



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 4 • 2023

Julkaisupäivä 3.10.2023

31. vuosikerta

Julkaisu ilmestyy kuusi kertaa vuonna 2023.

Päätoimittaja

Tuomas Välimäki

Toimitusneuvosto

Matti Hellqvist

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Niko Herrala

Esa Jokivuolle

Helinä Laakkonen

Markku Lehmus

Meri Obstbaum

Petri Uusitalo, sihteeri

Rahapolitiikkakatsaus-numeron artikkelit on laadittu Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosastolla toimistopäällikkö Markku Lehmuksen johdolla.

Kirjoittajat

Juhana Hukkinen

Pasi Ikonen

Mika Kortelainen

Sanna Kurronen

Olli-Matti Laine

Markku Lehmus

Jaakko Nelimarkka

Sami Oinonen

Seija Parviainen

Lauri Poutanen

Mika Pösö

Lauri Vilmi

Kuviot ja taulukot

Heli Honkaharju

Toimitus

Suomen Pankin kielipalveluryhmä ja viestintäyksikkö

Uutiskirjeiden tilaukset

eurojatalous.fi

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Sisältö

EKP:n nopeasti kiristämä rahapolitiikka välittyy talouteen voimakkaasti	3
<hr/>	
Rahapolitiikan kiristämällä EKP palauttaa inflaation tavoitetasolleen	7
<hr/>	
Talttuuko euroalueen inflaatio ilman taantumaa ja rahoitusolojen liiallista kiristymistä?	10
<hr/>	
Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella	33
<hr/>	
Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankkuroitumista	41
<hr/>	
Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita	55
<hr/>	



PÄÄKIRJOITUS

EKP:n nopeasti kiristämä rahapolitiikka välittyy talouteen voimakkaasti

Tänään – Pääkirjoitus – Rahapolitiikka , Kansainvälinen talous



Maailmantalouden toipuminen pandemian ja Venäjän hyökkäyssodan seurauksista on jatkunut hitaana ja epäyhtenäisenä. Maailmantalouden kasvun odotetaan myös jatkuvan hitaampana kuin viime vuosikymmeninä on totuttu. Tähän on niin suhdanneluonteisia kuin rakenteellisiakin syitä.

Nopeana jatkunut inflaatio on globaali ilmiö, ja sen taltuttamiseksi kiristetty rahapolitiikka rajoittaa kysyntää maailmanlaajuisesti. Keskuspankkien koronnostot ovat olleet välttämättömiä uhkaavan hinta-palkkakierteen estämiseksi ja ostovoiman vahvistumiseksi. Nopean inflaation pitkittyminen on haitannut erityisesti niitä kotitalouksia, joiden täytyy käyttää valtaosa tuloistaan päivittäiseen perushyödykkeiden kulutukseen.

Myös finanssipolitiikan kysyntää lisäävää vaikutusta on vähennetty, koska tuen tarve on helpottanut ja velkatasojen ja korkojen nousu on lisännyt velanhoitomenoja. Onkin

tärkeää, että rahapolitiikka ja finanssipolitiikka eivät nopean inflaation oloissa vaikuta kysyntään vastakkaissuuntaisesti, mikä velvoittaisi keskuspankit vieläkin voimakkaampiin toimiin. Inflaatio hidastuu maailmanlaajuisesti, mutta kuitenkin vain verkkaisesti. Kuten euroalueella, monissa maissa keskuspankin hintavakaustavoitteeseen päästään ennusteiden mukaan vasta vuonna 2025.

Siinä missä Yhdysvaltojen talouden kasvu on ollut ennakoitua vahvempaa yksityisen kulutuksen ansiosta, Kiinassa kasvu on yllättänyt heikkoudellaan mm. edelleen jatkuvan kiinteistömarkkinoiden kriisin vuoksi. Voimistunut geopoliittinen fragmentaatio luo kitkaa maailmankauppaa, kasvattaa raaka-aineiden hintojen heilahtelua ja hidastaa vihreää siirtymää. Sään ääri-ilmiöt ovat yleistyneet ja lisänneet niin inhimillistä kärsimystä kuin taloudellista taakkaa.

Keväällä rahoitusvakauteen kohdistuneet uhat hälvenivät lopulta nopeasti Yhdysvaltojen ja Sveitsin viranomaisten ripeiden toimenpiteiden ansiosta. Euroalueella vastaavilta häiriöiltä on vältytty rahoitus- ja pankkijärjestelmän hyvän vastuskyvyn ansiosta. Sitä ylläpitävät pankkien vankat pääoma- ja likviditeettipuskurit. Nopea korkojen nousu voi kuitenkin aiheuttaa äkillisiä häiriöitä rahoitusjärjestelmässä. Niihin keskuspankit ovat valmiita puuttumaan kohdistetuilla toimilla vaarantamatta kuitenkaan rahapolitiikan kysyntää rajoittavaa mitoitusta ja inflaation hidastamista tavoitteeseensa.

Euroalueen inflaatiopaineiden osoittauduttua ennustettua voimakkaammiksi ja sitkeämmiksi EKP:n neuvosto on nostanut ohjauskorkojaan yhteensä 4,50 prosenttiyksiköllä heinäkuun 2022 jälkeen. EKP:n keskeisin ohjauskorko eli pankkeille maksettava talletuskorko on syyskuussa tehdyn 0,25 prosenttiyksikön koronnoston jälkeen 4,00 %. Vaikka EKP:n keskeisin ohjauskorko on ollut tätä korkeampi aiemmin, on tämä kymmenessä peräkkäisessä rahapoliittisessa kokouksessa toteutettu koronnostojen sarja poikkeuksellisen nopea ja voimakas.^[1]

Euroalueen inflaatio hidastuu, mutta sen arvioidaan edelleen jatkuvan liian nopeana liian pitkään. EKP:n asiantuntijoiden viimeisimmän ennusteen mukaan euroalueen inflaatio tulee ylittämään EKP:n 2 prosentin keskipitkän aikavälin tavoitteen yhtäjaksoisesti yli neljän vuoden ajan. EKP:n neuvosto on korkopäätöksillään pyrkinyt palauttamaan inflaation tavoitteeseensa määrätietoisesti mandaattinsa mukaisesti.

Tämänhetkisen arvion perusteella EKP:n neuvosto näkee ohjauskorkojen saavuttaneen nyt tason, jota ylläpitämällä riittävän pitkään edesautetaan tuntuvasti inflaation palautumista tavoitteen mukaiseksi kohtuullisen ajan kuluessa. Joka tapauksessa tulevat päätökset varmistavat ohjauskorkojen asettamisen sellaisiksi, että ne rajoittavat kysyntää tarpeeksi paljon riittävän pitkän ajan.

Määrittäessään rahapolitiikan rajoittavuuden tasoa ja kestoja EKP:n neuvosto perustaa päätöksensä jatkossakin tuoreimpiin tietoihin talouskehityksestä. Korkopäätökset tulevat perustumaan erityisesti arvioon inflaationäkymistä niiden tietojen valossa, jotka saadaan

1. Silloinen EKP:n keskeisin ohjauskorko eli pankkien keskuspankkilainoistaan maksama perusrahoitusoperaatioiden korko oli tämänhetkistä 4:ää prosenttia korkeampi 9.6.2000–18.9.2001 ja 9.7.2008–15.10.2008. Korkeimmillaan EKP:n keskeisin ohjauskorko on ollut 4,75 % ajanjaksolla 6.10.2000–11.5.2001.

taloudesta ja rahoitusoloista, pohjainflaation kehityksestä laajemmin ja siitä, kuinka voimakkaasti jo tehdyt rahapolitiittiset päätökset välittyvät talouteen.

Syyskuussa julkaistut euroalueen talousnäkyymiä koskevat EKP:n asiantuntijoiden laatimat arviot ennustavat inflaation hidastuvan kuluvana vuonna 5,6 prosenttiin, 3,2 prosenttiin vuonna 2024 ja 2,1 prosenttiin vuonna 2025. Ruoan ja energian hinnoista puhdistettu pohjainflaatio on osoittautunut sitkeäksi, vaikkakin monet sen tulevaa kehitystä ennakoivista indikaattoreista ovat alkaneet näyttää hidastumista. Kuluvana vuonna pohjainflaation odotetaan päätyvän 5,1 prosenttiin ja hidastuvan sitten 2,9 prosenttiin vuonna 2024 ja 2,2 prosenttiin vuonna 2025.

EKP:n neuvoston tekemät koronnostot välittyvät voimakkaasti euroalueen talouteen, ja rahoitusolot ovat kiristyneet. Vaimentuneen kotimaisen kysynnän ja heikentyneen vientikysynnän vuoksi talouskasvu pysähtyi vuoden ensimmäisellä puoliskolla, ja kasvun odotetaan pysyvän vaisuna myös lähikuukaudet. EKP:n asiantuntijat arvioivat euroalueen talouden kasvavan kuluvana vuonna 0,7 % ja vahvistuvan sen jälkeen 1,0 prosenttiin vuonna 2024 ja 1,5 prosenttiin vuonna 2025. Työllisyyden kasvu hidastuu, mutta kasvun odotetaan jatkuvan. Työttömyyden arvioidaan kasvavan ennätyksellisen alhaisesta 6,4 prosentista vain hieman.

Nämä arviot ennakoivat euroalueen talouden ns. pehmeää laskua. Kun pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet ankkuroituna EKP:n tavoitteen mukaisesti, palkkakehityksen arvioidaan pysyvän maltillisena. Inflaation hidastuminen kuitenkin kasvattaa reaalipalkkoja, minkä odotetaan piristävän kasvulle tärkeää yksityistä kulutusta erityisesti ensi vuonna. On kuitenkin todettava, että talous- ja inflaatiokehitykseen liittyy merkittäviä huonompaan ja parempaan suuntaan viittaavia riskejä.

Kun rahapolitiikkaa kiristetään määrätietoisesti nopeaksi kiihtyneen inflaation hillitsemiseksi, se heikentää talouskasvua tilapäisesti. Keskuspankkien onkin tärkeää kertoa avoimesti päätöstensä perusteluista ja tavoitteista. EKP:n ensisijainen tavoite on hintavakaus, mikä tarkoittaa 2 prosentin inflaatiovauhtia keskipitkällä aikavälillä. Hintavakaus ja rahapolitiikan uskottavuus edellyttävät, että tavoitteen saavuttaminen ei viivästy liikaa ja inflaatio-odotukset eivät irtoa ankkurista.

Euroalueen rahapolitiikkaa tehdään koko euroalueelle, ja sen tavoite on euroalueen hintavakaus, mikä on myös Suomen etu. EKP:n rahapolitiikan vaikutukset välittyvät eri tavalla ja nopeudella euroalueen sisällä riippuen mm. lainojen korkosidonnaisuuksista eri maissa. Jos euroalueen maan inflaatio- ja talouskehitys poikkeaa euroalueen keskimääräisestä kehityksestä, yhteinen rahapolitiikka voi lyhyellä aikavälillä olla yksittäisen maan tilanteeseen nähden kevyempää tai kireämpää kuin euroalueella keskimäärin.

Suomen talouskasvu ja inflaatio hidastuvat tänä ja ensi vuonna enemmän kuin euroalueella keskimäärin, mikä johtuu pääosin muista tekijöistä kuin rahapolitiikan kiristymisestä. Suomen toimialarakenne painottuu keskimääräistä enemmän teollisuuteen ja rakentamiseen, jotka ovat herkkiä korkomuutoksille. Sama koskee Saksaa, jonka talouskasvu jää niin ikään ennusteiden valossa tänä ja ensi vuonna heikommaksi kuin euroalueella keskimäärin. Yksi lisäsyys Suomen heikkoon

talouskehitykseen lyhyellä aikavälillä on se, että erityisesti asuntolainat ovat Suomessa enimmäkseen vaihtuvakorkoisia. Tällöin korkeampi korkotaso välittyy nopeasti uusien lainojen lisäksi koko lainakantaan. Lainahoitomenojen kasvu supistaa muuhun kulutukseen käytettävissä olevia tuloja ja siten kotimaista kysyntää.

On kuitenkin syytä muistaa, että nykyistä nopeaa ja voimakasta korkojen nousua edelsivät pitkään jatkunut kasvua tukenut rahapolitiikka ja Suomen muuta euroaluetta alhaisempi asuntolainojen korkotaso. Nopeasta ohjauskorkojen noususta huolimatta uusien asuntolainojen keskiporkko Suomessa on tällä hetkellä euroalueen keskimääräistä tasoa. Rahapolitiikan nopea välittyminen Suomessa tarkoittaa myös sitä, että korkotason sopeutuminen ohjauskorkojen nousuun tulee olemaan ohi nopeammin kuin euroalueella keskimäärin.

Helsingissä 3. lokakuuta 2023

Tuomas Välimäki

Suomen Pankin johtokunnan ja Euroopan keskuspankin neuvoston jäsen

Avainsanat

korot, euroalue, maailmantalous, inflaatio, rahapolitiikka



LYHYESTI SANOTTUNA

Rahapolitiikan kiristämisellä EKP palauttaa inflaation tavoitetasolle

Tänään – Lyhyesti sanottuna – Rahapolitiikka, Kansainvälinen talous

Hinnat ovat nousseet euroalueella nopeasti jo pidemmän aikaa. Tänä vuonna inflaatio eli hintojen nousutahti on hidastunut, sillä energian hinnat ovat laskeneet ja Euroopan keskuspankki EKP on kiristänyt selvästi rahapolitiikkaansa. Rahapolitiikkaa on kiristetty ohjauskorkoja nostamalla ja supistamalla keskuspankin osto-ohjelmia, joissa keskuspankki hankkii erilaisia omaisuuseriä markkinoilta. Koronnostot välittyvät sekä lainojen hintoihin että yleisesti rahoitusoloihin, ja siten ne vähentävät kokonaiskysyntää. Samalla kun ne hillitsevät inflaatiota lyhyellä aikavälillä, ne vaikuttavat myös yritysten, kuluttajien ja sijoittajien odotuksiin tulevasta inflaatiosta.

