

Katsaus Japanin rahapolitiikkaan

24.5.2007

Japanin keskuspankki on yksi maailman merkittävimmistä rahapolitiittisista päättäjistä. Viime vuosina se on joutunut harjoittamaan rahapolitiikkaa oloissa, joista teollisuusmailla ei ole aiempaa kokemusta. Japani ajautui 1990-luvulla sitkeään taantumaa, jota seurasi kuluttajahintojen lasku. Talous ajautui deflaatiokierteeseen, ja keskuspankki laski vuosikymmenen lopulla korot nolliin. Tämäkään ei riittänyt, vaan vuonna 2001 keskuspankki joutui omaksumaan ns. määrällisen keventämisen rahapolitiikan eli keventämään rahapolitiikkaa likviditeettiä lisäämällä.

Vuodesta 2002 Japanin talous on elpynyt yhtäjaksoisesti. Rahapolitiikassa on palattu takaisin korko-ohjaukseen, ja korkotaso on vähitellen normalisoitumassa. Kasvusta huolimatta inflaatiovauhti on pysynyt sitkeästi lähellä nolliin, ajoittain jopa

tätä hitaampana. Japani on ollut eräänlainen rahapolitiittinen laboratorio, jossa on selvitetty, kuinka rahapolitiikalla pyritään irtautumaan deflaatiosta. Tästä syystä Japanin keskuspankin harjoittama rahapolitiikka on saanut erityistä huomiota. Varsin alhainen korkotaso, heikko jeni sekä ns. korkoerokaupankäynti (carry trade) ovat pitäneet Japanin rahapolitiikan myös rahoitusmarkkinoiden keskeisenä puheenaiheena.

Japanin keskuspankin institutionaalinen rakenne

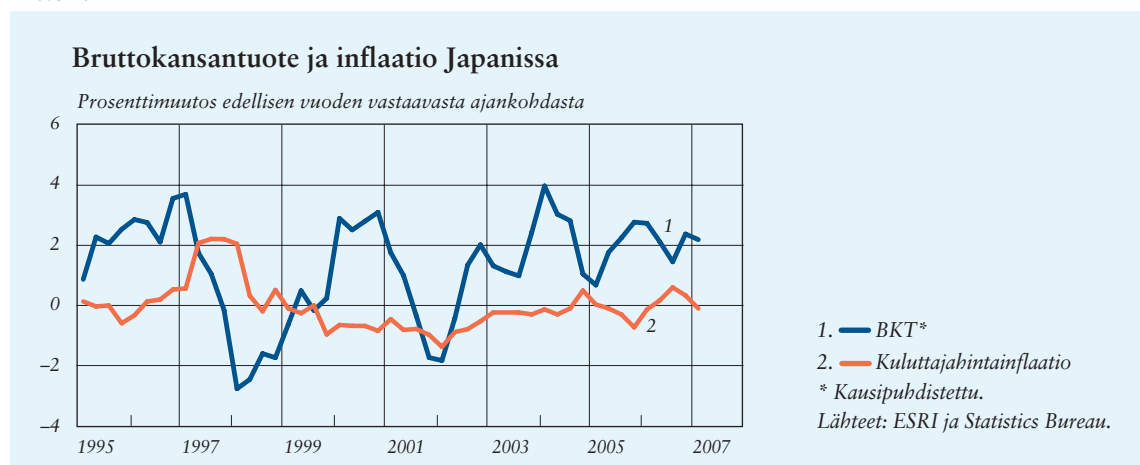
Japanin keskuspankki perustettiin vuonna 1882, mutta vasta vuonna 1942 siitä tuli pysyvä keskuspankkilakiin nojaava instituutio. Vuonna 1998 tuli voimaan perusteellisesti uudistettu keskuspankkilaki, joka korostaa keskuspankin itsenäisyyden ja avoimuuden periaatteita.

Lain mukaan rahapolitiikan tulee hintavakautta tavoitellen myötävaikuttaa talouden vakaaseen kehi-



Juuso Vanhala
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

Kuvio 1.



