Blogi

# Inflaatio on aina ja kaikkialla rahataloudellinen ilmiö

Rahapolitiikka | 22.05.2020 | Juha Kilponen

KIRJOITTAJA



Juha Kilponen
Osastopäällikkö

**Inflaatio on rahataloudellinen ilmiö aina ja kaikkialla, mutta se ei ole riippumaton finanssipolitiikasta.**

”Inflaatio on aina ja kaikkialla rahataloudellinen ilmiö.” Näin sanoi Milton Friedman, yksi rahapolitiikan tunnetuimmista nimistä, vuonna 1963. Lähtökohtana Friedmanin lausahduksessa on rahan kvantiteettiteoria, jonka mukaan rahan tarjonnan kasvaessa samaa vauhtia kuin reaalitalous myös hintataso on vakaa. Jos rahan tarjonta kasvaa keskimäärin nopeammin kuin talous, hinnat alkavat nousta ja inflaatio kiihtyy rahan arvon heikentyessä. Koska keskuspankki voi vaikuttaa taloudessa kiertävän rahan määrään, rahapolitiikka määrittää myös talouden hintatason ja inflaation.[1]

Rahan kysyntä riippuu puolestaan talouden aktiviteetista ja tietenkin rahan hinnasta eli korosta. Jos taloutta kohtaa eksogeeninen negatiivinen häiriö, kuten meneillään olevan koronakriisi, rahan kysyntä voi supistua voimakkaasti. Keskuspankki pyrkii tällaisessa tapauksessa elvyttämään taloudellista aktiviteettia alentamalla rahan hintaa eli korkoa. Samalla se pyrkii vaikuttamaan rahan kysyntään. Jos taloutta koskeva häiriö on suuri, koron alentaminen ei riitä, jolloin taloudellinen aktiviteetti ja rahan kysyntä supistuu. Tällöin myös inflaatio alkaa hidastua. Korkotaso vaikuttaa siis rahan kysynnän lisäksi myös taloudelliseen aktiviteettiin ja inflaatioon.

Moderneissa rahataloudellisessa malleissa taloudellisen aktiviteetin ja koron välistä suhdetta kuvataan kysyntäkäyrällä, jossa kokonaiskysyntä on reaalikoron suhteen laskeva käyrä. Kysyntäkäyrän jyrkkyys kuvaa reaalikoron ja taloudellisen aktiviteetin välisen riippuvuuden voimakkuutta. Kysyntäkäyrän taustalla on kuluttajien hyödynmaksimointi. Kotitalous tasapainoilee kuluttamisen ja säästämisen välillä. Kuluttaminen on houkuttelevampaa silloin, kun

sen vaihtoehtoiskustannus (toisin sanoen säästämisestä saatava tuotto = reaalikorko) on alhainen.

Talouden tarjontakäyrä puolestaan kuvaa inflaation ja taloudellisen aktiviteetin välistä suhdetta. Talouden tarjontakäyrän taustalla on yritysten voiton maksimointi, joka johtaa siihen, että lopputuotteiden hinnat riippuvat tuotantokustannuksista, eli työvoiman ja pääoman hinnasta. Jos työvoimasta ja pääomasta tulee niukkuutta, niiden hinta nousee ja inflaatio kiihtyy. Rahan kvantiteettiteoria on näissä malleissa taka-alalla, mutta inflaatio on rahataloudellinen ilmiö siinä mielessä, että keskuspankki voi vaikuttaa taloudelliseen aktiviteettiin ja inflaatioon korkoa säätelemällä. Laskemalla nimelliskorkoa keskuspankki kiihdyttää kokonaiskysyntää (kulutus + investoinnit), mikä lisää työvoiman ja pääoman kysyntää. Työvoimasta ja pääomasta tulee niukkuutta, jolloin niiden hinnat nousevat. Tämä puolestaan nostaa tarjontakäyrän mukaisesti lopputuotteiden hintoja ja siis kiihdyttää inflaatiota. Malleissa oletetaan myös että keskuspankki on uskottavasti sitoutunut johonkin ennalta määrättyyn inflaatiotavoitteeseen. Tämä ankkuroi kotitalouksien ja yritysten inflaatio-odotukset ja osaltaan edesauttaa keskuspankin inflaatiotavoitteen saavuttamista. Finanssipolitiikka vaikuttaa inflaation tässä keynesiläisessä kehikossa perinteisen kysyntäkanavan kautta. Menojen lisäys kiihdyttää kokonaiskysyntää väliaikaisesti, ja samoin käy, jos verotusta kevennetään. Vaikutus inflaatioon riippuu käytetystä finanssipolitiikan instrumentista.