- Hintojen nousu hidastunut energiakriisin hellittäessä
- Rahapolitiikan kiristäminen vähentänyt hintapaineita ja ankkuroinut inflaatio-odotuksia
- Keskuspankin rahapolitiikan ja eri maiden hallitusten finanssipolitiikan olisi hyvä vaikuttaa taloudessa samaan suuntaan



Euroalueella rahapolitiikan tavoitteena on hintavakaus. Koska inflaatiouauhti on ollut jo

yli kaksi vuotta nopeampaa kuin EKP:n 2 prosentin keskipitkän aikavälin tavoite, rahapolitiikkaa on kiristetty merkittävästi.

Viime syksynä inflaatio kiihtyi yli 10 prosenttiin. Syinä olivat niin koronapandemian aikaiset tarjonnan pullonkaulat, kuten pula monista raaka-aineista, kuin julkisen talouden menolisäykset. Yhtenä keskeisenä tekijänä oli myös Venäjän laittoman hyökkäyssodan aiheuttama energian hintojen voimakas nousu. Energiakriisin vaikutuksia on pyritty pehmentämään julkisin tukitoimin eli finanssipoliittisella elvytyksellä, mikä on kiihdyttänyt hintojen nousua energiasektorin ulkopuolella. Laskelmiemme mukaan nämä vaikutukset ovat kuitenkin olleet pieniä.

Kun inflaatio kiihtyy, kasvavat usein myös kuluttajien, yritysten ja markkinoiden odotukset tulevasta inflaatiosta. Euroalueella odotukset ovat pysyneet lähellä EKP:n 2 prosentin inflaatiotavoitetta. Odotuksilla on tärkeä merkitys toteutuvalla hintakehitykselle, koska ne vaikuttavat niin yritysten hinnoitteluun kuin palkansaajien palkkavaatimuksiin. Euroalueen inflaation ennustetaan hidastuvan lähivuosina tuntuvasti ja asettuvan lähelle 2:ta prosenttia vuonna 2025.

Kuvio 1.

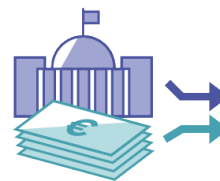
Rahapolitiikan kiristämällä EKP palauttaa inflaation tavoitetasolleen



Hintojen nousu on hidastunut energiakriisin hellittäessä.



Rahapolitiikan kiristäminen on vähentänyt hintapaineita ja ankkuroinut inflaatio-odotuksia.



Keskuspankin rahapolitiikan ja eri maiden hallitusten finanssipoliittikan olisi hyvä vaikuttaa taloudessa samaan suuntaan.

© Suomen Pankki

Rahapolitiikan kiristyminen on ollut monin tavoin poikkeuksellista aiempiin kokemuksiin verrattuna. EKP:n lisäksi monet muutkin suuret keskuspankit – myös Yhdysvaltojen keskuspankki Fed – ovat tiukentaneet rahapolitiikkaansa samanaikaisesti. Lisäksi euroalueella on aloitettu ohjauksorkojen noston ohella määrällinen kiristäminen eli keskuspankin taseen supistaminen, mikä tarkoittaa sitä, että keskuspankki on aloittanut omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) aikaisemmin hankitun arvopaperisalkun pienentämisen. Näiden toimien kaikista vaikutuksista on vielä vähän tutkimustietoa.

Myös EKP:n tapa viestiä päätöksistään on muuttunut. Aiemmin EKP ennakoி usein tulevaa korkotasoaan jo hyvissä ajoin etukäteen. EKP korostaa nyt, että jokainen rahapoliittinen päätös riippuu päätöksenteon hetkellä saatavasta tilastotiedosta ja

inflaationäkymistä sekä siitä, miten EKP:n aiemmat päätökset ovat välittyneet lainojen ja pankkitilien korkoihin.

EKP:n kiristynyt rahapolitiikka on välittynyt rahoitusmarkkinoille ja reaalityöelouteen: pankkien antolainauskorot ovat nousseet, luottoehdot niiden asiakkaana oleville yrityksille ja kuluttajille ovat kiristyneet ja luottojen kysyntä on vähentynyt.

Euroalueen talousnäkyvät ovat heikentyneet myös sen vuoksi, että maailmantalous ja kansainvälinen kauppa ovat kehittyneet aiempaa heikommin. Euroalueen ja etenkin sen suurimman talouden Saksan ongelmana on jo pitkään ollut teollisuuden heikko kehitys, joka on seurausta autoteollisuuden teknologiamurroksesta sekä kallistuneesta energiasta. Viime aikoina euroalueella myös rakennusalan, palvelujen, vähittäiskaupan ja kuluttajien luottamus on heikentynyt. Toistaiseksi työmarkkinoiden tilanne on pysynyt euroalueella kuitenkin hyvänä, ja inflaatiopaineiden hellittäminen tukee kotitalouksien reaalitulojen kehitystä ja kulutusta.

Yleensä inflaatio hidastuu silloin, kun talouskasvu heikentyy. Nyt vaikutus on kuitenkin ollut tavanomaista vähäisempi, ja euroalueen taloudessa on yhä hintojen nousupaineita. Sen vuoksi EKP päätti syyskuun kokouksessaan nostaa yhä ohjauskorkoja 0,25 prosenttiyksiköllä. Haasteena on, saadaanko inflaatio hidastumaan 2 prosentin keskipitkän aikavälin tavoitteeseen siten, että talouskasvu ja vakaat rahoitusolot eivät vaaranna tarpeettomasti. EKP:n viimeisimmän talousennusteen mukaan tämä vaikuttaa mahdolliselta.

Keskuspankin rahapolitiikan ja eri maiden hallitusten finanssipolitiikan olisi hyvä vaikuttaa taloudessa samaan suuntaan. Esimerkiksi jos finanssipolitiikalla tuetaan kysyntää ja siten kiihdytetään hintojen nousua rahapolitiikan kiristysyöklin aikana, joutuu keskuspankki nostamaan korkoja enemmän kuin tilanteessa, jossa myös finanssipolitiikka olisi mitoitettu maltillisemmin. Ongelmana on kuitenkin se, että sekä hintakehitykseen että talouskasvuun vaikuttavat myös monet ulkopuoliset tekijät, jolloin tavoitteiden koordinoinnista tulee haastavaa. Ulkopuolisissa tekijöissä on myös riskejä, jotka voivat tuottaa odottamattomia ja voimakkaita hintavaihteluita. Tällaisia riskejä on esimerkiksi energia- ja raaka-ainemarkkinoilla. Niitä voivat laukaista myös geopolitiikan nopeat käännteet ja sään ääri-ilmiöt.

[SIIRRY LUKEMAAN KOKO ARTIKKELI](#)



RAHAPOLITIIKKAKATSAUS

Talttuuko euroalueen inflaatio ilman taantumaa ja rahoitusolojen liiallista kiristymistä?

Tänään – Rahapolitiikkakatsaus – Rahapolitiikka , Kansainvälinen talous

Inflaatiopaineet ovat osoittautuneet sitkeiksi, mutta ne ovat hellittäneet rahapolitiikan kiristymisen ja energian hintojen laskun ansiosta. Nyt keskeinen kysymys on, onnistuuko inflaation hillintä ilman rahoitusmarkkinahäiriöitä ja talouden taantumaa. Rahoitusolojen liiallinen kiristyminen voi vähentää jyrkästi investointeja ja heikentää kysyntää. Toisaalta ilmeisenä riskinä on inflaation pitkittyminen edelleen. Ulkoinen ympäristö ei ole tukenut talouskasvua euroalueella: kasvua ovat hidastaneet kansainvälisen kysynnän sekä kansainvälisen kaupan ongelmat. Kasvun vauhdittamiseen tarvittaisiin tuottavuuskasvun kiihtymistä pitkään kestäneen heikon jakson jälkeen.



Euroalueen rahapolitiikka kiristynyt kiihtyneen inflaation myötä historiallisen voimakkaasti

Rahapolitiikka on kiristynyt voimakkaasti vuoden 2022 alkupuolelta lähtien usealla eri talousalueella vastauksena kiihtyneeseen inflaatioon (kuvio 1). Näin on tapahtunut myös euroalueella, ja rahapolitiikan virityksen arvioidaan kääntyneen talouden aktiviteettia rajoittavaksi^[1]. Tämänkertainen kiristysyksi on ollut poikkeuksellinen kolmesta eri näkökulmasta.^[2]

Euroalueen ohjauskorkojen nousu on ollut voimakkaampaa kuin kertaakaan euroalueen perustamisen jälkeen. Ohjauskorkoa on nostettu 4,5 prosenttiyksiköllä heinäkuusta 2022 lähtien. Aikaisemmissa euroalueen rahapolitiikan kiristysyksiöissä vuosina 1999–2000 ja 2005–2007 euroalueen korot ovat nousseet huomattavasti vähemmän, noin 2 prosenttiyksikköä, joskin korkeammalta lähtötasolta.

Nykyinen kiristysyksi on tapahtunut useassa kehittyneessä taloudessa samankaltaisesti ja yhtäaikaaisesti. Ohjauskorkoja on nostettu huomattavasti myös Yhdysvalloissa, missä lyhyet korot ovat nousseet voimakkaammin sitten 1980-luvun alun. Tärkeimmistä talousalueista vain Japanissa ja Kiinassa lyhyitä ohjauskorkoja ei ole nostettu. Globaalisti kiristytvä rahapolitiikka on vaikuttanut merkittävästi maailmankauppaan ja siten alentanut euroalueen kokonaiskysyntää myös vientimarkkinoiden vaikeuden vuoksi.

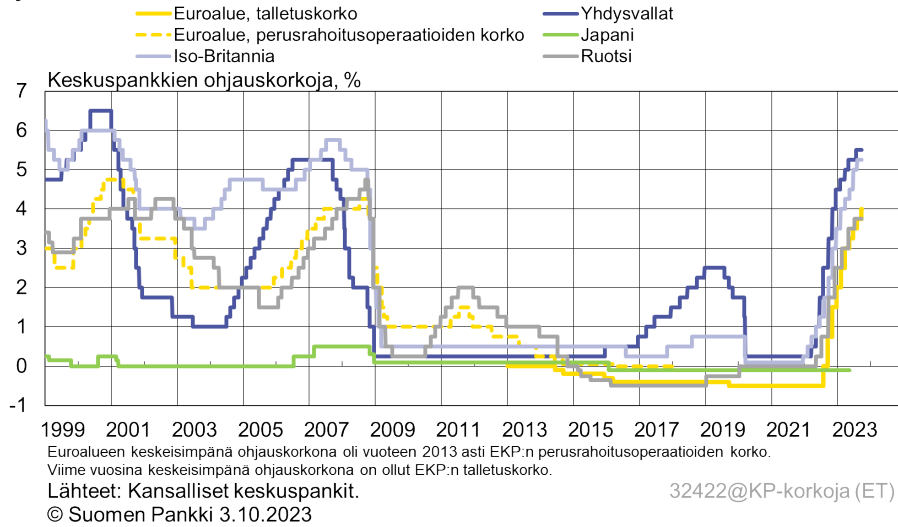
Kolmas nykyisestä kiristysyksiöistä poikkeuksellisen tekevä seikka on koronnostojen kanssa samanaikaisesti toteutettu irtautuminen rahapolitiikan epätavanomaisista toimista. Euroalueella on luovuttu korkojen ennakoivasta viestinnästä ja aikaisemmin ostettujen arvopapereiden netto-ostoista. Myös aikaisemmin myönnetyn pitkäaikaisen pankkirahoituksen on annettu eräänä ja sen ehtoja on tiukennettu. Nämä toimet ovat näkyneet koko tuottokäyrässä eli myös pitkien riskittömien korkojen nousuna. Yhdysvaltain keskuspankki Fed lopetti arvopapereiden netto-ostot maaliskuussa 2022 ja taseessaan olevien eräänäviiden arvopapereiden täysimääräiset uudelleeninvestoinnit kesäkuussa 2022. Yhdysvalloissa keskuspankin tase on nyt supistunut huipustaan noin 900 mrd. dollarilla (noin 6 prosenttiyksiköllä suhteessa BKT:hen) ja euroalueella lähes 1 700 mrd. eurolla (noin 17 prosenttiyksiköllä suhteessa BKT:hen). Eurojärjestelmän voimakkaampaa taseen supistumista selittävät ennen kaikkea pidempiaikaisten luottooperaatioiden eräänäymiset vuoden 2022 lopulta lähtien.

1. Esimerkiksi EKP:n neuvoston jäsen Fabio Panetta on arvioinut ohjauskorkojen olevan talouden aktiviteettia rajoittavalla tasolla. Ks. Panetta (2023) Getting disinflation right, puhe Bocconin yliopistossa 3.8.2023.

2. Lane (2023) nostaa esiin nykyisen koronnostosyklin poikkeuksellisuuden sen nopeuden, kansainvälisen yhtäaikaisuuden ja taloudessa tapahtuneiden rakenteellisten muutosten näkökulmasta. Esimerkiksi hänen mukaansa rahoitusmarkkinoiden osalta kotitaloukset ja yritykset ovat siirtyneet enemmän vaihtuvakorkoisiin tai lyhyisiin lainoihin, pankkien antolainauksen rooli yritysten rahoituksessa on vähentynyt ja pankit ovat aikaisempaa kriisinkestävämpiä. Ks. Lane (2023) The euro area hiking cycle: an interim assessment, puhe National Institute of Economic and Social Researchin tilaisuudessa, Lontoo 16.2.2023.

