

BLOGI

Turha syyttää peiliä – arvioita euroalueen inflaatiotavoitteen onnistumisesta

Rahapolitiikka | 17.06.2021 | Tuomas Välimäki

KIRJOITTAJA



Tuomas Välimäki
Johtokunnan jäsen

Rahapolitiikan mitoituksen ohjenuorana toimivan inflaatiotavoitteen symmetrisyys on viime vuosina saanut paljon huomiota keskuspankkien viestinnässä. Uskon, että keskustelu jatkuu euroalueella kuluvan kesän ja alkusyksyn mittaan, kun Euroopan keskuspankki (EKP) julkistaa uudistetun strategiansa. Keskeinen osa uudistusta on inflaatiotavoitteen määritelmän tarkentaminen.

Nykyisessä EKP:n strategiassa hintavakauden katsotaan toteutuvan, kun yhdenmukaistetun kuluttajahintainflaation vuosikasvu jää alle kahden prosentin keskipitkällä aikavälillä. EKP:n neuvosto on lisäksi tarkentanut tavoittelevansa hintojen vuotuisen nousun olevan lähellä kahta prosenttia (*below, but close to 2%*). Selvennyksestä huolimatta nykymuotoilua on vaikea pitää symmetrisenä.

Mitä symmetrialla tarkoitetaan?

Heinäkuusta 2019 alkaen Euroopan keskuspankin neuvosto on viitannut jokaisen rahapolitiikkakokouksensa yhteydessä inflaatiotavoitteen symmetrisyyteen (*commitment to symmetry in the inflation aim*). Tästä huolimatta esimerkiksi Wikipedian artikkelissa ”*symmetrical inflation target*” EKP nostetaan esimerkiksi keskuspankista, jonka inflaatiotavoite on epäsymmetrinen. Mistä tulkintaero johtuu?

Inflaatiotavoitteen symmetrialla voidaan viitata eri asioihin. Symmetrian voimakkuutta voidaan kuvata ainakin kolmella eri asteella:

1. Lievä: *keskuspankki paitsi hillitsee tavoitteensa ylittävää inflaatiota, myös kiihdyttää sitä tavoitteen alittuessa,*

2. Keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat selvästi alittaneet kahden prosentin tuntumassa olevan tavoitetason.
3. Voimakas: keskuspankki mitoittaa rahapoliittiset toimensa siten, että toteutunut inflaatio on keskimäärin tavoitetasolla, ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ankkuroituvat tavoitteeseen (*ex post symmetria*).

Ensimmäisen kriteerin osalta Euroopan keskuspankki on eittämättä jo nyt ollut symmetrinen. Se on useaan otteeseen keventänyt rahapolitiikkansa mitoitus- ja ohjauskeinoja kiihdyttääkseen inflaatiota, kun keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat selvästi alittaneet kahden prosentin tuntumassa olevan tavoitetason.

Rahapoliittisten toimien mitoituksen arviointi on huomattavasti hankalampaa. Viime vuosien kokemuksen pohjalta tiedetään, että ohjauskeinoja voidaan painaa nollan alapuolelle, mutta toisaalta ei kovin negatiivisiksi ilman vakavia häiriöitä rahoituksen välittymisessä. Nykyisin kun euroalueen luonnollinen reaalikorkotaso on varsin matala, kohoavaa inflaatiota on helpompi jarruttaa reippaillakin koronnostoilla kuin kiihdyttää putoavaa inflaatiota mittavilla koron laskuilla. *Korkojen alarajan takia keskuspankin perinteinen työkalu, korkojen säätely ohjauskeinojen avulla, toimii ns. epäsymmetrisesti.*

Vastauksena korkoihin liittyvään yleiseen epäsymmetriaan Euroopan keskuspankki on ottanut käyttöönsä epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia. Niiden tehon ennalta-arviointi on kuitenkin hankalampaa kuin perinteisten toimien kuten koronmuutosten. On kuitenkin luontevaa olettaa, että keskuspankin normaalityökalut ovat tehokkaimpia inflaation ohjauskeinoja, ja siten inflaatiopoikkeamat pitkittyvät tilanteissa, joissa ohjauskorkoa ei voida laskea korkojen alarajan takia. Työkalupakin epäsymmetria voi siis johtaa siihen, että alasuuntaiset inflaatiopoikkeamat ovat pitkäkestoisempia kuin yläsuuntaiset. Jos näin on, inflaatio voi keskimäärin *ex post* alittaa tavoitteen, vaikka *ex ante* tavoite olisikin symmetrinen.

