Analyysi

Mitä on rahapolitiikan normalisointi?

Rahapolitiikka | 29.09.2022 | Lauri Vilmi, Mika Kortelainen, Jaakko Nelimarkka

KIRJOITTAJAT



Lauri Vilmi
Vanhempi neuvonantaja



Mika Kortelainen
Neuvonantaja



Jaakko Nelimarkka
Vanhempi ekonomisti

Inflaation voimakas kiihtyminen on käynnistänyt rahapolitiikan normalisoinnin, jossa rahoitusoloja kiristetään esimerkiksi nostamalla ohjauskorkoja. Keskuspankit ovat siirtymässä epätavanomaisista rahapolitiikkatoimista kohti tavanomaista korkopolitiikkaa. Rahapolitiikan kiristyminen on näkynyt korkotason nousuna. Käsitykset tulevasta korkotasosta ja siitä korkojen pitkän aikavälin tasapainosta, jossa talouden resurssit ovat täyskäytössä ja inflaatio keskuspankin tavoitteen mukainen, ovat kuitenkin hyvin epävarmat. Rahapolitiikka toimiikin jatkossa tilanteen mukaan, kokouskohtaisesti: EKP:n neuvosto perustaa rahapoliittiset päätöksensä tuoreimpiin tietoihin inflaatio- ja talouskehityksestä.



Rahapolitiikalla on reagoitu inflaationäkymien muutoksiin

Euroalueen korot alkoivat nousta vuoden 2021 lopulla, kun EKP reagoi asteittain muuttuneeseen inflaatio- ja talousnäkymään. Korkojen nousu on katkaissut 11 vuotta kestäneen laskevien ja poikkeuksellisen alhaisten korkojen aikakauden.[1]

Korot laskivat aikaisempiin vuosikymmeniin nähden poikkeuksellisen alhaisiksi. Syynä olivat inflaationäkymät, jotka olivat sitkeästi pysyneet EKP:n inflaatiotavoitteen alapuolella.[2] Erityisesti vuoden 2020 alussa talousnäkymät heikkenivät jyrkästi, kun koronapandemia aiheutti globaalin talouskriisin, mikä johti deflaatioriskin kasvamiseen. Uhkana oli, että odotukset taloudellisesta kasvusta ja inflaatiosta ankkuroituisivat alhaisiksi pitkälle tulevaisuuteen.[3] Inflaatio oli vuonna 2020 pandemian ja siihen liittyvien liikkumista koskevien rajoitusten vuoksi alimmillaan euroalueen olemassaolon aikana, keskimäärin −0,3 %. Keskuspankit vastasivat talouskriisiin asettamalla rahapolitiikkaansa erittäin keveäksi, ja korkojen alarajalla taloutta elvytettiin osto-ohjelmilla ja pitempiaikaisilla luotto-operaatioilla.

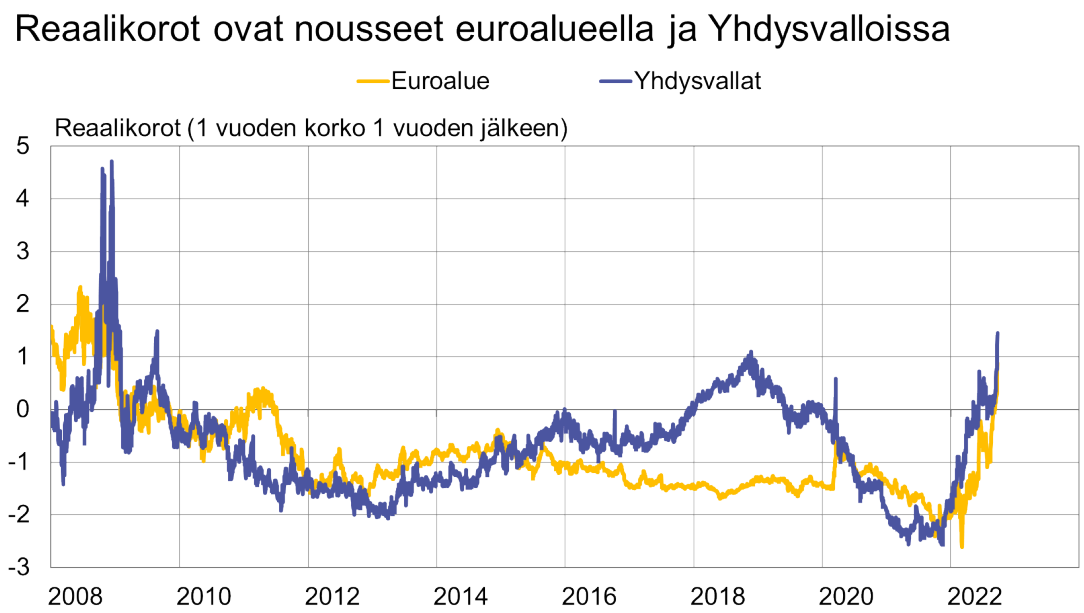
Koronapandemiasta johtuvan talouskriisin vaikutukset jäivät lopulta pahimpia uhkakuvia pienemmiksi. Voimakkaat finanssi- ja rahapolitiikan toimet tukivat kotitalouksien ja yritysten mahdollisuuksia selvitä kriisin yli. Pandemia aiheutti kuitenkin pitkäkestoisempia häiriöitä tuotantoketjuihin ja työn tarjontaan. Myös julkinen velka on kasvanut. Inflaatio on kiihtynyt ennustettua enemmän ja pysyvämmin.

Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa muutti merkittävästi rahapolitiikan toimintaympäristöä. Pandemian tavoin kriisi kasvatti merkittävästi epävarmuutta talouden kehityksestä. Lisäksi

Venäjän hyökkäys nosti rajusti jo valmiiksi koholla olleita raaka-aineiden ja energian hintoja, mikä kiihdytti jo nopeaa inflaatiota entisestään.

Inflaatio on kiihtynyt myös globaalisti: Yhdysvalloissa inflaatio oli elokuussa 8,3 %, Isossa-Britanniassa 9,9 % ja euroalueella jo 9,1 %. Inflaatio oli euroalueella viimeksi toukokuussa 2021 hitaampaa kuin 2 %. Keskuspankit ovat vastanneet kiihtyneeseen inflaatioon kiristämällä rahapolitiikkaansa. Vuoden päähän ulottuvat reaalikorot ovat nousseet niin euroalueella kuin Yhdysvalloissa (kuvio 1).

Kuvio 1.



