



ANALYYSI

Rahapolitiikan on pidettävä kiinni hintavakaustavoitteesta

16.11.2022 – Analyysi – Rahapolitiikka



Juha Kilponen
Osastopäällikkö

Keskuspankin rahapolitiikka ei toimi tyhjiössä, vaan keskuspankit joutuvat ottamaan huomioon myös hallitusten finanssipolitiikan luonteen, jossa päätöksiä tehdään usein lyhyemmällä aikajänteellä. Keskuspankin pitkäjänteisyys ja sitoutuminen hintavakaustavoitteeseen tuottaa lopulta paremman lopputuloksen kuin se että rahapolitiikassa annetaan periksi väliaikaista helpotusta tuoville houkutuksille. Tämä edellyttää usein korkojen nostamista yli neutraalikorkotason inflaatiopaineiden ollessa korkealla.



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

Inflaatio on kiihtynyt kauas keskuspankkien yleisesti asettamasta kahden prosentin

tavoitteesta. Monet ovat argumentoineet, että keskuspankit ovat painaneet jarrua vasta viime tingassa ja liian myöhään.

Miksi näin?

Yksi syy on se, että keskuspankilla täytyy olla riittävästi informaatiota inflaatiota nostavan häiriön luonteesta ja erityisesti sen pysyvyydestä ennen kuin se reagoi häiriöön. Jos häiriön arvioidaan olevan ohimenevä (eng. *temporary*), keskuspankit tyypillisesti jättävät rahapolitiikan virityksen ennalleen ja antavat kysynnän ja tarjonnan tasapainottua ilman rahapolitiikan virityksen muuttamista.

Toinen syy on rahapolitiikan polkuriippuvuus (eng. *history dependence*), joka syntyy keskuspankin halusta sitoutua aiempiin päätöksiinsä ja pyrkimykseen välttää rahapolitiikassa liiallista reaktiivisuutta ja harkinnanvaraisuutta.

Rahapolitiikan polkuriippuvuus on näkynyt nykytilanteessa siinä, että keskuspankki ei ole pyrkinytkään vakauttamaan inflaatiota välittömästi rahapolitiikkaa voimakkaasti kiristämällä. Sen sijaan se pyrkii politiikallaan varmistamaan, että osa häiriön vaikutuksista siirtyy (eng. *smooths out*) tulevaisuuteen.

Keskuspankki **sitoutuu** (eng. *commits*) samalla kiristämään rahapolitiikkaansa tulevaisuudessa, mikäli se on tarpeen. Taloudenpitäjien luottaessa tähän inflaatio hidastuu, sillä kuluttajat päivittävät inflaatio-odotuksiaan alaspäin tai eivät ainakaan odota inflaation kiihtyvän keskipitkällä aikavälillä yli keskuspankin tavoitteen. Näin varmistetaan, että väliaikainen inflaation kiihtyminen ei välity pitkäaikaisesti hinta- ja palkkasopimuksiin ja saa aikaan kuluttajahintoja edelleen nostavaa kierrettä. Tavoitteen mukainen inflaatio saavutetaan tällöin keskipitkällä aikavälillä pienemmillä tuotantomenenetyksillä ja hyvinvointitappioilla.

EKP:n sitoutumisstrategia näkyy nykytilanteessa siinä, että EKP:n neuvosto lopetti arvopapereiden netto-ostojen vähentämisen tämän vuoden alussa ja viesti tästä viime vuoden joulukuussa. Kuluvan vuoden kesäkuussa EKP ilmoitti alkavansa nostaa ohjauskorkoja ja luopui samalla ennakoivasta viestinnästä.

