Analyysi

Onko Yhdysvaltain kiihtynyt inflaatio tullut jäädäkseen?

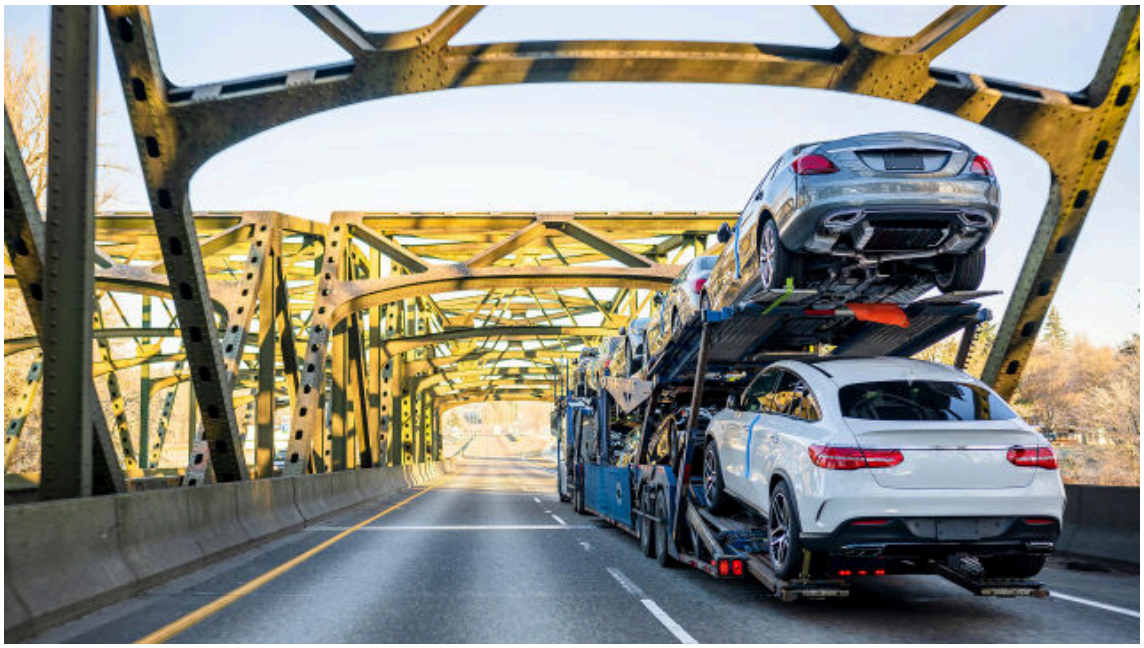
Kansainvälinen talous | 15.10.2021 | Ville Pikkarainen

KIRJOITTAJA



Ville Pikkarainen
Ekonomisti

Yhdysvaltain inflaatio on kiihtynyt reiluun 5 prosenttiin. Nopea inflaatio selittyy pääosin väliaikaisilla tekijöillä kuten yksityisautojen polttoaineiden ja käytettyjen autojen voimakkaalla hinnannousulla vuoden takaisesta. Pandemiasta toipuminen ja talouden avautuminen on kuitenkin johtanut tarjontapullonkauloihin tavaroiden tuotannossa ja kuljetuksessa sekä työmarkkinoiden osittaiseen kiristymiseen. Nämä tekijät ylläpitävät epävarmuutta ja voivat pitkittyessään johtaa inflaation pysymiseen keskuspankin 2 prosentin tavoitetta nopeampana ennakoitua pidempään, mutta kuitenkin vain väliaikaisesti.