Euroalueella inflaation voimakkaan kiihtymisen syynä ei pääasiallisesti ole kokonaiskysynnän kasvusta johtuva taloudellinen noususuhdanne. Inflaation kiihtymiseen ovat vaikuttaneet vahvistunut globaali kysyntä, tuontihintojen voimakas nousu ja pandemian aiheuttamat tarjonnan häiriöt. Erityisesti Venäjän hyökkäyksen aiheuttama energian hintojen nousu on nopeuttanut inflaatiota. Tällaisessa tilanteessa rahapolitiikalla ei pystytä, eikä se olisi tarkoituksenmukaistakaan, hidastamaan inflaatiota välittömästi keskipitkän aikavälin inflaatiotavoitteen tuntumaan.[4] Rahapolitiikalla voidaan hallita keskipitkän ajan inflaationäkymiä ja sitä, miten kustannuspaineita lisäävä tarjontahäiriö välittyy eteenpäin palkkoihin ja inflaatio-odotuksiin.

Ohjauskorko oleellinen väline rahapolitiikan normalisoinnissa

Rahapolitiikan normalisoinnin seurauksena ohjauskorot palaavat keskuspankin keskeiseksi rahapolitiikan välineeksi. Samalla keskuspankki luopuu asteittain arvopaperiostoista ja muista epätavanomaisista toimista. Rahapolitiikan normalisointiin voivat liittyä myös muutokset ennakoivassa viestinnässä.[5] Normalisointi johtaa rahoitusolojen kiristymiseen, jonka kautta keskuspankki vähentää taloudessa inflaatiopaineita.

Sekä Fed että EKP ovat noudattaneet normalisointijärjestystä, jossa ensin on nostettu ohjauskorkoa ja keskuspankin taseeseen hankittujen arvopaperien määrää pienennetään myöhemmin.[6] Koronnostojen vaikutus kohdistuu ennen kaikkea lyhyen ja keskipitkän juoksuajan korkoihin sekä odotetun korkouran kautta pitkiin korkoihin. Näin ollen rahapolitiikalla pystytään vaikuttamaan tehokkaasti markkinakorkoihin, odotuksiin ja edelleen taloudelliseen toimintaan. Ohjauskorkopolitiikan vaikutukset tunnetaan myös paremmin kuin taseen pienentämisen vaikutukset.[7]

Euroalueella rahapolitiikan normalisointi käynnistyi joulukuussa 2021. Neuvosto katsoi, että talouden näkymät olivat muuttuneet vakaammiksi, inflaation palautuminen oli pysyvämpää ja välitön deflaatiouhka oli hävinnyt. Neuvosto päätti samalla periaatteista, miten euroalueen rahapolitiikkaa tullaan kiristämään. Arvopaperien netto-ostoista luovuttaisiin asteittain.[8] Korkopolitiikassa viestittiin varovaisuutta, koska euroalueen korot olivat olleet pitkään poikkeuksellisen lähellä efektiivistä alarajaansa ja haluttiin välttää rahapolitiikan ennenaikainen kiristäminen pandemian jälkeen. Ennakoivan viestinnän mukaisesti politiikkakorkoja on nostettu vasta sen jälkeen, kun arvopaperien netto-ostot ovat päättyneet.

Inflaation kiihtyessä odotettua enemmän ja pidempiaikaisesti, syyskuun 2022 kokouksessaan EKP:n neuvosto nosti yön yli -talletuskorkoa 0,75 prosenttiyksiköllä. Jo aiemmin heinäkuussa talletuskorkoa oli nostettu 0,5 prosenttiyksikköä. EKP:n neuvosto on myös viestinyt lisänostojen olevan tarpeen lähitulevaisuudessa. Viimeisimmän rahapolitiikkapäätöksen jälkeisessä tiedotustilaisuudessa 8.9.2022 pääjohtaja Christine Lagarde viesti, että korkopäätökset tehdään jatkossa kokous kerrallaan aina tuoreimpien tietojen perusteella. Koronnostot ovat päättäneet 7 vuotta jatkuneen negatiivisten korkojen ajanjakson euroalueella.

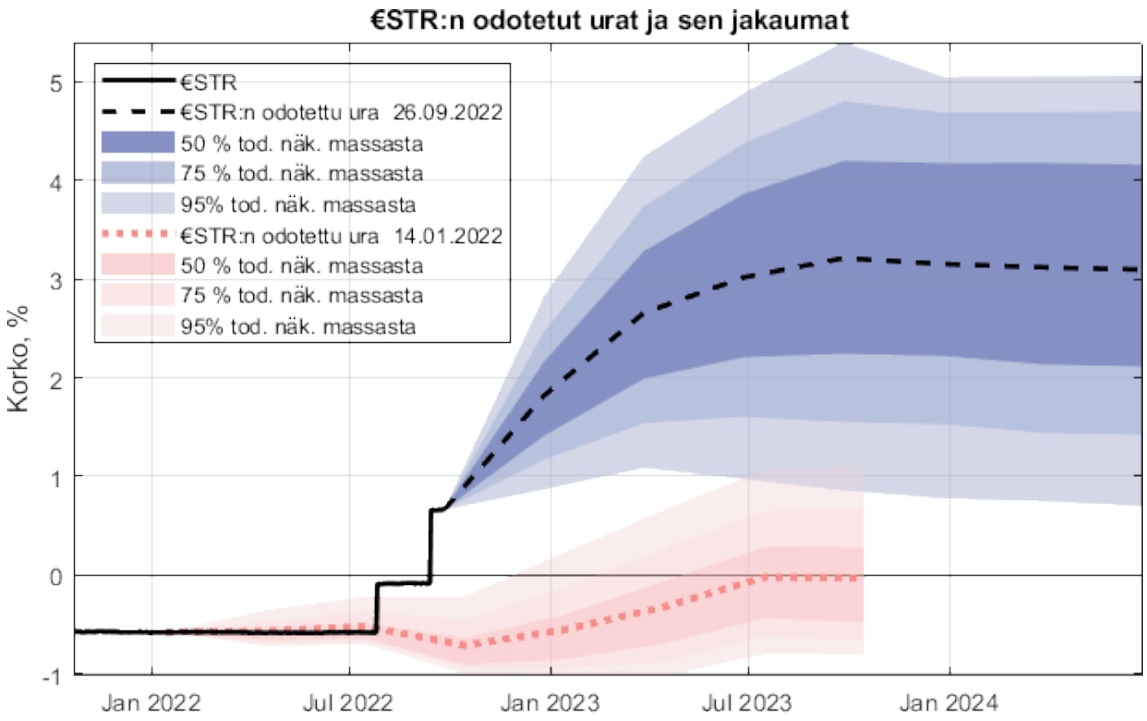
Rahapolitiikan kiristystahti määräytyy siis inflaationäkymien ja inflaatio-odotusten mukaan tavoitteena inflaation hidastaminen keskipitkällä aikavälillä 2 prosentin vauhtiin. Tutkimuskirjallisuus on tarkastellut sitä, kuinka nopeasti rahapolitiikkaa tulisi muuttaa. Keskuspankin nopealla reagoinnilla inflaatio-odotusten muutoksiin voidaan saavuttaa vakaampi

