Analyysi

Kuinka paljon EKP:n rahapolitiikan kiristäminen vaikuttaa euroalueen talouskehitykseen?

Rahapolitiikka | 27.03.2024 | Jaakko Nelimarkka

KIRJOITTAJA



Jaakko Nelimarkka
Vanhempi ekonomisti

Rahapolitiikan kiristäminen on hillinnyt hintapaineita ja hidastanut talouskasvua euroalueella. Tässä kirjoituksessa esitettyjen arvioiden mukaan rahapolitiikan suurin vaikutus talouteen ajoittuu vuoden 2023 puolivälistä vuoteen 2025 saakka. Rahapolitiikan kiristyminen ei kuitenkaan yksin selitä euroalueen tämänhetkistä hidasta talouskasvua.



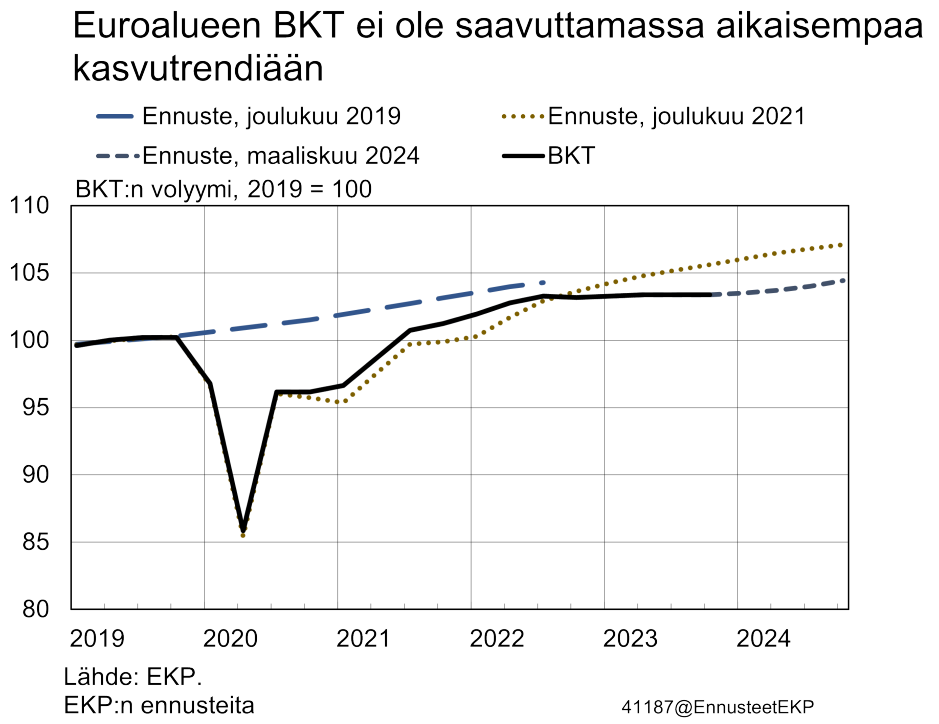
Euroopan keskuspankki (EKP) kiristi voimakkaasti rahapolitiikkaansa vuosien 2022 ja 2023 aikana, mikä nosti euroalueen rahamarkkinakorkoja merkittävästi.[1] Syyskuussa 2023 EKP:n neuvosto arvioi rahapolitiikkakokouksessaan, että ohjauskorot ovat saavuttaneet tason, jolla

riittävän pitkään pysyessään ne edesauttavat tuntuvasti inflaation palaamista tavoitteen mukaiseksi kohtuullisen ajan kuluessa.[2] Käytännössä ohjauskorkojen pysyminen rajoittavalla tasolla tarkoittaa, että rahapolitiikka hidastaa inflaatiota ja talouskasvua vähentämällä kokonaiskysyntää taloudessa.[3]

Euroalueen talouskasvu on jäämässä aiemmin ennustettua hitaammaksi

Tuoreimman, maaliskuussa julkaistun EKP:n ennusteen mukaan euroalue ei ole saavuttamassa pandemiaa edeltävää kasvutrendiä (kuvio 1) ainakaan lähivuosina. Bruttokansantuote (BKT) on jäämässä alemmalle tasolle kuin EKP ennusti joulukuussa 2021 eli ennen Venäjän hyökkäystä Ukrainaan ja rahapolitiikan normalisoinnin käynnistymistä (kuvio 1).