Yhdysvaltain talous on bruttokansantuotteella mitattuna toipunut koronapandemian aiheuttamasta kuopasta

Yhdysvaltain BKT on noussut kriisiä edeltäneen tason yläpuolelle ja ennustetaan, että se saavuttaa koronakriisiä edeltäneiden ennusteiden kasvu-uran jo vuoden 2022 aikana. Yksityisen kulutuksen kasvu selittää suuressa määrin alkuvuoden korkeita kasvulukuja, mutta myös investoinnit ovat toipuneet koronakriisistä hyvin. Voimakkaalla finanssipoliittisella ja rahapoliittisella elvytyksellä on ollut suuri merkitys Yhdysvaltain taloudellisen toipumisen kannalta. Pandemia kuitenkin ylläpitää vielä epävarmuutta, ja tartuntojen ja sairaanhoitoa vaativien potilaiden määrä on vielä korkealla tasolla. Täysin rokotettujen osuus väestöstä oli lokakuun puolivälissä noin 57 %.

Kuvio 1.



Pandemian ja talouskasvun ohella inflaatio on noussut yhdeksi keskeisistä puheenaiheista kevään ja kesän aikana. Inflaatio kiihtyi keväällä ja on pysytellyt sen jälkeen ennallaan korkealla tasolla (kuvio 1). Syyskuussa kuluttajahintainflaatio kiihtyi vuositasolla 5,4 %:iin ja pohjainflaatio pysyi muuttumattomana 4,0 %:ssa. Yhdysvaltain keskuspankin seuraaman PCE-mittarin mukaan inflaatio oli 4,3 % ja pohjainflaatio 3,6 % elokuussa.

Korkea inflaatio on herättänyt keskustelua myös ilmiön pysyvyydestä. Se, missä määrin korkea

inflaatio on pysyvä tai väliaikainen ilmiö ja mitkä tekijät ovat korkeiden lukujen taustalla, vaikuttaa myös politiikkatoimenpiteisiin.

Fedin odotetaan pian ilmoittavan osto-ohjelmansa asteittaisesta supistamisesta

Yhdysvaltain keskuspankki Fedillä on niin sanottu kaksoismandaatti: Fed tavoittelee täystyöllisyyttä ja kahden prosentin keskimääräistä inflaatiota pitkällä aikavälillä. Fedin strategia siis sallii väliaikaisesti yli kahden prosentin inflaation tilanteissa, joissa inflaatio on ollut pidempään alle tavoitteen tai täystyöllisyyttä ei ole saavutettu.

Fed arvioi, että rokotusten edistyminen ja politiikkatoimenpiteet ovat tukeneet taloudellisen aktiviteetin ja työllisyyden kehitystä, mutta koronatartuntojen kasvun viime kuukausien aikana nähdään hidastaneen pandemiasta eniten kärsineiden sektorien palautumista. Kiihtyneen inflaation arvioidaan edelleen olevan suurelta osin väliaikaista ja sen odotetaan palautuvan reiluun kahteen prosenttiin jo ensi vuoden puolella.

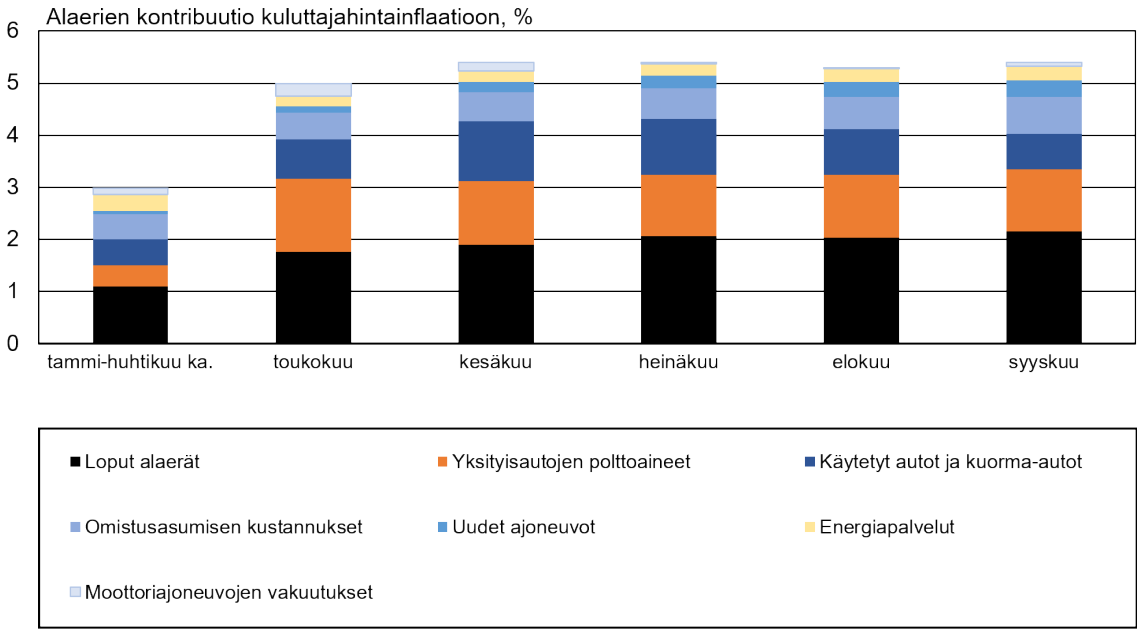
Viimeisimmässä kokouksessaan syyskuussa Fed piti rahapolitiikan linjansa ennallaan. Ohjauskoron tavoiteväli pysyi 0-0,25 %:ssa ja kuukausittaiset arvopaperien netto-ostot pysyivät noin 120 mrd. USD:ssa.