inflaatiokehitys.[9] Tällöin voidaan myös vähentää epävarmuutta siitä, että inflaatio jäisi pitkäkestoiseksi.[10] Niin sanotun Taylorin periaatteen mukaan lyhyen koron tulisi reagoida voimakkaasti inflaatioon, ja liian vähäisen reaktion inflaatioon on argumentoitu johtaneen Yhdysvalloissa 1960- ja 70-luvuilla voimakkaisiin inflaation vaihteluihin ja lisänneen talouden epävakautta.[11]

Toisaalta on esitetty tutkimustuloksia, joiden perusteella keskuspankin kannattaa reagoida harkitusti ja viipeellä inflaationäkymään. Ensinnäkin talouden tila ja rahapolitiikan vaikutukset siihen ovat usein epävarmat, jolloin asteittainen reaktio antaa keskuspankille näistä lisätietoa.[12] Toiseksi hitailla, mutta pitkäaikaisilla korkoliikkeillä voidaan saavuttaa se, että korkomuutokset vaikuttavat tehokkaammin pitkiin korkoihin. Yleisö voi tällöin nähdä rahapoliittiset päätökset uskottavampina ja ennustettavimpina.[13] Lisäksi keskuspankin kannattaa olla hidasliikkeinen koronnostoissa, jos taloudessa on kasvanut riski joutua tasapainoon, jossa korot ovat alarajalla ja inflaatio on liian hidasta.[14]

EKP:n siirtyminen ennakoivasta viestinnästä ohjauskorkopolitiikkaan, jossa päätökset tehdään tuoreimman tiedon perusteella kokous kerrallaan, on vaikuttanut korko-odotuksiin (kuvio 2). Vielä tammikuussa 2022 markkinat odottivat lyhyen koron nousevan hyvin maltillisesti, ja tähän näkemykseen liittyi hyvin vähän epävarmuutta. Tämä näkyy korko-odotusten jakaumassa kapeampana viuhkana. Lyhyen riskittömän yön yli -koron odotettiin tuolloin olevan noin 0 prosentissa ja 50 prosentin varmuudella nousevan −0,5 prosentista −0,25 prosenttiin vuoden 2023 puolivälissä. Energian hintojen nousu ja inflaation laaja-alaisempi kiihtyminen ovat nostaneet korko-odotuksia merkittävästi. Markkinat yleisesti odottavat korkojen nousevan vuoden 2023 puolivälissä 3 prosenttiin. Samalla korkotasoon liittyvä epävarmuus on selvästi kasvanut ja heijastaa talousnäkymien epävarmuutta ja rahapolitiikan normalisoinnin alkamista.

Kuvio 2.

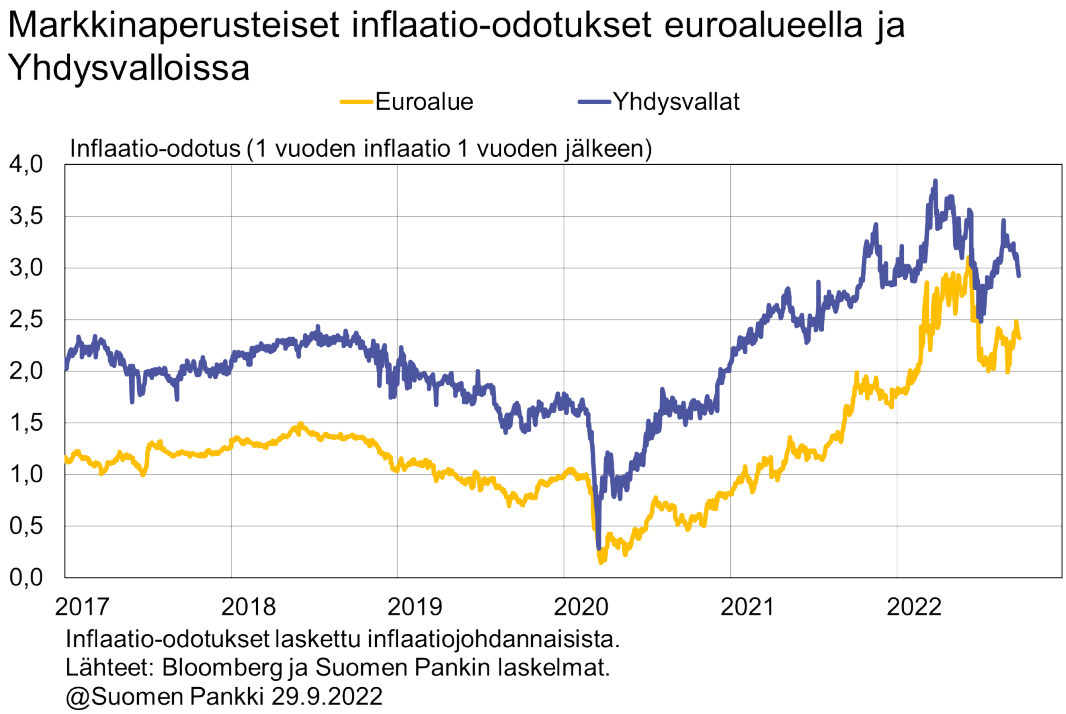


Arvopaperien netto-ostojen loppuminen ja pitempiaikaisten luotto-operaatioiden päättyminen ovat myös johtaneet EKP:n taseen kasvun pysähtymiseen. Tällä hetkellä EKP:n taseen koko on noin 70 % suhteessa BKT:hen (n. 7 000 mrd. euroa). Osto-ohjelmat käsittävät taseesta noin 5 000 mrd. euroa. Koska erääntyvien joukkovelkakirjojen uudelleensijoituksia edelleen jatketaan, osto-ohjelmien kautta hankittujen arvopaperien määrä taseessa pysyy ennallaan.