*Japanin
keskuspankin
itsenäisyys ja
avoimuus ovat
lisääntyneet
merkittävästi
viime vuosina.*

tykseen. Johtokunta päättää valuutta- ja rahapolitiikkaan liittyvistä rahamarkkinaoperaatioiden, diskonttokorkojen, lainakorkojen sekä pankeille asetettujen reservivaatimusten määrittelystä ja muutoksista sekä rahapolitiikan suuntaviivoista. Päätökset valuuttakurssipolitiikasta ja valuuttainterventioista ovat valtiovarainministeriön vastuulla, ja keskuspankki ainoastaan suorittaa valuuttaoperaatioita ministeriön päättämien suuntaviivojen mukaisesti.

Yleisen kansainvälisen kehityksen tapaan Japanin keskuspankin itsenäisyys ja avoimuus ovat lisääntyneet merkittävästi viime vuosina. Keskuspankkilain mukaan keskuspankin rahapolitiikan autonomiaa tulee kunnioittaa, mutta samalla keskuspankin tulee selvittää yleisölle rahapoliittisten päätösten perusteet. Muodollisesta itsenäisyydestä huolimatta laissa kuitenkin todetaan, että rahapolitiikan ja hallituksen talouspolitiikan tulee olla keskenään sopusoinnussa. Koska rahapolitiikka on osa yleistä talouspolitiikkaa, Japanin keskuspankin tulee aina ylläpitää tiiviitä yhteyksiä hallitukseen ja vaihtaa sen kanssa näkemyksiä riittävästi.

Korkein päättävä elin Japanin keskuspankissa on johtokunta, joka myös vastaa rahapoliittisesta päätöksenteosta. Johtokunta koostuu yhdeksästä valtioneuvoston nimittämästä ja valtiopäivien hyväksymästä jäsenestä (pääjohtaja, kaksi varapääjohtajaa ja kuusi muuta jäsentä). Se kokoontuu pääasiassa 1–2 kertaa kuukaudessa,

mutta tarpeen vaatiessa kokouksia voidaan pitää useamminkin.

Keskuspankkilain mukaan valtiovarainministeri sekä talous- ja finanssipolitiikasta vastaava ministeri voivat osallistua johtokunnan kokouksiin ja tuoda niissä julki harjoitettavaan rahapolitiikkaan liittyviä näkemyksiään. Osallistuessaan johtokunnan kokouksiin hallituksen edustajat voivat esittää rahapolitiikkaan liittyviä ehdotuksia tai pyytää lykkäämään rahapolitiikasta tehtävää äänestystä seuraavaan kokoukseen. Tätä oikeutta hallituksen edustajat ovat myös käyttäneet. Muodollisesti keskuspankki on kuitenkin riippumaton hallituksen näkemyksistä. Jos tällainen päätöksenlykkäyspyyntö esitetään, johtokunta päättää, ottaako se pyynnön huomioon vai ei.

Japanin keskuspankin johtokunta päättää rahapolitiikan suuntaviivoista ja markkinaoperaatioiden ohjesäännöstä rahapolitiikkakokouksissa. Hintavakauden saavuttamiseksi keskuspankki ohjaa yön yli -korkoa tasolle, joka on asetettu markkinaoperaatioiden tavoitteeksi. Japanin keskuspankki käyttää lähinnä avomarkkinaoperaatioita koron ohjaamiseen.

Muutoksia rahapolitiikassa

Japanin viime vuosikymmenen sitkeässä taantumassa, meneillään olevassa elpymisessä ja maassa harjoitetussa rahapolitiikassa on ollut varsin mielenkiintoisia vaiheita. Niin taloudelliset olosuhteet kuin rahapoliittiset

ratkaisutkin ovat olleet epätavanomaisia.