Kuvio 1.



Rahapolitiikan kiristämisen lisäksi euroalueen talouskehitystä ovat hidastaneet useat eri tekijät. Venäjän käynnistämä hyökkäyssota ja energiahintojen nousu heikensivät kilpailukykyä ja alensivat kotitalouksien ostovoimaa, mikä on heikentänyt talousnäkymiä niin lyhyellä kuin pitemmällä aikavälillä. Tuonti- ja energiahintojen nousu johti vaihtosuhdesokkiin, jolla on ollut negatiivinen vaikutus talouskehitykseen. Lisäksi maailmankaupan ja maailmantalouden kasvuvauhdit hidastuivat vuonna 2023 vähentäen euroalueen ulkoista kysyntää.[4] Euroalueen talouskasvua ovat

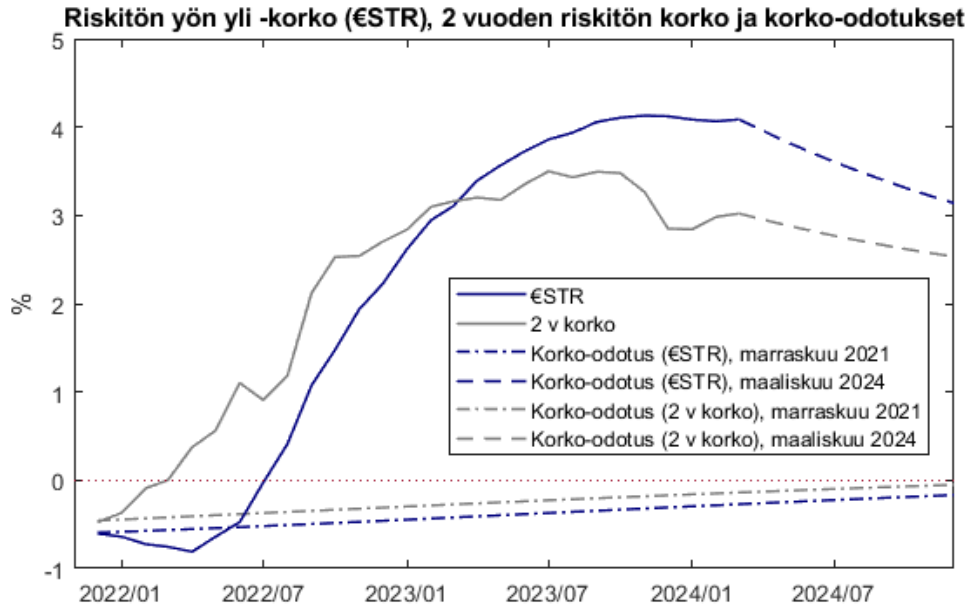
voineet hidastaa myös geopoliittinen epävarmuus ja euroalueen teollisuuden laajemmat kilpailukykyongelmat.[5]

Rahapolitiikan vaikutukset voidaan johtaa korko-odotuksista

Rahapolitiikan kiristäminen ja EKP:n ohjauskorkojen nosto vaikuttivat riskittömiin rahamarkkinakorkoihin (kuvio 2) ja edelleen muihin rahamarkkinakorkoihin ja rahoituskustannuksiin.[6] Lyhyt, riskitön yön yli -korko (€STR, kuviossa sininen viiva) on noussut vuodesta 2022 alkaen huomattavasti enemmän kuin markkinat hinnoittelivat ennen rahapolitiikan kiristysvaiheen alkua marraskuussa 2021 (kuviossa harmaa pistekatkoviiva).[7] Tällä hetkellä markkinat odottavat korkotason hiljalleen laskevan (kuviossa harmaa katkoviiva).

Rahapolitiikan kiristyminen näkyi aluksi keskipitkien korkojen kehityksessä. Kun odotukset lähitulevaisuuden kiristyvästä rahapolitiikasta vahvistuivat vuoden 2022 alusta alkaen, 2 vuoden korko (kuvio 2, harmaa viiva) alkoi nousta. Vielä vuoden 2021 lopussa markkinoiden odotukset keskipitkän koron tasosta (harmaa pistekatkoviiva) olivat matalampia ja linjassa sen kanssa, että rahapolitiikka ei tulisi merkittävästi kiristymään.