Rahapolitiikalla on vastattu kasvaneisiin inflaatio-odotuksiin

Inflaatio-odotuksilla on keskeinen rooli inflaation määräytymisessä ja hintavakaustavoitteen saavuttamisessa. Inflaatio-odotuksia voidaan mitata esimerkiksi laskemalla ne ns. inflaatiojohdannaisista. Nämä markkinaperusteiset inflaatio-odotukset laskivat pandemian puhjettua alkuvuonna 2020, mutta ovat tämän jälkeen selvästi nousseet sekä Yhdysvalloissa että euroalueella (kuvio 3). Yhdysvaltojen inflaatio-odotukset kasvoivat selvästi jo alkuvuonna 2021 yli 2 prosentin keskipitkän aikavälin inflaatiotavoitteen, kun euroalueella inflaatio-odotukset pysyivät alhaisina vuoden 2021 loppuun (kuvio 3).

Kuvio 3.

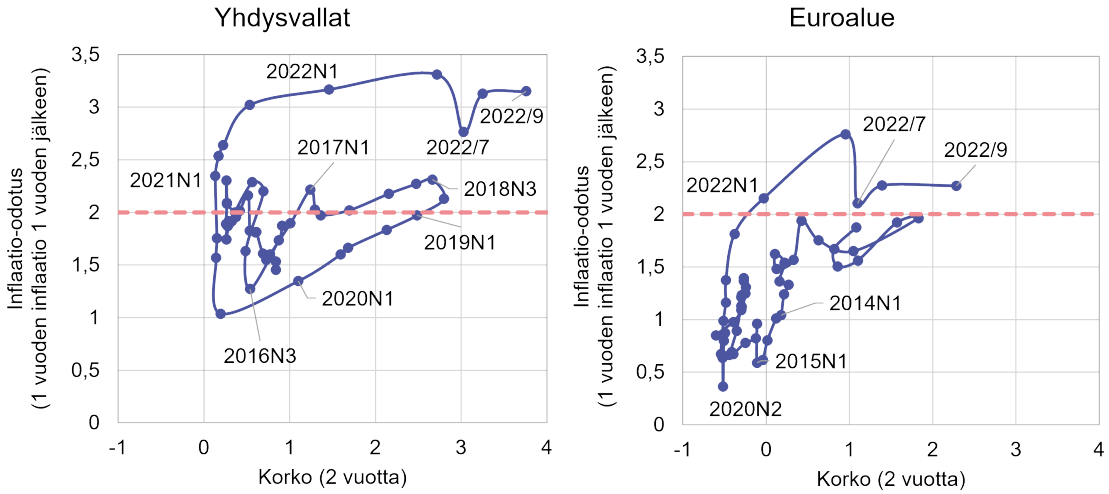


Kasvaneet inflaatio-odotukset ja odotukset kiristyvästä rahapolitiikasta ovat nostaneet eri juoksuajan riskittömiä korkoja. Korko- ja inflaatio-odotusten suhdetta Yhdysvalloissa ja euroalueella on tarkasteltu oheisessa kuviossa (kuvio 4). Korko-odotuksia mitataan kuviossa keskipitkällä, 2 vuoden korolla, johon keskuspankki pystyy vaikuttamaan korkopolitiikalla ja rahapolitiikan viestinnällä.[15] Kun kuviossa siirrytään ylöspäin, inflaatio-odotukset kasvavat. Vastaavasti oikealle siirryttäessä odotukset korkotasosta kohoavat. Yläoikealle siirryttäessä keskuspankin odotetaan vastaavan kiihtyvään inflaatioon kiristämällä rahapolitiikkaansa. Alavasemmalle siirtyminen tarkoittaa, että korko-odotukset laskevat samaan aikaan kuin inflaatio-odotukset. Keskuspankki pyrkii pitämään rahapolitiikan virityksensä sellaisena, että inflaationäkymien kehitys kääntyy keskipitkällä aikavälillä kohti inflaatiotavoitettaan, joka on piirretty kuvioon punaisella katkoviivalla.

Yhdysvalloissa odotukset rahapolitiikan kiristymisestä alkoivat vuoden 2021 toisen vuosipuoliskon aikana, jolloin 2 vuoden korko alkoi nousta ja sekä korko- että inflaatio-odotukset alkoivat kasvaa (kuvio 4). Fedin koronnostot alkoivat melko hitaasti suhteessa inflaatio-odotusten nousuun. Inflaation ajateltiin pitkään olevan väliaikaista. Rahapolitiikan hitaaseen reagointiin on voinut myös vaikuttaa Fedin vuonna 2020 uudistettu strategia. Strategia-arviossa Fed totesi, että sellaisen ajanjakson jälkeen, jolloin inflaatio on pitkään ollut alle 2 %, rahapolitiikka pyrkii todennäköisesti sellaiseen inflaatiovauhtiin, joka on jonkin aikaa hieman yli 2 %.[16]

Kuvio 4.

Odotukset rahapolitiikan kiristymisestä alkoivat Yhdysvalloissa euroaluetta aiemmin



Kuvion jokainen piste vastaa yhdeltä vuosineljännekseltä laskettua koron ja inflaatio-odotuksen keskiarvoa. Viimeisin vuosineljännes (2022N3) esitetty kuukausitasolla. Yhdysvaltojen riskitön korko vastaa valtionlainojen korkoa, euroalueen OIS-tuottoa.
Lähteet: Bloomberg, Fed ja Suomen Pankin laskelmat.
@ Suomen Pankki 29.9.2022

Vuonna 2022 Yhdysvaltain 2-vuotinen korko on selvästi noussut reaktiona kasvaviin inflaatio-odotuksiin (kuvio 4). Marraskuussa 2021 Fedin pääjohtaja Powell totesi nopean inflaation olevan aikaisemmin luultua pysyvämpää.[17] Joulukuussa 2021 Fed alkoi viestiä aikaisemmin odotettua ripeämmästä normalisointitahdista. Helmikuussa 2022 ohjauskorkoa nostettiin ja aiemmin ilmoittamallaan tavalla Fed lopetti arvopapereiden netto-ostot. Kesäkuusta lähtien Fed on vähentänyt arvopapereiden omistuksiaan. Vuoden 2022 mittaan koronnostoja on jatkettu, ja syyskuun kokouksen jälkeen ohjauskorko on asetettu välille 3,0–3,25 %. Lisäksi Fed on viestinyt lisäkoronnostojen jatkuvan.

Euroalueella korko-odotukset alkoivat kasvaa vasta loppuvuodesta 2021, ja sen jälkeen 2-vuotinen riskitön korko on noussut reiluun 2 prosenttiin (kuvio 4). Samaan aikaan inflaatio-odotukset ovat olleet 2 prosenttia korkeampia. Tätä ennen euroalue oli pitkään hitaan inflaation ja alhaisen koron ympäristössä, kuviossa vasen alakulma. Korko on tämän vuoden aikana noussut, sillä EKP:n on odotettu reagoivan kiihtyneeseen inflaatioon ja kasvaneisiin inflaatio-odotuksiin. Markkinoilta mitattujen odotusten mukaan inflaatio pysyy 2 prosentin inflaatiotavoitteen tuntumassa keskipitkällä aikavälillä.