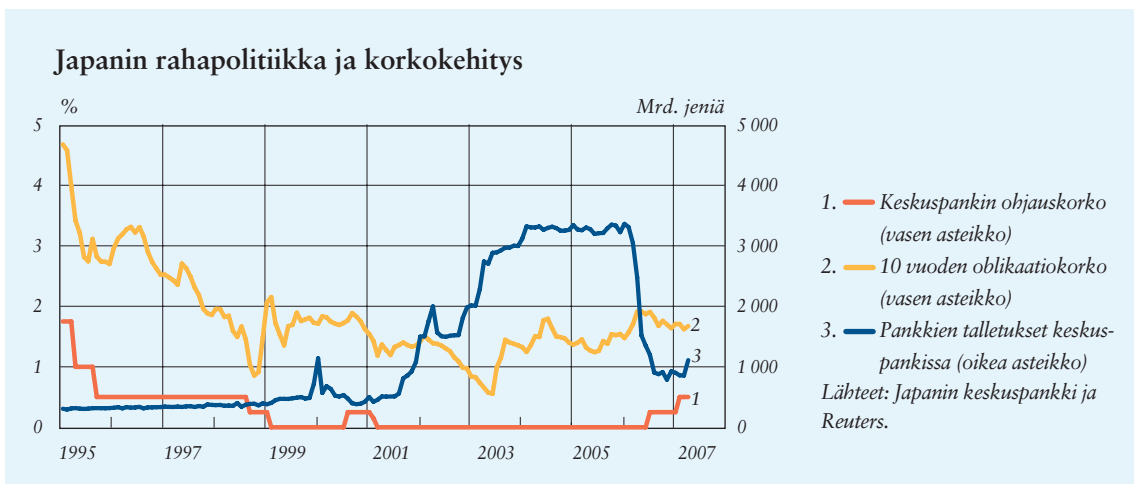
Osake- ja kiinteistökuplan puhkeamisen jälkeen Japanin talouskehitys oli 1990-luvulla hyvin vaisua ja kuluttajahinnat kääntyivät laskuun. Korot laskivat lähelle nollassa keskuspankin löysätessä rahapolitiikkaa. Helmikuussa 1999 keskuspankki laskei rahapoliittisen ohjauksen nollassaan ja omaksui huhtikuussa muodollisesti ns. nollakorkopolitiikan, jota se ilmoitti jatkavansa kunnes deflaatiopaineet hellittävät.

Talous Japanissa alkoi elpyä, ja elokuussa 2000 keskuspankki nosti ohjaukorkoa 0,25 prosenttiin luopuen näin nollakorkopolitiikasta. Tämän korkopäätöksen yhteydessä rahapolitiikkakokoukseen osallistuneet hallituksen edustajat käyttivät oikeuttaan pyyntöön lykätä koronostopäätöstä. Keskuspankin johtokunta päätti tuolloin olla noudattamatta tätä pyyntöä. Japanin talous

kuitenkin palasi taantumaan, ja ohjaukorkoa laskettiin.

Korkotason nollassa tultua vastaan Japanin keskuspankki omaksui maaliskuussa 2001 ns. määrällisen keventämisen rahapolitiikan. Tällä politiikalla pyrittiin suoraan lisäämään rahamarkkinoiden likviditeettiä kasvattamalla pankkien keskuspankissa olevien sekkitilien saldoja. Japanin keskuspankki nosti useaan otteeseen sekkitilien tavoitetasoa ja ilmoitti jatkavansa määrällisen keventämisen rahapolitiikkaa siihen saakka, kunnes kolme ehtoa on täyttynyt. Ensimmäinen inflaation tuli olla positiivinen useamman kuukauden ajan. Toiseksi tulevia kuukausia koskevien inflaatioennusteiden tulisi olla positiivisia. Kolmanneksi keskuspankki varasi itselleen oikeuden jatkaa määrällisen keventämisen politiikkaa, vaikka mainitut ehdot olisivat täyttyneet, mikäli se katsoi taloudellisen tilanteen olevan epäsuotuisa.

Kuvio 2.



Maaliskuussa 2006 Japanin keskuspankki määrittäi ensimmäistä kertaa julkisesti inflaatiolle vaihteluvälin.

