

Katsaus Yhdysvaltain rahapolitiikkaan

30.11.2006

Yhdysvaltain keskuspankki on yksi maailman vaikutusvoimaisimmista ja seuratuimmista instituutioista. Suurimman kansantalouden rahapolitiikan päättäjänä ja kansainvälisesti merkittävimmän valuutan vakauden turvaajana Yhdysvaltain keskuspankki vaikuttaa päätöksillään myös Suomen talouskehitykseen.

Yhdysvaltain keskuspankilla on takanaan kesäkuusta 2004 alkanut poikkeuksellisen aktiivinen rahapolitiikan kiristämisen vaihe, joka vuoden 2006 jälkipuoliskolla on – jos ei päättynyt – ainakin pysähtynyt. Viimeaikaiset tiedot osoittavat Yhdysvaltain talouden olevan herkässä tilassa. Lisääntyneet odotukset korkosyklin kääntymisestä ja arviot siitä, kuinka onnistuneesti keskuspankin uusi pääjohtaja ohjaa rahoitusmarkkinoita tässä muutoksessa, pitävät Yhdysvaltain keskuspankin huomion kohteena myös lähikuukausina.

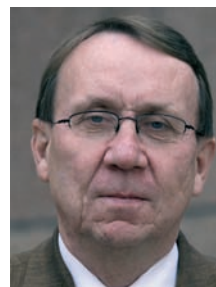
Yhdysvaltain keskuspankin institutionaalinen rakenne

Vuonna 1913 perustettu Yhdysvaltain keskuspankki on Euroopan keskuspankin tavoin keskuspankkijärjestelmä. Yhdysvaltain keskuspankkijärjestelmä koostuu kahdestatoista alueellisesta keskuspankista ja kahdesta merkittävästä päätöksentekuelimestä eli liittovaltion keskuspankkijärjestel-

män johtokunnasta ja avomarkkina-komiteasta.¹

Yhdysvaltain keskuspankilla on käytössään kolme rahapolitiikan välinettä: avomarkkinaoperaatiot, diskonttokorko ja pankeille asetetut reservivaatimukset. Kahdesta jälkimmäisestä ja vähemmän merkittävistä instrumentista vastaa johtokunta, joka koostuu seitsemästä Yhdysvaltain presidentin nimittämästä ja senaatin hyväksymästä jäsenestä.

Merkittävin rahapolitiikan väline ovat kuitenkin avomarkkinaoperaatiot ja erityisesti niihin sovellettava ohjauskorko (federal funds target rate), josta päättää avomarkkinakomitea. Avomarkkinakomitea koostuu kahdestatoista äänivaltaisesta ja seitsemästä äänivaltattomasta jäsenestä. Äänivaltaisiin jäseniin kuuluvat seitsemän johtokunnan jäsentä ja viisi alueellisten keskuspankkien pääjohtaja. New Yorkin alueen keskuspankilla on pysyvä äänivalta avomarkkina-komiteassa, kun taas muut yksitoista alueellista keskuspankkia on jaettu neljään ryhmään, joiden äänivaltaiset edustajat johtokunta valitsee rotatioperiaatteella. Avomarkkinakomitea kokoontuu päättämään korosta kahdeksan kertaa vuodessa etukäteen tiedossa olevina ajankohtina. Tarvittaessa korosta voidaan päättää muidenkin ajankohtina.



*Antti Suvanto
osastopäällikkö
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Mika Pösö
vs. toimistopäällikkö
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*

¹ Johtokunta tunnetaan nimellä Board of Governors of the Federal Reserve System ja avomarkkinakomitea nimellä Federal Open Market Committee.

Avomarkkinakomitean puheenjohtajaksi on perinteisesti valittu johtokunnan puheenjohtaja ja varapuheenjohtajana toimii New Yorkin alueen keskuspankin pääjohtaja. Tällä hetkellä johtokunnan ja avomarkkinakomitean puheenjohtajana toimii Ben S. Bernanke, joka otti tehtävän vastaan 1.2.2006. Häntä ennen puheenjohtajana toimi Alan Greenspan yli kahdeksantoista vuoden ajan.

