ANALYYSI

Rahapolitiikan vaikutus tulo- ja varallisuuseroihin Suomessa

25.1.2022 – Analyysi – Rahapolitiikka

Adam Gulan
Vanhempi neuvonantaja

Petri Mäki-Fränti
Vanhempi ekonomisti

Aino Silvo
Vanhempi ekonomisti

Juha Kilponen
Osastopäällikkö

EKP:n rahapolitiikan pääasiallisena tavoitteena on hintavakauden ylläpitäminen euroalueella ja sen ohella talouskasvun tukeminen. Rahapolitiikka kohdistuu kotitalouksiin kuitenkin eri tavalla ja voi vaikuttaa tulojen ja varallisuuden jakautumiseen kotitalouksien välillä. Tutkimuksessamme havaitsemme, että EKP:n elvyttävä rahapolitiikka tukee Suomen talouskasvua ja inflaatiota, mutta vaikutukset tulo- ja varallisuuseroihin jäävät vähäisiksi.

Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajien omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

Rahapolitiikan tavoitteissa on korostunut viime vuosina hintavakauden ohella talouskasvun tukeminen. Euroalueella rahapoliittisella elvytyksellä on pyritty ylläpitämään kulutuskysyntää ja yksityisiä investointeja. Rahapolitiikalla on kuitenkin ollut myös erilaisia makrotaloudellisia sivuvaikutuksia.

Korkotason alhaisuus on tukenut varallisuusarvojen, kuten asuntojen ja osakkeiden hintojen nousua. Rahapolitiikka on samalla voinut vaikuttaa kotitalouksien tulo- ja varallisuuseroihin. Koska kotitaloudet eroavat toisistaan työmarkkinatilanteensa ja varallisuusasemansa suhteen, ne kohtaavat rahapolitiikan vaikutukset eri tavoin.

Vuosien 2008–2013 finanssi- ja velkakriisin aikana ja sen jälkeen Euroopan keskuspankki (EKP) on ottanut käyttöön uusia rahapolitiikan välineitä ohjauskoron säätelyn tueksi. Yritysten ja kotitalouksien rahoituksen saatavuutta on pyritty turvaamaan mm. laajojen arvopapereiden osto-ohjelmien avulla. Ne ovat olleet aktiivisessa käytössä myös koronakriisin yhteydessä.

Julkisessa keskustelussa keskuspankin osto-ohjelmien on toisinaan arvioitu johtaneen tulo- ja varallisuuserojen kasvuun erityisesti varallisuushintojen voimakkaan nousun vuoksi. Riippumatta käytetyistä rahapolitiikan välineistä sen kokonaisvaikutus tulo- ja varallisuuseroihin ei kuitenkaan ole yksiselitteinen, sillä rahapolitiikka vaikuttaa tulojen ja varallisuuden jakautumiseen useiden eri kanavien kautta.

Rahapolitiikka vaikuttaa tulo- ja varallisuuseroihin monen kanavan kautta

Rahapoliittinen elvytys tukee talouskasvua, mikä kasvattaa työllisyyttä ja tukee palkkojen kehitystä. Kotitalouksien tasolla rahapolitiikan tulonjakovaikutukset riippuvat siitä, kuinka voimakkaasti rahapolitiikan vaikutukset heijastuvat kotitalouksien tuloihin ja työllisyyteen eri tuloluokissa. Uusien työpaikkojen syntymisestä hyötyvät varsinkin pienituloiset kotitaloudet, sillä työttömyys on niiden keskuudessa keskimääräistä yleisempää. Tältä osin elvyttävä rahapolitiikka voi vähentää tuloeroja.

Ansiotason noususta puolestaan hyötyvät pääasiassa vain työssä käyvät, ja työllisyystilanne on tyypillisesti muita parempi korkeasti koulutettujen, ylempiin tuloluokkiin kuuluvien kotitalouksien keskuudessa. Tätä kautta elvyttävä rahapolitiikka saattaa siten lisätä tuloeroja.

Rahapolitiikka vaikuttaa työtulojen lisäksi kotitalouksien omaisuudesta kertyviin tuloihin. Talletuskorkojen alhaisuus vähentää korkotuloja, mutta samaan aikaan nopeampi talouskasvu tukee osinkojen ja vuokratulojen kehitystä. Kotitalouksien omistama osakevarallisuus ja rahasto-osuudet ovat enimmäkseen varakkaiden kotitalouksien hallussa. Vuonna 2019 kotitalouksien varakkain kymmenys omisti noin 80 % pörssiosakkeista ja 60 % rahasto-osuuksista. Vähävaraisten kotitalouksien rahoitusvarallisuus koostuu lähinnä talletuksista. Tältä osin rahapolitiikka saattaa siis lisätä tuloeroja.