Kuvio 2.



Vertaamalla eri ajankohtien korko-odotuksia voidaan arvioida, miten rahapolitiikka on vaikuttanut korkoihin. Rahapolitiikan kiristyksen vaikutus voidaan käytännössä johtaa erotuksena korkojen toteutuneen kehityksen (yhtenäiset viivat) ja marraskuun 2021 markkinaodotusten mukaisten

(pistekatkoviivat) korkojen uran välillä (kuvio 2).[8] Jälkimmäisessä, vaihtoehtoisessa kehityskulussa ohjauskorot olisivat siis seuranneet markkinaodotuksia, jotka vallitsivat ennen rahapolitiikan normalisoinnin käynnistymistä.

Vaikutus inflaatioon ja BKT:hen on taas mahdollista arvioida mallilla, joka mittaa korkomuutosten vaikutusta talouteen.[9] Mallista johdettu toteutuneen ja vaihtoehtoisen kehityskulun erotus mittaa näin ollen rahapolitiikan vaikutuksia: mitä olisi tapahtunut taloudessa, jos EKP ei olisi reagoinut yllättäviin muutoksiin inflaatiossa.[10]

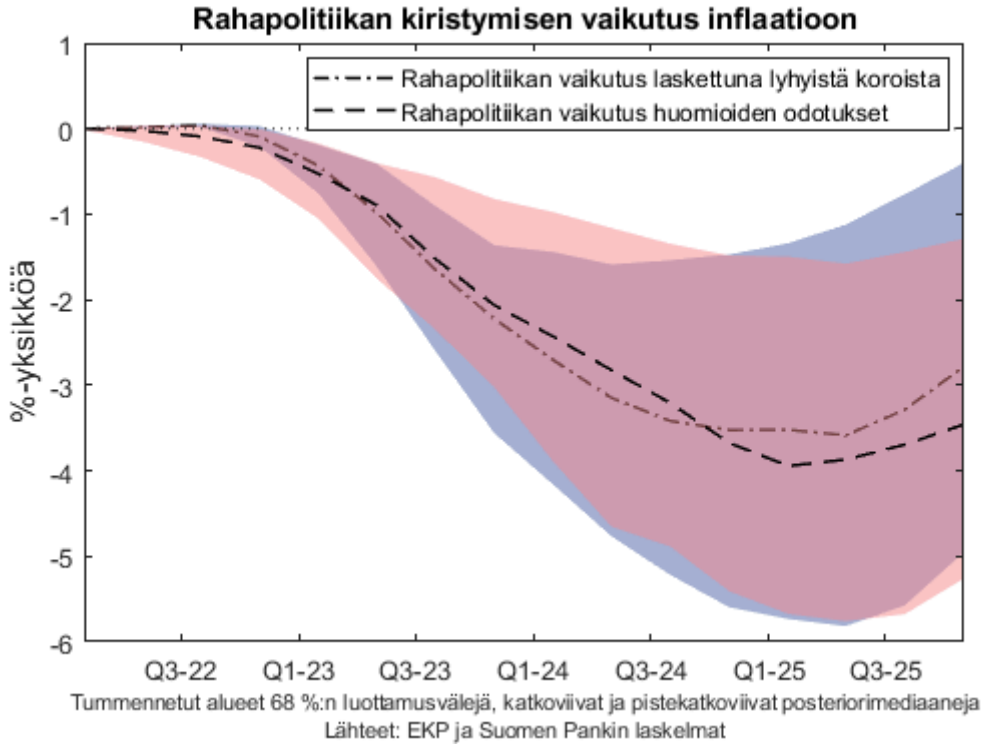
Seuraavassa tarkastelussa rahapolitiikan vaikutuksia euroalueella mitataan rakenteellisella bayesiläisellä vektoriautoregressiivisellä mallilla (BVAR), missä muuttujien väliset riippuvuudet perustuvat useiden makrotalouden muuttujien ja rahoitusmarkkinaindikaattorien menneeseen yhteisvaihteluun.[11] Mallilla tuotetaan talouden vaihtoehtoinen kehityskulku, jossa keskuspankki olisi jättänyt nostamatta ohjauskorkoa huolimatta kiihtyvästä inflaatiosta.