Kuvio 1.

Ohjaukorkojen nousu ollut globaalisti poikkeuksellisen nopeaa ja samanaikaista



Syyskuun kokouksessaan EKP:n neuvosto nosti 0,25 prosenttiyksiköllä ohjaukorkojaan. Keskeisimpänä ohjaukorkona oleva talletuskorko on nyt 4,00 %. EKP:n neuvoston arvion mukaan ohjaukorot ovat nyt nousseet tasolle, jolla ne edesauttavat tuntuvasti inflaation palaamista tavoitteen mukaiseksi kohtuullisen ajan kuluessa – jos ne pysyvät tasollaan riittävän pitkään.

EKP:n neuvosto on ilmoittanut tulevien korkopäätösten perustuvan tuoreimpiin tilastotietoihin ja varmistavan, että rahapolitiikka on riittävän kireää niin pitkään, että inflaatio palaa 2 prosentin tavoitteeseen keskipitkällä aikavälillä. Neuvosto arvioi inflaationäkymiä taloudesta ja rahoitusmarkkinoilta kulloinkin saatavien tietojen pohjalta, ja lisäksi seurataan pohjainflaation kehitystä laajemmin ja tarkkaillaan, miten voimakkaasti rahapolitiikka välittyy talouteen. Hitaan inflaation aikana käyttöön otetusta korkojen ennakoivasta viestinnästä on siis toistaiseksi luovuttu.

EKP:n neuvosto lopetti omaisuuserien osto-ohjelman (APP) netto-ostot kesäkuussa 2022. Omaisuuserien osto-ohjelmassa hankitun arvopaperisalkun pienentäminen alkoi erääntymisten kautta maaliskuussa 2023, jolloin vain osa erääntyvistä arvopapereista sijoitettiin uudelleen. APP-ohjelman uudelleensijoituksista luovuttiin kokonaan heinäkuussa 2023. Arvopapereiden osto-ohjelmien supistamisella eli ns. määrällisellä kiristämällä on tuettu keskuspankin tavoitteen mukaista rahapolitiikan viritystä. Näiden toimien talousvaikutuksia käsitellään tarkemmin liiteartikkelissa [Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita](#).

PEPP-ohjelman erääntyviä velkakirjoja aiotaan kuitenkin sijoittaa uudelleen neuvoston joulukuun 2021 ilmoituksen mukaisesti aina vuoden 2024 loppuun saakka. Nämä uudelleensijoitukset voidaan toteuttaa joustavasti rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi. Lisäksi EKP:lla on käytössä rahapolitiikan välittymistä turvaava instrumentti TPI (Transmission Protection Instrument)^[3], joka voidaan ottaa käyttöön, mikäli joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminta euroalueella häiriintyisi.

Kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa (TLTRO) myönnettyä pitkäaikaista keskuspankkirahoitusta on vielä myönnettynä reilun 500 mrd. euron edestä. Näiden lainojen takaisinmaksu tapahtuu asteittain, ja viimeinen takaisinmaksupäivä on joulukuussa 2024. EKP:n neuvosto on ilmoittanut seuraavansa kohdennettujen operaatioiden ja niissä lainattujen varojen takaisinmaksun vaikutusta rahapolitiikan mitoitukseen. Tähänastiset takaisinmaksut eivät ole aiheuttaneet rahoitusmarkkinoilla häiriöitä. Takaisinmaksuaikataulut ovat olleet pitkään tiedossa, ja pankit ovat voineet varautua niihin etukäteen. Lisäksi rahoitusta on tarvittaessa saatavissa viikon mittaisten perusrahoitusoperaatioiden (MRO) ja maturiteetiltaan kolmen kuukauden pidempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (LTRO) kautta.

Inflaatio taittumassa rahapolitiikan tukemana

Rahapolitiikan kiristyminen euroalueella ja muilla keskeisillä talousalueilla on ollut reagoitua liian nopeaksi kiihtyneeseen inflaatioon. Euroalueella kokonaisinflaatio on ollut yli 2 prosentin vauhdissa heinäkuusta 2021 lähtien. Kokonaisinflaatio oli nopeimmillaan euroalueella lokakuussa 2022, jolloin yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksillä laskettu inflaatio oli peräti 10,6 %.

Inflaation kiihtymisen syynä olivat ennen kaikkea pandemian aiheuttamat tarjontahäiriöt ja muutokset kokonaiskysynnässä^[4]. Lisäksi inflaatiota kiihdyttivät Venäjän perusteettoman hyökkäyssodan vuoksi kallistuneet raaka-aineiden ja etenkin energiaraaka-aineiden hinnat. Energiainflaation tuomien lisäkustannusten vaikutuksia yrityksille ja kotitalouksille lievennettiin finanssipolitiikan toimilla, jotka toisaalta ovat vahvistaneet kokonaiskysyntää. Finanssipolitiikan toimien inflaatiovaikutuksia ja muita laajempia talousvaikutuksia on arvioitu liiteartikkelissa [Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella](#).

Lisääntyneet hintapaineet näkyivät euroalueella poikkeuksellisen voimakkaana tuottajahintojen nousuna etenkin vuosien 2022 ja 2023 aikana. Energiainflaatio kiihdytti inflaatiota suoraan lähes 5 prosenttiyksikön verran. Kustannusten nousu välittyi asteittain myös muiden tuotteiden ja etenkin ruoan hintoihin. Samaan aikaan globaaleissa toimitusketjuissa olleet tarjontahäiriöt vaikeuttivat välituotteiden ja tavaroiden saantia. Nämä yhdessä pandemian aikaisten liikkumisrajoitusten purkautumisesta aiheutuneen kysyntäpiikin kanssa loivat hinnannousupaineita vielä vuoden 2022 loppupuolella ja vuoden 2023 alkupuolella.

Kuluvan vuoden aikana inflaatio on asteittain hidastunut. Se on johtunut etupäässä energian hintojen laskusta vuodentakaiseen verrattuna, kun energiainflaatio on jopa kääntynyt negatiiviseksi. Sen sijaan muissa inflaation tärkeimmissä aluerissä on havaittavissa ainoastaan inflaatiovauhdin tasaantumista. Viime aikoina kustannuspaineissa on kuitenkin ollut alustavia ja voimistuvia merkkejä inflaation laaja-alaisemmasta hidastumisesta.

3. Ks. EKP:n lehdistötiedote 21.7.2022.

4. Pandemian aikana julkiset investoinnit ja kulutus kasvoivat voimakkaasti sekä tiettyjen tavaroiden yksityinen kysyntä toipui nopeasti. Sen sijaan talouden avautuessa palveluiden kysyntä toipui nopeasti vuoden 2022 aikana. Ks. kysynnän muutoksista tarkemmin De Santis, R., A. ja Stoevsky, G. (2023) The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area, ECB Economic Bulletin, 4/2023.

Tuottajahinnat ovat euroalueella laskeneet selvästi viime syksyn huipuista. Myöskään energiasta puhdistetut tuottajahinnat eivät ole enää nousseet vaan jopa hieman laskeneet. Euroopan komission yrityskyselyissä yritykset raportoivat aikaisempaa maltillisimmista hintojen korotuspaineista. Lisäksi monien raaka-aineiden hinnat ovat laskeneet jo pidemmän aikaa ja tarjontaketjuihin kohdistuneet häiriöt ovat merkittävästi osiltaan loppuneet. Nämä seikat hillitsevät kustannuspaineita, mikä voi ennakoita inflaation asteittaista hidastumista.

Havaitut muutokset kustannuspaineissa ovat linjassa keskeisimpien inflaatioennusteiden antaman talouskuvan kanssa. Ennusteissa inflaation arvioidaan olevan 5,5 prosentin tuntumassa tänä vuonna ja hidastuvan tulevina vuosina tuntuvasti. Keskeistä ennusteissa on kuitenkin se, että inflaation nähdään pysyvän lähivuosiinkin keskimäärin yli 2 prosentissa ja inflaatiokehitykseen nähdään liittyvän kiihtyvään suuntaan viittaavia riskejä.

Taulukko 1.

Inflaation ennustetaan tasaantuvan lähivuosiin hieman yli 2 prosenttiin

YKHI, euroalue, %-muutos	Pvm	2022	2023	2024	2025
EKP	09/2023 (06/2023)	8,4 (8,4)	5,6 (5,4)	3,2 (3,0)	2,1 (2,2)
Euroopan komissio	09/2023 (05/2023)	8,4 (8,4)	5,6 (5,8)	2,9 (2,8)	-
IMF	04/2023 (10/2022)	8,4 (8,3)	5,3 (5,7)	2,9 (2,7)	2,2 (2,2)
OECD	09/2023 (06/2023)	8,4 (8,4)	5,5 (5,8)	3,0 (3,2)	-
SPF	07/2023 (04/2023)	8,3 (7,3)	5,5 (5,6)	2,7 (2,6)	2,2 (2,2)
Consensus	09/2023 (08/2023)	8,4 (8,4)	5,5 (5,5)	2,5 (2,5)	-

Suluissa edellinen ennuste.

Lähteet: EKP/Eurojärjestelmä, Euroopan komissio, IMF, OECD, Consensus Economics.

Palveluinflaatiolle ja laajemmille pitkäkestoisille inflaatiopaineille keskeistä on palkkojen nousuvauhti. Nopean inflaation odotukset voisivat laukaista itseään ruokkivan palkkojen ja inflaation välisen kierteen, joka vaikeuttaisi inflaatiotavoitteen saavuttamista. Palkkojen nousuvauhti on kiihtynyt kasvaneiden inflaatiopaineiden mukaisesti, mutta eri palkkaindikaattorimittareiden perusteella palkkojen nousuvauhti on euroalueella vähitellen tasaantumassa. Palkkakehitys onkin yleisesti ollut linjassa EKP:n ennustenäkymän kanssa, ja laajamittainen palkkojen ja inflaation välinen kierre

näytetään vältettävän. EKP:n tuorein ennuste työntekijäkohtaisten palkkojen muutokselle on 5,3 % vuodelle 2023, 4,3 % vuodelle 2024 ja 3,8 % vuodelle 2025.

Nopeutuneen inflaation aikana myös inflaatio-odotukset ovat kasvaneet. Rahapolitiikan reagoinnin ansiosta ne ovat kuitenkin pysyneet linjassa 2 prosentin inflaatiotavoitteen kanssa, vaikka riskit inflaatio-odotusten noususta ovat lisääntyneet. Inflaatio-odotusten viimeaikaista kehitystä sekä niiden merkitystä hinnanasetannassa ja inflaatiodynamiikassa analysoidaan tarkemmin liiteartikkelissa [Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankkuroitumista](#).

Rahapolitiikalla ei ole ollut tarkoituksenmukaista täysin estää nykyisenkaltaisista poikkeuksellisista ja osittain tarjontatekijöistä johtunutta inflaation kiihtymistä. Vaikutusten viiveiden vuoksi se ei olisi ollut mahdollistakaan. Sen sijaan rahapolitiikan voimakkaalla kiristämällä vaikutetaan kokonaiskysyntään talouskasvua hidastavasti, jotta hinta- ja kustannuspaineet eivät kasvaisi entisestään ja inflaatio palautuisi hintavakaustavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä. Vahvoilla politiikkatoimilla sekä kommunikoidulla keskuspankin inflaatiotavoitteesta edesautetaan inflaatio-odotusten ja palkkapaineiden pysymistä inflaatiotavoitteen edellyttämällä tasolla.

Rahapolitiikka välittynyt rahoitusoloihin voimakkaasti

Kiristynyt rahapolitiikka on nostanut euroalueen lyhyitä reaalikorkoja lievästi positiiviseksi, ja esimerkiksi odotettu 1 vuoden reaalikorko 1 vuoden jälkeen on viimeisen vuoden ajan pysytellyt korkeimmalla tasollaan sitten vuoden 2009 alun.^[5] Euroalueella rahapolitiikan välittymisen kannalta keskeisessä roolissa olevien pankkien antolainauksen korot ovat nousseet linjassa ohjaukorkojen kanssa. Kiristynyt rahapolitiikka on myös johtanut luottoehtojen kiristymiseen ja luotonkysynnän heikentymiseen. Myös euroalueen valtionlainojen ja yrityslainojen riskilisät ovat nousseet, mutta nousu on vastannut tavoiteltua rahoitusolojen kiristymistä, eikä rahoituksen välittymisessä ole euroalueella näkynyt merkittäviä häiriöitä.

Rahapolitiikan voimakas kiristyminen lisää kuitenkin riskejä sille, että rahoitusmarkkinoilla voisi syntyä häiriöitä. Esimerkiksi maaliskuussa Yhdysvaltojen pankkisektorilta alkanut markkinastressi näkyi myös euroalueen riski-indikaattoreissa, ja yrityslainojen riskilisät nousivat maaliskuun toisella viikolla. Myös monien euroalueen pankkien luottoriskiltä suojautumisen hinnat (CDS-hinnat) kallistuivat väliaikaisesti. Pankkiturbulenssin vaikutukset jäivät kuitenkin väliaikaisiksi.^[6]

5. Reaalikorolle on esitetty erilaisia määritelmiä. Etenkin yritysten ja kotitalouksien investointipäätöksille on oleellista odotettu reaalikorko, jonka takia tässä on käytetty eteenpäin katsovaa (eli inflaatio-odotukset sisältävää) reaalikoron mittaria. Reaalikorkoa voidaan laskea myös eri maturiteeteille. Lyhyen reaalikoron lisäksi usein esitetään pitkä reaalikorko esimerkiksi 10 vuoden horisontilla. Myös tämä mittari osoittaa lievästi positiivista reaalikorkoa. Se on nyt noin 0,3 prosenttiyksikön tuntumassa eli korkein sitten vuoden 2011 syksyn.