Fed aloitti kuukausittaiset arvopaperiostonsa pandemian alkaessa taatakseen kevyet rahoitusolot. Rahapolitiikan virityksestä päättävä avomarkkinakomitea arvioi syyskuussa, että talouden jatkaessa kehitystään odotetulla tavalla, päätös osto-ohjelman pienentämisestä saattaisi tulla pian ajankohtaiseksi. Fedin odotetaankin ilmoittavan osto-ohjelman asteittaisen supistamisen aloittamisesta lähiaikoina.

Inflaation laaja-alaisuutta voidaan tarkastella alaerien avulla

Kuvio 2.

Yksittäiset alaerät selittävät pääosan Yhdysvaltojen inflaation kiihtymisestä



Lähteet: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS) ja Suomen Pankin laskelmat.

Kesän kuluttajahintainflaation tarkempi tarkastelu osoittaa, että korkeat luvut selittyvät erityisesti yksittäisillä alaerillä, ja pohjavaikutusten[1] merkitys vuosi-inflaation on mittava. Yksittäisistä alaeristä pelkästään polttoaineen sekä käytettyjen autojen ja rekkojen inflaatio selittää kesä-, heinä- ja elokuun kuluttajahintainflaatiosta yli 2 %-yksikköä (kuvio 2). Molempien erien korkea vuosi-inflaatio perustuu isolta osin pohjavaikutuksiin, ja käytettyjen autojen ja rekkojen inflaatiota selittävät myös koronapandemiasta johtuvat tarjontapullonkaulat. Erityisesti uusien autojen tuotantoon tarvittavista mikrosiruista on pulaa, mikä heijastuu sekä uusien että käytettyjen autojen markkinoihin. Polttoaineen sekä käytettyjen autojen ja rekkojen inflaatiota kiihdyttävä vaikutus onkin todennäköisesti väliaikainen ja poistuu vuoden kuluessa. Sen sijaan vuosi-inflaatiota kiihdyttäneet omistusasumisen kustannukset, jonka kontribuutio nousi syyskuussa käytettyjen autojen ja rekkojen kontribuutiota suuremmaksi, on esimerkki alaerästä, jonka vaikutus voi olla pysyvämpi.

