen jälkeen FED on kehittynyt arvioissaan ja laskelmissaan, kiitos parantuneille inflaation kehityksen indikaattoreille sekä tilastotieteelle. Tammi-kuussa 1968 Alfred Hayes, New Yorkin alueellisen keskuspankin johtaja sekä avomarkkinakomitean jäsen sanoi seuraavasti: ”Olemme pyrkineet nopeampaan talouskasvuun ja alhaisempaan työttömyyteen kuin mikä on sopusoinnussa hintavakauden kanssa”.

Työn tarkastelujakson aikana 2021–2022 kuukausittaisen inflaation vaihteluväli Yhdysvalloissa oli noin 5–9 %. Kuten aiemmasta kuvasta voidaan huomata, Yhdysvalloissa inflaatio ei ole käynyt kovinkaan lähellä tarkastelujakson lukemia viimeiseen 40 vuoteen ja on siis kyse ajasta, jonka tilanteet ja ympäristöt tapahtuivat äkillisesti eikä niihin osattu etukäteen varautua. FED:n rahapoliittiset toimenpiteet olivat myös merkittäviä laajuudeltaan, jotta huomattavasti ja äkillisesti muuttuneen ympäristön raameissa voitiin toimia, ja että talousympäristön negatiiviset vaikutukset voitiin minimoida.



Kuva 6. Kuukausittainen inflaatio Yhdysvalloissa 2020–2023 (%) (Statista.com).

Otetaan ensimmäiseksi inflaation hallinnan instrumentiksi tarkasteluun keskuspankin ostot, eli määrällinen keventäminen. Alla on kuva, joka kuvastaa Yhdysvaltain keskuspankin varoja, eli taseen summaa. Kuten siitä huomataan, FED aloitti määrällisen keventämisen vuonna 2008 finanssikriisin

seurauksena, jolloin taseen summa nousi 900 miljardista noin 2,2 biljoonaan dollariin vain noin vuoden aikana. Näinä aikoina, vuoden 2008 ja 2009 vaihteessa määrällisen keventämisen lisäksi FED laski korkotasonsa lähes nolnaan ensimmäistä kertaa koskaan. Toinen kierros määrällistä keventämistä suoritettiin 2010–2011, koska ensimmäinen ostojen kierros ei saavuttanut haluttua lopputulosta, ja taloudellinen tila ei ollut FED:n tavoitteiden mukainen.

Kolmas operaatio alkoi vuoden 2012 loppupuolella ja loppui 2014 syksyllä. Tämä kolmas operaatio oli aavistuksen erilainen aiempiin iteraatioihin verrattuna, sillä FED ei määrittellyt ostojen tarkkaa summaa kuukausikohtaisesti eikä myöskään tarkkaa aikakehystä ostoille. Neljäs, ja toistaiseksi viimeinen määrällisen keventämisen operaatio alkoi vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä ja keskuspankin tase kasvoi todella paljon todella nopeasti.

Tase kasvoi vuoden 2020 alusta vuoden 2022 puoliväliin noin 4,1 biljoonasta lähes 9 biljoonaan dollariin. FED lopetti määrällisen keventämisen netto-ostot maaliskuussa 2020, mutta uudelleensijoituksia jatkettiin vuoden 2022 puoliväliin asti, jonka jälkeen tase ei enää kasvanut, vaan sitä alettiin hitaasti ja tasaisesti laskea.



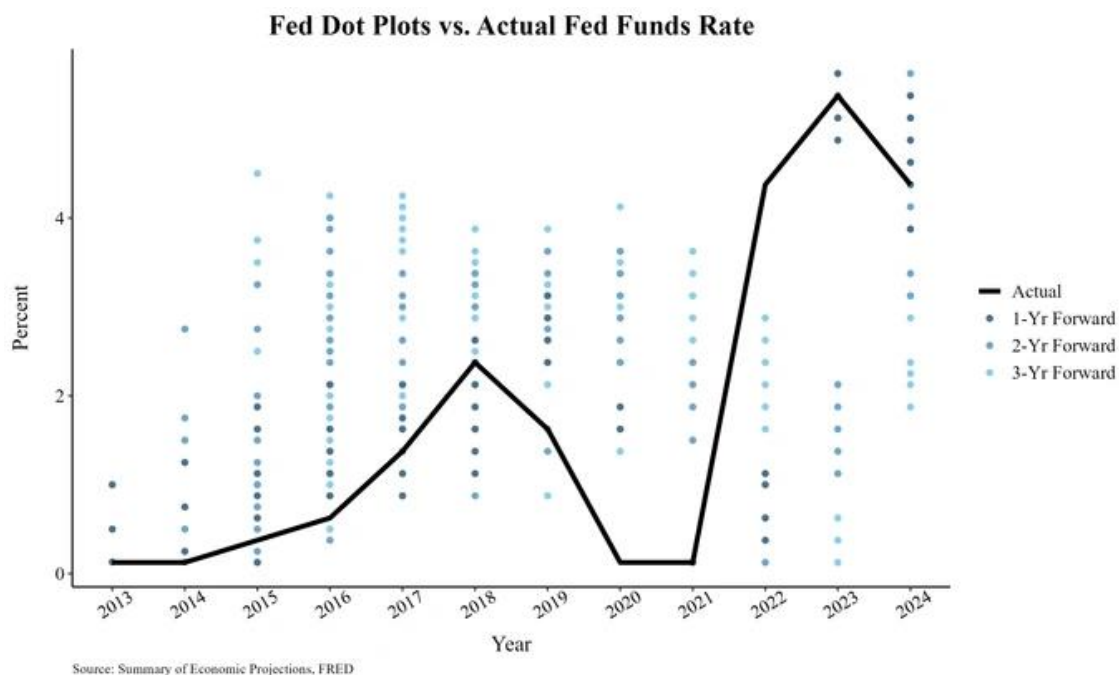
Kuva 7. Yhdysvaltain keskuspankin tase, 2008–2025.

Vuoden 2020 FED piti korkotasojaan lähes nollassa, uskoen, että sen hetkinen inflaatio oli vain hetkellistä ja sen hetkisillä voimassa olevilla poliittisilla päätöksillä ja toimenpiteillä taloudellinen tila saataisiin paranemaan. Tarkastelussa olevan jakson aikana keväällä vuonna 2022 FED kuitenkin alkoi nostamaan ohjauskorkoaan, kun inflaation suhteen paranemista ei havaittu, vaan se jatkoi nousuaan. Korkoja nostettiin todella aggressiivisesti, vuoden 2022 alusta noustiin 0,25 %:sta 4,5 %:iin seuraavan vuoden alkuun mennessä. Tämä nousu sisälsi koron muuttamista peräti 7 kertaa kalenterivuoden aikana.

Vuosien 2021 ja 2022 aikana FED käytti ja hyödynsi runsaasti ennakoivaa viestintää rahapolitiikan työkaluna. Kriittikkiä FED on saanut vuosien 2021–2022 ennakoivasta viestinnästä ja jotkut tahot kuvaavat sitä jopa epäonnistuneeksi. 2021 marraskuussa FOMC päätti pitää korkotasot muuttumattomana, ja että 0–0.25 % olisi riittävä tavoite korkotasolle maksimaalisen työllisyyden ja kahden prosentin inflaation saavuttamiseksi.

Kuten aiemmin todettiin jo, FED alkoi nostamaan korkojaan vuonna 2022 varsin ripeästi, eli pian edeltävän päätöksen jälkeen. Tämän FOMC totesi jo tammikuussa 2022 julkaistussa lehdistötiedotteessaan, että he päättivät pitää nykyisen korkotason tavoitteensa nollan ja 0.25 %:n välillä, mutta uskoivat korkojen nousun olevan pian ajankohtaista, koska työllisyysmarkkinat näyttivät vahvoilta ja inflaatio oli reilusti yli kahdessa prosentissa.

Alla oleva kuva visualisoi FED:n korkoennusteita ja todellista ohjauskorkoa vuosina 2013–2024. Johtopäätöksenä kuvasta voidaan huomata, että FED:n korkoennusteet eivät aina, tai kovinkaan usein osu oikeaan, varsinkaan taloudellisten kriisien ja shokkien aikoina.



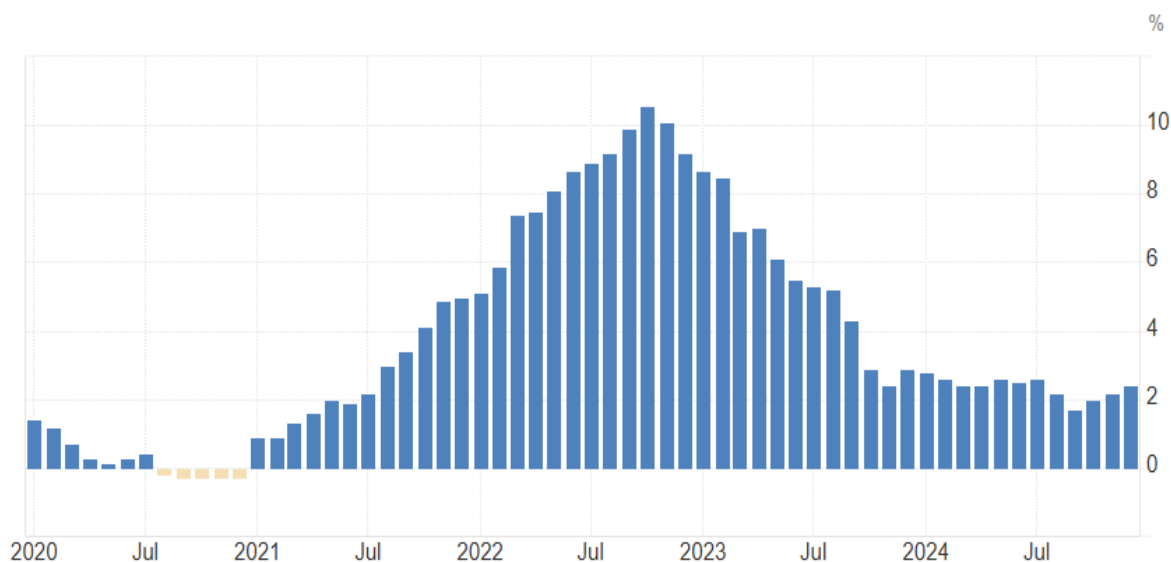
Kuva 8. FED:n korkoennusteet vs. todellinen ohjauskorko 2013–2024.