Takaisin korko-ohjaukseen

Vuonna 2002 alkanut vientivetoinen kasvu on johtanut yritys- ja pankkisektorin vähittäiseen tervehtymiseen, minkä seurauksena Japanin talous on viime vuosina päässyt kiinni myönteiseen kierteseen. Vienti ja yksityiset investoinnit ovat elpyneet, ja tuotanto ja yritysten voitot ovat kasvaneet. Myös palkkojen ja työllisyyden kehitys on alkanut kohentua. Elpymisen myötä myös edellytykset päästä pois deflaatioloukusta ovat konkretisoituneet.

Maaliskuussa 2006 Japanin keskuspankki ilmoitti asettamiensa ehtojen täyttyneen. Inflaatio (pois lukien jalostamattomat elintarvikkeet) oli marras- ja joulukuussa 2005 ollut 0,1 % ja kiihtynyt 0,5 prosenttiin tammikuussa 2006.¹ Lisäksi inflaation odotettiin jatkuvan positiiviseen suuntaan, joskin vaihtelevalla vauhdilla. Myös yleisen talouskehityksen näkymät olivat suotuisat.

Keskuspankki ilmoitti luopuvansa määrällisen keventämisen politiikasta ja siirtyvänsä takaisin korko-ohjaukseen. Johtokunnan näkemyksissä painotettiin, että markkinoiden likviditeettiä tuli vähentää vähitellen. Pankkien keskuspankissa olevien sekkitilien saldot tulisi supistaa reservivaatimustasolle usean kuukauden aikana rahoitusmarkkinoiden vakauden takaamiseksi. Määrällisestä rahapolitiikasta luopumisen yhteydessä hallituksen edustajat eivät vastusta-

neet päätöstä, mutta painottivat, että keskuspankin tulisi tukea talouskehitystä ja deflaatiosta irtautumista pitämällä ohjauskorkoa nollassa.

Maaliskuussa 2006 Japanin keskuspankki määrittäi ensimmäistä kertaa julkisesti inflaatiolle vaihteluvälin. Tämä vaihteluvälin määrittäminen on osa keskuspankin pyrkimystä lisätä rahapolitiikan avoimuutta. Keskuspankki ilmoitti 0 ja 2 prosentin välillä olevan inflaatiovauhdin vastaavan sen käsitystä hintavakaudesta. Vaihteluväli valittiin siten, että siihen sisältyi kaikkien johtokunnan jäsenten käsitys hintavakaudesta. Japanin keskuspankki on kuitenkin todennut, että tämä vaihteluväli ei ole tavoite ja että siinä pysyminen ei ole välttämätöntä. Lisäksi keskuspankki päivittää näkemyksensä vaihteluvälistä kerran vuodessa, mikä vähentää sen ilmoittamisen hyödyllisyyttä markkinaodosten muokkaamisessa.

Ilmoitetun vaihteluvälin alaraja on alhaisempi kuin useimpien muiden keskuspankkien käyttämässä vaihteluväleissä, jotka enimmäkseen sijoittuvat välille 1–4 %. Viitaten Japanin edelleen hitaaseen inflaatiovauhtiin ja mahdollisiin deflaatiopaineisiin mm. OECD on kritisoinut vaihteluvälin alarajan alhaisuutta. Toisaalta 1970-luvun jälkeen inflaatiovauhti on Japanissa pääasiassa ollut hitaampi kuin muissa teollisuusmaissa keskimäärin.

Samalla kun Japanin keskuspankki luopui määrällisestä rahapolitiikasta, se julkisti uuden rahapolitiikan strategiansa. Sen mukaan keskus-

¹ Tarkistuneiden lukujen mukaan inflaatio oli hitaampaa alkuvuonna 2006.

pankki tarkastelee taloudellista toimintaa ja hintoja kahdesta näkökulmasta. Ensimmäisessä näkökulmassa keskitytään ennustettuun talouskehitykseen 1–2 vuoden aikavälillä ja arvioidaan todennäköiseksi katsottua kehitystä vakaan kasvun ja hintavakauden kannalta. Toiseksi näkökulmaksi on valittu talous- ja hintakehityksen tarkastelu pidemmällä aikavälillä keskittyen hintavakauteen ja vakaaseen kasvuun pyrkivän rahapolitiikan kannalta merkittävimpiin riskeihin.