6. Talletuspaon hillitsemiseksi Fed ilmoitti 12.3.2023 Bank Term Funding Program (BTFP) -ohjelmasta, jossa luottolaitoksille lainattiin rahaa nimellisarvoon arvostettuja vakuuksia vastaan ilman arvoon tehtävää aliarvostusta (englanniksi haircut) korkeintaan vuodeksi hintaan OIS+10 kp. Ohjelman on tarkoitus varmistaa, että pankit pystyvät rahoittamaan mahdolliset talletusten ulosvirtaukset. Fed on myöntänyt ohjelmasta rahoitusta noin 119 mrd. dollarin arvosta. Lisäksi Yhdysvaltain talletussuojarahasto Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) turvasi maaliskuussa 2023 kaatuneiden pankkien tallettajien talletukset täysimääräisesti.

Kuviossa 2 verrataan nykyistä rahapolitiikan kiristys sykliä aikaisempiin euroalueen sykleihin sekä Yhdysvaltojen nykyiseen sykliin keskeisten rahoituksen välittymiseen liittyvien indikaattorien valossa. Kuvion nollahetki on ensimmäisen koronaston ajankohta.

Rahapolitiikan kiristymisen syynä on nykyisessä euroalueen kiristysykyissä ollut täysin poikkeuksellinen pohjainflaation kehitys. Toisin kuin Yhdysvalloissa tai euroalueen aikaisemmissa koronnostosykleissä nyt pohjainflaatio – laskettuna energian ja ruoan hinnasta puhdistetulla kuluttajahintaindeksin vuosimuutoksella – on jatkanut kiihtymistään vielä koronnostojen jälkeenkin. Pohjainflaatio kiihtyi peräti 10 kuukauden ajan ja lähes 2 prosenttiyksikköä ensimmäisen koronnostojen jälkeenkin.

Kiihtynyt pohjainflaatio lisää riskejä inflaation pitkittymiseen^[7] ja siihen, että inflaatio-odotukset eivät pysy keskuspankin tavoitteen mukaisina. Näitä riskejä on hallittu nostamalla rahapoliittisia ohjauskorkoja. Rahoitusolot ovatkin kiristyneet selvästi, mikä nopeuttaa pohjainflaation tasaantumista.

Rahapolitiikan kiristyminen näkyy niin Yhdysvalloissa kuin euroalueellakin myös pidempien korkojen, kuten 10 vuoden valtionlainakoron, voimakkaana nousuna (kuvio 2). Pitkät korot lähtivät euroalueella nousuun jo useita kuukausia ennen ensimmäistä EKP:n koronnostoa, ja esimerkiksi 10 vuoden valtionlainan korko on noussut yhteensä noin 3 prosenttiyksikköä. Tämä on huomattavasti enemmän kuin aikaisemmissa euroalueen koronnostosykleissä. Pitkien korkojen nousua selittävät niin talouden rakenteelliset muutokset kuin rahapolitiikan kiristyminen kiihtyneen inflaation vuoksi. Erityisesti epätavanomaisista rahapolitiikan toimista luopuminen on voinut vaikuttaa pitkiin korkoihin. Lisäksi pitkän aikavälin tasapainokorko näyttää nousseen.

Esimerkiksi EKP:n pääjohtaja Christine Lagarde^[8] nosti keskuspankkiirien vuotuisessa Jackson Hole -kokouksessa pitämässään puheessa keskeisimmiksi muutoksiksi maailmantaloudessa työmarkkinoiden tiukentumisen, digitalisaation, vihreän siirtymän ja geopolitiittiset muutokset (ks. kehikko). Tiukentuneet työmarkkinat nostattavat suoraan palkkapaineita. Etenkin vihreä siirtymä ja geopolitiittiset muutokset voivat kasvattaa investointitarpeita sekä edelleen pitkäaikaisemmin inflaatiopaineita. Tämä näkyisi tulevaisuuden korko-odotusten nousuna ja selittäisi siten pitkien korkojen nousua nykyisessä kiristysykyissä. Näiden muutosten pysyvyyteen ja vaikutusten suuruuteen lähivuosina liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta.

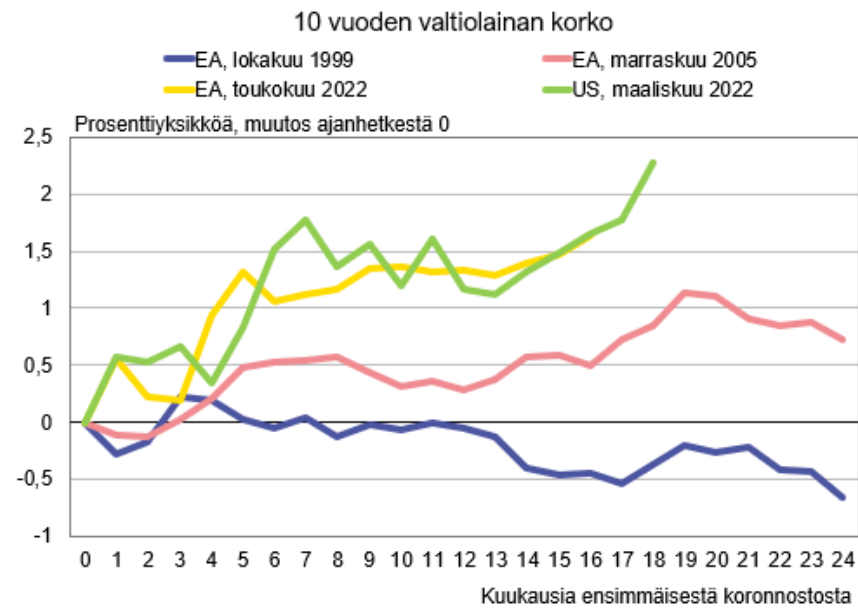
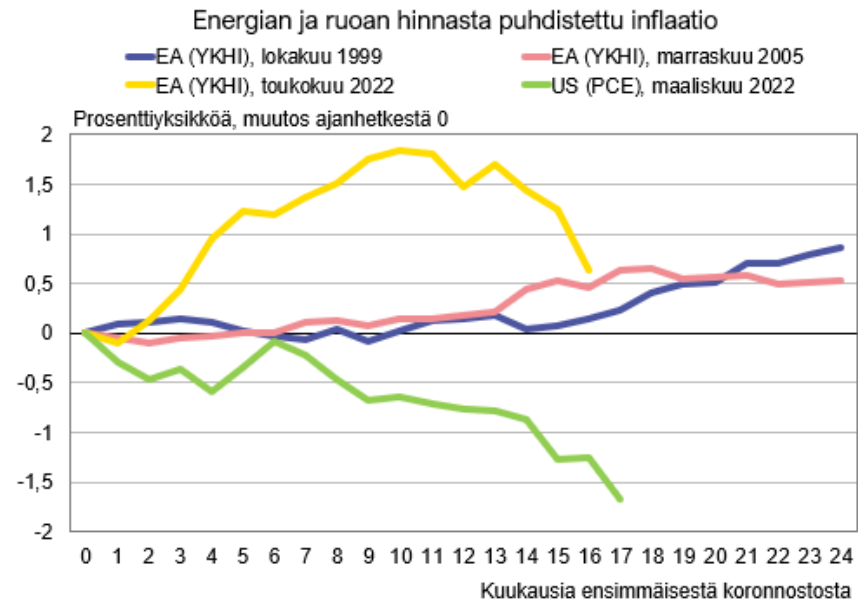
Rahapolitiikan voimakas välittyminen euroalueella näkyy myös kotitalouksien ja yritysten lainakysynnän hiipumisena (kuvio 3). Toisin kuin Yhdysvalloissa tai vuoden 2005 koronnostosykyissä, lainakantojen kasvu on euroalueella nyt pysähtynyt tai jopa kääntynyt lievästi negatiiviseksi.

7. Ks. Hukkinen ja Viren: Miten kauan inflaatio kestää?, Euro & talous 6.7.2023, <https://www.eurojalous.fi/fi/2023/artikkelit/miten-kauan-inflaatio-kesta/>.

8. Ks. Lagarde: Policymaking in an age of shifts and breaks, puhe Jackson Hole -kokouksessa 25.8.2023, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230825~77711105fe.en.html>.

Kuvio 2.

Nykyinen euroalueen koronnostosykli poikkeuksellinen aikaisempiin verrattuna



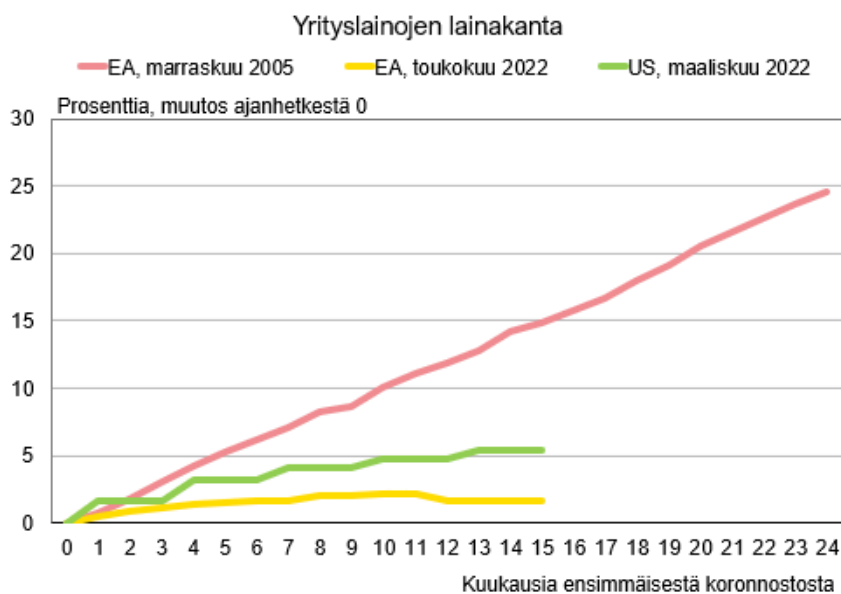
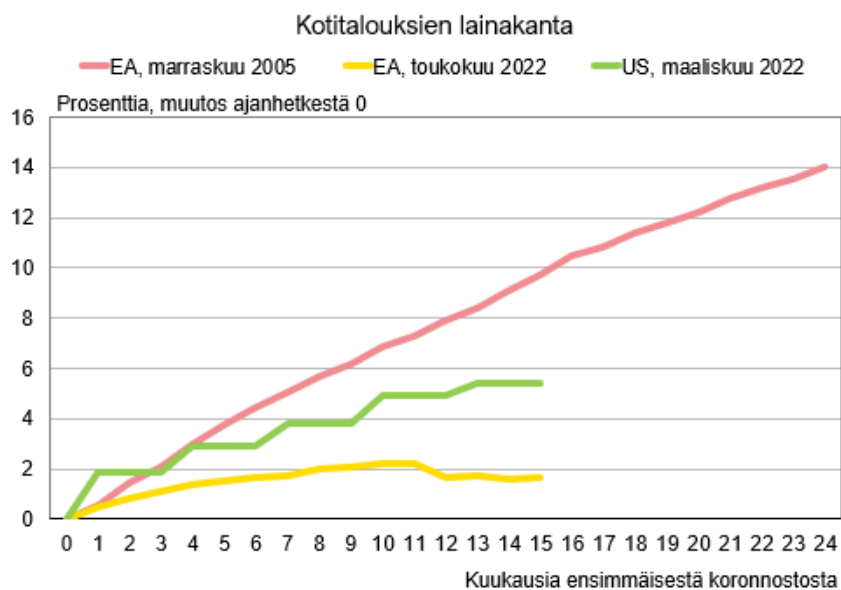
Lähteet: BEA, EKP, Federal Reserve ja Suomen Pankin laskelmat.

© Suomen Pankki 3.10.2023

41497 EA+US

Kuvio 3.

Lainakantojen kasvu pysähtynyt



Lähteet: EKP, Federal Reserve ja Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 3.10.2023

41497 EA+US

Maailmantalouden kasvu jatkuu vaisuna – energiakriisi helpottaa pikkuhiljaa

Maailmantalouden kasvunäkymä on kokonaisuudessaan yhä vaisu, vaikka kasvuennusteita kuluvalle vuodelle on korjattu vuoden aikana hieman ylöspäin Yhdysvaltojen talouden odotettua nopeamman kasvun siivittämänä. IMF odottaa maailmantalouden kasvavan 3 % sekä tänä että ensi vuonna. Maailmankauppa on

supistunut viime vuodesta, ja maailman teollisuustuotanto on junnannut paikallaan jo vuoden ajan. Teollisuuden luottamus on heikentynyt, mikä viittaa teollisuustuotannon heikon kehityksen ja jopa supistumisen jatkumiseen. Palvelusektori toipui pandemian jälkeen hyvin, mutta nyt myös sen luottamus on alkanut vähetä – mahdollisesti inflaatiosta johtuvan ostovoiman heikentymisen vuoksi.

Taulukko 2.

Maailmantalouden kasvuennusteita					
Maailman BKT, %-kasvu	Pvm	2022	2023	2024	2025
EKP*	09/2023 (06/2023)	3,3 (3,3)	3,2 (3,1)	3,0 (3,1)	3,2 (3,3)
IMF	07/2023 (04/2023)	3,5 (3,4)	3,0 (2,8)	3,0 (3,0)	(3,2)
OECD	09/2023 (06/2023)	3,3 (3,3)	3,0 (2,7)	2,7 (2,9)	-
Euroopan komissio**	09/2023 (05/2023)	3,2 (3,2)	3,2 (3,1)	3,2 (3,3)	-
Consensus	09/2023 (08/2023)	2,9 (2,9)	2,4 (2,4)	2,1 (2,1)	-

* Maailman BKT pl. euroalue.
 ** Maailman BKT pl. EU.
 Suluissa edellinen ennuste.

Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD, EKP/Eurojärjestelmä ja Euroopan komissio.

Kuluvan vuoden valopilkku maailmantaloudessa on ollut Yhdysvaltojen talouden vahva kasvu. Hyvä työllisyystilanne ja pandemian aikana kertyneiden säästöjen käyttäminen ovat ylläpitäneet kulutuksen kasvua reaali-palkkojen laskusta huolimatta. Kulutusta on tukenut myös se, että palkat ovat nousseet nopeimmin pienipalkkaisilla – ensimmäistä kertaa 40 vuoteen. Heillä säästämisaste on yleensä alhaisempi kuin suurituloisilla, ja siten palkkojen nousu on siirtynyt nopeasti kulutukseen. Korkeiden noususta huolimatta Yhdysvalloissa asuntojen hinnat ovat alkaneet jälleen nousta. Myös asuntorakentamisen aloitukset ovat hieman lisääntyneet vuodenvaihteen pohjatasoltaan.

Yhdysvalloissa inflaatio on selvästi hidastunut vuoden 2022 syksyn huippuluvuista ja muuttunut yksipuolisemmaksi. Heinäkuussa maan 3,3 prosentin vuosi-inflaatiosta peräti 2,6 prosenttiyksikköä tuli asumiskustannusten noususta, jonka vaikutus vähenee tilastoissa muita inflaatiokomponentteja hitaammin hintojen kyselytavan takia. Nimelliset keskituntipalkat nousevat vuositasolla noin 4,4 prosentin vauhtia, eli palkkojen nousu on selvästi hidastunut vuodentakaisesta yli 5 prosentin vauhdista. Pula työvoimasta kuitenkin pitää yllä riskiä palkkainflaation jatkumisesta.

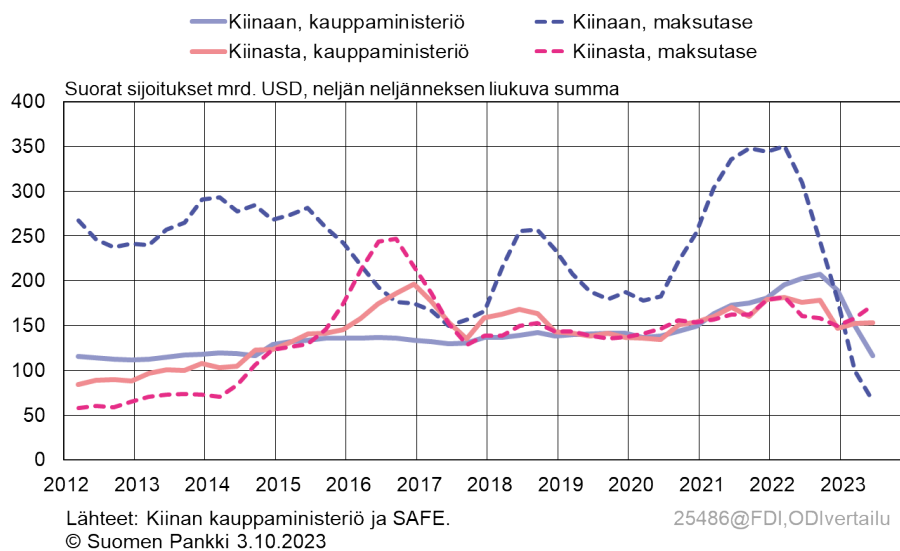
Yhdysvaltojen talouskasvulla on nyt suuri merkitys koko maailmantaloudelle, koska

kehitys useilla muilla talousalueilla on vaimeaa. Esimerkiksi Kiinan talouden vaisuus on ollut pettymys, ja keväällä tehtyä BOFITin 6 prosentin kasvuennustetta tälle vuodelle on todennäköisesti korjattava noin 5 prosentin tuntumaan. Tämäkin sinänsä vahva kasvuluku saa vauhtinsa pitkälti heikosta vertailuvuodesta 2022, ja tulevina vuosina Kiinan kasvuvauhti hiipuu BOFITin arvion mukaan noin 3 prosentin tuntumaan. Maan kiinteistösektorin ongelmat jatkuvat, eikä Kiina näytä keksivän riittävää elvytyskeinoa velkaantuneen yksityisen sektorin piristämiseksi. Samalla keskusvallan kiristynyt ote ja työikäisen väestön määrän supistuminen heikentävät osaltaan pitkän aikavälin kasvunäkymiä.

Länsimaissa Kiina-riippuvuudesta irtautuminen on noussut keskeiseksi tavoitteeksi. Kansainvälisiin riippuvuuksiin alettiin Euroopassa kiinnittää aiempaa enemmän huomiota siinä vaiheessa, kun Venäjän hyökkäys Ukrainaan paljasti maanosan riippuvuuden venäläisestä energiasta. Toistaiseksi Kiina-riippuvuuden vähentämisestä ei kuitenkaan vielä ole ainakaan selkeitä merkkejä. Yhdysvaltojen Kiina-riippuvuus on toki vähentynyt niissä tuotteissa, joihin on kohdistettu täsmällisiä kauppaa rajoittavia toimia. Vuoden 2022 lopulla Yhdysvaltain koko tavaratuonti Kiinasta väheni selvästi. Sitä selittävät kuitenkin osaltaan samaan aikaan maailmankauppaa haitanneet logistiikan pullonkaulat sekä koronasulkujen vaikutukset Kiinan tuotantoon. Suorat ulkomaiset sijoitukset Kiinaan ovat vähentyneet voimakkaasti alkuvuonna 2023. Toistaiseksi on kuitenkin vaikea arvioida, kuinka pysyvästä ilmiöstä on kysymys. Vähentyminen voi olla vain tilapäistä ja johtua Kiinan viime vuosien ankarista koronasuluista.

Kuvio 4.

Suorat sijoitukset Kiinaan vähentyneet merkittävästi viime vuosina



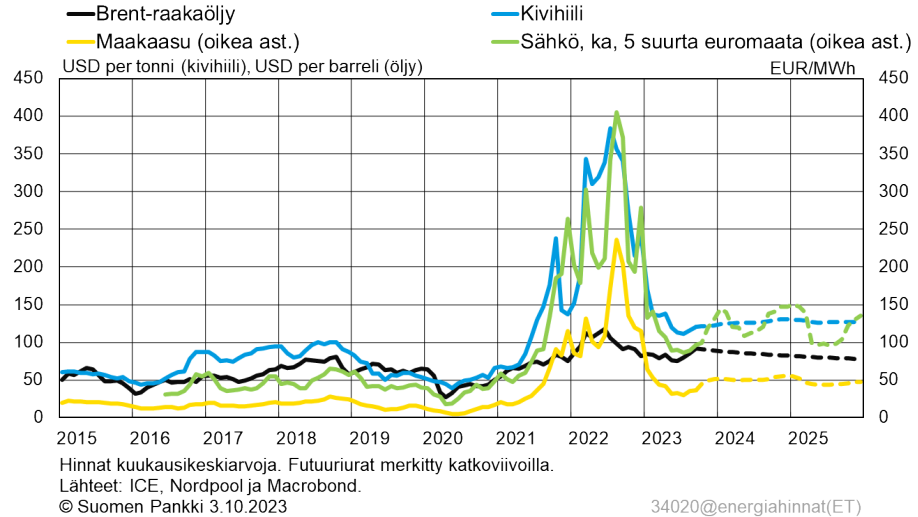
Raaka-aineiden hinnat laskeneet

Energiaraaka-aineiden hinnat ovat laskeneet merkittävästi vuotta aiemmasta ajankohdasta. Raakaöljy on silti edelleen kolmanneksen kalliimpaa sekä kivihiili ja maakaasu jopa kaksi kertaa kalliimpia kuin ennen koronapandemiaa ja Venäjän hyökkäystä Ukrainaan. Myös sähkön hinta on laskenut kuluvan vuoden aikana

maakaasun halvennuttua ja erityisesti Ranskan sähköntuotantovaikeuksien ratkettua. Maakohtaiset erot sähkön hinnassa ovat silti edelleen suuria.

Kuvio 5.

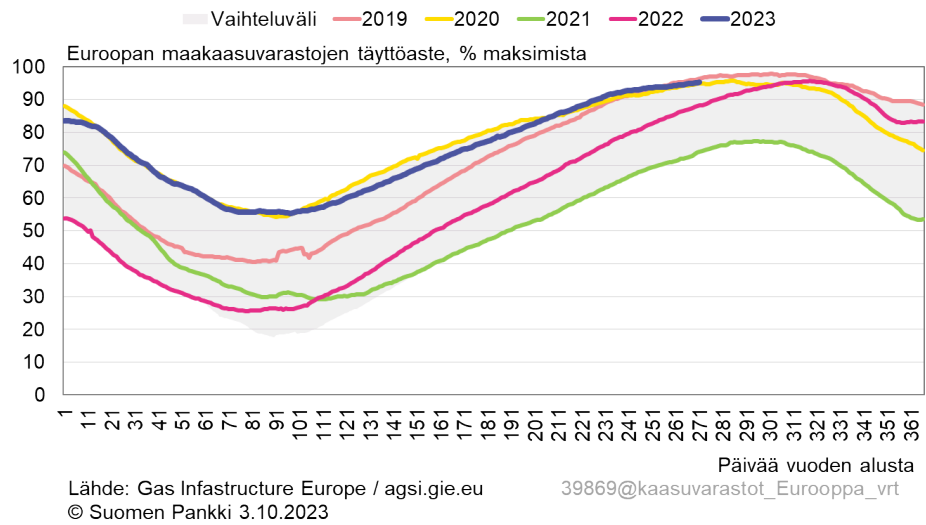
Energian hinnat ovat laskeneet tuntuvasti kriisiluvuista, mutta pysyvät totuttua korkeampina



Venäjän maakaasutoimitukset Eurooppaan ovat supistuneet murto-osaan sotaa edeltäneistä määristä. Kaasupula ei ole kuitenkaan osoittautunut niin pahaksi kuin etukäteen pelättiin. Leuto viime talvi vähensi kaasun kysyntää Euroopassa, ja lisäksi venäläistä kaasua onnistuttiin korvaamaan muualta tuodulla kaasulla. Tänä syksynä Eurooppa on huomattavasti paremmin varautunut tulevaan talveen kuin edellisvuonna. Maanosan maakaasuvarastojen täyttöaste ylitti 90 % jo elokuun puolivälissä, kun viime vuonna lukema oli samaan aikaan noin 75 %. Täydet maakaasuvarastot riittävät kattamaan Euroopassa noin kolmen kuukauden kysynnän – olettaen, että maakaasu saadaan siirrettyä sinne, missä kysyntää on. Maakaasun ja muiden energiaraaka-aineiden hintakehitys on kuitenkin arvaamatonta, ja suuret hintaliikkeet ovat mahdollisia. Esimerkiksi lakon uhka nesteytetyn maakaasun suuressa tuottajamaassa Australiassa nosti tämän vuoden loppukesästä maakaasun hintaa tuntuvasti.

Kuvio 6.

Euroopan edellisvuotta suuremmat maakaasuvarastot tukevat selviytymistä tulevasta talvesta



Kansainvälisessä raakaöljykaupassa käytetyn Brent-viitelaadun hinta on ollut kuluneen vuoden aikana keskimäärin 80 dollaria tynnyriltä^[9], kun raakaöljyn kysyntä on kasvanut voimakkaasti^[10]. Lisäksi OPEC+ -maat ovat toteuttaneet Saudi Arabian johdolla tuotantoleikkaukset, jotka vastaavat noin miljoonaa tynnyriä päivässä. Se on pitänyt öljytuotteiden hinnat korkeampina kuin pandemiaa ennen. Tuotantoleikkausten hintaa nostavaa vaikutusta on olennaisesti heikentänyt Yhdysvalloissa pitkään paikoillaan junnanneen raakaöljytuotannon kasvu. Vuodontakaiseen verrattuna Yhdysvallat tuottaa nyt noin 0,8 milj. tynnyriä enemmän eli yhteensä noin 12,8 milj. tynnyriä päivässä. Venäjällä raakaöljyn tuotanto on pysynyt ennako-odotuksista poiketen lähes sen suuruisena kuin ennen Venäjän hyökkäystä Ukrainaan. Maailmantalouden kasvunäkymien heikentymisen odotetaan hidastavan öljyn kysynnän kasvua jo ensi vuonna.