Rahapolitiikan viritys on ollut linjassa talousnäkymien ja historiallisen kehityksen kanssa

Onko rahapolitiikka ollut linjassa suhteessa talouskehitykseen euroalueella – eli ovatko korkomuutokset olleet odotettuja – ja samankaltaista aikaisemmin harjoitetun rahapolitiikan kanssa? Kysymystä tarkastellaan tässä bayesiläisellä vektoriautoregressiivisellä (BVAR) mallilla, joka huomioi euroalueen hintojen, tuotannon, tuottokäyrän, riskilisien ja osakekurssien kehityksen.[18]

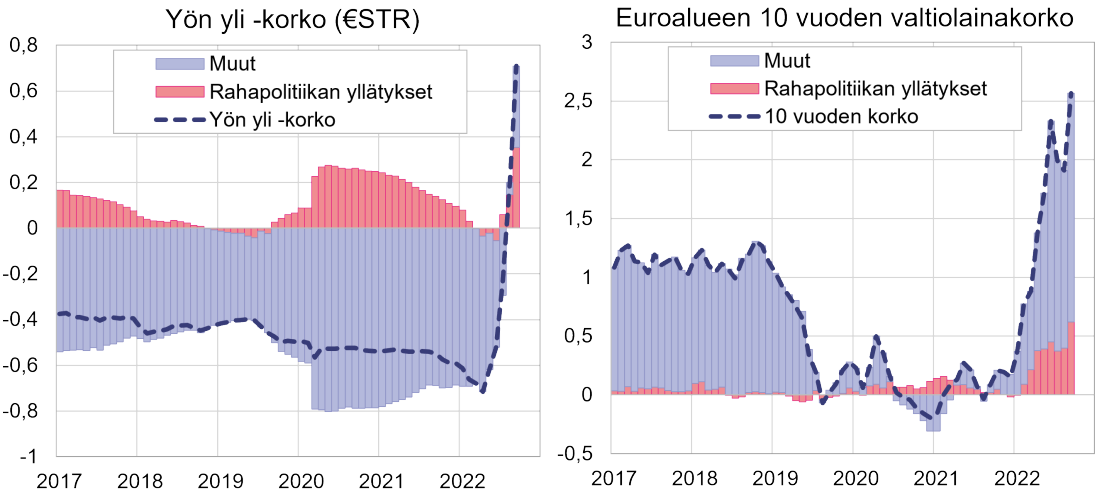
Malli auttaa arvioimaan menneen kehityksen pohjalta, missä määrin erilaiset tavanomaiset ja epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet ovat olleet markkinoille yllätyksellisiä.[19] Jos esimerkiksi havaittu korkojen nousu on ollut nopeampaa tai hitaampaa kuin mallin antama ennuste, joka pohjautuu historialliseen korkojen ja talouskehityksen väliseen suhteeseen, malli tulkitsee poikkeaman johtuvan joko rahapolitiikan yllätyksestä tai rahapolitiikasta riippumattomaksi muuksi häiriöksi. Rahapolitiikan yllätys on siis muutos, jossa keskuspankki on vaikuttanut korkoihin eri tavalla kuin kotitaloudet, yritykset ja rahoitusmarkkinat olisivat talouden tilan ja hintanäkymien kannalta odottaneet. Jos vaikutus korkoihin on ollut positiivinen yllätys, keskuspankin politiikka on ollut odotettua kireämpää.

Oheiseen kuvioon (kuvio 5) on eritelty sokkihajotelmilla, kuinka paljon euroalueen lyhyen koron ja pitkän valtionlainan koron tasosta selittyy rahapolitiikan yllätyksillä (punainen) ja kuinka paljon muilla sokeilla, jotka ovat tapahtuneet rahapolitiikasta riippumatta (sininen).[20] Jälkimmäisiin rahapolitiikka on vastannut politiikkasäännön mukaisesti eli endogeenisesti, kun taas rahapolitiikan yllätykset ovat syntyneet, kun keskuspankin toimet ovat olleet historiaan nähden poikkeuksellisia.

Mallin mukaan lyhyen koron muutokset selittyvät pääasiassa muilla kuin rahapolitiikan yllätyksillä. Kuitenkin vuoden 2020 aikana, jolloin deflaatioriski euroalueella kasvoi voimakkaasti pandemian ajaessa talouden taantumaan, lyhyt korko on ollut mallin tuottamaa ennustetta hieman korkeampi. Tämä selittyy korkojen alarajan lähestymisellä (kuvio 5). Rahapolitiikka tuki taloutta samanaikaisesti epätavanomaisilla toimilla, jotka alensivat erityisesti pitkien valtionlainojen korkoja. Mallilla arvioituna rahapolitiikan viritys kokonaisuutena oli siis vuoden 2020 aikana linjassa talousnäkymien kanssa.

Kuvio 5.

Lyhyen koron ja odotetun 10-vuotisen valtionlainan koron liikkeet selittyvät pääasiassa talouden muilla sokeilla kuin EKP:n yllättävillä toimilla



BVAR-mallista laskettu sokkihajotelma €STR-korolle ja euroalueen keskimääräiselle 10-vuotisen valtionlainan tuotolle.
Lähteet: Bloomberg, EKP ja Suomen Pankin laskelmat.
@ Suomen Pankki 29.9.2022

Vuoden 2022 aikana korkojen nousua ja rahapolitiikan reagointia ovat pääasiassa selittäneet rahapolitiikasta riippumattomat talouden häiriöt, jotka ovat erityisesti näkyneet inflaation kiihtymisenä ja talouden toipumisena koronapandemian aiheuttamista ongelmista. Lyhyiden ja pitkien korkojen nousu on ollut suurin piirtein mallin ennusteiden mukaista. Vuoden 2022 aikana etenkin pitkät korot ovat nousseet hieman mallin antamaa ennustetta nopeammin. Tätä rahapolitiikan kiristymistä on perusteltu inflaatioriskien lisääntymisellä ja myös inflaatio-odotusten nousulla yli 2 prosenttiin. Viime aikoina keskipitkän aikavälin odotukset ovat palanneet 2 prosentin tuntumaan (kuvio 3).

