Blogi

Blogi: Nykyisin ohjauskorko on varjo entisestään

Rahapolitiikka, Korot | 09.08.2016 | Tomi Kortela

KIRJOITTAJA



Tomi Kortela

Rahapolitiikan viritystä – eli sitä miten elvyttävää tai kireää rahapolitiikka on – säädetään tyypillisesti muuttamalla keskuspankin ohjauskorkoja.

[1]Rahapolitiikan viritystä – eli sitä miten elvyttävää tai kireää rahapolitiikka on – säädetään tyypillisesti muuttamalla keskuspankin ohjauskorkoja.[2] Niitä muuttamalla markkinakorkoja ei kuitenkaan voida laskea miten negatiiviseksi tahansa, koska käteinen raha tarjoaa nimellisen nollatuoton, mikä asettaa käteisen hallussapitokustannukset huomioiden alarajan nimelliskoroille. [3]. Rahapolitiikalla pystytään tästä huolimatta tarvittaessa elvyttämään taloutta käyttämällä ns. rahapolitiikan epätavanomaisia keinoja, kuten arvopaperien ostoja, pidempiaikaisia luotto-operaatioita tai ennakoivaa viestintää.

Tilanteessa, jossa rahapolitiikan epätavanomaisia toimia on käytetty ja lyhyen juoksuajan nimelliskorot ovat laskeneet alarajalleen, ohjauskorko ei enää kuvasta rahapolitiikan viritystä. Tällöin seuraamalla ohjauskorkoa päädyttäisiin väärään päätelmään, jonka mukaan rahapolitiikan viritys ei olisi muuttunut, vaikka epätavanomaisten toimien avulla rahapolitiikkaa on kevennetty. Näissä tilanteissa tulee etsiä uusia keinoja mitata rahapolitiikan viritystä.

Yksi tapa mitata rahapolitiikan viritystä nollakorkojen vallitessa on käyttää varjokorkoa. Varjokorko on muuttuja, joka ei ole havaittavissa, mutta se voidaan laskea korkojen aikarakennemallin – ns. varjokorkomallin – avulla. Varjokorko kuvaa kuvitteellista ohjauskorkoa tilanteessa, jossa "oikea" ohjauskorko on rajoittunut alarajalleen. Tämä on mahdollista ensinnäkin siksi, että varjokorkoa ei rajoita nimelliskorkojen alaraja, jolloin se voi olla miten negatiivinen tahansa. Toiseksi, varjokorko perustuu eri juoksuajan korkoihin, jolloin se huomioi rahapolitiikan

vaikutuksen, vaikka rahapolitiikan vaikutukset näkyisivät vain pidemmän juoksuajan koroissa. [4] Varjokorko vastaa seuraavaan kysymykseen: perustuen nykyiseen korkotasoon taloudessa, mikä ohjauskorko taloudessa valitsisi, jos koroilla ei olisi alarajaa.

Tarkastelemalla arvioita euroalueen varjokorosta huomataan, että sen laskeminen ei ole yksiselitteistä, vaan se riippuu laskentaan valitusta mallista. [5]. Erityisesti ongelmaksi on muodostunut nimelliskorkojen alarajan määrittäminen, mikä on osaltaan johtanut erilaisiin arvioihin varjokorosta. Euroalueen lyhyet korot ovat laskeneet useassa eri jaksossa päätyen aina vain alemmas seuraten EKP:n talletuskoron laskuja. [6] Tällöin yhden etukäteen asetetun alarajan käyttäminen on ollut lähes mahdotonta varjokorkomallissa. Tämä viittaa vahvasti siihen, että vakioalarajan omaavaa mallia ei tulisi käyttää euroalueen aineistoon. Viime aikoina Suomen Pankissa onkin kehitetty malli, jossa nimelliskorkojen alaraja vaihtelee ajassa, mikä näyttää ratkaisevan alarajan asettamiseen liittyviä ongelmia.

Kuviossa 1 on erilaisilla malleilla laskettuja varjokorkoja euroalueelle. Osassa malleissa on vakiona pysyvä alaraja nimelliskoroille (Wu-Xia ja Krippner), kun taas Suomen Pankin mallissa on ajassa vaihtuva alaraja (Kortela, Suomen Pankki). Lisäksi kuviossa on pankkien välisiin yli yön -lainoihin perustuva eoniakorko, joka on vahvasti sidoksissa EKP:n ohjauskorkoihin ja sen voidaan ajatella kuvaavan kulloistakin efektiivistä ohjauskoron tasoa. Eoniakoron osoittama rahapolitiikan viritys saadaan aikaiseksi ilman epätavanomaisia toimia.

Kuviosta nähdään varjokoroille tyypillisiä piirteitä. Ensinnäkin, kun nimelliskorkojen alaraja ei rajoita korkojen määräytymistä, vastaa varjokorko ohjauskorkoa (vuodet 2007–2011). Toiseksi, nimelliskorkojen alarajan vaikuttaessa korkojen määräytymiseen varjokorko ja ohjauskorko eroavat toisistaan (vuonna 2012 ja vuodesta 2014 eteenpäin). Ohjaus- ja varjokoron erotus voidaan tulkita epätavallisten toimien vaikutukseksi rahapolitiikan viritykseen, kun toimien vaikuttavuus ilmaistaan ohjauskoron laskuna. Kolmanneksi, eri varjokorkomallit antavat hyvin erilaisen kuvan rahapolitiikan virityksestä. Kuten edellä jo todettiin, on hyvät perusteet väittää, että ajassa vaihtuvan nimelliskorkojen alarajan omaava malli (eli Kortela kuviossa 1) antaa uskottavimman tuloksen euroalueelle.

Tätä varjokorkoa tarkastelemalla voidaan todeta, että vuoden 2014 puolen välin jälkeen rahapolitiikka on ollut huomattavasti kevyempää kuin pelkästään (efektiivistä) ohjauskorkoa tarkastelemalla olisi voinut päätellä. Vuoden 2015 alussa alkanut julkisten velkakirjojen osto-ohjelma – tai määrällinen keventäminen eli QE – kevensi huomattavasti rahapolitiikkaa. Edelleen,

2015 joulu- ja 2016 maaliskuussa tehdyt laajennukset arvopaperien osto-ohjelmaan näkyvät myös selvänä rahapolitiikan kevenemisenä. Epätavanomaisilla toimilla on siis pystytty keventämään rahapolitiikka merkittävästi ja tällä hetkellä rahapolitiikan viritystä kuvastaa ohjauskoron arvo -3 prosenttia.

Yhteenvetona voidaan todeta, että euroalueen nykyistä rahapolitiikan viritystä tarkasteltaessa tulee käyttää varjokorkoa ohjauskoron sijaan. Toiseksi, epätavanomaisilla toimilla ja etenkin julkisen sektorin arvopaperiohjelmalla on pystytty keventämään rahapolitiikkaa euroalueella huomattavasti. Kolmanneksi, euroalueen varjokorko on todennäköisesti huomattavasti korkeampi kuin jotkut julkisesti saatavilla olevat arviot esittävät. Rahapolitiikka on siis elvyttävää, mutta sitä tällä hetkellä tuskin kuvaa -3 prosenttia alemmat varjokoron tasot.

Asiasanat

ohjauskorko, rahapolitiikka