Toisaalta omaisuustulojen osuus kaikista tuloista on keskimäärin pieni myös

hyvätuloisten kotitalouksien keskuudessa, lukuun ottamatta kaikkein varakkainta tulokärkeä. Tästä syystä omaisuustulojen kasvu ei välttämättä vaikuta merkittävästi tulojen jakautumiseen kotitalouksien välillä kokonaisuudessaan.

Varallisuuseroihin rahapolitiikka vaikuttaa omaisuushintojen kautta. Asuntolainojen korkojen alhaisuus kasvattaa asuntojen kysyntää, mikä lisää painetta asuntojen hintojen nousuun. Hintavaikutukset ovat kuitenkin tyypillisesti suurimpia kasvukeskuksissa, joissa asunnot ovat tyypillisesti kalliita ja niiden tarjonta reagoi kysynnän kasvuun hitaasti.

Asuntohintojen noususta hyötyy laaja joukko kotitalouksia, sillä lähes 70 % suomalaisista kotitalouksista omisti asuntovarallisuutta vuonna 2019. Elvyttävä rahapolitiikka nostaa myös osakkeiden ja muun rahoitusvarallisuuden arvoa kasvattamalla eri arvopapereiden kysyntää ja alentamalla diskonttokorkoja, joiden avulla niitä hinnoitellaan rahoitusmarkkinoilla. Tästä hyötyvät eniten ne kotitaloudet, joilla on merkittävästi rahoitusvarallisuutta, tyypillisesti siis varakkaimmat kotitaloudet. Suomalaisten kotitalouksien varallisuuden arvosta 64 % koostui vuonna 2019 asuntovarallisuudesta. Lähes kaikki kotitaloudet omistavat talletuksia. Pörssiosakkeita ja suoria rahastosijoituksia oli 43 prosentilla kotitalouksista vuonna 2019.

Rahapolitiikka on tukenut Suomen talouskasvua

Kansainvälisen tutkimuskirjallisuuden perusteella EKP:n elvyttävän rahapolitiikan vaikutukset talouskasvuun ovat olleet euroalueella merkittäviä, mutta vaikutukset tulo- ja varallisuuseroihin ovat olleet euroalueella keskimäärin vähäisiä.[1] Suomen Pankin julkaiseman tuoreen tutkimuksemme mukaan sama johtopäätös pätee myös Suomessa. Arvioimme tutkimuksessa EKP:n rahapoliittisen elvytyksen vaikutuksia Suomessa sekä koko kansantalouden että yksittäisten kotitalouksien tasolla.

Tutkimuksessa lähdetään liikkeelle selvittämällä ensin EKP:n elvyttävän rahapolitiikan makrotaloudellisia vaikutuksia Suomessa talouskasvun, inflaation, työllisyyden, nimellispalkkojen kehityksen sekä osakkeiden ja asuntojen hintojen osalta. Näiden kokonaistaloudellisten vaikutusten kohdistumista yksittäisiin kotitalouksiin tarkastellaan kotitalouskohtaisten tilastoaineistojen avulla. Ne sisältävät yksityiskohtaista tietoa kotitalouksien tuloista ja varallisuudesta sekä niiden työmarkkina-asemasta. Lopuksi arvioimme rahapolitiikan vaikutuksia tulo- ja varallisuuseroihin.

Arvioimme tutkimuksessa sekä EKP:n tavanomaisen ohjauskorkopolitiikan että keskuspankin osto-ohjelmien vaikutuksia Suomen kansantalouteen ja suomalaisiin kotitalouksiin. Tutkimusasetelmassa pyritään tilastotieteellisin menetelmin ja taloustieteellisiin malleihin nojautuen selvittämään, kuinka paljon tietyn suuruinen, tietyllä ajanhetkellä tapahtuva odottamaton rahapoliittinen shokki vaikuttaa talouteen ja kotitalouksiin. Näin päästään käsiksi rahapolitiikan kausaalivaikutuksiin.