Kriittikkiä on noussut FED:n epäonnistuneista korkoennusteista etenkin vuosien 2021 ja 2022 inflaation aikoihin. Selityksiä huomattavalle erolle ennustuksissa ja todellisessa korkotasossa on muutamia. Ensimmäinen selitys on, että FED ei osannut arvata inflaation kestävyyttä ja nousua kyseisinä vuosina, joka varmastikin osaltaan pitää paikkaansa, kun huomioidaan 2021 lopulla julkaistut lehdistötiedotteet. Toisena selityksenä on, että vaikka FED ei sitä osannut arvata, sen *olisi pitänyt* arvata

ja hahmottaa taloudellisen tilan kehittyminen sellaiseksi, kuin se kehittyi (ScienceDirect, 2024). Kriittikki kärjistettynä kohdistuu FED:n kykyyn arvioida tulevaa kehitystä taloudellisten olosuhteiden muuttuessa ja, että sen tulisi selventää reaktioita erilaisiin ympäristöihin.

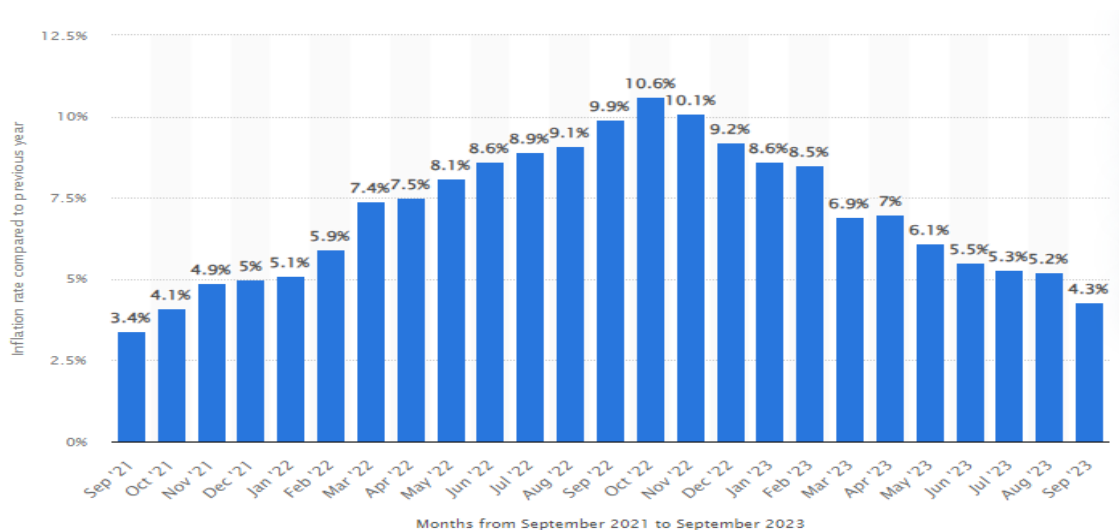
4.2 Korkean inflaation aika Euroalueella

Työhön Euroalueen tarkastelun ajanjaksoksi valittiin vuosi 2022 vuoden 2023 loppupuolelle asti. Alla olevasta kaaviosta voidaan huomata, kuinka inflaatio alkoi nousemaan tasaisesti vuoden 2021 alusta lähtien ja saavutti 5 % vuoden 2021 loppupuolella, eikä näyttänyt merkkejä hidastumisesta.



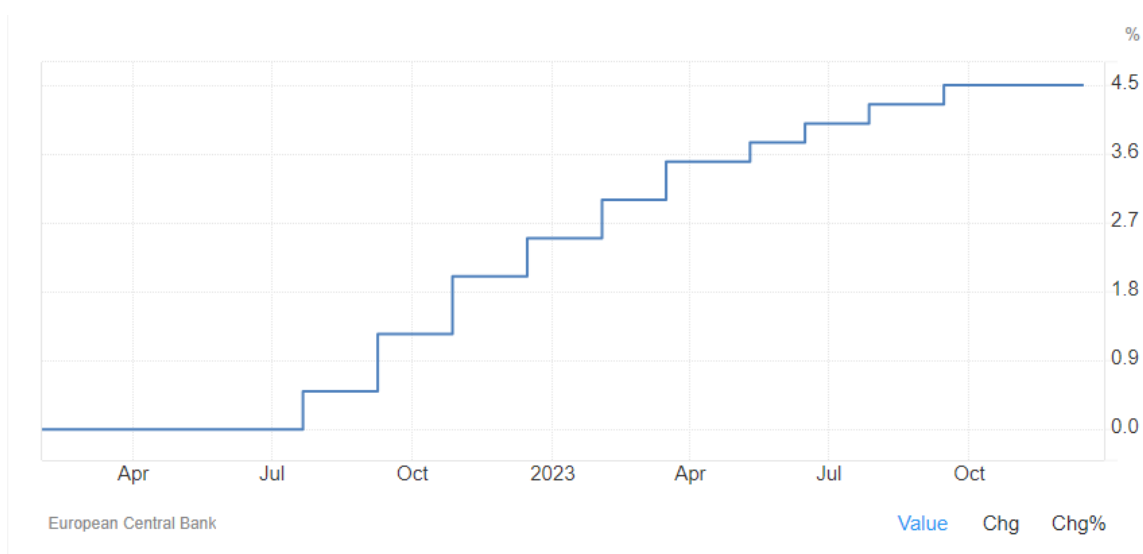
Kuva 9. Vuotuinen inflaatio Euroalueella 2020–2024 (Tradingeconomics.com).

Korkopolitiikan ollessa keskuspankkien tärkein, konkreettisin ja välittömin työkalu hintavakauden ohjaamiseen, EKP alkoi vuoden 2021 lopulla nousevaa inflaatiota kamppailemaan varsin määrätietoisella ja nopealla korkojen ohjaamisella vuoden 2022 puolivälissä. Heinäkuussa 2022 alkoi rahoituksen kiristymisen vaihe, kun korkoja alettiin nostaa nopeinta vauhtia koskaan, sillä tiedostettiin, että inflaation räjähdysmäinen kasvu oli saatava kuriin, inflaatio kävi korkeimmillaan 10,6 %:ssa vuoden 2022 lokakuussa. Aktiivisella, nopealla ja määrätietoisella päätöksenteolla, etenkin korkopoliittisissa asioissa inflaatio saatiin laskemaan ja vuoden kuluttua kiristymisvaiheen alettua vuoden 2023 syksyllä inflaatio oli pudonnut 5,2 %:iin. Inflaatio ja taloudentila oli saatu joissain määrin stabilisoitua ja vaikka korkotasot olivat haluttua korkeampia, niiden nähtiin laskevan inflaatiota edelleen, joten korkotasoja ei lähdetty laskemaan ennenaikaisesti (ECB, 2024).



Kuva 10. Kuukausittainen inflaatio Euroalueella tarkastelujakson aikana (Statista.com).

Tarkasteltavan ajanjakson aikana Euroopan keskuspankki muutti perusrahoitusoperaatioiden korkoaan 10 kertaa. Korkotasot nousivat vuoden 2022 alusta tarkastelujakson loppuun 4,5 %, eli siis 0 prosentista 4,5 prosenttiin. Perusrahoitusoperaatioiden korko on ollut EKP:n historiassa vain kerran aiemmin korkeampi, joka oli vuoden 2001 alussa ja silloin korkotaso nousi 4,75 %:iin. Toistaiseksi, joulukuussa 2024, EKP on muuttanut perusrahoitusoperaatioiden korkoa 41 kertaa vuoden 1999 alusta lähtien ja peräti 10 niistä oli noin 18 kuukauden mittaisen tarkastelujakson aikana. Tarkastelujakson aikana korkotason ohjaaminen oli siis erittäin ripeää ja määrätietoista.

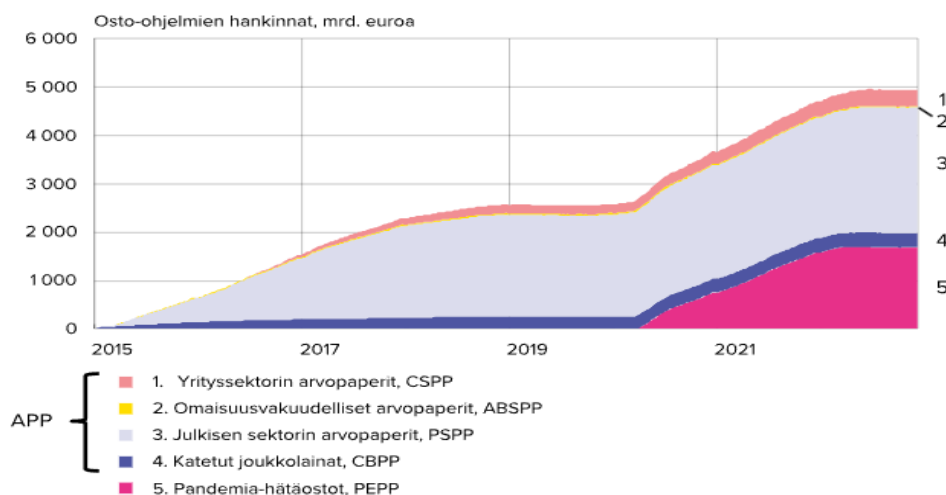


Kuva 11. Perusrahoitusoperaatioiden korko 2022–2023.