Sen jälkeen korkomuutokset ovat olleet nopeita ja niistä on viestitty avoimesti.^[1]

Julkisuudessa argumentoidaan myös, että keskuspankki reagoi nyt jopa liian voimakkaasti inflaatioon ja aiheuttaa toimillaan talouteen taantuman. Rahapolitiikan sitoutumisstrategian mukaista on kuitenkin myös se, että korko reagoi inflaatiopaineisiin ensin hitaasti mutta myöhemmin voimistuen. Tällöin korkotaso voi ylittää jossakin vaiheessa niin sanotun tasapainokorkotason, jossa inflaatio on pitkällä aikavälillä tavoitteessaan ja talouden kysyntä ja tarjonta ovat tasapainossa. Talous voi tällöin kasvaa normaalia hitaammin, mutta inflaatiopaineiden hellittäessä keskuspankki voi vastaavasti alentaa korkoja nopeasti oletetulle tasapainotasolle.

Tähän voidaan nostaa joitain esimerkkejä historiasta ja myös nykytilanteesta. 1980-luvun alussa Yhdysvaltain keskuspankin FED:n pääjohtaja Paul Volcker nosti ensin

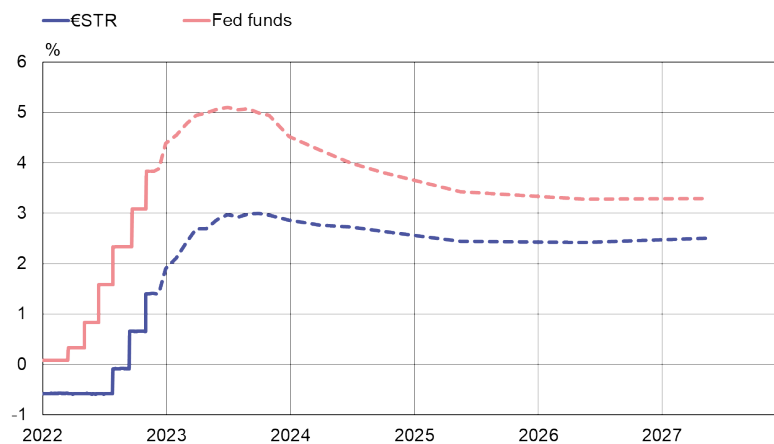
1. <https://www.eurojatalous.fi/fi/2022/3/mita-on-rahapolitiikan-normalisointi/>

korkoja aggressiivisesti, mutta alensi niitä myös nopeasti, kun inflaatio alkoi hidastua. 1970-luvulla FED:n rahapolitiikka - samoin kuin ennen 2000-luvun lopun finanssikriisiä - kiristyi puolestaan liian hitaasti suhteessa inflaatiopaineisiin. Yhdysvaltojen keskuspankin pääjohtaja Jeromy Powell arvio jo kuluvan vuoden elokuussa pitämässään puheessa ^[2] että FED voi joutua kiristämään rahapolitiikkaa yli neutraalitason ja myös EKP:n pääjohtajan Christine Lagarden on tulkittu sanoneen näin. ^[3]

Markkinat näyttävät ottaneen keskuspankkien toimet todesta. Markkinoilla korko-odotukset ovat nousseet sitä mukaa kuin lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset ovat kohonneet, mutta pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet hyvin lähellä tavoitetta. Tämä kertoo rahapolitiikan uskottavuudesta. Viimeisimpien tietojen mukaan euroalueen lyhyiden markkinakorkojen odotetaan nousevan kolmen prosentin tuntumaan vuoden 2023 syksyyn mennessä. Yhdysvalloissa inflaatiopaineet ovat voimistuneet siinä määrin, että siellä korkojen odotetaan nousevan noin viiden prosentin tasolle. Markkinat ovat myös ymmärtäneet varsin hyvin rahapolitiikan strategian ja tavoitteen. Markkinoiden odotukset korkojen nostoista ovat olleet pitkälti toteutuneiden korkojen nostojen mukaisia, viimeisin EKP:n lokakuun korkopäätös mukaan lukien (kuvio 1).

Kuvio 1.

Euroalueen yön yli -koronvaihtosopimuksista johdetut odotukset lyhyen markkinakoron tasosta



Lähde: Bloomberg.