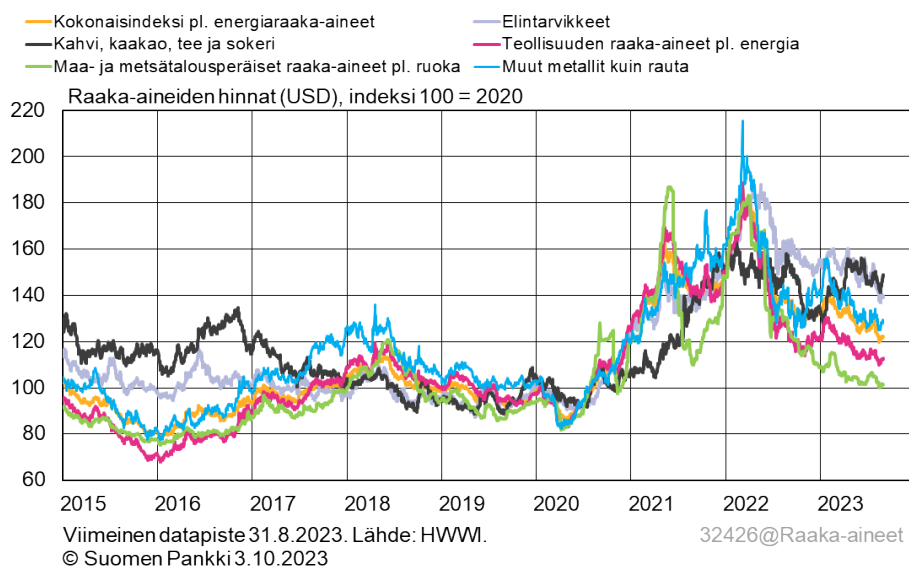
Myös muiden raaka-aineiden hinnat ovat alkaneet laskea talouskasvun hidastumisen vuoksi. Laskua on tapahtunut kautta linjan niin metallien kuin maa- ja metsätalouden sekä teollisuuden raaka-aineiden hinnoissa. Raaka-aineiden hinnat ovat palanneet suunnilleen vuoden 2021 alun tasolle, mutta energiaraaka-aineiden tapaan ne ovat yhä korkeampia kuin ennen pandemiaa.

9. Yksi tynnyri vastaa 159:ää litraa.

10. IEA arvioi maailman raakaöljyn kysynnän kasvavan reiluun 102 milj. tynnyriin päivässä tänä vuonna ja 103 milj. tynnyriin päivässä ensi vuonna.

Kuvio 7.

Taloušnäkymien heikkeneminen painaa alas raaka-aineiden hintoja



Rahapolitiikan välittyminen euroalueen reaalityönteeseen ja lähiajan taloušnäkymät

Euroalueen BKT:n kasvu pysähtyi viime vuoden viimeisellä neljänneksellä. Kuluvan vuoden ensimmäisellä puoliskolla kasvu on jälleen jatkunut, mutta vain hitaana. Kasvun palautuminen selittyy osittain suurten negatiivisten tarjontashokkien vähentymisellä; epävarmuus energian saannista on vähentynyt ja toimitusten pullonkaulat helpottuneet. Se on mahdollistanut yrityksille tuotannon lisäämisen ja siten merkittäviin tilausjonoihin vastaamisen. Lisäksi kasvua on tukenut se, että korkeiden energian hintojen negatiivisia vaikutuksia kulutukseen lievennettiin useissa euromaissa kotitalouksille annetuilla julkisilla energiatuilla.^[11]

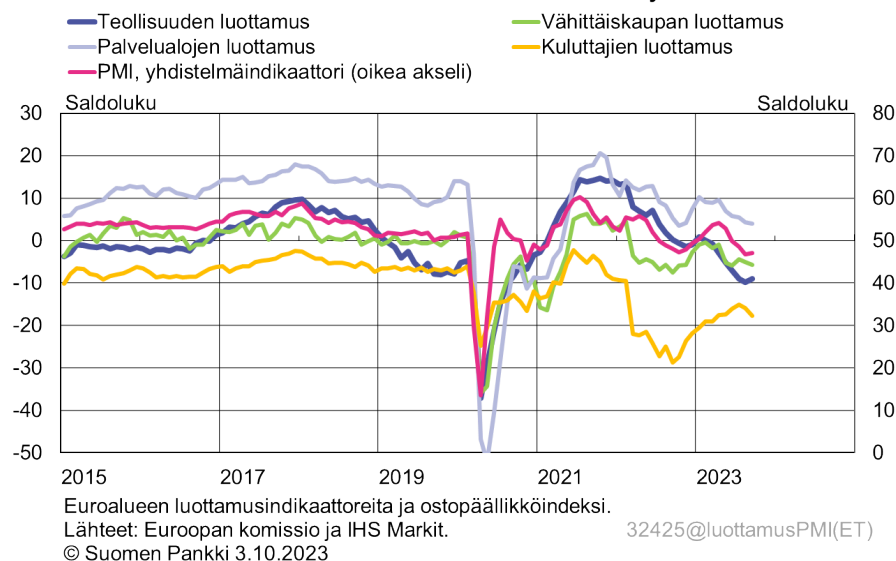
Luottamusindikaattorit viittaavat talouskasvun hidastumiseen

Kesän aikana saatu uusi tilastotieto on osoittanut talouden toipumisen olevan heiveröisempää kuin Euroopan keskuspankin kesäkuun ennusteessa odotettiin. Käsitystä kysynnän ja kasvun hiipumisesta tukee niin ikään luottamusindikaattoreiden heikkeneminen (kuvio 8). Teollisuuden lisäksi myös palveluiden näkymät ovat aiempaa huonommat, ja odotukset palveluiden kysynnästä heikentyvät. Euroalueen ostopäällikköiden yhdistelmäindeksi painui kesäkuussa alle 50 pisteen rajan, mikä heijastaa vastaajien näkemystä tilanteen huonontumisesta. Heinäkuussa sekä teollisuuden että palveluiden ostopäällikköindeksit jatkoivat heikkenemistään. Elokuussa teollisuuden indeksin lasku pysähtyi, mutta palveluiden indeksin lasku jatkui. Teollisuustuotannon ja teollisuuden luottamusilmapiirin heikkoa kehitystä selittävät korkojen nousun myötä vähentynyt kotimainen kysyntä ja maailmantalouden vaisu kehitys.

11. Finanssipolitiikan toimien talousvaikutuksia on arvioitu liiteartikkelissa Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella.

Kuvio 8.

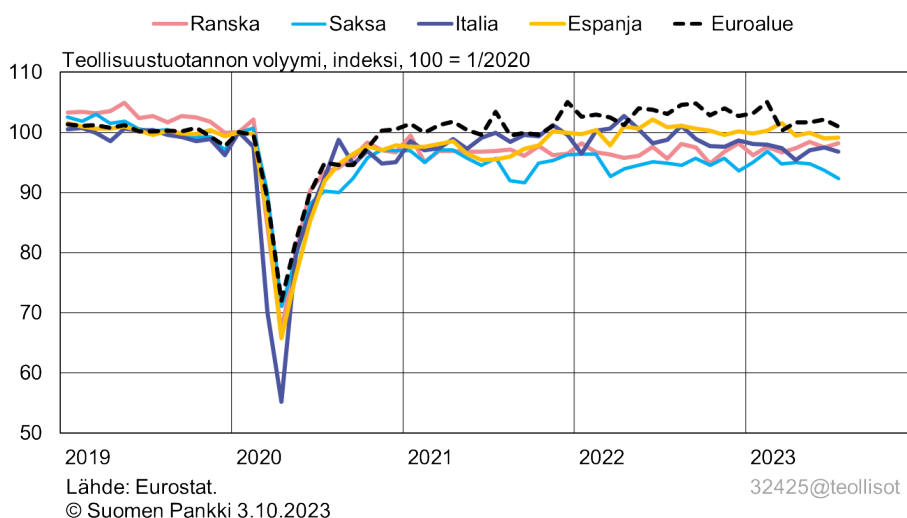
Euroalueen luottamusindikaattorit ovat heikentyneet



Suurissa euromaissa teollisuustuotanto on junnannut koronaelpymisen jälkeen paikallaan ilman selkeää suuntaa. Viime kuukausina odotukset vientitilauksista ovat painuneet kaikissa suurissa euromaissa pandemiaa edeltäneitä heikommiksi. Saksassa teollisuustuotanto on supistunut alkuvuodesta (kuvio 9). Saksalainen autoteollisuus on kärsinyt kysynnän vähittäisestä siirtymisestä sähköautoihin, siihen liittyvästä kiristyneestä kilpailusta mm. Kiinan kanssa ja komponenttipulasta. Samaan aikaan Saksan raskas teollisuus, kuten teräksen valmistus ja kemianteollisuus, on kärsinyt energiakriisistä ja tuotantokustannusten noususta. Saksan tuotannolliset investoinnit ovat kuitenkin kasvaneet hieman ja yksityinen kulutus on pysynyt lähes viimevuotisella tasolla.

Kuvio 9.

Teollisuustuotannon volyymin kehitys Saksassa ja muissa euroalueen suurissa maissa



Myös euroalueen vähittäiskauppa on ollut hitaasti laskevalla uralla vuoden 2021 koronaepymisestä lähtien, eikä edes energiakriisin helpottaminen ole kääntänyt sen suuntaa. Kehitys näkyy alan heikentyneenä luottamuksena, mitä selittävät kasvavat varastot ja aiempaa heikompi kysyntä. Rakennussektorin luottamus on vastaavasti heikentynyt supistuvan tilauskannan vuoksi, vaikka alan työllisyysodotukset ovatkin edelleen verrattain vahvat.

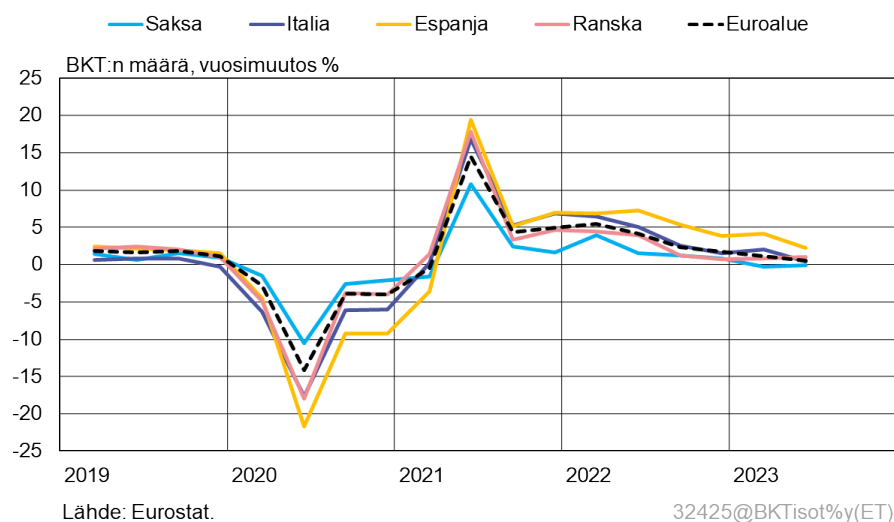
Kuluttajien luottamus on ollut euroalueella heikkoa jo pitkään. Vaikka se on toipunut vuodentakaisesta notkahduksestaan, se oli yhä elokuussa alhainen. Kuluttajien huoli inflaatiosta ja sen vaikutuksesta ostovoimaan voi heikentää kulutusnäkyelmiä ja luoda epävarmuutta taloudellisesta tilanteesta, vaikka merkittävää työttömyyttä tai sen uhkaa ei olisikaan. Lisäksi globaalit geopoliittiset jännitteet ja niiden luoma epävarmuus voivat heijastua kuluttajien tuntemuksiin. Lisäksi korkojen nousu on heijastunut kotitalouksien säästämishalukkuuteen, ja niiden omat odotukset tulevasta säästämistään ovat kasvaneet keväästä lähtien asteittain. Se voi myös osaltaan heikentää yksityisen kulutuksen näkymiä.

Ennusteita euroalueen talouden kasvusta hieman heikennetty

Euroalueen reaalin BKT saavutti koronaa edeltäneen tasonsa vuoden 2021 lopulla ja on sittemmin noussut sen yli. Se ei kuitenkaan näytä saavuttavan koronakriisiä edeltänyttä kasvutrendiään. Euroalueen suurista maista Ranskan talous on kasvanut kuluvana vuonna voimakkaimmin (mitattuna muutoksena edelliseen vuosineljännekseen), Saksan talous heikoimmin. Italian ja Espanjan taloudet ovat kasvaneet tänä vuonna hieman heikommin kuin Ranskan talous.

Kuvio 10.

Euroalueen neljän suuren maan BKT:n kehitys



Tulevina vuosineljänneksinä euroalueen talouskasvua tukee Euroopan keskuspankin ennusteiden mukaan yksityisen kulutuksen lievä vahvistuminen. Sen sijaan investoinnit alkavat vasta vähitellen vaikuttaa kasvuun myönteisemmin – osaltaan myös NGEU-

varojen tukemana. Reaalitulojen odotetaan kasvavan vuoden jälkipuoliskolla inflaation hidastuessa ja vahvana pysyvän työmarkkinatilanteen ansiosta myös palkkojen noustessa. Kotitalouksien säästämisaste pysyy kuitenkin pandemiaa edeltänyttä suurempana, koska korkeampi korkotaso kannustaa säästämään. Tulevina vuosineljänneksinä sekä asuntoinvestointien että tuotannollisten investointien odotetaan kärsivän tiukentuvista rahoitusehdoista – erityisesti nousseista koroista, vähemmän luotonannon tiukentumisesta. Euroalueen vientiä tukevat jatkossa ulkomaisen kysynnän vähittäinen toipuminen ja tuotannon pullonkaulojen häviäminen. Samaan aikaan euroalueen tuonnin odotetaan olevan heikkoa vähentyneen energiatuonnin ja vaatimattoman kotimaisen kysynnän vuoksi.

Arvioita euroalueen talouskasvuksi tälle ja ensi vuodelle onkin heikennetty Euroopan keskuspankin syyskuun ennusteessa (taulukko 3). Euroopan keskuspankin mukaan euroalueen talous kasvaisi 0,7 % tänä vuonna ja 1,0 % vuonna 2024. Vielä kesäkuussa 2023 EKP ennusti euroalueen talouden kasvavan 0,9 % tänä vuonna ja 1,5 % vuonna 2024. Syyskuussa julkaistun usean eri ennustelaitoksen ja investointipankin keskimääräistä ennustetta kuvaava Consensus-ennuste vuodelle 2023 heikkeni 0,5 prosenttiin (elokuun Consensus-ennuste oli 0,6 %) ja 0,7 prosenttiin (0,8 %) vuodelle 2024.