EKP:n tapoihin inflaation hallinnan työkaluna kuuluu myös ennakoiva viestintä, jolla pyritään luomaan mahdollisimman odotuksienmukaisia ja tasaisia taloudellisia ympäristöjä. EKP:n pääjohtaja Christina Lagarde totesi puheessaan kesällä 2023, että inflaatio on liian korkea ja, että EKP on määrätietoinen sen nopeassa hillitsemisessä ja tasoittamisessa. Lisäksi Lagarde kertoi EKP:n viimeaikaisten ja tulevien rahapoliittisten toimien perusteet. Tuleville rahapoliittisille toimenpiteille, etenkin korkopolitiikalle Lagarde kertoi saapuvien tietojen olevan avaintekijä. Lagarde hahmotti EKP:n reaktion perustuvan kolmeen eri tekijään, joita ovat inflaationäkymät, pohjainflaation dynamiikka ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuus. Lagarde avasi EKP:n tapaa tulkita ja arvioida jokaista tekijää, mutta se ei tälle työlle ole erityisen olennaista. Olennaista on havaita, kuinka avointa, selkeää ja läpinäkyvää EKP:n viestintä on, kun talousympäristössä on merkittäviä haasteita ja erilaisia rahapoliittisia toimia joudutaan tekemään varsin aggressiivisesti.

Määrällinen keventäminen, tässä tapauksessa osittainen lopettaminen, pelasi myös roolia tarkastelelujakson inflaation hillitsemisessä. EKP lopetti APP:in (Asset Purchase Program) mukaiset arvopapereiden netto-ostot heinäkuussa 2022, mutta joukkovelkakirjojen uudelleensijoituksia kuitenkin jatkettiin (Suomen Pankki, 2023). Kyseinen osto-ohjelma aloitettiin vuonna 2014 ja oli suunniteltu talouden stimuloimiseksi, mutta korkean inflaation aikana sillä havaittiin potentiaalisesti olevan negatiivisia vaikutuksia hintatasoon, koska se lisäsi tarjolla olevan rahan määrää, sekä laski korkotasoa joukkovelkakirjojen kautta. Alla olevasta kaaviosta voidaan huomata vuoden 2019 hiljainen kausi keskuspankin netto-ostoissa, kunnes ostoja taas jatkettiin vuoden loppupuolella.

EKP:n osto-ohjelmien kautta hankkimien arvopapereiden määrä ei enää kasvanut



Lähde: Euroopan keskuspankki.

Kuva 12. EKP:n osto-ohjelmien hankinnat (Suomen Pankki, 2024).

Pian ostojen jatkuttua alkoi koronapandemian rasittama aikakausi, jolloin EKP aloitti erillisen hätäosto-ohjelman. Tarkastelujakson inflaation ja taloudellisen tilan havaittiin olevan sen verran merkittävä ja akuuttia huomiota vaativa, että lähes vuosikymmenen kestänyt osto-ohjelma päätettiin lopettaa, eli kyse oli ilmeisen isosta päätöksestä.

EKP:n nopea reaktio ja vastaus koronapandemiaan oli aiemmin mainittu erillinen hätäosto-ohjelma, PEPP (Pandemic Emergency Purchase Program), joka sai alkunsa vuoden 2020 maaliskuussa. Osto-ohjelman piiriin kuuluivat kaikki nykyisen omaisuuserien osto-ohjelman (APP) omaisuuserät. PEPP:in kokonaismääräksi muutaman EKP:n neuvoston päätöksellä tehtyjen korotusten jälkeen tuli 1850 miljardia euroa. Neuvoston päätöksen mukaan PEPP:in mukaiset netto-ostot EKP lopetti maaliskuussa 2022, mutta jatkoi erääntyvien pääomamaksujen uudelleensijoittamista aina vuoden 2024 loppuun asti. On selvää, että näin suuren budjetin omaisuuserien osto-ohjelmalla on inflaatiota kiihdyttäviä vaikutuksia, kun kierrossa olevan rahan määrä kasvaa merkittävästi, vaikka erääntyvien maksujen uudelleensijoittamiseen EKP valitsi varovaisen lähestymistavan ja jatkoi sijoituksia kauemmin.

Vuonna 2020, joka ei kuulu varsinaisesti tähän tarkasteluun, mutta vaikuttaa siihen, EKP:n rahapolitiikka sisälsi luotonantoon kannustavia päätöksiä. Yksi niistä oli lainanvakuuksien vaatimusten keventäminen. Vakuuksien vaatimuksia kevennettiin muutamalla eri tavalla:

- Alemman arvoluokituksen saaneita arvopapereita ja omaisuuseriä voitiin käyttää vakuutena EKP:n luotolle.
- Pankeille annettiin mahdollisuus käyttää pienempien yritysten ja luotonottajien lainaa vakuutena. Useampien luottojen käyttökelpoisuus vakuutena lisää huomattavasti käytettävissä olevien vakuuksien määrää.
- Vakuuksien arvostamisen keventämistä 20 %:lla. Tämä tarkoittaa sitä, että pankit pystyivät hakemaan enemmän luottoa samalla määrällä vakuuksia.

Nämä kevennykset oli tarkoitettu lyhytaikaiseksi, mutta jatkuvan taloudellisen epävarmuuden vallitessa EKP päätti pidentää näiden kevennyksien voimassaoloa. Vuoden 2025 alussa EKP on aloittanut asteittaiset toimet vakuuksien vaatimusten nostamiseen.

4.3 Matalien korkojen aika Yhdysvalloissa

Analysoitavaksi talousympäristön ajanjaksoiksi työhön on valittu FED:lle 2009–2015. Alla oleva kuva esittää vain vuodesta 2000 lähtien Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskorkoa, mutta vuonna 2009 tammikuussa korot laskivat alemmas kuin koskaan FED:n historiassa aiemmin, 0,15 %:iin. Tämä talousympäristö Yhdysvaltojen alueella on suurelta osin seurausta vuoden 2008 finanssikriisistä, joka loi äkillisesti haastavan toimintaympäristö, johon FED joutui vastaamaan.



Kuva 13. Federal Funds Rate 2000–2025 (Tradingeconomics.com, 2025).

Korkojen vaihteluväli tarkastelujakson aikana oli vain 0,07 %:sta 0,2 prosenttiin, eli alettiin lähestyä **nollarajaa** tai **nollakorkorajaa**. Tämä nollaraja on makrotaloudessa ongelmallinen tilanne, koska kuten mainittu, ohjauskorko on keskuspankkien tärkein inflaation ja talouden ohjaamisen työkalu ja, kun lähestytään nollakorkorajaa, keskuspankkien tärkein instrumentti menettää potentiaalisen lisätehokkuutensa lähes kokonaan, jolloin keskuspankit joutuvat turvautumaan epätavallisiin rahapolitiikan työkaluihin.

Aiemmassa Yhdysvaltojen talousympäristöä tarkastelevassa kappaleessa korkean inflaation aikana mainittiin lyhyesti FED:n määrällisen keventämisen operaatioista. Tarkastellaan kuvaa uudestaan, mutta keskitytään eri kohtaan.



Kuva 14. Yhdysvaltain keskuspankin tase, 2008–2025.

Kuten kuvasta voidaan todeta, FED joutui turvautumaan näihin epätavallisiin rahapolitiikan työkaluihin vuosien 2008 ja 2009 vaihteessa. Taustalla oli Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden hintakuplan puhkeaminen. Tämä, silloin epätavallinen työkalu, määrällinen keventäminen jouduttiin aloittamaan vastauksena ja reaktiona finanssikriisiin, kun lähestyttiin nollakorkorajaa, eikä ohjaukseen edelleen alentaminen ollut rationaalista. Vuoden 2008 alussa FED:n tase oli noin 900 miljardia dollaria ja se kasvoi vuoden 2009 alussa peräti 2,2 biljoonaan dollariin.

Määrällinen keventäminen työkaluna oli ja on vieläkin, ainakin joltain osin kiistanalainen aihe. FED:n implementoima suuri osto-ohjelma sai huomattavaa kritiikkiä liittyen operaation riskeihin ja sen potentiaalsiin seurauksiin. Riskeihin ja seurauksiin liittyvä osto-ohjelmien kritiikki nostaa usein esille operaatioiden holtittomuuden ja epävarmuuden sen vaikutuksista inflaation kiihdyttämiseen.

Liberty Street Economic -lehdessä julkaistussa artikkelissa 2019 Stephan Luck ja Thomas Zimmermann esittävät määrällisen keventämisen vaikutuksia ja sen toimivuutta, käsittäen kaikki kolme kierrosta operaatiota. Kuten Luck ja Zimmermann artikkelissaan korostavat, makrotaloudessa ja sen tapahtumissa on todella hankala tehdä syy-seuraus päätelmiä ja yhteenvetoja, etenkin käyttäen empiiristä dataa pohjana. Artikkelin nostaa esille muutamia löydöksiä seurauksena FED:n aloittamalle määrällisen keventämisen operaatioille vuonna 2008 ja 2009:

1. Tuotot. Määrällisen keventämisen ensimmäisen operaation vaikutukset valtionlainojen ja asuntolainavakuudellisten arvopaperien tuottoihin olivat suuret. Näitä löydöksiä käsittelevät mm. Krishnamurthy ja Vissing Jorgensen Northwesternin yliopistosta papereissaan "The Effects of Quantitative easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy".

2. Asuntolainojen uudelleenrahoitukset. Di Maggio, Kermani ja Palmer (2019) osoittavat ja havainnoivat, että FED:n ensimmäisen määrällisen keventämisen operaation aikana ostamien arvopaperien tyyppi johti olemassa olevien asuntolainojen uudelleenrahoituksen kasvuun. Kotitalouksien velkataakan pienentyessä niiden nettovarallisuus lisääntyy, joka mahdollistaa lisääntyneen kulutuksen.
3. Pankkien lainaaminen. Darmouni ja Rodnyansky (2017), osoittavat tutkimuksessaan, että määrällisen keventämisen ensimmäinen operaatio lisäsi kannustimia pankeille lisäämään luotonantoja, etenkin pakeille, jotka omistivat enemmän asuntolainavakuudellisia arvopapereita. Tutkimus osoittaa myös, että ko. operaatio teki pankkien varallisuuseristä likvidimpiä.

Edeltävien löydösten tueksi Luck & Zimmermann (2018) esittävät omassa paperissaan yhteenvetona, että asuntolainavakuudellisia arvopapereita omistavat pankit lisäsivät suhteellisesti luotonantoon ensimmäisen ja kolmannen määrällisen keventämisen operaatioiden jälkeen. Lisäksi tutkimus osoittaa, että alueilla, joilla on useita pankkeja, joihin vaikutukset kohdistuvat, työllisyys kasvoi sekä ensimmäisen, että kolmannen operaation jälkeen.