© Suomen Pankki 11.11.2022
41295@LyhyenKoronUrat

Rahapolitiikka ei kuitenkaan toimi tyhjiössä. On aiheellista kysyä, mitkä tekijät voivat heikentää tämän rahapolitiikan sitoutumisstrategian onnistumista ja inflaation ja talouden vakauttamista keskipitkällä aikavälillä, sekä mitä keskuspankki voi eri tilanteissa tehdä?

Aiheesta on kirjoittanut ansiokkaasti mm. London School of Economics'n professori

2. <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20220826a.htm>

3. <https://www.centralbanking.com/central-banks/monetary-policy/7953580/lagarde-says-ecb-may-need-to-tighten-above-neutral-rate>

Ricardo Reis viimeisimmässä artikkelissaan ^[4].

Aloitetaan finanssipolitiikasta.

Finanssipolitiikalle asetut tavoitteet voivat olla sekä ajallisesti että keskenään ristiriitaisia: finanssipolitiikan elvyttäminen voi näkyä heti nopeampana talouden kasvuna ja työllisyytenä sekä tyytyväisempinä äänestäjinä. Kustannukset näkyvät kuitenkin vasta tulevaisuudessa, kun korkeamman velan johdosta veroja joudutaan korottamaan tai menoja alentamaan. Tämä hyötyjen ja kustannusten ajallinen epäsymmetria luo finanssipolitiikkaan niin sanotun aikaepäjohdonmukaisuus-ongelman: koska nyt harjoitetun politiikan tulevia kustannuksia ei tarvitse huomioida täysimääräisesti päätöksenteossa, finanssipolitiikan on vaikea sitoutua rahapolitiikan tavoin johonkin tiettyyn politiikkaan tulevaisuudessa. Tätä tulojen ja menojen ajallisen epäsymmetrian ongelmaa voidaan ymmärtää myös lyhytnäköisyysongelmana. Tällä hetkellä kirstun vartijana oleva hallitus ei välttämättä ole vallassa enää silloin kun veroja joudutaan korottamaan tai menoja supistamaan, joten se välittää vähemmän tulevista kustannuksista. Samoin järkeväkin rakenteellinen uudistus saattaa jäädä tekemättä, jos se ei hyödytä äänestäjiä vielä tällä vaalikaudella, vaan alkaa tuottaa hyötyjä vasta tulevaisuudessa.

Erityisen vaikea on tietenkin sitoutua tulevaan finanssipolitiikan kiristämiseen - rahan laittaminen ihmisten taskuun on helpompaa kuin sen ottaminen sieltä pois.

Taloudenpitäjien huomioidessa tämän finanssipolitiikan sitoutumis- tai lyhytnäköisyysongelman finanssipolitiikassa päädytään toimimaan reaktiivisesti. Finanssipolitiikka viritetään sen hetkinen tilanne huomioiden, menneet sitoumukset ja tulevat kustannukset painavat päätöksissä vain vähän, tai eivät lainkaan. Taloustieteellisessä kirjallisuudessa tästä käytetään nimitystä harkinnanvarainen politiikka (*eng. discretionary policy*).

Finanssipolitiikan reaktiivisuus ja sitoutumisen puute näkyy lyhyellä aikavälillä julkisten harkinnanvaraisten menojen suurena riippuvuutena talouden suhdanteesta. Pitkällä aikavälillä reaktiivisuus ja sitoutumisen puute voi alkaa näkyä tulojen ja menojen rakenteellisena epätasapainona, rakenteellisten uudistusten puutteena ja kansantalouden kroonisena velkaantumisenä.

Tämä raha- ja finanssipolitiikan strategioiden epäsymmetria heikentää myös rahapolitiikan tehoa ja johtaa viimekädessä tarpeettoman suuriin reaalitulojen vaihteluihin ja hyvinvointitappioihin. Meneillään oleva energiakriisi on tästä hyvä osoitus.