Taulukko 3.

Euroalueen kasvuennusteita					
Euroalueen BKT, %-kasvu	Pvm	2022	2023	2024	2025
EKP	09/2023 (06/2023)	3,4 (3,5)	0,7 (0,9)	1,0 (1,5)	1,5 (1,6)
Euroopan komissio	09/2023 (05/2023)	3,3 (3,5)	0,8 (1,1)	1,3 (1,6)	-
IMF	07/2023 (04/2023)	3,5 (3,5)	0,9 (0,8)	1,5 (1,4)	(1,9)
OECD	09/2023 (06/2023)	3,4 (3,5)	0,6 (0,9)	1,1 (1,5)	-
Consensus	09/2023 (08/2023)	3,4 (3,4)	0,5 (0,6)	0,7 (0,8)	-

Suluissa edellinen ennuste.

Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD, EKP/Eurojärjestelmä ja Euroopan komissio.

Euroalueen työmarkkinat yhä vahvat kasvun hidastumisesta huolimatta

Työmarkkinat ovat olleet euroalueen talouden valopilkku. Työttömyysaste on pysynyt viime kuukaudet ennätyskellisen alhaisena 6,4 prosentissa, ja työllisyys näyttää kehittyneen ennustettua paremmin. Yritykset saattavat olla haluttomia vähentämään

henkilöstöään kovin pikaisesti talousnäkymien heikentyessä, koska talouden elpymistä uudelleen työvoiman lisääminen ja uudelleen kouluttaminen voi olla kallista ja aikaa vievää.

Kun työllisyysaste on noussut ja työttömyysaste laskenut, se tarkoittaa, että yhä useampi henkilö osallistuu aktiivisesti työmarkkinoille. Lisäksi työpanoksen kasvuun on myötävaikuttanut väestön ikärakenteen muutos, kun työikäistä väkeä on muuttanut euroalueen maihin mm. Ukrainan sodan vuoksi. Työpanokseen vaikuttavat kuitenkin työllisyyden lisäksi myös tehdyt työtunnit. Viime vuosina työviikot ja työpäivät ovat lyhentyneet monissa euroalueen maissa mm. aiempaa joustavampien työaikojen ja osa-aikatyön yleistymisen takia. Tehtyjen työtuntien väheneminen suhteessa työllisyyteen johtuu osittain myös siitä, että työpaikkoja on tullut lisää etenkin julkiselle sektorille, missä keskimääräinen työtuntien määrä on yleensä pienempi kuin koko taloudessa keskimäärin.^[12]

Euroalueen finanssipolitiikka kiristynyt vain hieman

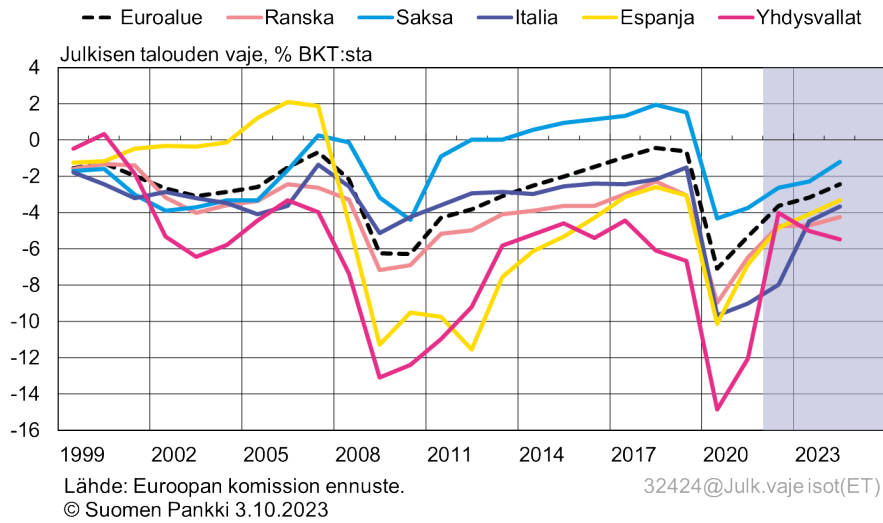
Euroalueen julkisen talouden tasapaino on heikentynyt merkittävästi korona- ja energiakriisin vuoksi, sillä monissa sen jäsenmaissa on tuettu yrityksiä ja kuluttajia julkisin varoin. Energian hintoja kompensoivat tukitoimet ovat keventäneet kotitalouksien ja yritysten taloudellista tilannetta. Ne ovat kuitenkin ylläpitäneet kevyttä finanssipolitiikkaa aikana, jolloin rahapolitiikka on ollut kiristävää (ks. liiteartikkeli [Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita](#)).

Tänä vuonna euroalueen julkisen talouden alijäämää ja velkaa koskevat näkymät vuosille 2023–2024 ovat jonkin verran kohentuneet. Kiristävä finanssipolitiikka supistaa alijäämiä. Komissio arvioi kevätennusteessaan euroalueen julkisen talouden alijäämän supistuvan tänä vuonna 0,4 prosenttiyksiköllä eli 3,2 prosenttiin ja ensi vuonna 0,8 prosenttiyksiköllä eli 2,4 prosenttiin suhteessa BKT:hen (kuvio 11).

12. Ks. Obstbaum, Oinonen, Pönkä, Vanhala ja Vilmi: Transmission of recent shocks in a labour-DSGE model with wage rigidity, *BoF Economics Review* 1/2023, jossa selvitetään, kuinka viimeaikaiset shokit selittävät euroalueen ja Suomen inflaation ja talouden elpymistä, ja painotetaan tekijöitä – erityisesti työtunteihin kohdistuneita preferenssishokkeja –, jotka ovat ratkaisevia tämänhetkisen työmarkkinoiden kireyden kannalta, <https://publications.bof.fi/handle/10024/52726>.

Kuvio 11.

Lievästi kiristävä finanssipolitiikka supistaa euroalueen julkisen talouden alijäämiä vuosina 2023–2024



Rakenteellinen alijäämä tarkoittaa sitä osaa budjetista, joka ei riipu suhdannevaihtelusta tai tilapäisistä tekijöistä. Se kertoo, miten kestävällä tai kestäättömällä pohjalla julkinen talous on. Komission kevätennusteen mukaan rakenteellisen alijäämän arvioidaan pysyvän vielä vuonna 2024 suurena Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa, joten etenkin näissä maissa pidemmän aikavälin lisäsopeutustarpeet ovat merkittäviä.

Euroalueen kasvu jää alle kasvupotentiaalin

Huolimatta työmarkkinoiden vahvuudesta euroalueen tuottavuus ei ole kasvanut odotusten mukaisesti. Tuottavuuden heikko kasvu on pitkän aikavälin ongelma, joka heikentää euroalueen kilpailukykyä ja kasvunäkymiä. Tehoton kapasiteetti, vanhentunut teknologia ja vähäiset investoinnit innovaatioihin ovat mahdollisia syitä tähän talouden pysähtyneisyyteen. Euroalueen toteutunut BKT näyttäisi jääneen hieman jälkeen sen potentiaalisesta tuotannosta. Tämä ns. tuotantokuilu voi osaltaan vaimentaa inflaatiota, kun kysyntä ei kasva tarpeeksi nopeasti vastaamaan tarjontaa. Kasvuedellytysten turvaamiseksi tarvitaan investointeja ja tuottavuutta parantavia rakenteellisia uudistuksia.

Euroalueen talouteen liittyvät riskit

Keskeisiä riskejä euroalueen talousnäkymissä ovat inflaatio-odotusten nousu ja inflaation pitkittyminen samaan aikaan, kun reaalitaloudessa taantumien mahdollisuus kasvaa. Vaikka rahapolitiikka on kiristävää ja se on jo tuonut inflaatiota alemmaksi viime vuoden huippulukemista, voivat inflaatio-odotuksia kasvattaa esimerkiksi geopoliittiset tarjontashokit. Tällaiset shokit voisivat puolestaan lisätä todennäköisyyttä suuremmille palkkavaatimuksille ja hinta-palkkakierteen syntymiselle. Myös uusi häiriö energiamarkkinoilla voisi olla inflaatiota pitkittävä tekijä. Sään ääri-ilmiöiden lisääntyminen ja voimistuminen ilmastonmuutoksen ja El Niño -ilmiön seurauksena niin Euroopassa kuin globaalisti lisää etenkin ruoan hinnan kallistumiseen viittavia riskejä.

Vaikka markkinoilla uskotaan, että hyvin nopean inflaation todennäköisyys on vähentynyt, on sen mahdollisuus samojen arvioiden perusteella edelleen suurempi kuin ennen energiakriisiä.

Toisaalta inflaatiokehitys voi yllättää myös toiseen suuntaan, jos esimerkiksi rahapolitiikan kiristyminen vaikuttaa inflaatioon viiveellä odotettua enemmän. Mikäli samaan aikaan euroalueen talous ajautuu taantumaan, voi kysynnän heikkeneminen hillitä hintojen nousua sitäkin kautta. Toistaiseksi ei ole kuitenkaan todennäköistä, että euroalueen inflaatio uhkaisi hidastua lähivuosina EKP:n 2 prosentin inflaatiotavoitetta alemmaksi.

Vaikka inflaatoriski painottuu markkinaennusteissa arvioitua nopeamman inflaation suuntaan, teoreettisessa mielessä inflaatoriskin symmetrisyys ei ole selvää. Korkopolitiikkaa voidaan periaatteessa kiristää rajattomasti, mutta keventämistä ei voi tehdä rajatta. Toisaalta määrällisessä keventämisessä rajaa ei periaatteessa ole, kun taas määrällisessä kiristämisessä on nollaraja.

Myös rahapolitiikan välittymiseen liittyy epävarmuutta. Samalla epätavanomaisesta rahapolitiikasta on kokemusta vasta muutaman vuoden ja määrällisestä kiristämisestä muutaman kuukauden ajalta. On mahdollista, että määrällinen keventäminen ja määrällinen kiristäminen vaikuttavat epäsymmetrisesti esimerkiksi rahoitusmarkkinoilla. Liiteartikkelissa [Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita](#) todetaan, että määrällinen kiristys voi riskien toteutuessa johtaa äkilliseen likviditeetin tarpeeseen ja lyhyiden rahamarkkinakorkojen nousuun. Myös maturiteetiltaan keskipitkien velkakirjojen korot voivat ponnahtaa ylös, jos markkinoiden likvidiys huomattavasti heikkenee. Vaikutukset riippuvat sekä rahoitusmarkkinoiden tilasta että mahdollisista rakenteellisista tehottomuuksista, kuten segmentoitumisesta.

Rahoitusmarkkinoihin voi kohdistua myös muita häiriöitä ja yllätyselementtejä niin euroalueen sisältä kuin ulkopuoleltakin. Riskiä pienentää jonkin verran se, että EKP:lla on ollut käytössään viime kesästä lähtien uutena välineenä rahapolitiikan välittymistä häiriöissä turvaava instrumentti TPI (Transmission Protection Instrument).

Euroalueen reaalityönteon kohdistuu sekä aiemmin arvioitua hitaamman että nopeamman kasvun riskejä. Arvioituja heikomman kasvun riskejä liittyy sekä kansainväliseen kauppaan, Kiinan tuontikysyntään ja euroalueen sisällä etenkin heikosti kehittyneeseen Saksan teollisuuteen. Jos epävarmuus taloudessa on suurta, se voi heikentää rahapolitiikan tehokkuutta. Yleensä kiristävää rahapolitiikkaa tehdään talouden noususuhdanteessa. Nykyinen tilanne euroalueella on ongelmallinen, kun inflaatio on nopea heikosta talouskasvusta huolimatta. Tähän voi liittyä erityisiä riskejä asuntomarkkinoille ja velkaantuneille kotitalouksille.

Riskeihin voi lukea myös mahdolliset ongelmat euroalueen raha- ja finanssipolitiikan vuorovaikutuksessa. Koronapandemian ja energiakriisin aikana myönnettyistä tuista yrityksille ja kotitalouksille osa lakkaa vasta vuosina 2024 ja 2025. Tämä on saattanut pitkittää inflaatiota siinä vaiheessa, kun sen perussyys eli energiamarkkinoiden tarjontashokki on vähitellen vaimentunut. Liiteartikkelissa [Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella](#) pohditaan, minkä verran

tehdyt toimet lisäsivät hintapaineita tai toisaalta edesauttoivat taloudellista toimeliaisuutta euroalueella.

Vaikka monissa euromaissa finanssipolitiikkaa on jonkin verran tiukennettu, sitä voi edelleen luonnehtia kevyeksi. Näin on etenkin siinä mielessä, että talousalueen rakenteellinen alijäämä arvioidaan edelleen suuremmaksi kuin ennen koronapandemiaa – rahapolitiikan pyrkiessä samaan aikaan kiristämään rahoitusoloja. Ns. finanssipolitiikan dominanssissa finanssipolitiikka ei pysty vakauttamaan julkista velkaa, mikä heikentää rahapolitiikan tehokkuutta ja vaikutusmahdollisuuksia.^[13] Jos finanssipolitiikka vaikuttaa samaan suuntaan kiristävän rahapolitiikan kanssa, se vähentää kysyntää ja vaimentaa siten inflaatiopaineita. Tällöin keskuspankin koronnostotarve inflaatiotavoitteen saavuttamiseksi on pienempi ja tarve pitää korkotasoa korkeampana on lyhytaikaisempi kuin eri suuntaan vaikuttavan finanssipolitiikan tapauksessa. Se puolestaan tukee yksityistä kulutusta ja investointeja. Vastaavasti kiristävän finanssipolitiikan talouskasvua heikentävä vaikutus on pienempi kauempana rahapolitiikan nollakorkorajasta (ja tuotantokuilun ollessa nollan tuntumassa).