Rahapoliittista ohjauskorkoa nostettiin heinäkuussa 2006 nollassa 0,25 prosenttiin. Johtokunnan näkemysten mukaan talous oli elpymässä erityisesti viennin ja yrityssektorin osalta. Yksityisessä kulutuksessa havaittiin vaisuuden merkkejä, joita pidettiin kuitenkin tilapäisinä. Kulutuskysynnän uskottiin lisääntyvän työmarkkinoiden kiristymisen ja sen mukana kasvavien ansioiden myötä. Keskuspankin näkemyksen mukaan tuotanto näytti ylittävän potentiaalisen tuotannon tason ja talouden resurssirajoitteet yleistyivät. Myös inflaation arvioitiin jatkuvan.

Keskuspankin johtokunta katsoi, että taloudellisen tilanteen parantumisen nollakoron stimuloiva efekti oli vähitellen voimistunut ja tämä saattaisi vastaisuudessa aiheuttaa suuria heilahteluja taloudellisessa toiminnassa ja hinnoissa. Näin ollen koron nostaminen oli perusteltua. Keskuspankissa pidettiin myös tärkeänä, että markkinoilla ymmärretään rahapoli-

tiikan tukevan kasvua. Koronnostosta huolimatta tähtäimessä ei ollut koronnostojen sarja nopeassa tahdissa. Tätä seikkaa myös hallituksen edustajat toivoivat korostettavan keskuspankin viestinnässä.

Korkotason normalisoituminen

Japanin rahapolitiikan irtauduttua määrällisestä keventämisestä ja palautua korkopolitiikkaan, on kiinnostus kohdistunut ohjauskoron normalisoinnin tahtiin.

Inflaatiokehitys on kuluneen vuoden aikana pysynyt lähellä nollassa, vaikka talous on ollut kasvussa. Keskuspankin lausunnoissa on painotettu yleistä talouskehitystä enemmän kuin inflaatiota. Hintojen nousun tarkastelussa keskuspankki on painottanut pidemmän aikavälin kehitystä ja ennakoivaa inflaation torjumista.

Viime heinäkuisen koronnoston jälkeen Japanin talouskehitys oli erityisesti syksyllä 2006 odotettua vaimeampaa ja inflaatiovauhti hidastui takaisin nollan tuntumaan. Vaikka talouden hidastumista pidettiin keskuspankin lausunnoissa tilapäisenä, ei koronnostolle ollut riittäviä perusteita vuoden jälkimmäisellä puoliskolla.

Toisaalta keskuspankki on kantanut huolta Tokion ja muiden suurten kaupunkien kiinteistöjen hintojen noususta. Japanin “hukattuun vuosikymmeneen” johtanut osake- ja kiinteistökuplan puhkeaminen 1990-luvun vaihteessa on vielä tuoreessa muistissa, ja vastaava kiinteistömark-

Inflaatiokehitys on kuluneen vuoden aikana pysynyt lähellä nollassa, vaikka talous on ollut kasvussa.

Huolimatta nollan lähellä olevasta inflaatiovauhdista keskuspankki on ilmoittanut, että korkojen vähittäistä nostamista jatketaan.

kinoiden ylikuumeneminen halutaan luonnollisesti ehkäistä ennalta. Tämä kaksijakoinen tilanne, jossa yhtäältä pysyvä irtautuminen deflaatiosta ja toisaalta kiinteistöjen hintojen nousu ovat ajankohtaisia, on tehnyt rahapolitiikan mitoittamisesta hankalaa.