Suurempi työllisyyden kasvu tapahtui kolmannen operaation jälkeen, jonka voidaan katsoa johtuvan lisääntyneestä luotonannosta yrityksille, kun taas ensimmäisen operaation vaikutukset olivat suuremmilta osin lisääntyneessä paikallisessa kysynnässä. Tutkimuksen tulos osoittaa, että epätavalliset rahapolitiikan työkalut voivat tavallisten työkalujen tavoin vaikuttaa reaalityökalujen tuloksiin.

Marraskuussa 2012 FED:n varapuheenjohtaja Janet Yellen piti puheen, jonka pääpaino oli keskuspankkien kehittyvässä, ennakoivassa viestinnässä rahapolitiikan työkaluna. Sen aikaisessa talousympäristössä epätavallisten rahapoliittisten työkalujen käyttöönoton aikana avoin, selkeä ja ennakoiva viestintä oli keskeistä ja se sulautui luonnollisesti toisen aiemmin käsitellyn rahapolitiikan instrumentin, määrällisen keventämisen, kanssa. FED viesti avoimesti osto-ohjelmien laajuudesta, ajoituksesta ja kohteista. Puheessaan Yellen sanoo:

Kun keskuspankin ohjauskorko oli lähellä nolaa ja kun keskuspankki käytti uutena välineenä laajamittaisia omaisuuserien ostoja, yleisön oli paljon vaikeampi ennakoita, miten FOMC todennäköisesti harjoittaisi politiikkaa ajan mittaan ja miten rahapolitiikan yleinen viritys vaikuttaisi taloudellisiin olosuhteisiin ja miten se reagoisi niihin. Tässä tilanteessa FOMC alkoi tukeutua vahvasti ennakoivaan viestintään sekä liittovaltion ohjauskoron todennäköisestä tulevasta kehityksestä että komitean aikomuksista omaisuuserien ostojen ja myyntien suhteen—

Puheensa lopussa Yellen tiivistää, kuinka tärkeitä viimeiset muutamat vuodet ovat olleet avomarkkinakomitean kommunikoinnissa, ja ne ovat lisänneet sekä edistäneet keskuspankin vastuullisuutta yleisölle. Hän myös kertoo uskovansa ennakoivan viestinnän lisäävän rahapolitiikan tehokkuutta ja välittymistä kokonaisvaltaisesti, etenkin aikoina, kun ohjauskoron muutoksiin kohdistuu rajoituksia (nollakorkoraja).

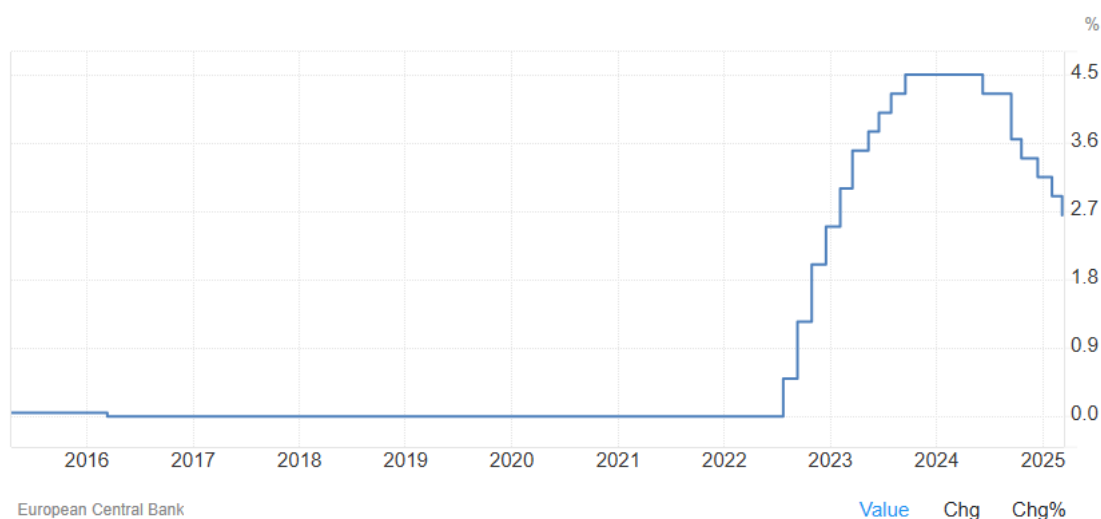
Vuonna 2012 FED käytti varsin epätavallista rahapolitiikan työkalua, jonka tavoitteena oli talouden stimulointi ja talouskasvu, koska taloudentila ei ollut kehittynyt halutulla nopeudella vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen. Kyseessä olevaa työkalua tunnetaan nimellä ”Operation Twist”. Operaatio sai alkunsa vuonna 1961, kun sitä ensimmäistä kertaa kokeiltiin, ja tämän työn tarkastelujakson aikana vuonna 2012 sitä käytettiin toisen kerran.

Operaatio perustuu lyhytaikaisten arvopaperien myyntiin, ja niistä saatavien varojen avulla pitkäaikaisten arvopaperien ostoon. Tämä johtaa pitkäaikaisten arvopaperien arvon nousuun, joka laskee niiden tuottoja. Laskemalla pitkäaikaisia korkoja FED pyrki tekemään lainaamisesta halvempaa yrityksille ja yksityiskuluttajille. Operaatiossa FED piti tärkeänä pitää lyhytaikaiset korot muuttumattomana, siitä syystä keskuspankki myi pois lyhytaikaisia arvopapereita, joka lisäsi niiden tarjontaa ja laski hintaa, käänteisen suhteen takia laskeneella hinnalla saadaan parempi tuotto ja näin ollen lyhytaikaisissa koroissa ei merkittävää muutosta tapahtunut.

4.4 Matalien korkojen aika Euroalueella

Työhön valittiin tarkasteluun euroalueella ajanjakso vuodesta 2014 vuoteen 2020. Kyseisen ajanjakson aikana EKP:n asettama ohjauskorko oli vain aavistuksen yli nollan tai täysin nollassa, kunnes sitä alettiin nostaa tarkastelussa olevan ajanjakson jälkeen vuonna 2021. Taloudellisen tilan ohjaaminen haluttuun suuntaan tarkastelujakson alussa oli haasteellista, ohjauskoron jo valmiiksi ollessa todella lähellä nollaa. Kestävän talouskasvun edellytyksenä kuitenkin oli inflaation nousu, inflaatio euroalueella oli tarkastelujakson alkuvuosina nollassa, tai hetkittäin jopa negatiivisena.

Ohjauskoron laskeminen edelleen sen ollessa vain marginaalisesti nollarajan yläpuolella oli intuition vastaista, mutta EKP:n neuvosto näki ohjauskoron laskemisen tarpeelliseksi hintavakauden mandaatin nimissä. Kesäkuussa 2014 EKP:stä tuli yksi ensimmäisistä pankeista koskaan, joka laskee korkonsa negatiiviseksi.



Kuva 15. Korkotasot euroalueella, 2015–2025 (Tradingeconomics.com, 2025).

Kesän jälkeen syksyllä 2014 EKP laski talletuskorkonsa -0.10 %:sta -0.20 %:iin. Negatiivisten korkojen tarina ei siihen kuitenkaan päättynyt vaan korkoa muutettiin, vaikkakin suhteellisen hitaasti, yhä alemmas vuosien varrella. Alimmillaan korkotaso oli 2019 syksyllä sen ollessa -0.50 %. Useina vuosina ennen tarkasteltavaa ajanjaksoa EKP teki korkotasojen muutoksia useita kertoja vuodessa, esimerkiksi vuonna 2000 korkoja EKP muutti peräti 7 kertaa, mutta vuonna 2014 korkoja muutettiin kaksi kertaa, vuosina 2015 ja 2016 vain yhden kerran ja lopulta 2019 yhden ainoan kerran. Sen jälkeen alkaakin siirtymäaika täysin erilaiseen taloussympäristöön koronapandemian takia, ja jatkui ajat, jolloin korkotasoa jouduttiin muuttamaan aggressiivisesti niin suuruudeltaan kuin nopeudeltaan, kuten aiemmin esitetystä kuvasta voidaan havaita.

Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot olivat hyvin iso osa EKP:n rahapolitiikkaa vuodesta 2014 lähtien, jolloin ensimmäinen sarja operaatioita suoritettiin. Näillä operaatioilla siis pyrittiin stimuloimaan taloutta ja saamaan inflaatio nousuun, jotta vältetään deflaatioita. Vuoteen 2020 mennessä operaatioita suoritettiin kaksi kappaletta kokonaisuudessaan, ja kolmas oli meneillään. Kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden tarkoituksena on parantaa ja lisätä pankkien luotonantoa.

Omaisuserien osto-ohjelmia EKP suoritti useita kyseisen kuuden vuoden aikana. Vuoden 2015 keväällä EKP aloitti PSPP:n (Public Sector Purchase Programme), jonka laajuus oli 60 miljardia euroa kuukaudessa vuoden 2016 syyskuuhun asti, tai ainakin siihen asti, että EKP:n neuvosto näkee inflaation kehityksen ja tason olevan yhdenmukainen tavoitteidensa kanssa (European Union, 2015). Ostojen kohteena olivat valtion sekä yritysten joukkovelkakirjat.

Ennen edellisen osto-ohjelman päättymistä EKP starttasi uuden ohjelman loppukeväästä 2016, CSPP (Corporate Sector Purchase Programme). Laajuus tällä operaatiolla oli edellistä suurempi, 80 miljardia euroa kuukaudessa vuoden 2017 maaliskuun loppuun asti, tai tarpeen vaatiessa pidempään, mikäli EKP:n neuvosto niin tuomitsee (European Union, 2016).

Näiden operaatioiden voimin inflaatio saatiin nousemaan vuoden 2015 alusta ennen seuraavan osto-ohjelmiin liittyvää toimenpidettä vuoden 2018 loppupuolella, 0,2 %:sta noin 1,5 %:iin. Vuonna 2018 syksyllä EKP siis päätti osto-ohjelmien laajuuden keventämisestä ja vähensivät kuukausittaisia ostoja puolella (30 mrd./kk → 15 mrd./kk) ja joulukuussa lopettaa netto-ostot kokonaan. Ostojen erääntyvien pääomamaksujen uudelleensijoittamisella jatkettiin vuoden 2019 tammikuusta lokakuuhun asti, jolloin neuvosto päätti jatkaa netto-ostoja kuukausittain 20 miljardilla eurolla.