Laskelmassa oletetaan, että EKP olisi voinut toteuttaa vaihtoehtoisen kehityskulun mukaista, keveämpää rahapolitiikkaa kahdelle eri tavalla. Ensimmäisessä vaihtoehdossa EKP olisi viestinyt keveämmästä rahapolitiikasta yllättävämmin: markkinaodotuksia alemmasta ohjauskoron tasosta olisi ilmoitettu vasta toteutushetkellä. Toisessa, realistisemmassa tavassa taas keskuspankki olisi viestinyt keveämmästä rahapolitiikasta ennakoitavammin siten, että myös keskipitkä korko olisi jäänyt marraskuun 2021 odotuksien tasolle. Jälkimmäisessä tapauksessa rahapolitiikan välittyminen talouteen on jonkin verran nopeampaa, sillä käytännössä jo korko-odotusten vahvistuminen kiristää rahoitusoloja.[12]

Rahapolitiikan kiristyminen hidastaa euroalueen inflaatiota ja talouskasvua

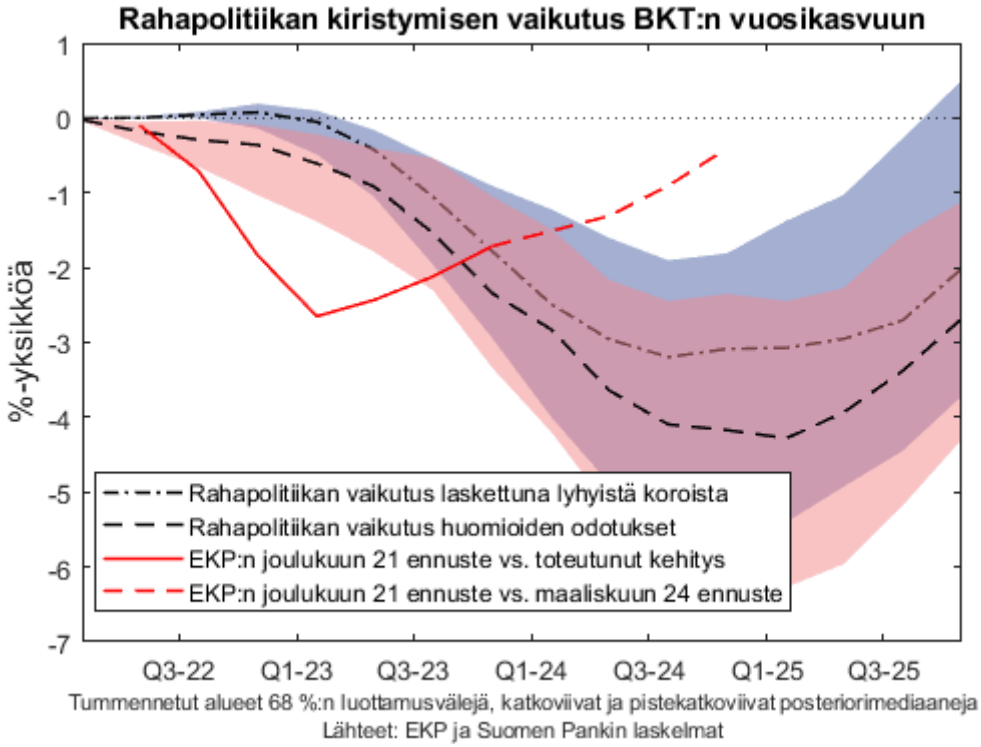
Kahdella tavalla mitatut rahapolitiikan suorat vaikutukset ajoittuvat vuosille 2023–2025, jolloin inflaatio (kuvio 3) ja BKT:n vuosikasvu (kuvio 4) jäävät huomattavasti hitaammiksi kuin tilanteessa, jossa EKP ei olisi kiristänyt rahapolitiikkaansa. Korkojen nousu on tavoitellun mukaisesti hidastanut selvästi inflaatiota. Jos rahapolitiikkaa ei olisi kiristetty, inflaatio olisi laskelman mediaaniarvion mukaan tänä vuonna 2–3 prosenttiyksikköä nopeampaa.