BVAR-mallin tulokset antavat viitteitä edellisen luvun tavoin (kuvio 4), että korot ovat nousseet euroalueella nykyisessä rahapolitiikan kiristysvaiheessa linjassa inflaatio- ja talouskehityksen kanssa.[21]

Palataanko normaaliin vai uuteen normaaliin?

Mille tasolle korot asettuvat tulevaisuudessa? Rahapolitiikan normalisointi ei tarkoita sitä, että keskuspankin tase ja korko yritettäisiin palauttaa sellaisiksi kuin ne olivat esimerkiksi ennen vuonna 2008 alkanutta finanssikriisiä. Rahapolitiikan normalisoinnin tavoitteena on hintavakaustavoitteen mukainen inflaatio. Ilman uusia talousyllätyksiä koron tulisi asettua pitkällä

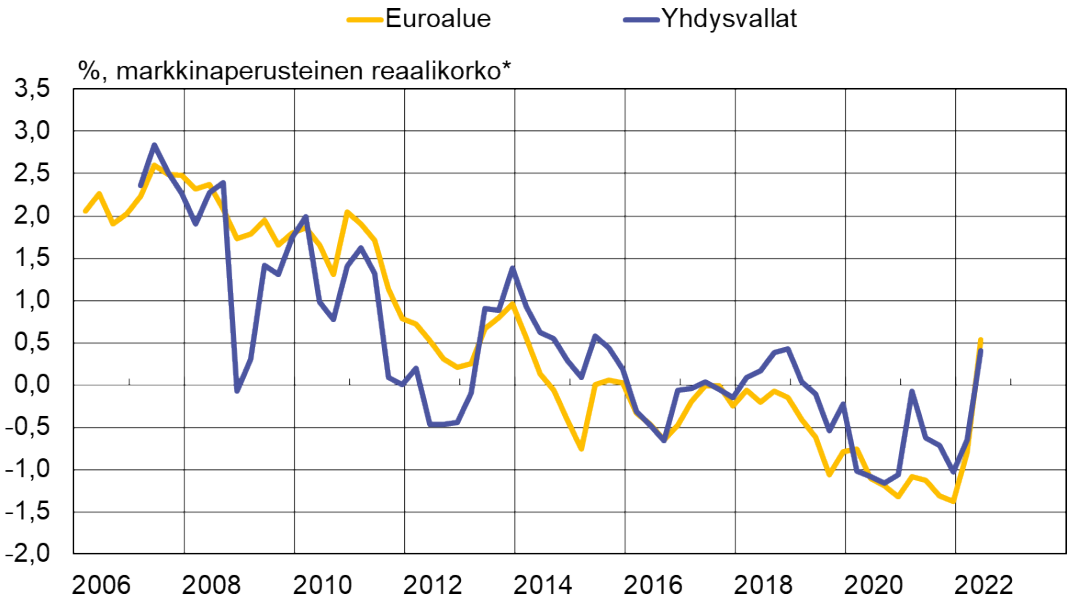
aikavälillä tasolle, jossa talouden resurssit ovat täyskäytössä ja inflaatio tavoitteessa, eli niin sanottuun reaalisen tasapainokoron tai luonnollisen koron tasolle. Tasapainoreaalikoron tasoon vaikuttavat kuitenkin monet rahapolitiikasta riippumattomat tekijät.

Ennen koronakriisiä luonnollisen koron tason arvioitiin laskeneen etenkin euroalueella jopa negatiivisiksi.[22] Syiksi luonnollisen koron laskuun on esitetty erilaisia tekijöitä. Siihen vaikuttavat niin talouskasvun heikentyminen hitaamman väestönkasvun ja tuottavuuskasvun takia kuin kotitalouksien ja yritysten säästämis- ja investointikäyttäytymisen muutokset.

Energiakriisin ja koronpandemian vuoksi pitkän ajan tasapainokoron taso on voinut nousta. Energiasiirtymän vauhdittuminen ja siitä syntyneet investointitarpeen muutokset sekä mahdolliset kansainvälisten tuotantoketjujen uudelleenmuotoutumiset voivat nostaa luonnollisen koron tasoa ja vaikuttaa myös potentiaalisen tuotannon tasoon. Toisaalta aikaisemmin vallinneet talouden fundamenttien pidempiaikaiset trendit eivät ole merkittävästi muuttuneet ja lisäävät alasuuntaista painetta pitkän ajan tasapainokorkoon. Euroalueella korkotasoon vaikuttaa myös merkittävästi, kuinka hyvin Venäjän hyökkäyssodan vauhdittamassa energiasiirtymässä onnistutaan. Epävarmuus luonnollisen koron tasosta onkin kasvanut poikkeuksellisen suureksi ennen koronakriisiä vallinneeseen aikaan verrattuna.

Kuvio 6.

Pitkät reaalikorot ovat nousseet tämän vuoden aikana niin euroalueella kuin Yhdysvalloissa



* 5 vuotta 5 vuoden jälkeen, korko- ja inflaatioswapin erotus.
Lähde: Bloomberg.
© Suomen Pankki 29.9.2022