Taulukko 1. Euroopan keskuspankin osto-ohjelmat.

Netto-ostot, mrd. €/kk	Ajanjakso	Yhteensä, mrd. €/kk
60	03/2015–03/2016 (12kk)	720
80	04/2016–03/2017 (11kk)	880
60	04/2017–12/2017 (9kk)	540
30	01/2018–09/2018 (9kk)	270
15	10/2018–12/2018 (3kk)	45
0, vain uudelleensijoituksia	01/2019–10/2019 (10kk)	
20	11/2019–03/2022 (2kk tarkastelujaksolla)	40
		2495

(European Central Bank, 2025.)

Syksyllä 2019 EKP otti käyttöönsä kaksitasoisen järjestelmän ylimääräistä likviditeettiä varten. Ennen tätä liikepankkien EKP:ssä säilytettäviin ylimääräisiin varoihin sovellettiin sen aikaista, negatiivista talletuskorkoa, eli liikepankkien oli maksettava ylimääräisten varojen säilyttämisestä EKP:ssä. Kuten aiemmin todettu, tällä on haittavaikutuksia liikepankkien kannattavuuteen korkokatteen muodossa ja tarkoitus oli vähentää vuosia kestäneen negatiivisen talletuskoron seurauksia. Tähän EKP puuttui kaksitasoisella järjestelmällä, jonka perusideana on vapauttaa osa pankkien ylimääräisistä varoista negatiiviselta talletuskorolta, näille varoille siis alettiin maksamaan 0 %:n korkoa -0.50 %:n sijaan. EKP:n määrittämän rajan ylittävältä osuudelta perittiin edelleen talletuskorkoa

5 UUTTA RAHAPOLITIIKKAA ETSIMÄSSÄ

Edellä käsiteltujen talousympäristöiden ohelle otetaan tarkasteluun molemmat keskuspankit viimeaikaisissa ympäristöissään, ja miten niiden toiminta, rahapolitiikka ja lähestyminen muuttuviin maailmantilanteisiin on muuttunut ja kehittynyt, sekä onko jotain selkeitä kehityksiä tullut keskuspankkien varautumiseen ja vastaamiseen kyseisenlaisissa ympäristöissä. Muutamia selkeästi esille nousevia ja varsin merkittäviä näkökulmia, joita voitaisiin tarkastella ja analysoida, ja jotka myös välittyvät vahvasti talouteen ovat ilmastonmuutos ja siihen liittyvät toimet, erilaiset shokit ja konfliktit – esimerkiksi pandemiat sekä geopoliittiset jännitteet, jotka sisältävät jopa sotilaallisia toimia.

Aikaisemmin käsitellyissä ympäristöissä analysoitiin tietynlaisen talousympäristön aiheuttamia tilanteita ja sen aikaisia toimenpiteitä reaktiivisesta näkökulmasta. Pääallekkäisyyksiä ajanjaksoilta tulee, vaikka tässä ei sen tarkemmin vuosia määritelläkään, mutta pyritään tarkastelemaan jotain vähän erilaista toiminnan viitekehystä. Valintoja näkökulmien ja tarkastelun lähtökohdille olisi runsaasti, mutta tähän työhön valittiin ilmastonmuutos ja vihreä siirtymä, sillä se on kaikkia koskeva, toimintatapoja jakava sekä keskeinen näkökulma nykyaikaisessa yhteiskunnassa ja etenkin tulevan rahapolitiikan kannalta.

5.1 Ilmastonmuutos, vihreä siirtymä, vastuullisuus ja kestävä kehitys

Ilmastonmuutos, vihreä siirtymä ja kestävä kehitys ovat nykypäivän megatrendejä, joten on selvää, että ne ohjaavat ja vaikuttavat mikrotalouden toimintaan hyvinkin merkittävästi, ja sitä kautta makrotalouteen ja talousympäristöihin – näin ollen myös keskuspankkien harjoittamaan rahapolitiikkaan. Nostetaan esille muutamat näkökulmat, joiden kautta ympäristövastuullisuus välittyy keskuspankkien toimintaan:

1. Vaikutukset mikrotalouteen

- Kustannusrakenteiden perustavanlaatuisen muutos. Uusien asetusten ja lakien myötä yritysten on alettava siirtymään uusiutuviin energianlähteisiin ja pyrittävä päästöjä vähentämään, jotka voivat etenkin aluksi lisätä kustannuksia merkittävästi. Teollisuuden ala sekä muut fossiilisista polttoaineisto riippuvaiset alat kokevat investointipaineita uudistusten myötä.
- Sääntelyt. Esimerkiksi hiilivero ja päästökaupat ovat vihreään siirtymään liittyviä lisäkustannuksia, jotka vaikuttavat yritysten kilpailukykyyn ja hyödykkeiden hintaan.

2. Vaikutukset makrotalouteen

- Inflaatio
 - Kustannusinflaatio. Yllä mainitut tekijät välittyvät ja vaikuttavat välittömästi yritysten myymien hyödykkeiden hintojen muutokseen, tässä tilanteessa hintojen nousuun.

- Tarjonta. Ilmastonmuutoksen myötä tuotantoon kohdistuu riskejä. Erilaiset ilmaston ja ympäristön tilat kuten kuivuus ja tulvat voivat heikentää tuotantoa, ja se välittyy hintojen nousuna.
- Pidemmällä aikavälillä vihreä siirtymä voi myös auttaa hillitsemään inflaatiota, jos se onnistuu tuomaan mukanaan tehokkuutta energiantuotantoon.
- Työllisyys. Uudet investoinnit, jotka aiemmin mainittiin, lisäävät työllisyyttä ja uudelle tietotaidolle on kysyntää. Tämä siirtymä on kuitenkin jopa suhteellisen radikaali rakenneuudistus, jonka myötä perinteiset alat voivat supistua, ja taloudessa on tarve kouluttaa työvoimaa uudelleen uusille aloille. Tämä voi lisätä työttömyyspainetta tietyillä aloilla lyhytaikaisesti.

Edellä mainitut tekijät vaikuttavat keskuspankkeihin ja niiden inflaatiotavoitteiden saavuttamiseen. Haasteita nousee esille muutamia. Ensimmäisenä, ilmastonmuutoksen ja ilmastoriskien aiheuttamat lisää epävakautta. Epävarmuus ja erilaiset häiriöt tarjontaan liittyvissä kysymyksissä tekevät inflaation ennustamisesta huomattavasti haastavampaa, kuin ilman niitä. Koska inflaation ennustaminen hankaloituu, on myös proaktiivinen rahapolitiikan säätely haastavampaa.

Toisena, vihreään siirtymään liittyy inflaatiopaineita esimerkiksi energianlähteiden, teknologian ja infrastruktuurin kysynnän kasvun muodossa. Tästä käytetään nimeä "Greenflation", ja sillä viitataan nimenomaan vihreän siirtymän toimenpiteistä aiheutuvaan inflaatioon.

Viimeisenä tähän liittyy rahapoliittinen reagointi. Keskuspankkien on perusteellisten rakennemuutoksien ja kehittymisen aikoina yhä hankalampi hahmottaa ja erottaa, onko hintojen nousujen pohjalla tilapäistä hintojen muutosta, johtuen esimerkiksi aiemmin mainituista hiiliveroista, vai onko kyse laajemmasta rakenteellisesta hintojen muutoksesta eli inflaatiosta. Tällä haasteella on selkeä vaikutus keskuspankkien harjoittamaan rahapolitiikkaan ja riskinä on hintojen muutosten tulkinta väärin minkä seurauksena ei tehdä tarvittavia toimenpiteitä.

EKP:n ja FED:n lähestymistavat tähän kokonaisvaltaiseen ympäristövastuullisuuteen ovat varsin toisistaan erilaisia – tämä johtuu pääosin niiden mandaateista, strategiasta sekä poliittisesta ympäristöstä;

1. Keskuspankkien mandaattien erot

- EKP:lla on velvoite yhdenmukaisiin ilmasto- ja ympäristötavoitteisiin EU:n kanssa ja tukea sitä sen tavoitteissaan. FED puolestaan voi tarpeelliseksi tuomitessaan huomioida ilmastopolitiikkaa päätöksissään, mutta eksplisiittistä mandaattia ei ole.

Taulukko 2. Erot mandaateissa, EKP ja FED.

Keskuspankki	EKP	FED
Päätehtävä	Hintavakaus (inflaatiota-voite)	Hintavakaus ja täystyöllisyys
Toissijainen tavoite	Tukea EU:ta ja sen yleisiä tavoitteita sekä toimia, esim. kestävässä kehityksessä	Ei varsinaista mandaattia ilmastokysymyksiin

2. Strategia

EKP

- julkaisi vuonna 2021 toimintasuunnitelmansa rahapolitiikan osalta, jossa huomioidaan ilmastonmuutosta ja sen vaikutuksia rahapoliittisiin päätöksiin (European Central Bank, 2021).
- omaisuuserien ostoissa suositaan vihreämpiä vaihtoehtoja, eli matalamman hiiliriskin omaavien yritysten arvopapereita.
- kehittää ilmastoraportointia ja ilmastoriskien arviointi pankkivalvonnassa.
- Vihreät investoinnit nähdään potentiaalisesti hyvinä, jotka edistävät vakautta kokonaisvaltaisesti.

FED

- Painottaa enemmän riskienhallintaa. Selkeästi konservatiivisempi lähestyminen.
- Perusti riskienarviointiin ja ilmaston vaikutuksia arvioivan komitean, Climate Financial Stability Committee.
- Omaisuuserien ostoissa ei suosimista perustuen yritysten ”vihreyteen”.
- Korostaa, että ilmastopolitiikka on nimensä mukaisesti politiikkaa, joka kuuluu lainsäädäntöelimille, ei keskuspankille (Federal Reserve, 2023).