Kuvio 3.



Rahapolitiikan kiristäminen hidastaa arvion mukaan BKT:n vuosikasvua vuosien 2023–2025 aikana 1–4 prosenttiyksikköä. Koronnoston vaikutukset talouskasvuun ovat jonkin verran nopeampia kuin inflaatioon. Arvioihin liittyvät luottamusvälit ovat kuitenkin molempiin suuntiin erittäin laajoja.

Kuvio 4.



Mallilla tehtyihin laskelmiin liittyy luonnollisesti paljon epävarmuutta siitä, kuinka paljon rahapolitiikka lopulta hidastaa talouskasvua ja inflaatiota; kausaalivaikutusten mittaaminen makrotaloudessa on hyvin vaikeaa.[13] EKP:n ja Fedin asiantuntijoiden eri menetelmillä tehdyt laskelmat kuitenkin antavat samansuuntaisen kuvan siitä, miten rahapolitiikka vaikuttaa talouteen. Yleisesti ottaen BVAR-mallit mittaavat vaikutukset suuremmiksi kuin muut menetelmät.

Euroalueen vaisu talouskehitys on usean tekijän summa

Laskelmien mukaan rahapolitiikan välittyminen on laskelmien mukaan hidasta: korkojen nousu näkyy talouskasvussa ja inflaatiokehityksessä vuodesta 2023 alkaen eli noin 0,5–1 vuoden jälkeen ensimmäisestä koronnostosta. Pitkät viipeet tarkoittavat, että euroalueen hidasta toteutunutta talouskasvua ei voida täysin selittää rahapolitiikan kiristymisellä.

BKT:n kehitys on ollut aiemmin ennakoitua hitaampaa erityisesti vuoden 2022 puolivälistä tähän päivään saakka. Tämä nähdään yllä olevaan kuvioon (kuvio 4) piirretystä punaisesta viivasta, joka kuvaa, kuinka monta prosenttiyksikköä BKT:n toteutunutta (punainen yhtenäinen viiva) ja ennustettua vuosikasvua (punainen katkoviiva) on päivitetty joulukuun 2021 ennusteen jälkeen EKP:n maaliskuun 2024 ennusteessa. Rahapolitiikan vaikutukset ovat taas mallilaskelmien

mukaan vahvimmillaan euroalueelle vasta vuoden 2023 puolivälistä alkaen. Heikko talouskasvu on siis ajoittunut eri aikaan kuin rahapolitiikan vaikutusten toteutuminen.

Talouskasvun selvä hidastuminen on todennäköisesti johtunut suurelta osin muista tekijöistä kuin kiristyvästä rahapolitiikasta, jonka vaikutus on mallilaskelmien mukaan suurimmillaan tänä vuonna. Vuoden 2020 jälkeen euroalue on kohdannut useita negatiivisia sokkeja, jotka edelleen varjostavat talousnäkymiä.

Lähteet

McKay, A. ja C. K. Wolf (2023), What can time-series regressions tell us about policy counterfactuals? *Econometrica* 91 (5), 1695-1725.

Kortela, T. ja J. Nelimarkka (2020), The effects of conventional and unconventional monetary policy: identification through the yield curve. Bank of Finland Research Discussion Paper, 2020 (3).

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

Ramey, V. A. (2016), Macroeconomic shocks and their propagation. *Handbook of macroeconomics*, 2, 71-162.