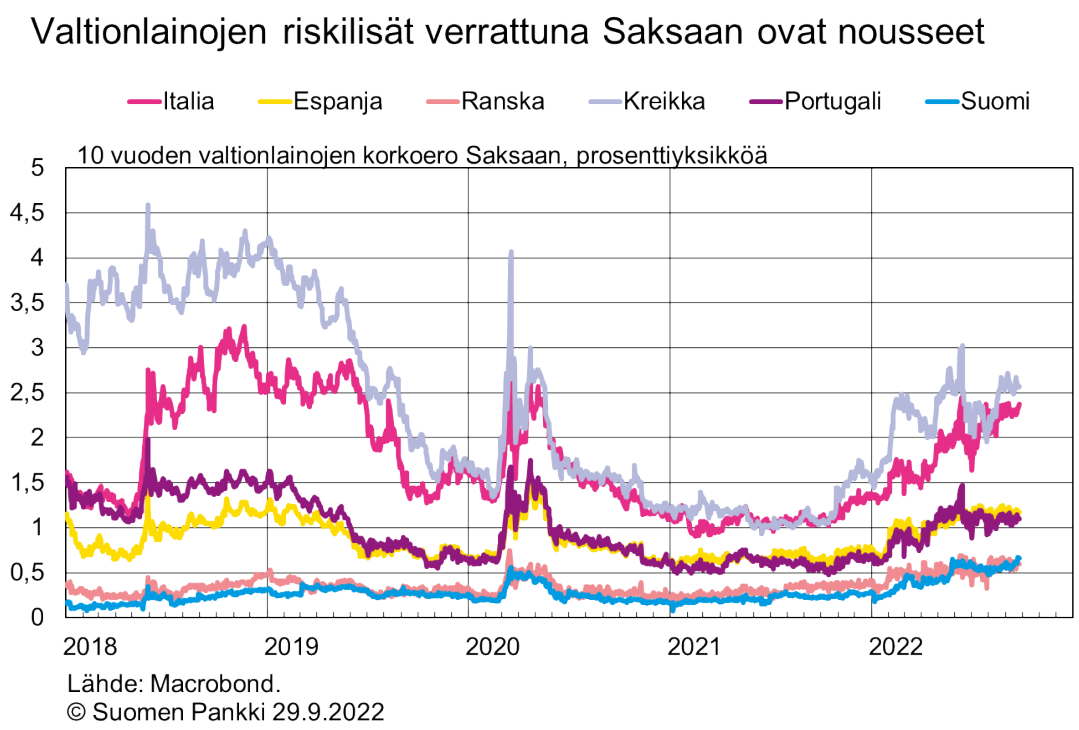
Viitteitä rahoitusmarkkinoiden näkemyksestä pitkän ajan tasapainokorosta saa pitkistä koroista ja inflaatio-odotuksista. Euroalueen riskittömän koron tuottokäyrä on noussut selvästi alkuvuodesta. Vielä alkuvuonna 10-vuotinen korko oli vain lievästi positiivinen, kun se nyt on jo noussut yli 2 prosenttiin. Myös inflaatio-odotukset huomioiva pitkän ajan (5 vuotta 5 vuoden jälkeen) reaalikorko on noussut 0,4 prosenttiin, kun se oli aiemmin negatiivinen usean vuoden ajan (kuvio 6). Korkojen pitkän ajan tasapainon epävarmuutta alleviivaavat kuitenkin koron voimakkaat heilahtelut. Pitkät korot eivät myöskään heijastele pelkästään odotettuja riskittömän koron muutoksia vaan sisältävät myös niin sanotun aikapalkkion eli riskin, joka liittyy tulevaan korkoympäristöön.

Finanssipolitiikan kestävyys on oleellista rahapolitiikan toimintaympäristön kannalta

Rahapolitiikan normalisointi on euroalueella edennyt pääosin linjassa inflaationäkymien kanssa, ja se on kiristänyt rahoitusoloja. Euroalueella rahapolitiikan erityispiirteenä on euroalueen maiden talouskehityksen erilaisuus, joka voisi pahimmillaan eriyttää euroalueen rahoitusmarkkinoita ja estää rahapolitiikan virityksen tarkoituksenmukaisen välittymisen markkina- ja lainakorkoihin. Tämä markkinoiden hajautuminen (fragmentaatio) voi johtua monista eri tekijöistä, kuten maakohtaisista eroista velkaantuneisuudessa, inflaatiossa tai velkakirjamarkkinoiden likvidiydessä.

Arvopaperien netto-ostojen päättyminen on osaltaan vaikuttanut siihen, että euroalueen valtionlainojen pitkät korot ovat nousseet. Syyskuussa 10-vuotisten lainojen korot ovat nousseet Saksassa reiluun 2 prosenttiin ja esimerkiksi Italiassa noin 4,5 prosenttiin. Lisäksi euroalueen maiden väliset riskilisät ovat kasvaneet (kuvio 7). Esimerkiksi Italian ja Saksan 10-vuotisten valtionlainojen riskilisä on noussut vuoden 2022 aikana reilun prosenttiyksikön (kuvio 7). Riskilisien nousun syynä on yleinen epävarmuus taloudellisesta tilanteesta ja julkisen velan kestävyydestä.

Kuvio 7.



EKP:n neuvosto on pyrkinyt toimillaan vähentämään markkinoiden hajautumisriskiä rahapolitiikan tehokkaan välittymisen turvaamiseksi. PEPP-ohjelman uudelleensijoituksia voidaan kohdentaa joustavasti.[23] Lisäksi neuvosto päätti heinäkuussa uudesta TPI-välineestä (Transmission Protection Instrument) rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi.[24] Ominaisuuksiltaan TPI asettuu PEPP-ohjelman uudelleensijoitusten ja toisaalta rahapoliittisten suorien kauppojen (OMT) väliin.[25]

Rahapolitiikan tehokas välittyminen kaikissa olosuhteissa tukee rahapolitiikan normalisointia ja inflaatiotavoitteen saavuttamista keskipitkällä aikavälillä. Parhaiten inflaation vakauttaminen onnistuu, kun keskuspankki pyrkii aktiivisesti ohjaamaan politiikkakorkojaan ja finanssipolitiikkaa harjoitetaan tavalla, joka varmistaa julkisen talouden kestävyyden.[26] Nykyoloissa tämä edellyttää sekä rahapolitiikan että finanssipolitiikan kiristämistä samanaikaisesti ja rakenteellisten uudistusten läpiviemistä (Cochrane, 2022). Hintavakauden saavuttamista euroalueellakin tukee olennaisesti se, että keskuspankki on itsenäinen päättäessään rahapolitiikan virityksestä ja velanhoitokyky on kestävällä tasolla.

Lähteet

Clarida, R., Gali, J. ja Gertler, M. (2000) Monetary Policy Rules and Macroeconomic Stability:

Evidence and Some Theory. *The Quarterly Journal of Economics*, 115(1), 147–180.

Cochrane, J. (2022) The Federal Reserve Can't Cure Inflation by itself. Wall Street Journal Opinion, June 27, 2022.

Galí, J. (2008) *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: an Introduction to the New Keynesian Framework*. Princeton University Press.

Gertler, M. ja Karadi, P. (2015) Monetary Policy Surprises, Credit Costs, and Economic Activity. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7 (1): 44–76.

Nakata, T. ja Schmidt, S. (2019) Gradualism and liquidity traps. *Review of Economic Dynamics*, 31, 182–199.

Nelimarkka, J. ja Laine, O.-M. (2021) The effects of the ECB's pandemic-related monetary policy measures. *BoF Economics Review*, 2021(4).

Sack, Brian P. (1998) Uncertainty, Learning, and Gradual Monetary Policy, työpaperi.

Sargent, T. ja Wallace, N. (1981) Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis, Quarterly Review*, Fall 1981.

Söderström, U. (2002) Monetary Policy with Uncertain Parameters. *Scandinavian Journal of Economics*, 104: 125–145.

Taylor, J. B. (1993) Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester conference series on public policy*, nro 39, North-Holland, 1993.