3. Poliittinen ympäristö

- EKP ei ole yhden poliittisen ympäristön keskiössä, vaan se toimii osana EU:ta, jossa ilmastotavoitteet ja ilmastopolitiikka ovat keskeisiä prioriteetteja.
- FED toimii Yhdysvalloissa, yhden suuren valtion keskiössä, jossa poliittinen ympäristö on todella jakautunutta. Keskuspankin riippumattomuutta suojellaan, jonka takia sen osallistumista poliittisiin keskusteluihin rajoitetaan. FED siis kärjistettynä joutuu toimimaan yhden valtion politiikan piireissä, ilman vaikutusvaltaa siihen.

6 YHTEENVETO, LUOTETTAVUUS JA EETTISYYS SEKÄ POHDINTAA

2023 marraskuussa julkaistussa paperissa ”The ECB and the inflation monsters: strategic framing and the responsibility imperative (1998–2023)” Goutsmedt ja Fontan hahmottavat ja kuvaavat kolme eri strategista ajanjaksoa EKP:n historiasta, joita ovat:

1. 1998–2011, Central Bank Independence (CBI)
2. 2011–2021, The secular stagnation era
3. 2021-, New inflation era

Tutkimus pyrkii havainnoimaan EKP:n logiikkaa vastuullisuudestaan ja etenkin sen mukauttamisesta useiden eri kriisien ja muiden poikkeavien tapahtumien aikana. Tutkimus osoittaa, että EKP:n laaja-alainen toiminta etenkin 2011–2021, käsittäen ”sisäiset ja ulkoiset yhteydet” muokkasivat EKP:n käsitystä sitä seuraavan, ”uuden inflaation” aikaan vuodesta 2021 eteenpäin. Sisäisillä yhteyksillä tutkimus viittaa siihen, miten EKP yhdistää päätavoitteensa, hintavakauden, muihin tavoitteisiin, kuten rahoituksen vakauteen ja ilmastonmuutokseen parantaakseen legitimitettiään. Ulkoisilla yhteyksillä tutkimus viittaa, miten EKP kytkeytyy muihin poliittisiin tilanteisiin ja teemoihin omaa rooliaan ja vastuualueitaan määritellessä.

Artikkelin loppuun Goutsmedt & Fontan toteavat tutkimuksensa tarjoavan uusia näkemyksiä viimeaikaisista inflaatiokausista. Ensinnäkin, kuinka EKP:n käsitys ja kehystäminen finanssipolitiikasta ja sen kysymyksistä on muuttunut: aiemmin eräitä finanssipolitiikan muotoja vältettiin ja arvosteltiin vahvasti inflaatiota kiihdyttävänä, mutta nykyään niiden aktiivista käyttöä suositetaan ja niitä käsitellään huomattavasti positiivisemmalla asenteella. Toiseksi käsitys siitä, että hintavakauden hierarkkinen määrittely keskuspankkien ainoaksi tavoitteeksi on muuttunut vuosien varrella, ja sittemmin kadonnut kokonaan.

Kolmanneksi he nostavat esiin uuden keskuspankkien toimintaa ohjaavan viitekehyksen, joka muotoutuu eri makrotaloudellisten tavoitteiden välisistä poliittisista kompromisseista. Esimerkkinä tästä he kertovat eräänlaisen kytköksen tai yhteyden hintavakauden priorisoinnin ja ilmastonmuutoksen torjunnan välillä, korkotasojen nousu aiheuttaa haasteellisen kompromissin vihreämpiin energiajärjestelmiin siirtymisen. Ilman uusia viitekehyksiä, jotka luovat erilaisia pakotteita ja odotuksia keskuspankin toimille, EKP olisi voinut asettaa hintavakauden etusijalle muiden tavoitteiden kustannuksella. Sen sijaan ollaan tilanteessa, jossa jokainen mahdollinen keskuspankin tekemä liike uhkaa lisätä näiden kompromissien merkitystä (Goutsmedt & Fontan, 2023).

Miksi inflaatio laski Yhdysvalloissa vähemmän ja hitaammin, kun euroalueella? Oliko syynä FED:n aggressiivisempi lähestymistapa, käyttäessään oikeastaan jokaista keskuspankin saatavilla olevaa instrumentissa, nostettiin korkoja liikaa ja liian nopeasti, vai onko syyt löydettävissä muualta? Vai eikö FED hyödyntänyt ”oikeita” rahapolittisia työkaluja tilanteeseen nähden? Oliko kyseinen, hitaampi, inflaation laskeminen täysin negatiivinen asia? Mielipiteitä tällaisiin kysymyksiin on lähes yhtä monta kuin on vastaajiaakin, mutta nostan muutaman mahdollisen syyn esille, jotka auttavat ymmärtämään tilannetta.

Yhdysvallat jatkoivat vuonna 2021 ja sen jälkeen hyvin suuria valtion menoja useiden eri ohjelmien muodossa, joilla pyrittiin lisäämään kotimaisia investointeja, kehitystä ja tuotantoa eri aloilla kuten vihreässä energiassa. Muutamia ohjelmia ovat mm. Inflation Reducing Act (IRA), CHIPS Act ja Student Loan Relief Act. Kyseiset ohjelmat ovat todella suuria menoeriä Yhdysvalloille, ja niillä oli kiihdyttävä vaikutus yleiseen hintatasoon, vaikka FED:n toimet olivat kiristäviä ja aggressiivisia. Taloudesta olevan rahan lisääntynyt määrä yhdistettynä todella matalaan työttömyyteen antoi kotitalouksille lisää varoja kuluttaa ja näin nostivat kokonaiskysyntää. Todella matala työttömyys sekä palkkojen korkea nousu Yhdysvalloissa tarkoitti sitä, että Yhdysvaltojen BKT:n kehitys oli huomattavasti euroaluetta nopeampaa, joka tarkoittaa, että kysyntä pysyi korkealla huolimatta FED:n kiristävästä korkopolitiikasta.

On siis hyvä hahmottaa, että Yhdysvalloissa korkean inflaation syyksi voidaan sanoa *kysyntäinflaatio*, vaikka, kuten todettu, makrotalouden ilmiöt eivät ole oikeastaan koskaan niin yksiselitteisiä. Euroalueella tilanne oli eri kuin Yhdysvalloissa. Euroalueella inflaatio oli isolta osin seurausta Venäjän ja Ukrainan välisestä konfliktista, jonka seurauksena energian hinta nousi räjähdysmäisesti. Koska kyseessä oli hetkellinen shokki, räjähdysmäinen hinnan nousu ei kestänyt kauaa, vaan hinta romahti reilusti. Energian hinta ei kuitenkaan palannut ”normaalille” tasolle, vaan hinnoissa koettiin hetkellisiä korkeita nousuja ja laskuja noin vuoden ajan, ja vuoden 2023 alusta lähtien kaasun hinnat ovat rauhoittuneet.

Viimeisenä huomion arvoisena näkökulmana nostetaan esille EKP:n erityisen varovainen lähestymistapa korkean inflaation ympäristöissä. Euroalueeseen kuuluu maita, joiden taloudet ovat ajoittain heikommassa kunnossa kuin toisten, ja ovat alttiimpia suuremmille rahapoliittisten päätösten vaikutuksille. Tästä syystä EKP kiinnitti ja kiinnittää erityistä huomioita päätöstensä vaikutusten analysointiin ja miten ne välittyvät eri tilanteessa oleviin jäsenmaiden talouksiin. Selkeä tavoite EKP:llä on välttää shokkeja ja epätasapainoa aiheuttavia päätöksiä rahoitusmarkkinoille. Tästä yksi konkreettinen esimerkki on aiemmin käsitelty osto-ohjelmien erääntyvien pääomamaksujen uudelleensijoittaminen, jolla pyritään ylläpitämään markkinoiden tasapainoa. Alla olevasta taulukosta voidaan huomata, kuinka erilaisia keskuspankkien lähestymistapa tältä osin on.

Taulukko 3. EKP:n ja FED:n osto-ohjelmien uudelleensijoittaminen

	Netto-ostojen päätyminen	Uudelleensijoittamisen jatkuminen
EKP	Maaliskuu 2022 (PEPP), kesäkuu 2022 (APP)	Joulukuu 2024 (PEPP), heinäkuu 2023 (APP)
FED	Maaliskuu 2022 (QE)	Kesäkuu 2022 (QE)

EKP:n lähestymistapa on siis pitkäjänteisempi ja varovaisempi, jolla pyritään varjelemaan ja suojelemaan koko Euroalueen rahoitusjärjestelmää sekä siihen kuuluvia maita ja niiden talouksia. Näin EKP pyrkii välttämään laajempaa kriisiä maksuen hetkellisesti korkeampaa hintaa, inflaation muodossa. Alle on koottu yhteenveto keskuspankkien korkotasosta, joista voidaan havaita aiemmin mainittu inflaation kehitys, kun molempien keskuspankkien suunnitelmana oli hillitä ja saada inflaatio laskuun nostamalla korkotasoa.

Taulukko 4. Ohjauskorkojen kiristäminen ja vaikutus inflaatioon.

	Korkojen kiristymisen alku	Korkotasot korkeim- millaan	Vaikutus inflaatioon
EKP	Heinäkuu 2022	4,5 %	Vuotuisen inflaation lasku 10,6 % → 2,9 % (2022–2024 tammikuu)
FED	Maaliskuu 2022	5,25–5,50 %	Vuotuisen inflaation lasku 9,1 % → 3,1 % (2022–2024 tammikuu)

Matalien korkojen ympäristössä keskuspankkien välisiä eroja nousee esille. FED:n tase kasvoi talousympäristön aikana määrällisen keventämisen seurauksena 900 miljardista 4,5 biljoonaan dollariin, noin viisinkertaiseksi siis. EKP:n tase vastaavassa ympäristössä nousi 2,2 biljoonasta 7 biljoonaan, vähän yli kolminkertaiseksi. Tämä siis edelleen yhtenä havaintona Yhdysvaltain keskuspankin aggressiivisemmasta ja nopeammasta reaktiosta ja toimenpiteistä.