Kuluttajahintaindeksin (KHI) %-muutos edellisestä vuodesta							
	Maaliskuu	Huhtikuu	Toukokuu	Kesäkuu	Heinäkuu	Elokuu	Syyskuu
Mediaani KHI	2,0	2,1	2,1	2,2	2,3	2,4	2,8
16% trimmattu keskiarvo KHI	2,1	2,4	2,6	2,9	3,0	3,2	3,5
KHI	2,6	4,2	5,0	5,4	5,4	5,3	5,4
KHI pl. Energia ja elintarvikkeet	1,6	3,0	3,8	4,5	4,3	4,0	4,0

*Lähteet: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS), **Federal Reserve Bank of Cleveland***

Yksi tapa tarkastella inflaation laaja-alaisuutta on verrata kuluttajahintainflaatiota ja pohjainflaatiota Federal Reserve Bank of Clevelandin julkaisemiin mittareihin mediaanikuluttajahintainflaatiosta ja 16 % trimmattu keskiarvo -kuluttajahintainflaatiosta (taulukko 1). Mediaanikuluttajahintainflaatio on mittari, joka tarkastelee inflaatiota kuluttajahintainflaation keskimmäisessä alaerässä, kun alaerät on järjestetty suuruusjärjestykseen. 16 % trimmattu keskiarvo -kuluttajahintainflaatio tarkastelee kuluttajahintainflaatiota niin, että perinteisestä kuluttajahintainflaatiosta poistetaan 8 %:a nopeimmin ja hitaimmin kuukaudessa kehittyneistä alaeristä. Tällöin yksittäisten inflaatiota erityisen voimakkaasti hidastavien tai kiihdyttävien alaerien vaikutus ei pääse dominoimaan indikaattorin kehitystä.

Edellä mainittujen mittareiden tarkastelu tukee havaintoa siitä, että yksittäisten alaerien vaikutus korkeaan inflaatioon on merkittävä ja että korkea yli 5 %:n inflaatio ei ole laaja-alaista. Toisaalta myös näissä laaja-alaisemmissa inflaatiomittareissa on havaittavissa nousua viime kuukausien aikana. Erityisesti syyskuussa, jolloin kuluttajahintaindeksi pysyi kesän korkealla tasolla, inflaation laaja-alaisuutta kuvaavat mittarit nousivat.

Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat suunnilleen Fedin inflaatiotavoitteen mukaiset

Yksi pitkän aikavälin inflaatio-odotuksia mittaavista indikaattoreista on Yhdysvaltain valtiovarainministeriön liikkeelle laskemien kymmenen vuoden inflaatioindeksoitujen velkakirjojen (Treasury Inflation-Protected Securities, TIPS) korkoero Yhdysvaltain valtion

joukkovelkakirjoihin. Muun muassa edellä mainitulla korkoerolla arvioidut inflaatio-odotukset laskivat koronapandemian alussa maaliskuussa 2020 alle yhteen prosenttiyksikköön. Odotukset kuitenkin nousivat kriisiä edeltäneelle tasolle vielä saman vuoden kuluessa ja ovat tällä hetkellä suunnilleen Fedin pitkän aikavälin inflaatiotavoitteen mukaisia. Kehitys TIPS-korkoerossa on ollut yhtenevää suhteessa Fedin seuraamaan CIE-indeksiin, joka on yleisiä inflaatio-odotuksia kuvaava useista inflaatio-odotuksia mittaavista indikaattoreista dynaamisella faktorimallilla estimoitu indeksi.[2]

Inflaatio-odotuksia voidaan mitata markkinahintojen ohella myös kyselyperusteisesti. Eri mittaustapoihin liittyy kuitenkin erilaisia ongelmia, jotka aiheuttavat mittausvirheitä odotuksiin. On esimerkiksi havaittu, että kuluttajien tietoisuus Fedin inflaatiotavoitteista on vajavaista (Coibon, Gorodnichenco ja Weber, 2021) ja että kuluttajien inflaatio-odotukset ovat yhteydessä eniten ruokakaupoissa ostettuihin hyödykkeisiin (D'Acunto ym., 2021). Kyselytutkimuksen perusteella myös vain alle puolet yritysjohtajista sanoi tuntevansa Fedin inflaatiotavoitteen, minkä lisäksi he usein odottivat inflaation olevan Fedin tavoitetta voimakkaampaa (Candia, Coibion ja Gorodnichenko, 2021). Eri odotusmittareita onkin syytä tarkastella laajasti.[3]

Akateemisten taloustieteilijöiden paneeli jakautunut suhteessa huoleen pitkittyneestä korkeasta inflaatiosta