Myönteisten talouslukujen myötä Japanin keskuspankki nosti ohjaukorkoa 0,5 prosenttiin helmikuussa 2007. Helmikuisen koronnoston perustelut nojasivat yleiseen talouskehitykseen ja pidemmän aikavälin inflaatiokehitykseen. Keskuspankin mukaan kulutuskysynnän heikkous oli osoittautunut enimmäkseen tilapäisistä tekijöistä johtuvaksi, kun taas loppuvuoden 2006 ja vuoden 2007 alun tiedot viittaisivat kulutuksen elpymiseen. Inflaatiovauhti oli ollut varsin hidaskas, aivan nollan tuntumassa. Pidemmällä aikavälillä inflaation arvioitiin kuitenkin jatkuvan positiivisena ja tuotannon ylittävän talouden potentiaalisen tuotannon tason. Johtokunnassa katsottiin tärkeäksi tuoda julki, että koronnosto tehtiin eteenpäin katsovin perustein ja siten, että se heijastaa arvioitua talous- ja inflaatiokehitystä 1–2 vuoden perspektiivillä. Toisin sanoen keskuspankin koronnostopäätös tehtiin pidemmän aikavälin näkökulmasta ja tietoisina siitä, että inflaatiovauhti saattaa lyhyellä aikavälillä olla varsin hidaskas ja jopa negatiivinen.

Hinnat (pois lukien jalostamattomat elintarvikkeet) ovatkin laskeutuneet viime kuukausina hieman, helmikuussa 0,1 % ja maaliskuussa 0,3 %.

Japanin keskuspankin huhtikuussa julkaisemassa ennusteessa inflaation arvioidaan vuosina 2007 ja 2008 jäävän hitaammaksi kuin lokakuussa 2006 ennustettiin. Inflaatiovauhdin (pois lukien jalostamattomat elintarvikkeet) odotetaan lyhyellä aikavälillä pysyvän lähellä nollaa (0,1 % vuonna 2007), mutta sen ennustetaan vähitellen kiihtyvän (0,5 % vuonna 2008). Keskuspankki päivitti tässä yhteydessä myös näkemyksensä hintavakaudesta, joka määriteltiin edelleen inflaatiovauhdiksi, joka on 0 ja 2 prosentin välillä.

Huolimatta nollan lähellä olevasta inflaatiovauhdista keskuspankki on ilmoittanut, että korkojen vähittäistä nostamista jatketaan. Keskuspankin lausunnoissa on todettu korkotason olevan erittäin alhainen suhteessa kasvuvauhtiin, jonka ennustetaan ylittävän potentiaalisen tuotannon tason lähivuosina. Alhaisen korkotason pelätään johtavan talouden tasapainottomuuksiin, mm. ylilyönteihin kiinteistöinvestoinneissa. Japanin keskuspankki kiinnittää huomiota myös mahdollisuuteen, että hintojen herkkyys tuotantokuilun umpeutumiselle olisi vähentynyt globalisaation ja säännösten purkamisen myötä. Mahdollisia tulevia koronnostoja on myös perusteltu sillä, että riski joutua deflaatioon ja taloudellisen toiminnan vaimenemisen kierteseen on pienentynyt, koska yrityssektori ja rahoitussektori ovat voimistuneet merkittävästi viime vuosina. Keskuspankin lausunnoissa on korostettu, että ennalta

laadittua aikataulua koronnostoille ei ole.

Korkotasoa, Japanin jeni ja valuuttamarkkinat

Japanin keskuspankin rahapoliittiset päätökset ovat saaneet runsaasti huomiota jenin toista vuotta jatkuneen heikkouden vuoksi. Jenin arvo suhteessa euroon on heikentynyt alhaisimmilleen sitten vuoden 1998 Aasian kriisin. Pitkään jatkuneen hitaan inflaation seurauksena jeni on reaalisella efektiivisellä valuuttakurssilla mitattuna heikoimmillaan vuoden 1985 Plaza-sopimuksen jälkeen.

Heikko jeni on edesauttanut Japanin vientivetoista elpymistä etenkin, kun kotimainen kulutuskysyntä on ollut vaimeahkoa aivan viime vuoden loppupuolelle saakka.