Syitä FED:n ja EKP:n välisille eroille on muutamia jo esitetty, mutta etenkin viime aikoina yksi syy on selkeästi noussut esille maailmanlaajuiseen tietoisuuteen, Yhdysvaltojen toimintaympäristö viitekehystenä keskuspankin toiminnalle, ja vielä tarkennettuna, sen nopea ja merkittävä muuttuminen. Yhdysvaltojen ja Kiinan välinen kauppasota sekä muut erityiset tilanteet luovat haastavia lähtökohtia onnistuneelle rahapolitiikalle.

Maiden välisten tullien ja kauppasodan osalta eletään epävarmuuden aikoja, ja tämä korostaa FED:n asemaa yhden, vaikkakin suuren valtion, keskiössä toimintaa, ja kuinka se joutuu vastamaan usein ja paljon muuttuviin poliittisiin ympäristöihin ihan eri tavalla kuin EKP. FED:n pääjohtaja Jerome Powell luonnehti asiaa huhtikuun alussa seuraavasti:

Olemme korostaneet, että on hyvin vaikeaa arvioida korkeampien tullien todennäköisiä taloudellisia vaikutuksia, ennen kuin on olemassa enemmän varmuutta yksityiskohdista, kuten siitä, mitä tariffeja kannetaan, millä tasolla ja kuinka kauan, sekä kauppakumppaniemme vastatoimien laajuudesta. Vaikka epävarmuus on edelleen suurta, on nyt käymässä selväksi, että tullin korotukset ovat huomattavasti odotettua suurempia. Sama pätee todennäköisesti myös taloudellisiin vaikutuksiin, joihin kuuluu korkeampi inflaatio ja hitaampi kasvu. Näiden vaikutusten suuruus ja kesto ovat edelleen epävarmoja. Tullit aiheuttavat erittäin todennäköisesti ainakin tilapäisen inflaation nousun, mutta on myös mahdollista, että vaikutukset ovat pysyvämpiä.

Tämä Yhdysvaltojen ja Kiinan välinen kauppasota lisää huomattavasti inflaatiopaineita Yhdysvalloissa, vaikkakin toistaiseksi vielä vaikutukset ovat olleet maltillisia ja tilapäisiä. Sekin voi olla väiteltävissä voidaanko puhua kokonaisvaltaisesta inflaatiosta vai erityisesti tiettyihin hyödykkeisiin kohdistuneista hintatasojen noususta, ottaen huomioon, että Kiina vastaa noin 69 prosentista koko maailman harvinaisten maametallien tuotantoa ja niiden prosessointikapasiteetista noin 90 prosenttisesti (Kauppalehti, 2025). Tällä arvioidaan olevan suuri vaikutus globaaliin teknologia tuotantoon.

Tämän aiheen osalta eletään epävarmuuden aikoja, ja tämä korostaa aiemmin tässä työssä mainittua FED:n asemaa yhden, vaikkakin suuren valtion, keskiössä toimintaa, ja kuinka se joutuu vastamaan usein ja paljon muuttuviin poliittisiin ympäristöihin ihan eri tavalla kuin EKP.

Näiden tilanteiden seurauksena myös EKP:n odotetaan laskevan korkojaan syksyyn mennessä 1,5 prosenttiin. Viimeisimmässä kokouksessa EKP laski korkojaan 0,25 prosenttiyksikköä, joka on nyt 2,5 %:ia, alin talletuskoron taso maaliskuun 2023 jälkeen (Kauppalehti, 2025). Kauppalehden haastattelussaan Olli Rehnin neuvonantaja Tuomas Välimäki kommentoi tullien ja kauppasodan vaikutusta talouskasvulla ja inflaatiolle seuraavasti:

Kaupan esteet haittaavat talouskasvua. Jos kauppasota laajenee, talouskasvu hidastuu euroalueella, USA:ssa ja Kiinassa. Inflaation osalta tilanne on monimutkaisempi. Kysynnän hiipuminen ja kiinalaisten tuotteiden lisääntyvä tarjonta hidastavat inflaatiota Euroopassa. Toisaalta mahdolliset vastatullit kiihdyttäisivät sitä. Se on varmaa, että kauppasota ja sen uhka ovat jo lisänneet epävarmuutta ja heikentäneet globaalia talouskehitystä.

JP Morganin ekonomistit ja analyytikot ennustavat EKP:n leikkaavan ohjauskorkoaan peräti seuraavat neljä kokouskertaa. Toistaiseksi korkojen laskua EKP:lta on nähty kuusi kertaa 2024 kesän jälkeen (Kauppalehti, 2025).

Keskuspankeilla on laajat ja kattavat työkalupakit inflaation ja taloudellisen ympäristön ohjaamiseen. Tämän ”työkalupakin”, eli rahapoliittisten keinojen uudelleen arviointia ja analysointia on tehtävä jatkuvasti, jotta voidaan sopeutua muuttuviin ympäristöihin. Poikkeavien talousympäristöiden seurauksena keskuspankkien on täytynyt olla innovatiivisia ja jalostaa niiden käyttämiä rahapoliittisia instrumentteja, ja niiden läheinen seuranta ja tarkastelu mahdollisten sivuvaikutusten näkökulmasta on erittäin arvokasta. Lähellä nollarajaa rahapolitiikan havaitaan olevan tehokkaampaa haluttujen tuloksien saavuttamisessa, kun keskuspankit adoptoivat perinteisten työkalujen lisäksi muita epätavallisia työkaluja.

6.1 Luotettavuus, eettisyys ja pohdinta

Hyvän ja onnistuneen tutkimuksen sekä tieteellisen käytännön lähtökohtana ovat luotettavat lähteet sekä eettisyys. Tämä opinnäytetyö on kirjoituspöytä tutkimus, eli tässä opinnäytetyössä ei käytetty laadullista menetelmää ollenkaan, ja määrällistä menetelmää hyvin rajallisesti. Kirjoituspöytä tutkimuksessa lähteiden luotettavuus ja eettisyys korostuu, koska valtaosa hyödynnetystä informaatiosta on sekundääritietoa, eli jo valmiiksi olemassa olevaa toisten tekemää tutkimusta ja jaettua tietoa.

Opinnäytetyössä pyrittiin hyödyntämään mahdollisimman paljon suoraan tarkastelussa olevien keskuspankkien julkaisemaa informaatiota. Ulkopuolisten tahojen julkaisemaa informaatiota jouduttiin hyödyntämään kattavamman näkökulman saavuttamiseksi, jolloin lähteiden luotettavuutta oli arvioitava, koska talous ja siihen liittyvät kysymykset ovat suurelta osin arvopohjaisia. Lähteitä pyrittiin löytämään useita ja luotettavia, jolloin kokonaisvaltainen tiedonkäyttö työssä olisi myös luotettava ja eettistä.

Opinnäytetyön tavoitteena oli tutkia ja analysoida kahden suurimman keskuspankin toimia erilaisissa talousympäristöissä ja miten ne saavuttavat itse asettamansa inflaatiotavoitteensa tarkasteltavissa taloudentiloissa. Tarkastelun jälkeen tavoitteena oli havaita mahdollisia eroja keskuspankkien välillä ja niiden rahapolitiikassa. Lisäksi tavoitteena oli oppia ja ymmärtää makrotalouden elementtejä, erityisesti rahapolitiikkaa ja inflaatiota paremmin.

Työn tuloksista käy ilmi, että keskuspankeilla ja niiden rahapolitiikalla on eroja talousympäristöstä riippumatta. Yhdysvaltain keskuspankki on niin toimiltaan kuin luonteeltaankin aggressiivisempi ja nopeampi. Syitä eroille ovat esimerkiksi keskuspankkien eroavat mandaatit sekä niiden asema erilaisissa viitekehysissä. Tuloksista tarkemmin yhteenvedossa.

Opinnäytetyössä oppimista tapahtui tavoitelluissa aiheissa makrotalouden elementeissä, mutta myös tutkimuksen tekemisessä, erityisesti kirjoituspöytä tutkimuksen. Lähteiden etsinnässä vastaan tuli useita ristiriitaisia lähteitä, jotka olivat vähintään kyseenalaisia sisällöltään. Lähteen ja sen tuottaman informaation luotettavuuden arviointi oli todella keskeisessä osassa opinnäytetyötä.

LÄHTEET

ChatGPT 2025. OpenAI. GPT-3.5. Käytetty kielentarkistukseen, toukokuu 2025.
<https://chatgpt.com/>.

ChatGPT 2025. OpenAI. GPT-3.5. Käytetty lähteiden etsintään, maaliskuu 2025.
<https://chatgpt.com/>.

Asetus 12016M/PRO/04/EU: Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja Euroopan keskuspankin perussäännöstä. Euroopan Unionin virallinen lehti 7.6.2016. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX:12016M/PRO/04>. Viitattu 13.1.2024.

Atlantic Council. China is ready to “eat bitterness” in the trade war. What about the US? Verkkojulkaisu. Julkaistu 10.4.2025. <https://www.atlanticcouncil.org/blogs/new-atlanticist/china-is-ready-to-eat-bitterness-in-the-trade-war-what-about-the-us/>. Viitattu 13.4.2025.

Bank of Japan, Amamiya Masayoshi, The COVID-19 crisis and inflation dynamics. Pdf-tiedosto. Julkaistu 29.3.2022. <https://www.bis.org/review/r220420e.pdf>. Viitattu 5.2.2024.

BBC. What are tariffs and why is Trump using them? Verkkojulkaisu. Julkaistu 4.4.2025. <https://www.bbc.com/news/articles/cn93e12ryppo>. Viitattu 6.4.2025.

BNP Paribas. Greenflation: How Inflationary is the Energy Transition? Verkkojulkaisu. Julkaistu 28.8.2023. <https://economic-research.bnpparibas.com/html/en-US/Greenflation-inflationary-energy-transition-8/28/2023,48810>. Viitattu 5.4.2025.

Euro ja Talous. EKP:n pitkät rahoitusoperaatiot kasvattaneet pankkien luotonantoa yksityiselle sektorille. Verkkojulkaisu. Päivitetty 15.3.2019. <https://www.eurojatalous.fi/fi/2019/1/ekp-n-pitkat-rahoitusoperaatiot-kasvattaneet-pankkien-luotonantoa-yksityiselle-sektorille/>. Viitattu 25.4.2024.