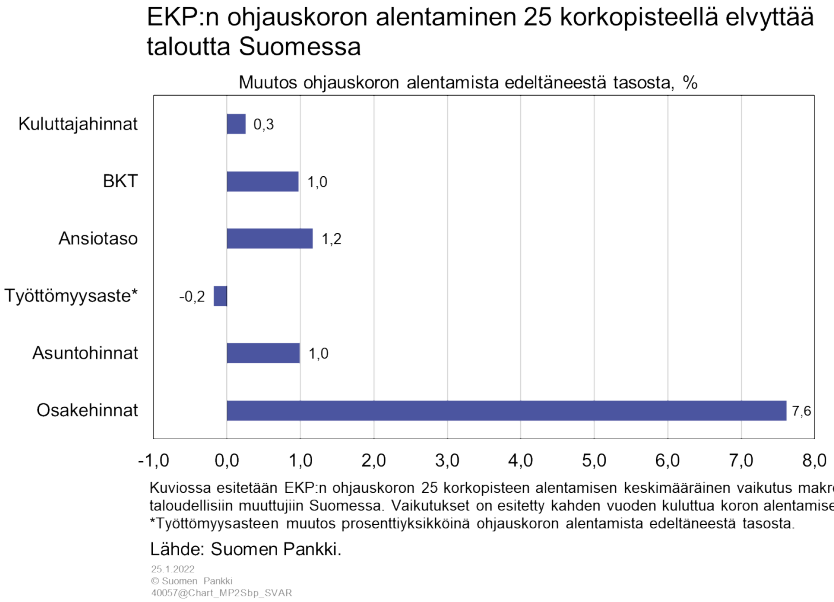
1. Ks. esim. Adam ja Tzamourani (2016), Samarina ja Nguyen (2022) sekä Lenza ja Slackalek (2021).

Rahapolitiikkashokki määritellään joko ohjauskoron odottamattomaksi muutokseksi tai odottamattomaksi muutokseksi arvopapereiden osto-ohjelmassa. Nämä erilaiset rahapolitiikan välineet on tutkimuksessa pyritty yhteismitallistamaan siten, että keskuspankin yksittäinen odottamaton päätös alentaa ohjauskorkoa tai lisätä arvopapereiden ostoja alentavat pitkiä korkoja rahoitusmarkkinoilla suunnilleen saman verran.

Tulostemme mukaan ohjauskorkojen alentamisen ja arvopapereiden osto-ohjelmien välillä ei ole suuria eroja niiden makrotaloudellisten vaikutusten suhteen. Ohjauskoron alentaminen 25 korkopisteellä kasvattaa BKT:ta Suomessa noin prosentilla suhteessa sen alkuperäiseen tasoon kahden vuoden aikana. Lisäksi työttömyys vähenee ja nimellispalkat kasvavat, mutta työttömyysaste reagoi selvästi vähemmän kuin ansiotaso.

Rahapoliittinen elvytys nostaa sekä asuntojen että osakkeiden hintoja. Vaikutukset ovat selvästi suurempia osakemarkkinoilla kuin asuntomarkkinoilla (Kuvio 1). Arvopapereiden ostojen lisäämisen makrotaloudelliset vaikutukset ovat hyvin samankaltaiset.

Kuvio 1.



EKP:n rahapolitiikan vaikutukset talouskasvuun ja inflaatioon ovat tutkimuksemme mukaan Suomessa melko samankaltaiset kuin euroalueen suurissa jäsenmaissa. Talouskasvun vaikutukset työmarkkinoilla näkyvät kuitenkin Suomessa toisella tavalla kuin vertailumaissa. Suomessa rahapolitiikan työllisyysvaikutukset jäävät suuriin euroalueen maihin verrattuna vaatimattomiksi, mutta vaikutukset kotitalouksien ansiotasoon ovat suuremmat.

Rahapolitiikan vaikutukset tulo- ja varallisuuseroihin jäävät pieniksi

Kaikki kotitaloudet hyötyvät rahapoliittisesta elvytyksestä. Ohjauskoron alentaminen 25 korkopisteellä vähentää työttömyyttä ja kasvattaa bruttotuloja kaikissa tuloluokissa. Työttömyys vähenee eniten alimmassa tuloluokassa, sillä tässä tuloluokassa on muita enemmän työttömiä, jotka työllistyvät elvyttävän rahapolitiikan ansiosta. Bruttotulot kasvavat kuitenkin eniten ylimmissä tuloluokissa, joissa ansiotason nousu tukee tulojen kasvua eniten (Kuvio 2). Keskuspankin arvopapereiden osto-ohjelmat vaikuttavat samoin.

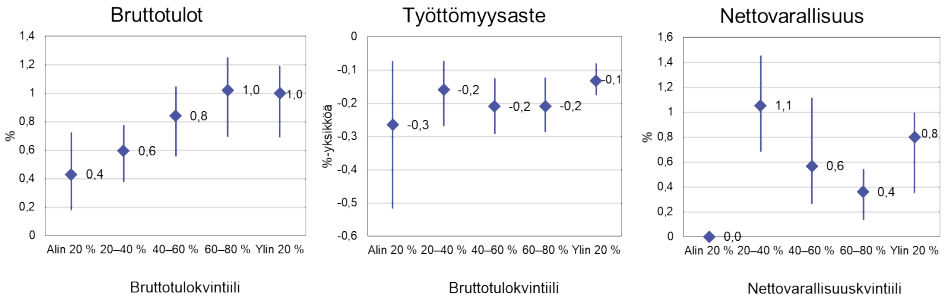
Myös kotitalouksien nettovarallisuuden arvo (varallisuuden arvo vähennettynä velkojen arvolla) kasvaa kaikissa varallisuusluokissa lukuun ottamatta alinta varallisuusluokkaa, jossa nettovarallisuuden arvo ennen koronalennusta on keskimäärin nolla (Kuvio 2). Bruttovarallisuuden arvo kasvaa eniten ylimmissä varallisuusluokissa.