Taylor, J. B. (1999) A Historical Analysis of Monetary Policy Rules. Teoksessa *Monetary Policy Rules*, John. B. Taylor (toim.), 319–341, NBER Conference Report series, Chicago, University of Chicago.

Vilmi, L. (2016) Luonnollinen korko – hyödyllinen mutta epävarma talouden kuvaaja. Euro & talous, 4/2016, Suomen Pankki. Viitattu 21.9.2022.

Woodford, M (2003) Optimal interest-rate smoothing. *The Review of Economic Studies,* 70(4), 861–886.

Viitteet

1. Edellisen kerran EKP nosti ohjauskorkoa heinäkuussa 2011. ↑
2. EKP:n inflaatiotavoite oli heinäkuuhun 2021 saakka lähellä kahta prosenttia mutta hieman ↑

alle sen.

3. Ks. esim. Euroalueen stagnaation riski kasvanut koronakriisin myötä. Euro & talous, 17.9.2020. ↑
4. Ks. esim. Galí (2008, luku 5). Teoreettisessa uuskeynesiläisessä mallissa keskuspankin kannattaa vastata kustannussokkiin vain osittain, ei täysimääräisesti. Keskuspankki pystyy lähtökohtaisesti vaikuttamaan vain kokonaiskysyntään, joten keskuspankki vaikuttaa tarjontahäiriöstä syntyvän inflaation seurauksiin hyödyke- ja työmarkkinoiden lyhyen aikavälin tasapainon kautta. ↑
5. Korkojen ollessa alarajallaan keskuspankit harjoittivat ennakoivaa viestintää, jossa korkojen luvattiin pysyvän silloisella tasollaan tai alempana tietyn ajan. ↑
6. Normalisointi voitaisiin tehdä myös päinvastaisessa järjestyksessä: myydään aluksi arvopapereita ja nostetaan ohjauskorkoa myöhemmin. Finanssikriisin jälkeen Yhdysvaltain keskuspankki (Fed) on keskustellut aktiivisesti normalisoinnista ja järjestyksestä, ensin huhtikuussa 2011 finanssikriisin aikaisen keventävän rahapolitiikan lopettamisen yhteydessä ja uudestaan joulukuussa 2021. Lisäksi Fedin avomarkkinakomitea julkisti toukokuussa 2022 tarkentavan päätöksen taseen supistamisesta. Ks. myös sivusto History of the FOMC's Policy Normalization Discussions and Communications. ↑
7. Ohjauskorkopolitiikasta on myös helpompi viestiä suurelle yleisölle. ↑
8. Pandemian aikaisen osto-ohjelman eli PEPP:n netto-ostot lopetettiin maaliskuussa 2022. Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman eli APP:n netto-ostot jatkuivat vuoden 2022 toisen neljänneksen loppuun saakka. ↑
9. Clarida, Galí ja Gertler (2000). ↑
10. Söderström (2002). ↑
11. Taylor (1999). ↑
12. Sack (2008) ja Söderström (2002). ↑
13. Woodford (2003). ↑
14. Nakata ja Schmidt (2019). ↑
15. Gertler ja Karadi (2015). ↑
16. Ks. tarkemmin Fedin tiedote 27.8.2020. ↑
17. Yhdysvaltojen kongressissa 30.11. käydyssä kuulemisessa pääjohtaja Jerome Powell totesi, että nopeutunut inflaatio ei ole vain väliaikainen ilmiö ja osto-ohjelmien lopettamista on syytä kiihdyttää. ↑
18. Rahapolitiikan viritystä olisi mahdollista tutkia myös estimoimalla Taylorin (1993) säännön mukainen politiikka. Tässä luvussa käytetty lähestymistapa sen sijaan estimoi sitä korkojen vaihtelua, joka ei selity keskuspankin reaktiofunktiolla. Lisäksi malli huomioi myös rahapolitiikan vaikutukset koko tuottokäyrään, kun taas Taylorin sääntö keskittyy ainoastaan lyhyeen korkoon. Ks. esim. Euron & talouden artikkeli Taylorin säännön käytöstä: Talouden muutokset haastavat rahapolitiikan perinteiset mittarit. ↑
19. Mallilla tunnistetaan sekä tavanomaisia että epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia, jotka vaikuttavat euroalueen tuottokäyrään ja riskilisiin eri tavalla. Malli on kuvattu tarkemmin ↑

Nelimarkan ja Laineen (2021) artikkelissa.

20. Mallissa riskittömänä korkona käytetään €STR-korkoa ja sen tulevaan uraan liittyviä OIS-tuottoja (Overnight indexed swaps). ↑

21. Johtopäätökset voisivat olla erilaisia esimerkiksi Taylorin säännöllä. Joissakin arvioinneissa esimerkiksi Yhdysvalloissa Taylorin säännön mukaan rahapolitiikan viritys on edelleen kevyttä. Ks. esim. Fedin James Bullardin puhe 6.5.2022. ↑

22. Ks. myös Vilmi (2016). ↑

23. Ks. EKP:n lehdistötiedote rahapoliittisista päätöksistä 21.7.2022. ↑

24. Uusi rahapolitiikan väline, TPI, voidaan ottaa käyttöön, jos perusteeton tai hallitsematon markkinakehitys uhkaa muuttaa vakavanlaatuisesti rahapolitiikan vaikutusta euroalueen eri maissa. Tehtävien ostojen suuruus riippuu siitä, kuinka vakavasti kehitys uhkaa muuttaa tätä vaikutusta. Ostojen suuruutta ei siis rajoiteta etukäteen. Ks. EKP:n lehdistötiedote TPI:stä. ↑

25. TPI-välineen mahdollinen käyttöönotto on ehdollinen sille, että EKP:n neuvosto arvioi maan noudattavan finanssi- ja muussa talouspolitiikassaan EU:n yhteisiä pelisääntöjä ja täyttävän julkisen velan osalta kestävyyden ehdot. OMT taas tulee kyseeseen, jos jonkin euromaan ongelmat ovat niin syviä, että se uhkaa menettää velkakestävyytensä ja siltä edellytetään tiukkaa talouspoliittista ohjelmaa ongelmien korjaamiseksi. OMT on edelleen osa eurojärjestelmän työkalupakkia. ↑

26. Sargent ja Wallace (1981) osoittivat, että hintataso voidaan määrittää keskuspankin ja valtiovarainministeriön yhteistyöllä niin, että yksi näistä on aina aktiivinen toimija ja toinen on passiivinen. Näin ollen raha- ja finanssipolitiikan koordinointi on keskeistä inflaation hallinnassa. ↑

Asiasanat

euroalue, luonnollinen korko, rahapolitiikan normalisointi