Edellä kuvatussa ns. keynesiläisessä teoreettisessa kehikossa keskuspankin kyky kontrolloida talouden hintakehitystä erityisesti ohjauskorkoa muuttamalla nojaa keskeisesti kahteen keskeiseen oletukseen: keskuspankin ohjauskorko reagoi inflaation poikkeamiin keskuspankin tavoitteesta merkityksellisesti ja finanssipolitiikkaa harjoitetaan tavalla, mikä vakauttaa velka/BKT -suhteen pitkällä aikavälillä.

Mikä määrittää talouden hintakehityksen tilanteessa, missä keskuspankki on ainakin väliaikaisesti tai osittain luopunut sen korkosäännöstä, talous on kenties likviditeettiloukussa, ja finanssipolitiikkaa ei harjoiteta enää siten, että tulevien budjetin ylijäämien voidaan odottaa vakauttavan velka/BKT -suhteen (millä tahansa inflaatiovauhdilla). Näin voi tapahtua esimerkiksi tilanteessa, jossa rahapolitiikka on ajautunut nollakorkorajalle ja lähtökohtaisesti korkeaa velkatasoa ei voida enää uskottavasti rahoittaa verotusta kiristämällä, koska se ei lisää verotuloja (talous on Laffer-käyrän väärällä puolella). Koronakriisin seurauksena tällaisen tilanteen mahdollisuus on monissa maissa kasvanut.

Konventionaaliset makrotalouden mallit lähtevät oletuksesta, että keskuspankki on sitoutunut uskottavasti ylläpitämään hintavakautta ja että finanssipolitiikka tunnustaa tämän. Tämä voidaan ilmaista niin, että yhtälön B/P = PV, missä B on julkisen velan määrä, P hintataso ja PV julkisen talouden ylijäämien nykyarvo yhtäsuuruus pätee kaikilla keskuspankin asettamilla hintatasoilla ja hallitus on sitoutunut sopeuttamaan julkisia menoja tai veroja yhtälön mukaisesti. Kysymyksessä

ei tällöin ole tasapainoehto vaan politiikkasääntö, jota keskuspankki ja hallitus noudattavat. Keskuspankki on sitoutunut säätämään rahapolitiikan avulla hintatason vastaamaan hallituksen asettamaa hintojen kehitystä koskevaa tavoitetta ja vastaavasti hallitus on sitoutunut sopeuttamaan julkisen velan määrää finanssipolitiikallaan.

Hintatason ja julkisen velan välinen suhde voidaan käsittää myös tasapainoehdoksi, jos etukäteen ei ole selvää sopeutuuko finanssipolitiikka ottamalla hintatason annettuna. Tällöin voikin käydä niin, että hintataso sopeutuu siten, että yhtälön yhtäsuuruus on voimassa millä tahansa velan nimellisen arvon (B) ja ylijäämien nykyarvon (PV) arvoilla.

Tätä kuvaavan fiskaalisen hintatasoteorian (*Fiscal theory of price level*) mukaan talouden hintataso riippuukin keskeisesti odotettujen budjetin ylijäämien nykyarvosta, eli inflaatio onkin ”fiskaalinen” ei ”monetaarinen” ilmiö.

Tarkoittaako tämä, että rahapolitiikka ei vaikuttaisi enää lainkaan inflaatioon?

Vastaus kysymykseen löytyy tarkastelemalla yksinkertaistetusti seuraavaa julkisen talouden tasapainoehtoa,

$$\frac{Q^*B}{P} = PV(S, R).$$

Yhtälön vasen puoli on jälleen julkisen velan reaaliarvo ja oikea puoli on odotettujen julkisen talouden ylijäämien nykyarvo (PV), joka riippuu tämän hetkisen ja tulevien ylijäämien summasta S ja diskonttotekijästä R. Julkisen velan reaaliarvo puolestaan riippuu liikkeelle lasketun velan määrästä (B), ja sen markkinahinnasta (Q) hintatason (P) ohella.

Fiskaalisen hintatasoteorian mukaan talouden hintataso määräytyy ylläolevasta yhtälöstä muiden tekijöiden ”residuaalina”. Koska keskuspankki ei voi vaikuttaa liikkeelle lasketun velan (B) määrään, saati budjetin ylijäämiin (S), hintatason (P) määrää keskeisesti harjoitettu finanssipolitiikka. Jos liikkeelle lasketun velan nimellisarvo Q*B ei muutu, finanssipolitiikan keventämisen (S alenee) täytyy johtaa hintatason P nousuun, siten että velan reaaliarvo vastaavasti alenee ja yhtälön yhtäsuuruus pätee. Hintatason muutokset, ja siten inflaatio, näyttäisivät olevan finanssipolitiikan toimivaltaan liittyvän budjetin ylijäämän (= tulojen ja menojen erotus) määriteltävissä.