Rahapolitiikan reaktioiden symmetriaa voidaan arvioida jälkikäteen. Euroopan keskuspankin osalta vaikuttaa siltä, että päätöksentekijä on joko reagoinut voimakkaammin ylä- kuin alasuuntaisiin inflaatiopaineisiin tai vaihtoehtoisesti se on reagoinut symmetrisesti selvästi 2 %:in alla olevan tavoitteen ympärillä.¹ Empiirisesti on kuitenkin vaikea saada selvyyttä, kummasta on kyse: ovatko reaktiot olleet epäsymmetrisiä, vai onko epätarkasti määritelty inflaatiotavoite ollut alempana kuin monet ulkopuoliset tarkkailijat olivat ajatelleet.²

Kolmannen symmetriakriteerin toteutumista voidaan arvioida markkinahintojen pohjalta. Kun tarkastellaan inflaatio-odotuksia ajanjaksolla, joka alkaa viiden vuoden kuluttua tarkasteluhetkestä, odotus heijastaa lähinnä keskuspankin strategiasta johdettua tavoitetta ja sen

uskottavuutta. Tällainen pitkän ajan markkinaodotus on euroalueella alittanut kaksi prosenttia jo reilun viiden vuoden ajan (keskimäärin jopa alle 1,5 %). Tältä pohjalta katsottuna euroalueen inflaatio-odotukset eivät siis ole viime vuosina ankkuroituneet ainakaan 2 %:in tuntumaan.

Euroopan keskuspankin uusi strategia ja symmetria

Siirretään katse menneestä tulevaan. EKP:n uusi strategia tulee perustumaan monipuoliseen ja kokonaisvaltaiseen analyysiin, ja se tulee sisältämään useita moniulotteisia elementtejä. Paljon olisi kuitenkin tehtävissä jo pelkästään suppeasta symmetrisyyden näkökulmasta.

Inflaation ankkuroituminen halutulle tasolle vaatii kolmen ehdon täyttymistä: 1) inflaatiotavoitteen, jolle odotukset halutaan ankkuroida, pitää olla yksikäsitteinen, 2) keskuspankin täytyy haluta mitoittaa rahapolitiikkansa tavoitteen mukaiseksi, ja 3) keskuspankillä täytyy olla kyky mitoittaa rahapolitiikkansa tavoitteen vaatimalla tavalla. Miten nämä kolme ehtoa voitaisiin täyttää uudistetun strategia avulla?

Ensiksi nykyinen, tulkinnanvaraa jättävä ja epäsymmetrinen, hintavakauden määritelmän ja tahtotilan yhdistelmä ”*below, but close to 2%*” voitaisiin korvata yksikäsitteisellä, symmetrisellä ja monella keskuspankillä jo käytössä olevalla 2 %:in inflaatiotavoitteella.

Toiseksi rahapolitiikan välineistön epäsymmetrian vaikutusta olisi mahdollista pienentää sillä, että keskuspankki reagoi voimakkaammin tilanteessa, jossa korkojen alarajalle ajautuminen on uhkana. Tämä korostaisi keskuspankin halua saavuttaa tavoitteensa symmetrisesti yli ajan.

Vaikka keskuspankki lähtökohtaisesti pyrkisi välttämään korkojen alarajalle ajautumisen reagoimalla epäsymmetrisesti erisuuntaisiin poikkeamiin, talouteen kohdistuvat sokit voivat olla niin suuria, että korkojen alarajalle ajaututaan rahapoliittisista toimista huolimatta. Tällöin talouteen jää rahapolitiikan välineistön epäsymmetriasta aiheutuva ”inflaatiovaje”, jonka perimmäinen syy on siis keskuspankin kyvyttömyys kiihdyttää talouden toimeliaisuutta korkojen alarajalla.

Niin kauan kuin luonnollinen korkotaso pysyy matalana, tämä ei ole vain teoreettinen mahdollisuus, vaan tila, johon talouden voidaan aika ajoin odottaa ajautuvan. Mitä pitkäkestoisempia ja useammin toistuvia tällaiset inflaatiovajeet ovat, sitä todennäköisemmin ne alkavat alentaa keskimääräistä inflaatiota ja siten inflaatio-odotuksia.

Keskuspankki voi kompensoida korkojen alarajasta johtuvan inflaatiovajeen sallimalla inflaation kiihtyä väliaikaisesti inflaatiotavoitteen yläpuolelle. Yhdysvaltojen Federal Reserve täydensi omaa rahapolitiikan strategiaansa viime syksynä juuri tällaisella kompensatioelementillä (ns. make-up-strategia tai average inflation targeting).

Tällainen inflaatiovajeen kompensointiin pyrkivä strategia ei välttämättä johtaisi kevyempään rahapolitiikkaan keskimäärin. Sen olemassaolo voisi kuitenkin tuoda markkinoille varmuutta ja siten edesauttaa inflaatio-odotusten pysymistä ankkuroituneina ilman äärilleen viritettyjä epätavanomaisia rahapoliittisia toimia. Lisäksi keskuspankki voisi pyrkiä kiihdyttämään inflaatiota maltillisemmin keinoin ajaututtuaan korkojen alarajalla, jos kaikki taloudenpitäjät voisivat luottaa väliaikaisen inflaatiovajeen tulevan myöhemmin kompensoiduksi ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset pysyisivät hintavakaustavoitteen asettamassa ankkurissa.

Asiasanat

EKP, inflaatiotavoite, rahapolitiikan strategia, rahapolitiikka