Euroopan Keskuspankki. Mitä ovat kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot? Verkkojulkaisu. Päivitetty 30.3.2021. <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/tltro.fi.html>. Viitattu 13.4.2024.

European Central Bank. A stability-oriented monetary policy strategy for the ESCB. Verkkojulkaisu. Päivitetty 13.10.1998. https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981013_1.en.html. Viitattu 14.1.2024.

European Central Bank. Asset Purchase Programmes. Verkkojulkaisu. Julkaisuaika tuntematon. <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>. Viitattu 22.3.2025.

European Central Bank. Clear, consistent, and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world 2021. Pdf-tiedosto. Julkaistu syyskuu 2021. Muokattu joulukuu 2021. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op274~9aca14e6f6.en.pdf?63436ac843159bdf4afcf0115e7f146f>. Viitattu 14.4.2024.

European Central Bank. The ECB's monetary policy strategy after the evaluation and clarification of May 2003. Verkkojulkaisu. Päivitetty 20.11.2003. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2003/html/sp031120.en.html>. Viitattu 11.1.2024.

European Central Bank. The new monetary policy strategy: implications for rate forward guidance. Verkkojulkaisu. Päivitetty 19.8.2021. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2021/html/ecb.blog210819~c99d1b768d.en.html>. Viitattu 24.4.2024.

European Central Bank. Why we adjusted interest rates. Verkkojulkaisu. Päivitetty 8.6.2024. <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2024/html/ecb.blog240608~aa46b5f2a0.en.html>. Viitattu 6.12.2024.

European Union. Decision of the European Central Bank on a Secondary Markets Public Sector Asset Purchase Programme (ECB/2015/10). Verkkojulkaisu. Päivitetty 14.5.2015. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dec/2015/774/oj/eng>. Viitattu 22.3.2025.

European Union. Decision of the European Central Bank on the Implementation of the Corporate Sector Purchase Programme (ECB/2016/16). Verkkojulkaisu. Päivitetty 15.6.2016. <https://eur-lex.europa.eu/eli/dec/2015/774/oj/eng>. Viitattu 22.3.2025.

Fagerholm, Bengt 2005. Arvottomat miljoonat – inflaation historiaa ja suuria seteleitä. Atena Kustannus Oy.

Federal Reserve Bank of New York, Stephan Luck & Tom Zimmermann. Pdf-tiedosto. Julkaistu 11.12.2018. Employment effects of unconventional monetary policy: Evidence from QE. ssn-3002047.pdf. Viitattu 9.3.2025.

Federal Reserve Bank of San Francisco. The Evolution of the FOMC's Explicit Inflation Target. Verkkojulkaisu. Päivitetty 15.4.2019. <https://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2019/april/evolution-of-fomc-explicit-inflation-target/>. Viitattu 13.1.2024.

Federal Reserve Economic Data. From inflation targeting to average inflation targeting. Verkkojulkaisu. Päivitetty 9.11.2020. <https://fredblog.stlouisfed.org/2020/11/from-inflation-targeting-to-average-inflation-targeting/>. Viitattu 13.1.2024.

Federal Reserve System. Economic Outlook. Verkkojulkaisu. Julkaistu 4.4.2025. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20250404a.htm>. Viitattu 6.4.2025.

Federal Reserve System. Financial Stability Implications of Climate Change. Verkkojulkaisu. Julkaistu 23.3.2021. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/brainard20210323a.htm>. Viitattu 7.4.2025.

Federal Reserve System. Federal Reserve issues FOMC statement of longer-run goals and policy strategy. Verkkojulkaisu. Päivitetty 25.1.2012. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20120125c.htm>. Viitattu 13.1.2024.

Federal Reserve System. Lehdistötiedote. Julkaistu 24.10.2023. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/powell-statement-20231024b.htm>. Viitattu 7.4.2025.

Federal Reserve System. The Impact of Tariffs on Inflation. Verkkojulkaisu. Julkaistu 6.2.2025. <https://www.bostonfed.org/publications/current-policy-perspectives/2025/the-impact-of-tariffs-on-inflation.aspx?>. Viitattu 6.4.2025.

Federal Reserve System. The Fed Explained – What the Central Bank Does. PDF-tiedosto. Julkaistu elokuussa 2021. <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/the-fed-explained.pdf>. Viitattu 12.1.2023.

Finance Yahoo. Trump says "perfect time" for Powell to cut rates as markets plummet after shocking tariff announcement. Verkkojulkaisu. Julkaistu 4.4.2025. <https://finance.yahoo.com/news/trump-says-perfect-time-for-powell-to-cut-rates-as-markets-plummet-after-shocking-tariff-announcements-155005397.html?guccounter=1>. Viitattu 6.4.2025.

HAL open science, Clément Fontan & Aurélien Goutsmedt. Pdf-tiedosto. Julkaistu 16.8.2023. The ECB and the inflation monsters: strategic framing and the responsibility imperative. <https://hal.science/hal-04181849v1/file/ECB%20inflation%20final%20first%20draft%20Goutsmedt%20Fontan.pdf>. Viitattu 20.3.2025.

Harvard Business School & Massachusetts Institute of Technology, Marco Di Maggio, Amir Kermani, Christopher J. Palmer, How Quantitative Easing Works: Evidence on the Refinancing Channel. Pdf-tiedosto. Julkaistu elokuussa 2019. <https://web.mit.edu/cjpalmer/www/DKP-QE.pdf>. Viitattu 9.3.2025.

International Monetary Fund (IMF): What is Monetarism. Verkkojulkaisu. Julkaistu maaliskuuta 2014. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/03/basics.htm>. Viitattu 6.8.2024.

Kauppalehti. EKP:lta odotetaan nyt koronlaskua – ”Edes jotain ankkuria epävarmassa ajassa”. Verkkojulkaisu. Julkaistu 5.3.2025. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/ekplta-odotetaan-nyt-koronlaskua-edes-jotain-ankkuria-epavarmassa-ajassa/7b6451ee-853d-48c0-bc08-af2f56a90a85>. Viitattu 13.4.2025.

Kauppalehti. Korot nousussa – JP Morgan: EKP leikkaa neljästi. Verkkojulkaisu. Julkaistu 8.4.2025. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/korot-ja-valuutat-korot-nousussa-jp-morgan-ekp-leikkaa-neljasti/b73da52e-84dc-43cd-8806-3ab81b5c2400>. Viitattu 13.4.2025.

Kauppalehti. Sisäpiiri-arvio: Näin alas EKP:n talletuskorko voi vielä painua. Verkkojulkaisu. Julkaistu 23.3.2025. <https://www.kauppalehti.fi/uutiset/sisapiiri-arvio-nain-alas-ekpn-talletuskorko-voi-viela-painua/74fead77-0496-4d42-9ed2-541c6ce64654>. Viitattu 13.4.2025.

Korkman, Sixten 2015. Väärää talouspolitiikkaa. Kustannusosakeyhtiö Otava.

Liberty Street Economics. Ten Years Later – Did QE Work? Verkkojulkaisu. Päivitetty 8.5.2019. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2019/05/ten-years-laterdid-qe-work/>. Viitattu 9.3.2025.

Lindholm, Timo & Kettunen, Juhani 2019. Globaali kansantalous. Edita Publishing Oy.

Marxist Internet Archive. Inflation: the theories and the facts. Verkkojulkaisu. Päivitysaika tuntematon. <https://www.marxists.org/archive/hardcastle/1974/inflationfacts.htm>. Viitattu 7.8.2024.

Northwestern University, Arvind Krishnamurthy & Annette Vissing-Jorgensen, The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. Pdf-tiedosto. Julkaistu syksyllä 2011. https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2016/07/2011b_bpea_krishnamurthy.pdf. Viitattu 9.3.2025.

ScienceDirect. Policy rules and Forward guidance following the Covid-19 recession. Verkkojulkaisu. Julkaistu lokakuussa 2024. <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1572308924001062>. Viitattu 29.3.2025.

Suomen Pankki. Euroopan keskuspankki uudisti rahapolitiikan strategiansa. Verkkojulkaisu. Päivitetty 9.7.2021. <https://www.suomenpankki.fi/fi/media-ja-julkaisut/tiedotteet/2021/euroopan-keskuspankki-uudisti-rahapolitiikan-strategiansa/>. Viitattu 19.12.2023.

Suvanto, Antti & Kontulainen, Jarmo 2016. €KP ilmoitti tänään... Rahapolitiikka tyynessä ja myrskyssä. Docendo Oy Kustannus.

The Council on Foreign Relations. The History and Future of the Federal Reserve's 2 Percent Target Rate of Inflation. Verkkojulkaisu. Päivitetty 15.6.2023. <https://www.cfr.org/blog/history-and-future-federal-reserves-2-percent-target-rate-inflation-0>. Viitattu 15.1.2024.

The Council on Foreign Relations. Why the Fed Should Stop Forward Guidance. Verkkojulkaisu. Julkaistu 31.1.2025. <https://www.cfr.org/blog/why-fed-should-stop-forward-guidance>. Viitattu 29.3.2025

The Guardian. US Federal Reserve to end quantitative easing programme. Verkkojulkaisu. Päivitetty 29.10.2014. <https://www.theguardian.com/business/2014/oct/29/us-federal-reserve-end-quantitative-easing-programme>. Viitattu 20.4.2024.

The Review of Financial Studies. The Effects of Quantitative Easing on Bank Lending Behavior. Verkkojulkaisu. Julkaistu sekä päivitetty 14.6.2017. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx063>. Viitattu 9.3.2025.

Yellen, J. 2012. Revolution and Evolution in Central Bank Communications. Puhe. Haas School of Business, University of California Berkeley. 13.11.2012.

Yle. Yhdysvaltojen pörssiweekki päättyi selkeästi plussalla – Yle seurasi osakemarkkinoiden turbulenssia. Verkkojulkaisu. Julkaistu 7.4.2025. https://yle.fi/a/74-20154272/64-3-264914?utm_campaign=y-leuutiset-twitter&utm_medium=social&utm_medium=social&utm_source=chatgpt.com. Viitattu 13.4.2025.