Rahapolitiikan sitoutumisstrategia yhdistettynä finanssipolitiikan harkinnanvaraisuuteen on siis huono yhdistelmä. Rahapolitiikka ja finanssipolitiikka alkavat toimia osin toisiaan vastaan: Jos talouteen tulee suuri odottamaton negatiivinen häiriö, keskuspankki pyrkii vakauttamaan talouden keskipitkällä aikavälillä. Sen sijaan finanssipolitiikka reagoi välittömästi ja jättää huomioimatta hyödyt, jotka toteutuvat

4. Reis, Ricardo (2022). "What can keep euro area inflation high?" Paper prepared for 76 th Economic Policy Panel Meeting. https://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2022/10/Reis_full_paper.pdf

kireämmästä finanssipolitiikasta tulevaisuudessa. Finanssipolitiikan automaattiset vakauttajat (kuten sosiaaliturvamenot ja verotulot) kyllä toimivat vastasyklisesti suhdannetta tasoittaen, mutta liiallinen harkinnanvaraisuus kääntyy pidemmällä aikavälillä myös automaattisten vakauttajien logiikkaa vastaan: Valtion budjettia ei saada ylijäämäiseksi, vaikka talous kasvaisi nopeasti kuten finanssikriisin jälkeen on käynyt. Pahimmillaan finanssipolitiikasta tulee myötä-syklisiä kun finanssipolitiikka ei viilata elvyttävään suuntaan vain talouskasvun hidastuessa, vaan myös sen kiihtyessä.

Mitä keskuspankki voi tehdä?

Teoriassa keskuspankki voi huomioida omassa politiikassaan finanssipolitiikan sitoutumisongelman ja pyrkiä vaikuttamaan finanssipolitiikkaan niin, että sen kannustin harjoittaa reaktiivista politiikkaa vähenee merkittävästi. Keskuspankki voi esimerkiksi uhata normaalia voimakkaammalla rahapolitiikan kiristämällä, jos finanssipolitiikka osoittautuu liian ekspansiiviseksi.^[5] Tämä pienentää ekspansiivisen finanssipolitiikan välitöntä hyötyä. Jos uhkaus on uskottava, finanssipolitiikka sopeutuu ja uhkausta ei tarvitse toteuttaa. Tämä ei kuitenkaan ole realistinen varsinkaan rahaliitossa kuten eurojärjestelmässä, jossa finanssipolitiikka on hajautettu sen jäsenvaltioille. Strategian toteuttaminen edellyttäisi myös erittäin hyvää finanssipolitiikan koordinaatiota ja ennakkotietämystä finanssipolitiikan toimista eri jäsenmaissa. Gnocchi (2013) päätelee että finanssipolitiikan toimiessa reaktiivisesti, rahapolitiikan on tyydyttävä vähemmän inflaatiota ja taloutta vakauttavaan politiikkaan, eli sallittava inflaation ja talouskasvun suurempi vaihtelu. Tässä strategiassa on kuitenkin merkittävä riski, sillä keskuspankki joutuu *de facto* huomioimaan rahapolitiikan virityksessään finanssipolitiikan ylireagoinnin suhdanteisiin.

Finanssipolitiikan harkinnanvaraisuus ja korkean inflaation jaksojen pitkittyminen kevyemmän rahapolitiikan ansiosta voi johtaa tai olla ainakin osasyylinen toiseen keskeiseen huoleen.^[6] Jos osa taloudenpitäjistä alkaa pitää korkeaa inflaatiota pysyvänä ilmiönä, toteutuneen inflaation poikkeamat keskuspankin tavoitteesta alkavat itsessään ruokkia inflaatiota. Tässä tilanteessa keskuspankki joutuisi kiristämään rahapolitiikkaa erityisen voimakkaasti ja pitkäkestoisesti, ja tukemaan tätä voimakkaalla viestinnällä. Kun taloudenpitäjät alkavat odottaa inflaation hidastuvan, säästäminen ja investoinnit lisääntyvät ja inflaatio hidastuu. Rahapolitiikkaa joudutaan kuitenkin kiristämään enemmän kuin mikä olisi talouskasvun näkökulmasta optimaalista.