Nettovarallisuuserojen kannalta velkavivulla on merkittävä rooli rahapolitiikan vaikutusten jakautumisessa kotitalouksien kesken. Nettovarallisuus kasvaa ohjauskoron alentamisen seurauksena eniten kotitalouksien toiseksi vähävaraisimmassa viidenneksessä, johon kuuluvilla kotitalouksilla on usein asuntovarallisuutta mutta myös paljon asuntovelkaa (Kuvio 2).

Asuntohintojen ja varallisuusarvojen vähäinenkin nousu parantaa näiden velallisten kotitalouksien nettovarallisuusasemaa huomattavasti, sillä velkojen nimellisarvo ei muutu rahapoliittisen elvytyksen seurauksena. Keskuspankin osto-ohjelmilla on samankaltainen vaikutus nettovarallisuuteen eri varallisuusluokissa kuin ohjauskoron alentamisella.

Kuvio 2.

Ohjauskoron alentaminen vähentää työttömyyttä ja kasvattaa bruttotuloja kaikissa tuloluokissa*



*Kuvioissa esitetään ohjauskoron 25 korkopisteen alentamisen keskimääräinen vaikutus eri tulo- ja varallisuuskvintiileissä. Nelikulmio on vaikutuksen piste-estimaatti ja pystyviivat kuvaavat vaikutuksen 68 prosentin luottamusvälejä. Vaikutukset on esitetty kahden vuoden päästä koron alentamisesta.

Lähde: Suomen Pankki.

25.1.2022
© Suomen Pankki
40057@Chart_MP25bp_microsimulation

Elvyttävän rahapolitiikan vaikutukset tulo- ja varallisuuseroihin jäävät kaiken kaikkiaan

vähäisiksi, sillä tulojen ja varallisuuden arvon kasvu eri tulo- ja varallisuusluokissa ei ole merkittävästi erilaista. Tulo- ja varallisuuseroja ennen ja jälkeen ohjauskoron alentamisen arvioidaan tutkimuksessa Gini-kertoimien avulla. Tutkimustulosten mukaan rahapolitiikka lisää hieman sekä tulo- että varallisuuseroja Suomessa. Vaikutukset ovat kuitenkin pieniä: kaksi vuotta ohjauskoron alentamisen jälkeen bruttotulojen Gini-kerroin on kasvanut 0,05 prosenttiyksiköllä ja nettovarallisuuden Gini-kerroin 0,2 prosenttiyksiköllä verrattuna lähtötilanteeseen. Osto-ohjelmien vaikutukset Gini-kertoimiin ovat suunnilleen samansuuruisia. Nämä muutokset ovat vähäisiä myös suhteessa kertoimien historialliseen kehitykseen Suomessa 2000-luvun aikana.

Gini-kertoimen ohella tulonjakoa tarkastellaan usein mittareilla, jotka painottavat hyvätuloisimpien ja varakkaimpien kotitalouksien tulokehitystä pienituloisempiin ja vähävaraisempiin verrattuna. Tarkastelemme tulo- ja varallisuuseroja tutkimuksessamme myös suhteuttamalla hyvätuloisimman kymmenyksen tulot mediaanituloon ja vastaavasti varakkaimman kymmenyksen nettovarallisuuden arvo mediaanivarallisuuteen. Näilläkään mittareilla elvyttävällä rahapolitiikalla ei ole merkittävää vaikutusta tulo- ja varallisuuseroihin Suomessa.

Lähteet

Adam, K. ja P. Tzamourani (2016). “Distributional consequences of asset price inflation in the Euro Area”. European Economic Review 89, 172–192.

Lenza, M. ja J. Slacalek (2021). “How does monetary policy affect income and wealth inequality? Evidence from quantitative easing in the euro area”. European Central Bank Working Paper Series No. 2190. Päivitetty versio, toukokuu 2021. http://www.slacalek.com/research/lsMPinequality/lsMPinequality.pdf.

Samarina, A. ja A. D. M. Nguyen (2022). “Does monetary policy affect inequality in the euro area?” Journal of Money, Credit and Banking, hyväksytty julkaistavaksi.

Avainsanat

varallisuuserot, Suomen talous, tuloerot, talouskasvu, rahapolitiikka