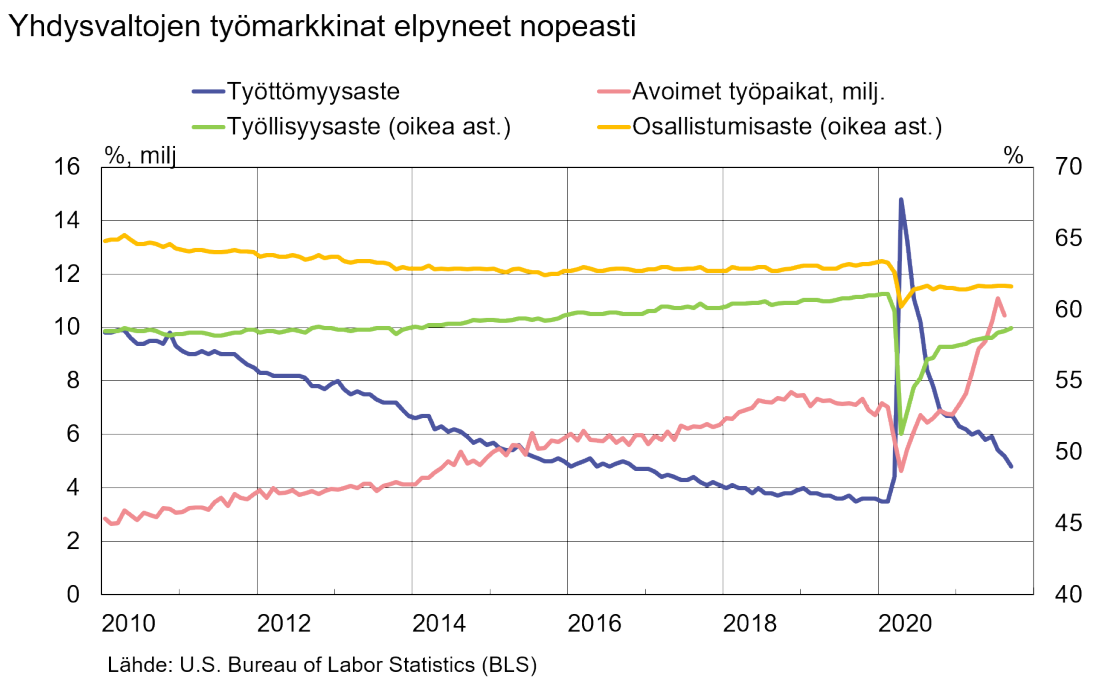
Korkean inflaation pysyvyyttä on myös tiedusteltu akateemisten taloustieteilijöiden paneeleilta (The Initiative on Global Markets) sekä Yhdysvalloissa (kesäkuussa) että Euroopassa (heinäkuussa) [4]. Finanssi- ja rahapoliittisen elvytyksen johtamisesta pitkittyneeseen korkeaan inflaatioon pidettiin vähintäänkin epävarmana, ja näkemykset riskin vakavuudesta jakaantuivat melko tasaisesti. Vain osa panelisteista kommentoi vastaustaan kirjallisesti ja kommentit olivat hyvin tiiviitä.

Pitkittyneestä korkeasta inflaatiosta huolissaan olleet panelistit korostivat kommenteissaan inflaatio-odotuksiin liittyvää epävarmuutta ja sitä, että talous toimii jo lähes täydellä kapasiteetilla. Vastauksissaan epävarmat ja riskistä vähemmän huolissaan olleet arvioivat, että inflaatio vaikuttaisi olevan väliaikaista aiemmin esiteltyihin pohjavaikutuksiin ja tarjontapullonkauloihin perustuen ja että työmarkkinat eivät vielä olisi täysin palautuneet kriisiä edeltäneelle tasolle. Lisäksi panelistit arvioivat Fedillä olevan työkalut korkean inflaation taittamiseen, mikäli tilanne sitä vaatisi.