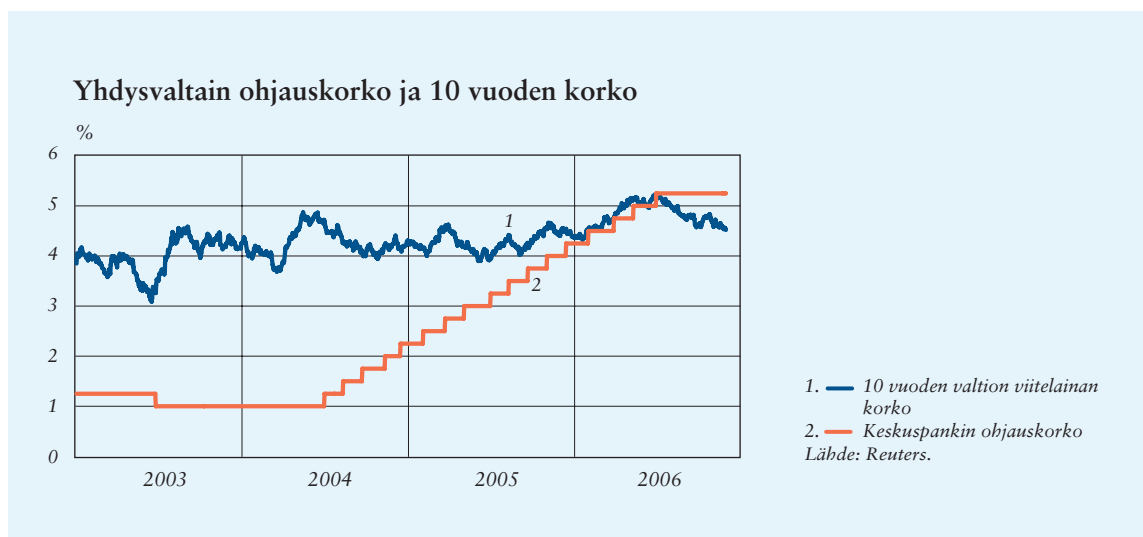
Keskuspankkilain (Federal Reserve Act) mukaan Yhdysvaltain keskuspankin tavoite on ylläpitää raha- ja luottoaggregaattien pitkän aikavälin kehitys yhdenmukaisena talouden pitkän aikavälin potentiaalisen tuotannon kasvun kanssa. Tähän keskuspankin tulee pyrkiä edistämällä tehokkaasti maksimaalista työllisyyttä, hintavakautta sekä pitkien korkojen kohtuullista tasoa.

Kaksi vuotta jatkunut yhtäjaksoisten koronnostojen sarja katkesi

Yhdysvaltain keskuspankki aloitti rahapolitiikan kiristämisen kesäkuussa 2004, jolloin ohjaukorko oli ollut 1 prosentin tasolla vuoden ajan. Seuranneiden kahden vuoden aikana Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitea nosti ohjaukorkoa jokaisessa kokouksessaan 0,25 prosenttiyksikköä (kuvio 1). Seitsemäntoista koronnoston jälkeen ohjaukorko saavutti 5,25 prosentin tason kesäkuussa 2006. Tämän jälkeen avomarkkinakomitea on kolmessa peräkkäisessä kokouksessaan päättänyt jättää ohjaukoron ennalleen.

Korkopäätösten perusteluihin voi tutustua perehtymällä avomarkkinakomitean kokousten pöytäkirjoihin, jotka julkaistaan kolme viikkoa korkopäätösten jälkeen. Elokuun 2006 kokouksen pöytäkirjan mukaan

Kuio 1.



päätös jättää ohjaukorko ennalleen 17 peräkkäisen koronnoston jälkeen oli täpärällä, mutta avomarkkinakomitean suuri enemmistö näki talouskasvun hidastumisen hillitsevän inflaatiopaineita myös vallitsevalla ohjaukorkon tasolla. Jättämällä ohjaukorko ennalleen haluttiin myös rajoittaa liiallisesta rahapolitiikan kiristämisestä aiheutuvia riskejä, varsinkin kun koronnostojen vaikutukset eivät kokonaisuudessaan olleet vielä välittyneet taloudelliseen toimintaan ja hintakehitykseen. Toisaalta avomarkkinakomitea halusi yhä korostaa, että inflaatiopaineet saattaisivat vielä vaatia rahapolitiikan kiristämistä.²