Jos finanssipolitiikan sitoutumisongelma johtaa pysyvämpään rakenteelliseen alijäämään, niin kuin euroalueella näyttää käyvän, seurauksena voi olla myös fiskaalisen dominanssin tyyppinen tilanne. Tällöin finanssipolitiikka alkaa rajoittaa toden teolla rahapolitiikan liikkumavaraa ja keskuspankin kyky ankkuroida talouden hintakehitys heikkenee olennaisesti. Sen seurauksena on entistäkin epävakaaampi talous, kun ekspansiivinen finanssipolitiikka johtaa korkeiden inflaatiojaksojen pitkittymiseen ja inflaation ja tuotannon vaihtelun lisääntymiseen.^[7]

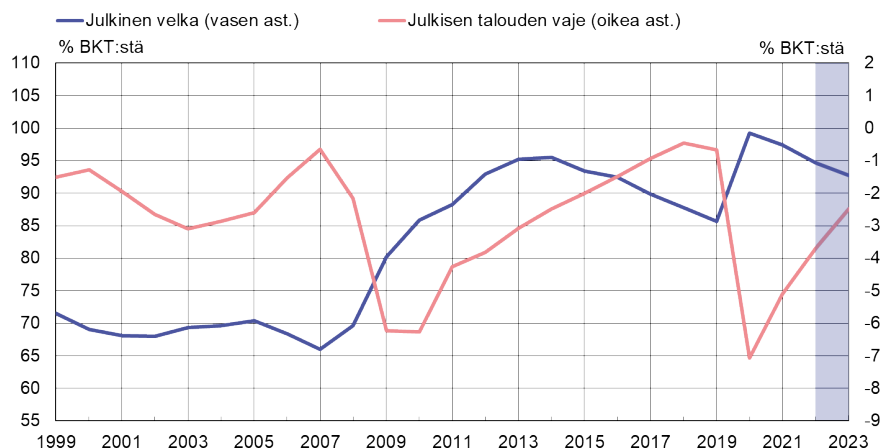
5. Gnocchi, Stefano. 2013. "Monetary Commitment and Fiscal Discretion: The Optimal Policy Mix." *American Economic Journal: Macroeconomics*, 5 (2): 187-216.

6. Matalan inflaation ja korkojen oloissa finanssipolitiikka on helpompi houkutella elvyttämään ja siten ehkäistä deflaation syntymistä.

Euroalueella julkisen velan suhde bruttokansantuotteeseen on noin 95 prosenttia bruttokansantuotteesta. Samalla julkisen talouden vaje on pysynyt rakenteellisesti alijäämäisenä eikä sen odotetaan Euroopan komission ennusteissa nousevan ylijäämäiseksi lähitulevaisuudessa (kuvio 2). Vuoden 2007 jälkeen velka-aste on kasvanut trendimäisesti ja noussut noin 30 prosenttiyksikköä. Euroalueen talous on kasvanut samaan aikaan kuitenkin vain vajaat 10 prosenttia eli keskimäärin noin 0,7 prosenttia vuodessa.

Kuvio 2.

Euroalueen julkisen talouden vaje ja velka suhteessa bruttokansantuotteeseen



Lähde: Euroopan komission ennuste (Ameco).

@Suomen Pankki 11.11.2022
41295@EA velka ja vaje

Keskuspankki ei voi tehdä velkasaneerausta eikä päättää ylijäämien kasvattamisesta, jos finanssipolitiikka toimii vastuuttomasti. Nopeampi inflaatio (ja siis kevyempi rahapolitiikka) voi edesauttaa finanssipolitiikkaa kahdella tavalla. Se voi lisätä lyhytaikaisesti verotuloja, jos vastaavasti menoja ei ole indeksoitu inflaatioon. Pidättäytyminen korkojen nostosta pitäisi velkakirjojen hinnat korkealla (*ceteris paribus*) ja kasvattaisi tätä kautta velkakirjojen liikkeellelaskujen nimellistä tuottoa valtiolle.