Työmarkkinakehitys lupaavaa, palkkapaineet eivät toistaiseksi laaja-alaisia

Myös työmarkkinoiden kireydellä ja palkanmuodostuksella on keskeinen vaikutus inflaationäkymiin. Loppukevään ja kesän aikana on uutisoitu Yhdysvaltain työmarkkinatilanteen kehityksestä ja kireydestä sekä palkkapaineiden noususta. Avoimien työpaikkojen määrä on noussut jyrkästi vuodenvaihteesta lähtien ja matalapalkka-aloilla on ollut vaikeuksia palkata työntekijöitä. Useampi iso työnantaja (esimerkiksi McDonald's, Amazon ja Walmart) on korottanut minimipalkkojaan tuntuvasti.

Kuvio 3.

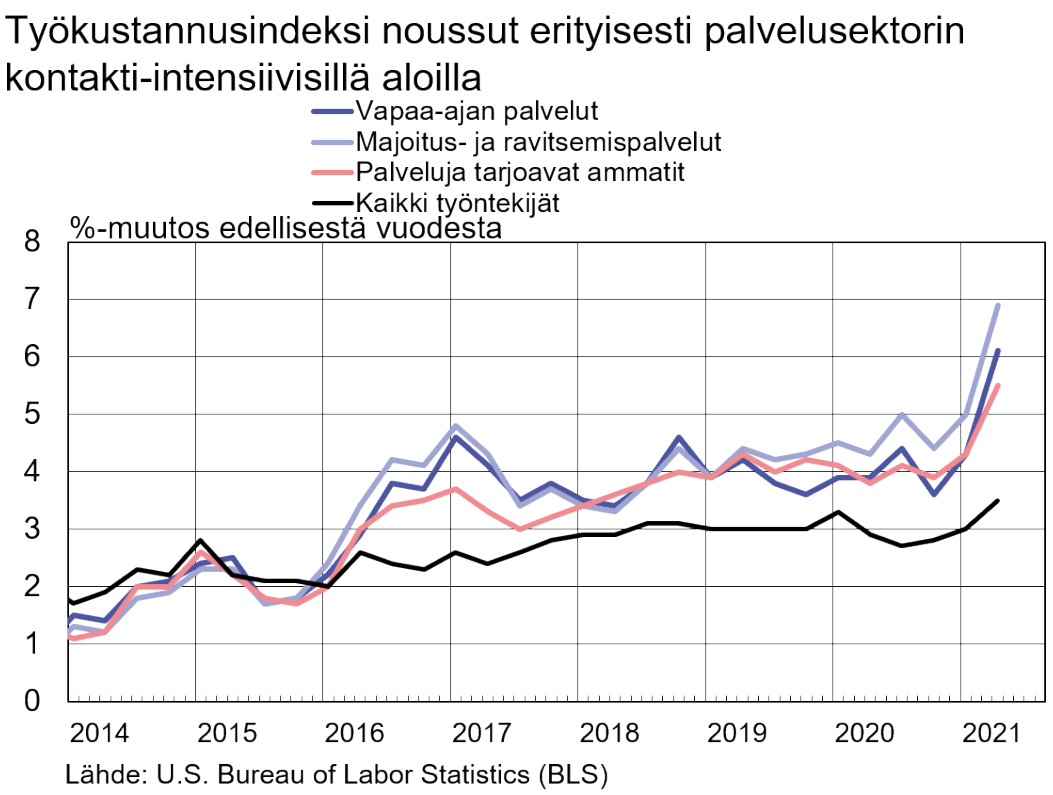


Yhdysvaltain työmarkkinakehitys on ollut kesän aikana hyvää ja työttömyysaste on laskenut syyskuuhun mennessä 4,8 %:iin (kuvio 3). Se on kuitenkin vielä 1,3 prosenttiyksikön päässä kriisiä edeltäneestä tasosta. Yksinomaan työttömyysastetta tarkastelemalla voisi siis ajatella, että työmarkkinatilanne ei vielä olisi erityisen kireä eikä palkkapaineista olisi vielä suurta huolta. Toisaalta työmarkkinakehityksen kannalta huolestuttavaa on se, että rakenteellinen työttömyys näyttäisi lisääntyneen. Osallistumisasteen nousu on pysähtynyt ja eroa pandemiaa edeltäneeseen tasoon on vielä 1,7 %-yksikköä. Rakenteellinen työttömyys tyypillisesti nouseekin kriiseissä, kun osa vanhemmista irtisanotuista aikaistaa eläköitymistään ja toisaalta työttömyysjakson pidentyessä työttömien taidot vanhenevat suhteessa työmarkkinoiden tarpeisiin, jolloin