Syyskuun kokouksessa avomarkkinakomitean näkemykset talouskasvusta olivat synkentyneet edelleen, mikä teki päätöksen jättää korot ennalleen helpommaksi kuin elokuussa. Kasvun nähtiin lyhyellä aikavälillä pysyvän potentiaalista kasvuvauhtia hitaampana mutta nopeutuvan kuitenkin vuoden parin sisällä. Pohjainflaation nähtiin todennäköisimmin hidastuvan nopeutuneesta vauhdistaan, kun energian hinnan aiemman nousun vaikutukset hiipuvat ja tuotannon tekijöihin kohdistuvat kustannuspaineet hellittävät.³ Toisaalta avomarkkinakomitea näki yhä mer-

kittäväksi riskiksi sen, että inflaatio ei hidastu odotetulla tavalla, mistä syystä rahapolitiikan kiristäminen saattaisi vielä olla tarpeellista.⁴

Lokakuun kokouksen pöytäkirjan mukaan avomarkkinakomitean arvio kasvu- ja inflaationäkymistä oli muuttunut vain vähän syyskuusta. Riskien odotettua hitaammasta talouskasvusta ja odotettua nopeammasta inflaatiosta nähtiin kuitenkin hieman vähentyneen. Suurimmaksi huolenaiheeksi avomarkkinakomitea näki yhä riskin, että pohjainflaatio ei odotetusti hidastuisi huolestuttavan korkealta tasoltaan.⁵

Yhdysvaltain talouskasvu on hidastunut vuoden 2006 aikana

Puolivuositaisessa selonteossaan heinäkuussa 2006 Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtaja kertoi kongressille johtokunnan jäsenten ja alueittaisten keskuspankkien arviot tulevasta talouskasvusta ja inflaatiosta. Näiden arvioiden mukaan BKT:n määrän kasvu on 3¼–3½ % tänä vuonna ja hidastuu 3–3¼ prosenttiin vuonna 2007.⁶ Työttömyysasteen arvioitiin olevan 4¼–5 % samalla ajanjaksolla. Myös inflaation arvioitiin hidastuvan hieman vuonna 2007. Yksityisen kulutuksen deflaattorilla mitatun pohjainflaation arvioitiin olevan

Syyskuun kokouksessa avomarkkinakomitean näkemykset talouskasvusta olivat synkentyneet edelleen.

² Federal Open Market Committee (8.8.2006) Minutes of the Federal Open Market Committee.

³ Pohjainflaatiolla Yhdysvaltain keskuspankki yleensä viittaa yksityisen kulutuksen deflaattoriin, josta on poistettu ruoan ja energian hinnat. Yksityisen kulutuksen deflaattori ottaa huomioon muutokset kulutuskorissa, kun taas kuluttajahintaindeksin pohjana on kiinteä kulutuskori. Yksityisen kulutuksen deflaattorin hyödykekorin on myös jonkin verran laajempi kuin kuluttajahintaindeksin.

⁴ Federal Open Market Committee (20.9.2006) Minutes of the Federal Open Market Committee.

⁵ Federal Open Market Committee (24.–25.10.2006) Minutes of the Federal Open Market Committee

⁶ Kasvuennusteet viittaavat vuoden viimeisen neljänneksen vuosikasvuun edellisen vuoden viimeisestä neljänneksestä.

2¼–2½ % kuluvana ja 2–2¼ % ensi vuonna.⁷

Vuoden 2006 aikana Yhdysvaltain talouskasvu on kuitenkin hidastunut ennustettua enemmän. Ensimmäisellä ja toisella neljänneksellä BKT:n määrän vuosikasvu oli vielä vahvaa eli 3,7 ja 3,5 %. Kolmannella neljänneksellä vuosikasvu kuitenkin hidastui 3,0 prosenttiin. Työttömyyden väheneminen on sitä vastoin vielä jatkunut ja oli lokakuussa 4,4 % (kuvio 2).