Viitteet

1. Heinäkuusta 2022 syyskuuhun 2023 EKP:n neuvosto nosti talletuskorkoaan 4,5 prosenttiyksiköllä, -0,5 prosentista neljään prosenttiin. ↑
2. Rahapolitiikkakokouksessaan 7.3.2024 EKP:n neuvosto käynnisti keskustelun siitä, miten rahapolitiikan rajoittavaa mitoitusta tullaan vähentämään (ks. myös pääjohtaja Rehnin blogikirjoitus). EKP:n neuvosto on korostanut, että tulevat päätökset tehdään perustuen tuoreimpiin tietoihin ja arvioihin inflaationäkymistä, inflaatiodynamiikasta sekä rahapolitiikan välittymisen voimakkuudesta (ks. pääjohtaja Lagarden lehdistötilaisuus 7.3.2024). ↑
3. Ks. myös Euro ja talous-analyysiartikkeli Rahapolitiikan kiristäminen on hillinnyt hintojen nousua. ↑
4. Ks. esim. ulkoisen kysynnän näkymät EKP:n maaliskuun 2024 ennusteesta. ↑
5. Eri tekijöitä on käsitelty tarkemmin mm. Euro ja talous -rahapolitiikkakatsaus (2023/10), EKP:n johtokunnan jäsenen Isabel Schnabelin puheessa 16.2.2024 ja EU-komission kilpailukykyraportissa. ↑
6. Ks. myös Euro ja talous (2023/10). ↑

7. Kuvion korot on laskettu €STR-korkoon liittyvistä koronvaihtosopimuksista (OIS). ↑
8. Lisäksi korkojen oletetaan seuraavan tulevaisuudessa nykyisiä markkinaodotuksia (kuviossa katkoviivat). Ohjauskorkopolitiikan lisäksi etenkin pitkien korkojen tasoon on voinut vaikuttaa määrällinen kiristäminen. ↑
9. Vaihtoehtoisten rahapolitiikkaskenaarioiden laskeminen on mahdollista, kun rahapolitiikan kausaalivaikutukset pystytään mittaamaan. Erityisen tärkeää on mitata vaikutukset sellaiselle rahapolitiikalle, jossa ohjauskorko muuttuu myöhempänä ajankohtana. Ks. McKay ja Wolf (2024) tarkemmin rahapolitiikan vaihtoehtoisten kehityskulkujen rakentamisesta. ↑
10. Ks. myös vastaavan kaltainen Suomen taloudelle Suomen Pankin Aino 2.0 ja 3.0 -malleilla tehty laskelma. ↑
11. BVAR-malleilla talouden dynamiikkaa pyritään selittämään eri muuttujien empiirisesti mitattujen riippuvuussuhteiden avulla. Mallin virhetermistä identifioidaan eksogeenista vaihtelua, jonka avulla voidaan mitata rahapolitiikan suoria vaikutuksia. Laskelmassa käytettävä malli perustuu Kortelan ja Nelimarkan (2020) sekä Nelimarkan ja Laineen (2021) tutkimuksiin. Rahapolitiikan vaikutuksia voidaan mitata myös teoreettisemmilla malleilla, joissa tehdään oletuksia kotitalouksien ja yritysten käyttäytymisestä. Ks. myös Darraxq-Paries ym. (EKP:n talouskatsaus 4/2023) ja Phillip Lanen puhe 16.2.2023 eri malleilla lasketuista rahapolitiikan vaikutuksista. ↑
12. Ensimmäisessä tavassa rahapolitiikan vaihtoehtoinen ura on rakennettu rahapolitiikkasokilla, joka nostaa yllättäen lyhyttä korkoa. Erotus koroissa vaihtoehtoisten kehityskulkujen välillä saadaan aikaan, kun löydetään sarja sokkeja, jotka toteuttavat korkouran. Laskentatapa ei kuitenkaan huomioi täysin odotuksia. Toisessa tavassa taas lyhyt ja keskipitkä korko asetetaan marraskuun 2021 odotuksien mukaisiksi kahdella rahapolitiikkasokilla, joista jälkimmäinen kuvaa odotuksiin vaikuttavaa rahapolitiikkaa. ↑
13. Ks. esim. Ramey (2016) rahapolitiikan vaikutusten mittaamisesta. Lisäksi korko-odotuksien kautta vaikuttavan rahapolitiikan mittaaminen lisää epävarmuutta ja saattaa myös yliarvioida vaikutuksia. Keskipitkiin odotuksiin liittyvä rahapolitiikkasokki mitataan keskipitkistä koroista, joihin vaikuttavat myös muut tekijät kuin rahapolitiikka. Näin ollen niiden estimointiin voi liittyä riskeistä tai muista talouden sokeista liittyvää harhaa. ↑

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

Asiasanat

inflaatio, korot, rahapolitiikka, talouskasvu