työmarkkinoille palaaminen vaikeutuu.

Tarkempi tarkastelu osoittaa, että siinä, missä yleisesti työmarkkinoiden palautuminen pandemian alusta on ollut nopeaa, erityisesti matalapalkkaisilla palvelualoilla ollaan tuntuvasti muita aloja jäljessä. Koronapandemian vaikutus asiakaskontaktia vaativiin ravintola- ja vapaa-ajan palveluihin on siis ollut merkittävä. Pandemiatilanteen myllerryksessä moni alalta poistunut tai irtisanottu ei halua vastaanottaa työtä tartuntauhkan vuoksi, mutta myös työttömyyskorvausten ja työttömille jaettujen sekkien vaikutus työn vastaanottamiseen on hidastanut edellä mainittujen alojen palautumista. Onkin arveltu, että työttömyyskorvausten ja sekkien vaikutusten lakatessa myös osallistumisaste lähtisi vauhdikkaampaan nousuun, mikä osaltaan hillitsisi palkkapaineiden nousua. Toisaalta verrattaessa työttömyyskorvaukset aiemmin ainakin osittain lopettaneita osavaltioita niihin, joissa korvaukset jatkuivat vielä syyskuulle, työttömyyskorvauksia vähentäneissä osavaltioissa osallistumisaste ei ole välittömästi kehittynyt muita osavaltioita nopeammin (Coombs ym., 2021). Työttömyyskorvausten leikkausten vaikutus voi kuitenkin ilmetä työmarkkinoilla viiveellä ja toisaalta myös koronatartuntojen määrä pysyi erityisen korkeana syyskuun puoliväliin saakka.

Kuvio 4.



Matalapalkkaisten kontakti-intensiivisten palvelualojen palkkapaineiden eriytyminen työmarkkinoiden yleisestä kehityksestä ilmenee työkustannusindeksistä (kuvio 4). Indeksi osoittaa, että palkkapaineet kohdistuivat nimenomaisesti pandemian kurittamiin lähikontaktia vaativiin palvelusektorin matalapalkka-aloihin, joissa kustannukset ovat lähteneet nousuun kuluneen vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. Muilla aloilla kustannuskehitys on ollut tasaisempaa, eikä merkittäviä eroa pandemiaa edeltäneeseen tasoon ole havaittavissa. Siinä missä avoimia työpaikkoja on avautunut kuluneen vuoden aikana muilta osin laaja-alaisesti, vapaa-ajan ja majoitussektorilla avoimien työpaikkojen määrä on kasvanut muita aloja nopeammin. Työmarkkinoiden kireys ei siis vaikuttaisi olevan laaja-alaista.

Työmarkkinoiden palautuminen on tyypillisestikin tuotannon palautumista hitaampaa. Jos työllisyysaste jää kuitenkin pysyvästi alle kriisin alkua edeltäneen tason, nopeuttaisi se työmarkkinatilanteen kiristymistä, mikä ilmenisi palkkapaineiden nousuna. Toisaalta Yhdysvaltain työmarkkinoiden joustavuus luo edellytyksiä työmarkkinoiden palautumisen jatkumiselle.