Merkittävin syy Yhdysvaltain talouskasvun hidastumiseen on ollut asuntomarkkinoiden viileneminen, mikä osaltaan on seurausta rahapolitiikan kiristymisestä.⁸ Asuntojen myynti on vähentynyt voimakkaasti, ja myyntiaikojen pidentyminen on näkynyt asuntoinvestointien selvänä

vähentymisenä. Myös asuntojen hintojen nousu on pysähtynyt ja hinnat ovat alkaneet laskea. Asuntojen hinnat ovat viimeisimpien tietojen mukaan yleisesti vuodentakaisia tasojaan alempana.

Asuntojen hintojen lasku voi ns. varallisuusvaikutusten kautta näkyä myös kotitalouksien kulutuksen heikentymisenä. Toistaiseksi tästä ei ole merkkejä, mikä saattaa osittain johtua elo-syyskuisesta bensiinin hinnan laskusta ja sen positiivisista vaikutuksista kotitalouksien luottamukseen ja käytettävissä oleviin tuloihin. Palkka-kehitys on myös jatkunut vahvana ja pitkät markkinakorot ovat hieman laskeneet viime kuukausina.

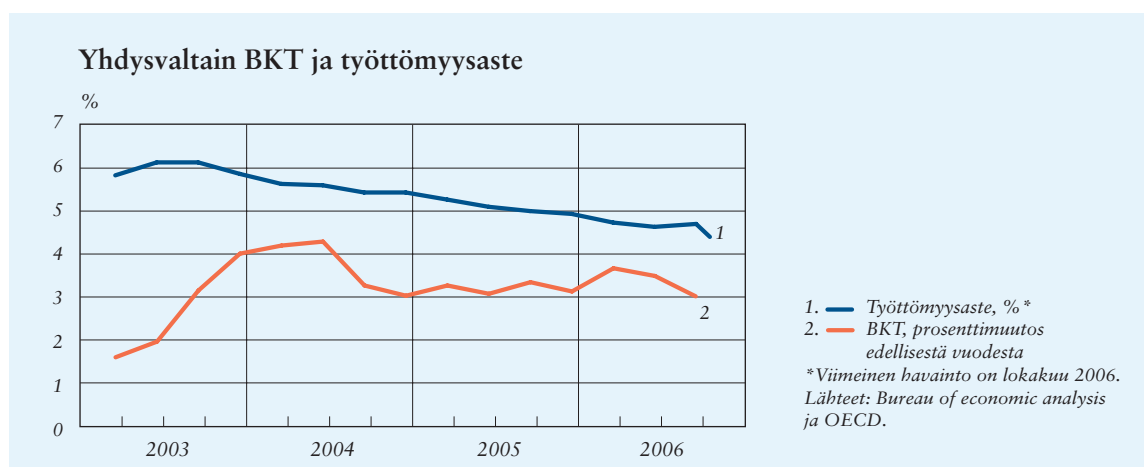
Pohjainflaatio yhä nopeaa

Viime vuosina myös Yhdysvalloissa inflaatiokehitykseen on merkittävästi vaikuttanut energian hinnan kehitys. Energian hinnat sisältävän kuluttajahintaindeksin vuosimuutos onkin heilahdellut voimakkaasti lähinnä

⁷ Board of Governors of the Federal Reserve System (19.7.2006) Monetary Policy Report to the Congress.

⁸ Yhdysvaltain suhdannetilannetta on käsitelty tarkemmin tämän julkaisun artikkelissa ”Rahapolitiikka ja taloudellinen tilanne”.

Kuvio 2.



raakaöljyn hintakehitystä mukaillen (kuvio 3). Arvioidessaan inflaatiopaineita Yhdysvaltain keskuspankki seuraa ensisijaisesti kuitenkin pohjainflaation kehitystä, jota se mittaa yksityisen kulutuksen deflaattorilla. Pohjainflaation kehitys on ollut vakaampaa, mutta samalla hitaasti kiihtyvää. Pohjainflaatio oli 2,4 % lokakuussa 2006, ja sitä on ylläpitänyt resurssien käyttöasteiden ja yksikkötyökustannusten nousu. Yhdysvaltain keskuspankki on ollut huolissaan nopeana pysyttelevän pohjainflaation suhteen, mutta odottaa inflaatiopaineiden kuitenkin hellittävän. Inflaatio-odotukset ja energian hinnat ovat laskeneet ja aiemmin toteutettujen koronnostojen vaikutukset ovat vasta osittain välittyneet talouteen.