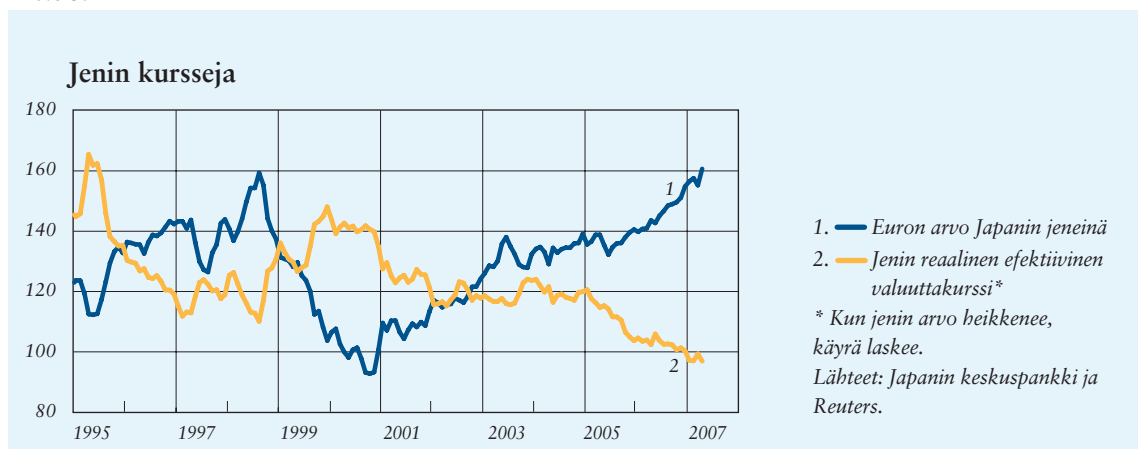
Merkittävänä syynä jenin heikkouteen pidetään Japanin matalaa nimellistä korkotasoa, joka houkuttelee käyttämään jeniä rahoitusvaluutana ns. korkoerokaupankäynnissä

(carry trade). Korkoerokaupankäynnin suosiota selittää myös valuuttamarkkinoiden vähäinen volatilitiiteetti, joka tarjoaa otolliset olosuhteet siihen, että matalakorkoista valuuttaa lainataan ja sijoitetaan korkeampi-korkoiseen valuuttaan. Näiden kauppojen purkautumisten on katsottu olleen keskeinen tekijä helmikuun 2007 lopun markkinaturbulenssin takana. Japanin keskuspankki on ilmaissut seuraavansa korkoerokauppojen kasvua ja olevansa huolissaan kauppojen nopean purkautumisen mahdollisista vaikutuksista.

Rahapolitiikka tästä eteenpäin

Rahapolitiikan normalisoituminen määrällisen keventämisen politiikasta on toistaiseksi edennyt hallitusti, mutta kenties verkkaisemmin kuin vielä vuosi sitten odotettiin. Talouskehityksen kaksijakoisuus on tuonut rahapolitiikkaan haasteita, kun kasvu viennissä ja yrityssectorilla on ollut voimakasta samalla kun kotimainen

Kuvio 3.



kulutus on ollut heikkoa ja inflaatiovauhti sekä palkkakehitys nollan tuntumassa. Elpymisen leviäminen viennin ja yrityssektorin ohella kotitalouksien kulutuskysyntään edesauttaisi pysyvää irtautumista deflaatiosta ja helpottaisi keskuspankin rahapolitiikan harjoittamista.

Joitakin merkkejä kasvun rakenteen tasapainottumisesta on ollut viime kuukausina nähtävissä, kun kotimainen kulutus on osoittanut elpymisen merkkejä. Ansioiden, kulutuksen ja hintojen nykyistä nopeampi kasvu mahdollistaisi korkotason normalisoimisen, jolla puolestaan olisi valuuttakurssia vahvistava vaikutus. Toistaiseksi heikko jeni on tukenut Japanin vientisektoria, joten jenin vahvistumisella olisi myös kielteisiä vaikutuksia. Jos vahvistuva kotimainen kulutus kompensoisi tätä vaikutusta, olisivat edellytykset Japanin tasapainoiselle kasvulle ja rahapolitiikan normalisoitumiselle jatkossa varsin hyvät.

Asiasanat: Japani, rahapolitiikka, määrällinen rahapolitiikka, korkotaso