Nämä hyödyt ovat kuitenkin väliaikaisia, koska inflaatio-odotukset reagoivat kevyempään rahapolitiikkaan. Korkeampi odotettu inflaatio nostaa velkakirjojen nimellistä tuottovaadetta (inflaatoriskipreemio kasvaa) ja siten liikkeelle laskettujen velkakirjojen hinnat alenevat. Riskipreemio kasvaa sitä enemmän (ja siis alentaa velkakirjojen arvoa), mitä velkaantuneempi kansantalous on, mitä huonommin velkakirjat tarjoavat suojaa talouskasvun hidastumista vastaan sijoittajille ja mitä suurempia inflaatioyllätykset ovat. Euroalueella tämä näkyisi velkaantuneempien euroalueen jäsenvaltioiden valtionlainojen hintojen laskuna ja korkoerojen levenemisenä eri maiden välillä. Koska valtion velkakirjoja käytetään yleisesti vakuutena erilaisissa rahoitustransaktiossa, velkakirjojen hintojen aleneminen myös tätä kautta voi aiheuttaa

7. Kilponen, Juha ja Kontulainen, Jarmo (2021). "Onko inflaatio rahataloudellinen vai fiskaalinen ilmiö?", Kansantaloudellinen aikakauskirja, 3/2021. https://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/wp-content/uploads/2021/10/KAK_3_2021_WEB-34-52.pdf

likviditeetti- ja muita ongelmia rahoitusmarkkinoilla. Se voi näkyä pankkien luotonannon tyrehtymisenä ja reaalityalouden kasvun hidastumisena, mikä verotulojen supistumisen kautta vaikuttaa negatiivisesti julkisen talouden jäämään. Inflaatio-odotusten nousu ja huoli velkakestävydestä heikentää tyypillisesti myös valuuttakurssia ja heikentää tätä kautta ostovoimaa.

Voisi ajatella, että keskuspankillä olisi vielä yksi jokeri takataskussaan. Keskuspankki voisi jatkaa rahapolitiikan kiristämistä korkoja nostamalla, mutta samaan aikaan se voi ostaa valtion liikkeelle laskemia velkakirjoja markkinoilta ja näin ainakin teoriassa kiristää ja löysätä rahapolitiikkaa samaan aikaan.

Tällaisen politiikan toimimisesta toivotulla tavalla ei ole kuitenkaan mitään takeita. Kun keskuspankki nostaa ohjauskorkoa, se myös maksaa keskuspankkitalletuksille korkeampaa korkoa. Samaa aikaan sen taseeseensa hankkimat valtion velkapaperit tuottavat heikommin. Jos keskuspankki alkaa tehdä tappiota, se on myös valtion ja veronmaksajien tappio koska i) keskuspankki ei voi tulouttaa valtiolle rahoitusyliäämää tai pahimmassa tapauksessa ii) se tekee tappiota niin paljon, että valtio joutuu pääomittamaan keskuspankkia. Tämä keskuspankin valtionvelkakirjoillaan tekemä tappio palautuukin valtiolle ja veronmaksajille suurempana valtion budjetin alijäämänä. Lisäksi on vähintäänkin epäselvää, mikä vaikutus tällaisella rahapolitiikan virityksellä olisi keskuspankin päätavoitteeseen eli hintavakauteen.

Rahapolitiikan on pidettävä kiinni hintavakaustavoitteesta

Kiihtyvän inflaation ja korkean velkaantuneisuuden oloissa keskuspankin on tasapainoitava keskipitkän aikavälin hintavakaustavoitteen, inflaatio-odotusten ja kohoavien korkojen yksityiselle ja julkiselle taloudelle aiheuttamien kustannusten kanssa.

Inflaation ollessa korkealla ja kaukana keskuspankin tavoitteesta kuten tällä hetkellä Yhdysvalloissa ja euroalueella, päättäväinen sitoutuminen hintavakaustavoitteeseen tuottaa lopulta paremman lopputuloksen kuin se, että rahapolitiikassa annetaan periksi vain väliaikaista helpotusta tuoville houkutuksille. Tämä tyypillisesti edellyttää korkojen nostamista yli neutraalikorkotason inflaatiopaineiden ollessa korkealla.

Avainsanat

[energian hinta](#), [inflaatio](#), [rahopolitiikka](#), [finanssipolitiikka](#)