Miten tästä eteenpäin?

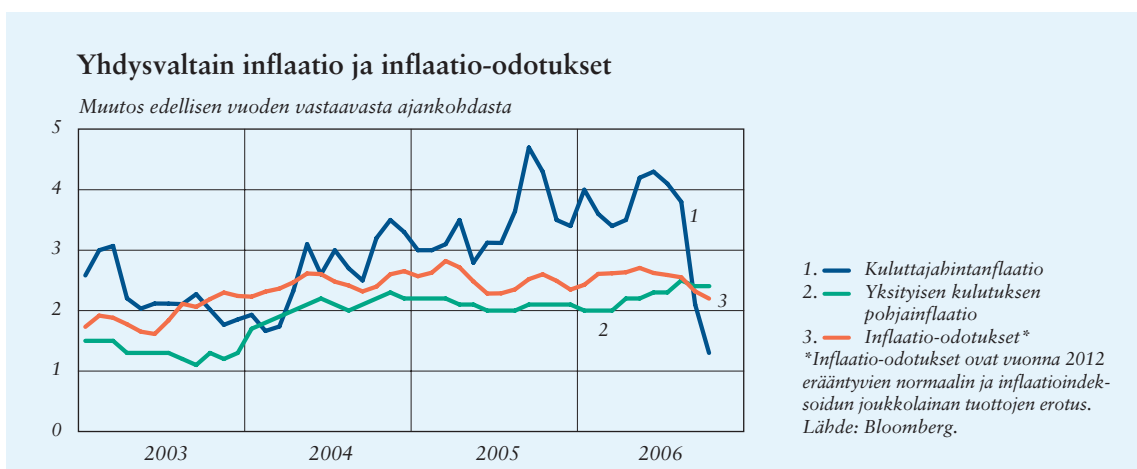
Pohjainflaation pysyminen nopeana ja taloudellisen kasvun hidastuminen luovat rahapolitiikan kannalta haas-

teellisen tilanteen. Avomarkkinakomitea on ottanut odottavan kannan eikä ole indikoinut mitään rahapolitiikan suunnasta lähiaikoina. Avomarkkinakomitean viestinnässä korostetaan merkittävää epävarmuutta lyhyen aikavälin näkymissä ja tulevien taloustietojen merkitystä tulevan korkokehityksen kannalta. Toisaalta avomarkkinakomitean jäsenet ovat myös huomauttaneet, että yleensä asuntomarkkinoiden heikentyminen on ollut samanaikaista heikon talouskehityksen kanssa ja että vallitsevat olosuhteet viittaisivat hidastuvaan inflaatioon.⁹ Lyhyellä aikavälillä talouskasvun arvioidaan pysyvän hitaampana, mutta tulevan vuoden aikana kasvun odotetaan kiihtyvän takaisin vauhtiin, joka vastaa potentiaalisen tuotannon kasvuvauhtia.¹⁰

⁹ Bies S. S. (2.11.2006) "The Economic Outlook". Remarks at the Drake-FEI Lecture, Des Moines, Iowa.

¹⁰ Bernanke B. S. (28.11.2006) "The Economic Outlook". Remarks before the National Italian American Foundation, New York, New York.

Kuvio 3.



Markkinat puolestaan uskovat nousevan korkosyklin päättyneen ja korkojen kääntyvän lievään laskuun vuoden 2007 aikana. Kun vielä kesällä markkinoiden hinnoittelu perustui odotukseen 5,5 prosentin ohjauskoron tasosta toukokuussa 2007, lokamarraskuussa markkinat ovat ajoittain hinnoitelleet ohjauskoron laskua 5 prosenttiin toukokuuhun 2007 mennessä (kuvio 4). Korko-odotukset ovat kuitenkin herkkiä uusille tiedoille talouskehityksestä ja keskuspankista tuleville viesteille, mikä on tyypillistä korkosyklien kääntyessä.