Yhdysvaltojen nopean inflaation vaihe voi pitkittyä, mutta vauhti hidastuu tämän jälkeen kuitenkin lähelle 2 prosentin tavoitetta

Yhdysvaltain korkea inflaatio näyttää näillä näkymin olevan suurimmalta osaltaan väliaikaisten tekijöiden aiheuttamaa. Havaittu tavallista korkeampi inflaatio selittyy toistaiseksi pitkälti pohjavaikutuksilla ja pandemiaan liittyvillä tarjontapullonkauloilla. Myös pandemian aikana nousseen säästämisasteen normalisoituminen on lisännyt yksityistä kysyntää ja nostanut hintapaineita. Työmarkkinatilannetta tarkastellessa tulee myös huomioida kehitys eri alojen välillä. Siinä missä tietyillä koronapandemian kurittamilla matalapalkkaisilla ja kontakti-intensiivisillä palvelualoilla palkkapaineita on havaittavissa, yleisesti kehitys on ollut vakaampaa. Työttömyyden odotetaan vielä jatkavan laskuaan ja työmarkkinoilla vaikuttaisi olevan vielä liikkumavaraa. Inflaatiokehitykseen liittyy epävarmuutta, jota aiheuttavat muun muassa pandemian mahdollinen pitkittyminen, epävarmuus tarjontakapeikkojen kestosta ja raaka-aineiden hintakehityksestä sekä epävarmuus rakenteellisen työttömyyden tasosta. Myös finanssipoliittisilla toimilla on vaikutusta tulevaan inflaatiokehitykseen. Julkisuudessa onkin myös esitetty huolia finanssipoliittisen elvytyksen suuruudesta ja sen kerroinvaikutuksista tilanteessa, jossa tuotantokuilu on sulkeutumassa, tai jo sulkeutunut, ja työmarkkinat osoittavat kuumenemisen merkkejä.[5] Keskuspankilla on kuitenkin tehokkaita keinoja liian nopean inflaation hillitsemiseen.

Lähteet

Bernardo Candia, Olivier Coibion, and Yuriy Gorodnichenko, “The Inflation Expectations of US Firms: Evidence from a New Survey,” Working paper, Toukokuu 2021.

Olivier Coibion, Yuriy Gorodnichenko, and Michael Weber, “Monetary Policy Communications and Their Effects on Household Inflation Expectations,” NBER working paper, Tammikuu 2021.

Kyle Coombs, Arindrajit Dube, Calvin Jahnke, Raymond Kluender, Suresh Naiduk and Michael Stepner, ”Early Withdrawal of Pandemic Unemployment Insurance: Effects on Earnings, Employment and Consumption”, Elokuu 2021.

Francesco D’Acunto, Ulrike Malmendier, Juan Ospina, and Michael Weber, “Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations,” Journal of Political Economy, Toukokuu 2021.

Viitteet

1. Inflaatiota mitataan vertaamalla nykyisiä hintoja viime vuoden hintoihin. Viime vuoden hidas kuluttajahintainflaatio ja lähes koko vuoden negatiivisena pysynyt energian kuluttajahintaindeksin vuosimuutos laskevat vertailutasoa, mikä tekee inflaatiosta nopeaa. ↑
2. Index of Common Inflation Expectations: https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/research-data-series-index-of-common-inflation-expectations-20210305.htm. ↑
3. Katso keskustelu euroalueen inflaatio-odotuksista ”Inflaatio-odotukset auttavat tulkitsemaan euroalueen inflaatiokehitystä”, E&T 4/2021 (https://www.eurojatalous.fi/fi/2021/4/inflaatio-odotukset-auttavat-tulkitsemaan-euroalueen-inflaatiokehitysta/). ↑
4. Yhdysvaltalainen paneeli: https://www.igmchicago.org/surveys/overheating/ ja eurooppalainen paneeli: https://www.igmchicago.org/surveys/fiscal-and-monetary-policy/. ↑
5. Lawrence H. Summers, “The inflation risk is real”, Opinion, The Washington Post, Toukokuu 2021. ja Olivier Blanchard, “In defense of concerns over the $1.9 trillion relief plan”, Peterson Institute for International Economics Realtime Economic Issues Watch, Helmikuu 2021. ↑

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

Asiasanat

inflaatio, työmarkkinat, Yhdysvallat