Edellä kuvatussa tilanteessa on kuitenkin tehty oletus, että liikkeelle lasketun velan nimellisarvo Q*B on muuttumaton. Vaikka velan määrä (B) onkin edellä esitetyssä tasapaino ehdossa ennalta määrätty, velan nimellisarvo voi muuttua, jos liikkeelle lasketun velan markkinahinta (Q) muuttuu. Ja liikkeelle lasketun velan markkinahinta riippuu, mistäpä muusta kuin korkotasosta, joka on

keskuspankin määrättävissä. Keskuspankki voi esimerkiksi korkoa ja korko-odotuksia nostamalla alentaa liikkeelle lasketun velan markkinahintaa, koska se alentaa kaikkien joukkovelkakirjojen hintoja. Nyt nähdään että jos yhtälön oikea puoli on muuttumaton (S ja R eivät muutu), korkojen nostaminen alentaa velan nimellisarvoa (osoittaja), jolloin hintatasonkin täytyy alentua.[2] Keskuspankki voi siis korkoa ja korko-odotuksia nostamalla saada ainakin väliaikaisesti aikaan inflaation hidastumisen myös fiskaalisen hintatasoteorian mukaisessa tilanteessa. Muutos hintatasossa on sitä suurempi, mitä suurempi on liikkeelle lasketun velan määrä (B) ja mitä enemmän koron muutos vaikuttaa velkakirjojen hintaan (Q). Dynaamisessa mallissa koron vaikutus velan markkinahintaan riippuu esimerkiksi siitä kuinka pysyvästä koron muutoksesta on kysymys. Pitkäaikainen koron muutos vaikuttaa enemmän velan markkinahintaan kuin väliaikainen, ja siten pysyvämmän koron muutoksen vaikutus inflaatioon on myös suurempi kuin väliaikaisen. Inflaatio ei siis tässäkään (teoreettisessa) tilanteessa ole rahapolitiikasta riippumatonta, eikä pelkästään finanssipolitiikan määräämä.

Meneillään olevan koronakriisin keskellä on puhuttu paljon rahapolitiikan ja finanssipolitiikan koordinaatiosta. On esitetty myös arvioita sekä inflaation voimakkaan hidastumisen että sen kiihtymisen puolesta. Inflaation voimakkaan hidastumisen kannattajat uskonevat enemmän keynesiläiseen ajatukseen, kun taas inflaation kiihtymistä odottavat painottanevat enemmän fiskaalisen inflaation mahdollisuutta, kenties edellä esitetyn fiskaalisen hintatasoteorian hengessä. Teoria korostaa, että inflaatio määräytyy lopultakin rahapolitiikan ja finanssipolitiikan välisen ”pelin” tuloksena, missä sekä rahapolitiikan keskeisin instrumentti eli korkotaso että finanssipolitiikka, millä vaikutetaan valtion tuloihin ja menoihin ja sitä kautta budjetin ylijäämään, vaikuttavat inflaatioon. Keskuspankki voi kaikissa olosuhteissa hidastaa inflaatiota korkotasoa nostamalla. Vaikutus inflaatioon syntyy joko perinteisen keynesiläisen kysyntäkanavan kautta ja/tai muuttamalla julkisen velan nimellisarvoa. Myös finanssipolitiikka voi vaikuttaa inflaatioon perinteisen keynesiläisen kysyntäkanavan tai fiskaalisen hintatasoteorian tapauksessa tulevien budjetin ylijäämien kautta. Kuinka voimakas ”fiskaalinen inflaatio” jälkimmäisessä tapauksessa on, riippuu toisaalta siitä, kuinka sitoutuneita hallitukset ovat rahoittamaan tulevat alijäämänsä puhtaasti finanssipolitiikan keinoin ja siitä kuinka uskottavasti finanssipolitiikka voi sitoutua olemaan rahoittamatta nykyistä kasvavaa velkataakkaa tulevilla ylijäämillä, ja keskuspankki olla reagoimatta fiskaalisen inflaation kiihtymiseen. Perinteisemmässä keynesiläisessä tapauksessa finanssipolitiikan vaikutus inflaatioon riippuu ylipäätään sen kysyntää elvyttävästä vaikutuksesta, mutta siinäkin tapauksessa myös rahapolitiikan reaktiosta inflaation kiihtymiseen. Mitä voimakkaammin rahapolitiikka reagoi mahdolliseen inflaation kiihtymiseen korkoa nostamalla, sitä heikommaksi jää finanssipolitiikan kokonaiskysyntää elvyttävä väliaikainen vaikutus.

Inflaatio on siis rahataloudellinen ilmiö aina ja kaikkialla, mutta se ei ole riippumaton finanssipolitiikasta. Inflaatioon pitkällä aikavälillä voivat vaikuttaa myös sellaiset pitkän aikavälin

trendit kuten tuottavuus, kansalliset ja kansainväliset kilpailuolosuhteet ja jopa ikääntyminen, jotka eivät ole rahapolitiikasta tai finanssipolitiikasta riippuvia.

## Asiasanat

finanssipolitiikka, korona, rahapolitiikka