Tulevan rahapolitiikan arviointia vaikeuttaa se, että Yhdysvaltain keskuspankilla ei ole kvantitatiivisesti määriteltyä inflaatiotavoitetta. Sellainen kuitenkin saattaa olla tulossa. Siihen viittaavat nykyisen pääjohtajan Bernanken lukuisat puheenvuorot ennen hänen pääjohtajakauttaan.

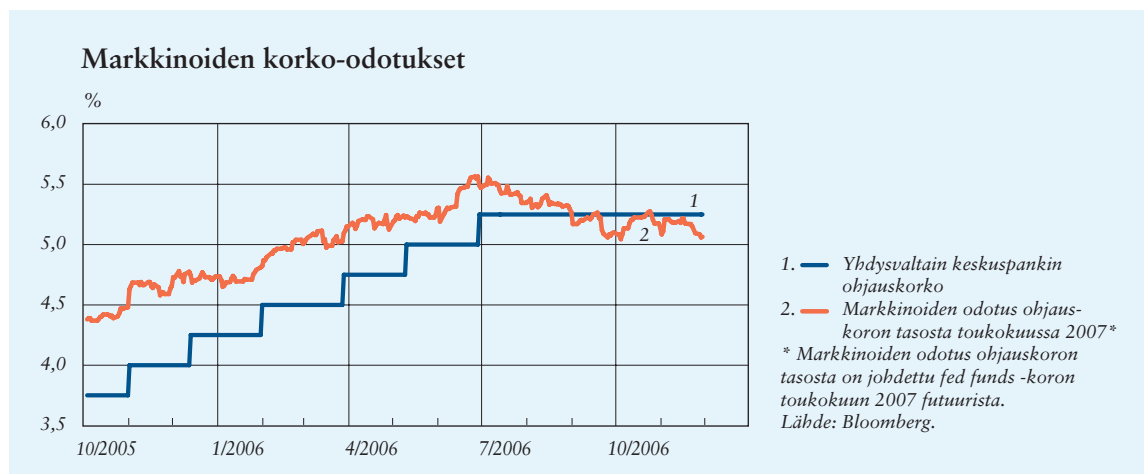
Tammikuussa 2000 Wall Street Journal julkaisi Ben Bernanken

yhdessä kahden yliopistokollegansa kanssa laatiman artikkelin, jossa kirjoittajat esittivät, että Yhdysvaltain keskuspankkijärjestelmän tulisi ottaa käyttöön suora inflaatiotavoite.¹¹ Kirjoittajat perustelivat ehdotustaan sillä, että inflaatiotavoitteen asettaminen turvaa rahapolitiikan jatkuvuuden senkin jälkeen, kun Alan Greenspanin jättää paikkansa jollekin toiselle, joka kenties ei ole yhtä taitava eikä yhtä sitoutunut hintavakautteen kuin Greenspan itse. Bernanke oli tuolloin vielä yliopistoprofessori eikä tiennyt, että Greenspanin kautta tultaisiin jatkamaan – puhumattaakaan sitä, että hänestä itsestään tulisi Greenspanin seuraaja.

Bernanke on puhunut suoran inflaatiotavoitteen puolesta useaan otteeseen myös tultuaan valituksi keskuspankkijärjestelmän johtokun-

¹¹ Bernanke, B.– Mishkin, F. – Posen, A. (5.1.2000) ”What happens when Greenspan is gone?”. Wall Street Journal.

Kuvio 4.



nan jäseneksi vuonna 2002. Inflaatio-tavoitteen kvantifiointi ankkuroi markkinoiden ja yleisön inflaatio-odotukset ja tekee rahapolitiikasta paremmin ennustettavaa. Tätä edesauttaisi Bernanken mukaan myös se, että avomarkkinakomitea julkaisi enemmän tietoa ennusteestaan ja pidentäisi ennusteen aikaväliä.¹² Nykyisin keskuspankki kertoo arvioistaan ainoastaan kongressin kuulemistilaisuuksien yhteydessä ja silloinkin vain runsaan vuoden aikavälille.

