Blogi

Blogi: Makrovakauspolitiikka globaalia finanssisykliä kesyttämässä

Kansainvälinen talous, Rahoitusvakaus | 11.09.2017 | Anni Norring

KIRJOITTAJA



Anni Norring
Vanhempi ekonomisti

Tutkimusten mukaan maailman rahoitusmarkkinoita ajaa globaali finanssisykli, jota pääomavirrat, luotonannon ja velkaantuneisuuden kasvu sekä markkinahintojen kehitys näyttävät seuraavan.

Vakiintuneen Mundell-Fleming-trilemman mukaan rahapolitiikka voi olla itsenäistä vain, jos pääomaliikkeet ovat rajoitetut tai valuuttakurssi on kelluva. Viime vuosina on julkaistu tutkimuksia, jotka asettavat tämän trilemman kyseenalaiseksi. Muutamat tutkijat ovat väittäneet, että kyse onkin dilemmasta: valuuttakurssin määräytymistavasta riippumatta rahapolitiikka voisikin olla täysin itsenäistä vain, kun pääomaliikkeitä on rajoitettu.

Tutkimusten mukaan maailman rahoitusmarkkinoita ajaa globaali finanssisykli, jota pääomavirrat, luotonannon ja velkaantuneisuuden kasvu sekä markkinahintojen kehitys näyttävät seuraavan. Se puolestaan noudattaa yllättävän tarkasti markkinoiden volatiliteettia kuvaavaa VIX-indeksiä, jonka muutoksia on usein edeltänyt muutos Yhdysvaltojen rahapolitiikassa. Näyttää siis siltä, että Yhdysvaltojen rahapolitiikka saattaa pitkälti määrätä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden suunnan. Mikä selittää tämän?

Mm. Hélène Rey, London School of Economicsin professori, argumentoi, että taustalla on dollarin erikoisasema kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ja kansainvälisesti toimivien pankkien riippuvuus dollarimääräisestä rahoituksesta. Nämä pankit käyttävät toiminnassaan ylivoimaisesti eniten dollareita ja siirtävät dollarimääräisen likviditeetin – ja siten USA:n rahapoliittiset olot – ulkomaille. Arvioiden mukaan valtaosa dollarimääräisestä kansainvälisestä luotonannosta on muiden kuin yhdysvaltalaisten pankkien hallussa. Reyn mukaan erityisesti globaalisti toimivilla eurooppalaisilla pankeilla on iso rooli Yhdysvaltojen rahapolitiikan välittymisessä, sillä ne toimivat

kaikilla mantereilla.

Tutkijoiden mukaan rahapolitiikan itsenäisyys vähenee, sillä kelluvankaan valuuttakurssin ei ole mahdollista tasapainottaa suurten ja nopeasti liikkuvien pääomavirtojen vaikutusta. Hintavakauteen tähtäävä rahapolitiikka ei olekaan enää optimaalista vapaiden pääomaliikkeiden vallitessa, vaan keskuspankin on otettava huomioon keskeisen maan rahapolitiikka ja pyrittävä vaikuttamaan korkopäätöksellään pääomavirtoihin. Tällöin rahapolitiikka ei välttämättä ole optimaalista maan oman taloustilanteen kannalta. Siten Fedin päätös laskea korkoja voi johtaa jossain muualla liian löysiin rahoitusoloihin, kiihtyvään velkaantumiseen ja jopa rahoitusmarkkinakriisiin, vaikka kyseisen maan valuuttakurssi kelluu.

Miten tutkijat palauttaisivat rahapolitiikan itsenäisyyden? Rajoittamalla pääomien vapaata liikkuvuutta, mikä tuntuu yllättävältä aikana, joka hyväksyy vapaat pääomaliikkeet itsestään selvänä osana kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Pääomaliikkeiden rajoitukset nähdään kehittyneissä talouksissa kriisinratkaisuvälineenä, johon on turvauduttava täysin poikkeuksellisissa oloissa. Pääomaliikkeiden kontrolloimiseen liittyy monia poliittisia ja käytännön haasteita, joita teknologian kehitys edelleen lisää. Kirjallisuudessa esitetäänkin, että pääomaliikkeiden rajoitusten vakauttavaa vaikutusta voidaan jäljitellä perinteisillä makrovakauspolitiikan välineillä. Näistä tutkijat nostavat esiin vastasykliset luotonannon kasvuun ja velkaantuneisuuteen kohdistuvat toimenpiteet sekä rakenteelliset, kaikkien luottolaitosten velkaantumisen rajoitukset.

Makrovakauspolitiikan instrumenttien kehittämistä on Euroopassa ajanut finanssikriisin oppien lisäksi rahaliiton yhteinen rahapolitiikka ja jäsenmaiden omien taloustilanteiden yhteensovittaminen. Yhteistä rahapolitiikkaa noudattavassa rahaliitossa kansallisella makrovakauspolitiikalla onkin tässä mielessä aivan erityinen rooli. Jos globaali finanssisykli vaikuttaa rahapolitiikkaan myös Euroopassa, on makrovakauspolitiikan välineistön kehittäminen entistä tärkeämpää.

Olisi kuitenkin tärkeää ymmärtää vielä tarkemmin, mikä on makrovakauspolitiikan rooli rahapolitiikan täydentäjänä, kun rahoitusmarkkinoihin vaikuttaa globaali finanssisykli. Tässä yhteydessä se, että globaali finanssisykli ja suuret pääomavirrat vaikuttavat myös makrovakauspolitiikkaan ja sen tehokkuuteen, on jäänyt vähemmälle huomiolle. Kansallinen makrovakauspolitiikka on kuitenkin rahapolitiikan tapaan mahdotonta eristää globaaleista rahoitusmarkkinoista. Makrovakauspolitiikan tehokkuudesta ja kokonaistaloudellisista vaikutuksista erityisesti avoimissa, globaaleihin markkinoihin integroituneissa talouksissa olisi tärkeää saada enemmän tutkimustietoa. Mikä on optimaalinen rahapolitiikan ja makrovakauspolitiikan yhdistelmä, kun yhtälöön lisätään molempiin vaikuttava globaali finanssisykli? Tähän kysymykseen tutkimus voisi tarttua seuraavaksi.

Lähteet:

Buch, C., Goldberg, L. (2016). "Cross-border prudential policy spillovers: How much? How important? Evidence from the International Banking Research Network". NBER Workin paper series.

Clancy, D. and Merola, R. (2017). "Countercyclical capital rules for small open economies". Journal of Macroeconomics.

Davis, J.S. and Presno, I. (2017). "Capital controls and monetary policy autonomy in a small open economy". Journal of Monetary Economics.

McCauley, R., McGuire, P. and Sushko, P. (2015). "Global dollar credit: links to US monetary policy and leverage". BIS Working paper series.

Meller, B., Metiu, N. (2017). "The synchronization of credit cycles". Journal of Banking and Finance.

Rey, H. (2016). "International channels of transmission of monetary policy and the Mundellian trilemma". IMF Economic Review.

Asiasanat

makrovakauspolitiikka, rahapolitiikka, rahoitusmarkkinat