Avomarkkinakomitea keskusteli rahapolitiikkaa koskevasta kommunikoinnista ja inflaatiotavoitteen kvantifioinnin eduista ja haitoista viimeksi lokakuun 2006 kokouksessaan. Tuon kokouksen pöytäkirjan mukaan inflaatiotavoitteen kvantifiointi nostaa esiin useita monimutkaisia ja toisiinsa yhteydessä olevia seikkoja. Avomarkkinakomitea ei tehnyt näiden seikkojen suhteen päätöksiä, vaan päätti jatkaa keskustelua rahapolitiikan kommunikointiin liittyvistä asioista jälleen tammikuun 2007 kokouksessa.¹³

Tämän hetken pohjainflaation vauhti samoin kuin inflaatio-odotukset ylittävät sen tason, jota Bernanke muutama vuosi sitten piti tavoiteltavana. Tavoiteltava taso olisi hänen mukaansa lähellä kahta prosenttia tai

jossakin yhden ja kahden prosentin välillä pohjainflaatiolla mitattuna.¹⁴ Aiemman kokemuksen mukaan Yhdysvalloissa inflaatio reagoi suhteellisen nopeasti suhdannetilanteen muutokseen. Siksi pohjainflaation voi odottaa vaimenevan asuntomarkkinoiden rauhoittuessa ja kasvun hidastuessa.

Markkinoiden korko-odotukset ovat yhteensopivia tällaisen ns. pehmeän laskun skenaarion kanssa. Samanlainen skenario piirtyy esiin kaikista kansainvälisten järjestöjen tuoreimmista ennusteista. Toisaalta useimpien ennusteiden riskiarvion sisältyy myös ns. hätälaskuskenaario, jossa asuntojen hinnat laskevat Yhdysvalloissa jyrkästi, kotitalouksien säästäminen lisääntyy, kulutus ja investoinnit supistuvat ja maa ajautuu taantumaan. Tämän skenaarion toteutuessa inflaatiohuolet voisivat äkkiä muuttua deflaatiohuoliksi eli huoleksi hintojen yleisestä laskusta. Silloin rahapolitiikka todennäköisesti kevennettäisiin nopeasti ja tuntuvasti. Tähän viittaa keskuspankin toiminta vuosina 2001 ja 2003. Oletusta tukevat myös Bernanken esittämät puheenvuorot tarpeesta torjua deflaatio ennakolta ja turvautua poikkeuksellisiin menetelmiin deflaatiosta irtautumiseksi, jos siihen kaikesta huolimatta ajaututaan.¹⁵

Yhdysvalloissa inflaatio reagoi suhteellisen nopeasti suhdannetilanteen muutokseen.

¹² Bernanke, B. (kesäkuu 2004) "Interview with Ben S. Bernanke", Federal Reserve Bank of Minneapolis. The Region.

¹³ Federal Open Market Committee (24-25.10.2006) Minutes of the Federal Open Market Committee

¹⁴ Bernanke, B. (lokakuu 2003) "Optimal Long-Run Inflation Rate (OLIR)", Remarks by Governor Ben S. Bernanke at the 28th Annual Policy Conference: Inflation Targeting: Prospects and Problems, Federal Reserve Bank of St. Louis.

¹⁵ Bernanke, B. (21.11.2002) "Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here". Remarks by Governor Ben S. Bernanke before the National Economists Club. Washington D.C.

Rahapolitiikkaa on Yhdysvalloissa voitu pitkään harjoittaa hyvin suotuisissa olosuhteissa, kun nopea tuottavuuden kasvu ja globalisaatio ovat pitäneet inflaation hitaana ja kompensoineet energian ja muiden raaka-aineiden hintojen nousun vaikutuksia. Pitkään jatkunut keveä rahapolitiikka Yhdysvalloissa – ja muuallakin – on kuitenkin vaikuttanut omaisuushintojen nousuun, kotitalouksien velkaantumiseen ja lopulta myös inflaatiopaineiden kasvuun. Rahapolitiikan kiristäminen on jo alkanut vaikuttaa asuntomarkkinoihin ja sitä kautta taloudelliseen kasvuun. Yhdysvaltain tilanne osoittaa, että rahapolitiikkaa joudutaan aina harjoittamaan epävarmuuden oloissa ja päätöksentekijät joutuvat tasapainoilemaan erisuuntaisten riskien välillä.

Asiasanat: Yhdysvallat, rahapolitiikka, arvomarkkinakomitea, inflaatiotavoite