Finanssipolitiikalla voidaan tukea rahapolitiikan tavoitteita myös muuttamalla finanssipolitiikan rakennetta kasvuystävällisemmäksi esimerkiksi painottamalla julkisen kulutuksen sijaan talouden tuotantopotentiaalia parantavia julkisia investointeja. Tällöin potentiaalisen tuotannon kasvun kiihtyminen vaimentaisi inflaatiopaineita. Myös koko taloudessa tuottavuutta lisäävät toimet tukevat kasvua ja edesauttavat inflaatiopaineiden hillitsemistä.

13. Ks. Kilponen ja Kontulainen: 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.

i Tarjontaan ja inflaatioon kohdistuvat shokit

EKP:n pääjohtaja Christine Lagarde totesi keskuspankkiirien vuosittaisessa Jackson Holen kokouksessa pitämässään esityksessä, että ”pandemiaa edeltävässä maailmassa ajattelimme tyypillisesti talouden etenevän pitkin potentiaalisen tuotannon tasaisesti kasvavaa polkua, jossa vaihtelut johtuivat pääasiassa yksityisen kysynnän heilahteluista. Mutta tämä ei ehkä ole enää sopiva malli.”^[14] Huolena on, että kohtaamme yhä useammin muutoksia ja shokkeja, jotka tulevat suoraan talouden tarjontapuolelta.

Pandemian jälkeen on havaittavissa syvällisiä muutoksia työmarkkinoilla. Työmarkkinat ovat kireät monissa kehittyneissä talouksissa. Digitaalinen vallankumous on kiihdyttänyt etätöiden kasvua, ja lisääntyvän keinoälyn käytön myötä tietyt työpaikat ovat jatkossa vaarassa, mutta samalla syntyy uusia työpaikkoja. Vaikka automaation mahdollisuudet ovat suuret, EKP:n tutkimukset osoittavat, ettei keinoälyn käytön kasvu yrityksissä välttämättä johda työllisyysasteen laskuun Euroopassa.

Lisäksi ilmastonmuutoksen ja energiasiirtymän myötä maailman energiamarkkinat ovat kokeneet suuria mullistuksia erityisesti Euroopassa. Muutokset fossiilisten polttoaineiden tarjonnassa sekä uusiutuvien energialähteiden kasvava kysyntä ovat keskeisiä tekijöitä vihreässä siirtymässä. Tämä voi lisätä alttiutta energian tarjontashokeille, kun öljy ja kaasu muuttuvat vähemmän joustaviksi ja uusiutuvien energialähteiden tuotannossa saattaa esiintyä katkoksia ja varastointihaasteita.

Niin ikään geopolittisten jännitteiden kasvu ja globalisaation luonteen muuttuminen eli talouksien mahdollinen jakautuminen kilpaileviin blokkeihin ovat yhä ilmeisempiä riskejä. Tuotannon kotiuttaminen ja uudelleen sijoittaminen ns. ystävällisiin maihin voivat tuoda uusia tarjontakapeikkoja. Näin voi käydä etenkin, jos maailmankaupan fragmentaatio kiihtyy ennen kuin kotimainen tarjontapohja on rakennettu uudelleen.

Näiden muutosten pysyvyyteen ja vaikutusten suuruuteen lähivuosina liittyy paljon epävarmuutta. Mutta on selvää, että monissa tapauksissa niiden vaikutukset ovat pysyvämpiä kuin alun perin odotettiin. Paljon epävarmuutta liittyy myös siihen, miten nämä muutokset ja shokit mahdollisesti vaikuttavat ja välittyvät euroalueen talouteen. Viime vuosikymmenien hitaan inflaation aikana yritykset, jotka joutuivat ratkaisemaan suhteellisten hinnannousujen ongelmia, välttelivät hinnankorotuksia ja markkinaosuuksien menetyksiä. Tämä kuitenkin muuttui pandemian aikana, kun yritykset kokivat suuria, kaikille yhteisiä shokkeja, jotka toimivat epäsuorana koordinoitimekanismina yritysten välillä. Yritykset muuttivat hintojaan voimakkaammin ja ennen kaikkea useammin kuin ennen kohdatessaan markkinoilla samankaltaisia shokkeja.^[15] Joillakin

sektoreilla euroalueella hintamuutosten toistuvuus on liki kaksinkertaistunut kahden viime vuoden aikana verrattuna aikaan ennen vuotta 2022. Lisäksi uusi ympäristö, jossa mahdollisesti kohtaamme yhä useammin tarjontapuoleen liittyviä muutoksia ja shokkeja, voi luoda riskin suuremmille suhteellisille hintashokeille kuin ennen pandemiaa.

Nämä kehityssuunnat voivat kuitenkin olla vain väliaikaisia. Itse asiassa näemme jo euroalueella, että yritykset muuttavat hintojaan harvemmin ympäristössä, jossa energian ja tuotantopanosten hinnat laskevat. On myös mahdollista, että ajan mittaan digitalisaatio johtaa suurempaan työvoiman tarjontaan ja työmarkkinoiden tiukkuus vähenee.

Mutta riskinä on, että maailmanlaajuinen tarjonta – mukaan lukien työn tarjonta – muuttuu vähemmän joustavaksi ja maailmanlaajuinen kilpailu vähenee, jolloin hinnoille voi jäädä suurempi rooli sopeutumisessa. Ja jos kohtaamme myös shokkeja, jotka ovat suurempia ja yleisempiä – kuten energiashokit ja geopoliittiset shokit – saatamme nähdä yritysten siirtävän nousseet kustannukset johdonmukaisemmin hintoihin. Siinä ympäristössä EKP:n on oltava erittäin tarkkaavainen, etteivät suhteellisten hintojen suuremmat heilahtelut siirry vaihikka keskipitkän aikavälin inflaatioon. Jos lisäksi yritykset sisällyttäisivät odotetut palkankorotukset hinnoittelupäätöksiinsä, voisi inflaatio muuttua sitkeämmäksi kuin EKP:n ennusteessa odotetaan.

Avainsanat

euroalue, inflaatio, kansainvälinen talous, rahapolitiikka

14. Ks. Lagarde: Policymaking in an age of shifts and breaks, puhe Jackson Hole -kokouksessa 25.8.2023, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230825~77711105fe.en.html>.

15. Ks. Hukkinen ja Viren: How does changing pricing behavior affect inflation? Evidence from Euro Area microdata, SUERF Policy Notes and SUERF Policy Briefs, 7. September 2023, <https://www.suerf.org/suerf-policy-brief/74217/how-does-changing-pricing-behavior-affect-inflation-evidence-from-euro-area-microdata>.



Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella

Tänään – Analyysi – Rahapolitiikka , Kansainvälinen talous



Mika Kortelainen
Neuvonantaja



Markku Lehmus
Toimistopäällikkö



Pasi Ikonen
Vanhempi ekonomisti

Euroalueen finanssipolitiikka oli erittäin kevyttä koronakriisissä, tosin viime aikoina sen viritys on vaihtunut kiristävään suuntaan. Samalla kansainväliset järjestöt ovat varoitelleet voimakkaasti kiihtyneen inflaation kanssa huonosti yhteensopivasta finanssipolitiikasta. Vuosina 2022 ja 2023 finanssipolitiikassa keskeisestä roolia ovat näyttelleet energian hintojen kompensoimiseksi tehdyt tukitoimet. Globaalia makrotaloutta kuvaavalla GIMF-mallilla tehdyt simulaatiot viittaisivat siihen, että tehdyt tukitoimet ovat lisänneet inflaatiopaineita vain vähän.



Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella

Euroalueen kohtaama vaihtosuhdeshokki kärjistyi vuoden 2022 syksyllä, kun energian tuonnin osuus euroalueen BKT:sta nousi enimmillään jopa yli 4 prosenttiyksikköä BKT:sta vuoden 2021 alun tasosta. Yhteensä energian tuonti maksoi tällöin noin 7 % alueen BKT:sta. Sittenkin energian hinta on laskenut, mutta talville 2023 ja 2024 voidaan yhä odottaa suuriakin energian hintavaihteluita.

Kotitalouksien ja yritysten energialaskun pienentämiseksi eri Euroopan maiden hallitukset alkoivat viime syksynä laatia pikapikaa erilaisia, korkeita energian hintoja kompensoivia tukitoimia. Samaan aikaan euroalueen inflaatio oli jo kiihtynyt kauas EKP:n kahden prosentin keskipitkän aikavälin tavoitteesta: korkeimmillaan euroalueen inflaatio oli 10,6 % lokakuussa 2022, jolloin noin puolet inflaatiosta tuli suoraan energian hintojen noususta. Tukitoimilla on ollut myös kääntöpuolensa, sillä vaikka ne ovat helpottaneet kotitalouksien sekä yritysten tilannetta ja laskennallisesti myös alentaneet energiainflaatiota ainakin hetkellisesti, ne ovat samalla ylläpitäneet finanssipolitiikan kevyttä viritystä, joka on ollut ristiriidassa keskuspankin rahapolitiikan kiristävän linjan kanssa.

Useat taloustieteilijät pitävät (liian) kevyttä finanssipolitiikkaa tärkeänä taustatekijänä inflaation kiihtymisessä pandemian jälkeen niin Yhdysvalloissa kuin euroalueella (ks. esim. Edelberg ja Sheiner 2021 tai Summers 2021). Tutkimus ei ole tässäkään asiassa yksimielinen, sillä myös tarjontahäiriöiden, Venäjän hyökkäyssodan ja inflaation globalistumisen vaikutuksia voidaan hyvin perusteiden pitää merkittävänä (ks. esim. Binici ym. 2022). Tuoreessa tutkimuksessaan Bernanke ja Blanchard (2023) arvioivat, että finanssipolitiikalla on ollut keskeisempi merkitys inflaation kiihtymisessä vasta viime aikoina eli vuosina 2022 ja kuluvan vuoden alussa.

Finanssipolitiikan rooli inflaation sitkistymisessä

Energian hintashokin vaimetessa voidaankin esittää hypoteesi, että finanssipolitiikalla on ollut merkittävä rooli nimenomaan inflaation sitkistymisessä, eli löysän finanssipolitiikan seurauksena tarjontashokin vaikutus vaimenee hitaammin kuin pelkästään shokista itsestään voisi päätellä. Monet kansainväliset järjestöt, kuten keskuspankkien kattojärjestö BIS (2023), teollisuusmaiden yhteistyöjärjestö OECD (2023a) ja kansainvälinen valuuttarahasto IMF (2023), ovat varoitelleet liian kevyenä jatkuneesta finanssipolitiikasta, joka sopii huonosti korkeiden velka-asteiden ja sitkeän inflaation ympäristöön.

Euroopan komission (European Commission 2023) mukaan euroalueen finanssipolitiikka on kuitenkin rakenteellisen alijäämän muutoksella mitattuna lievästi kiristävää vuosina 2022–2024. Toisaalta kun verrataan komission arvioimaa nykyistä rakenteellista alijäämää sen tasoon vuonna 2019 eli juuri ennen pandemiaa, havaitaan, että rakenteellinen alijäämä on euroalueella yhä 2 prosenttiyksikköä suurempi kuin se oli vuonna 2019. Vaikka finanssipolitiikkaa on asteittain kiristetty pandemian jälkeen, vuoden 2019 jälkeinen finanssipolitiikka on yhä kumulatiivisesti tarkasteltuna elvyttävää, toisin sanoen finanssipolitiikan elvyttävästä virityksestä on pandemian

jälkeen tultu toiseen suuntaan vain vähän. Samankaltaisia päätelmiä finanssipolitiikan virityksestä, sen muutoksista ja tasosta voidaan tehdä myös EKP:n arvioista rakenteellisesta alijäämästä vuosina 2021–2024 (ks. esim. EKP:n syyskuun 2023 MPE-ennuste, ECB 2023c).

Vuosina 2022 ja 2023 euroalueen finanssipolitiikassa keskeistä osaa ovat esittäneet energian hinnannousua kompensoivat toimet. OECD:n laskelmien^[1] perusteella tukitoimista yli puolet kohdistui suoraan energian hintaan. Erityisesti alennetut ja säännellyt energian hinnat sekä hintakatot muodostavat merkittävän osan toimien fiskaalisesta taakasta. Hintakattoja on ollut esimerkiksi Saksassa. OECD:n laskelmien perusteella vain alle 10 % energian hintaan kohdistetuista toimista suuntautui suoraan heikommin toimeentuleville kotitalouksille. Hinnan lisäksi energian tukitoimia on kohdennettu tuloihinkin. Näistä toimista merkittävä osa kohdistui myös suoraan heikommassa asemassa oleville kotitalouksille.^[2]

EKP arvioi Talouskatsauksessaan (ECB Economic Bulletin 2023a), että kaiken kaikkiaan päätösperäiset energian tukitoimet euroalueella olivat mittaluokaltaan 1,9 % BKT:sta vuonna 2022 ja ovat edelleen 1,6 % BKT:sta vuonna 2023. Suurin osa tukitoimista voidaan lukea tukipalkkioihin ja muihin tulonsiirtoihin. Seuraavaksi tärkein osa toimista ovat olleet (energian) verojen kevennykset. Merkittävä osa toimista on tarkoitus lopettaa vuonna 2024, jolloin arviolta 70 % nyt voimassa olevista tukitoimista erääntyy. Nykytiedoin enemmän kuin puolet vuonna 2024 jäljellä olevista toimista puolestaan lopetetaan vuoteen 2025 tultaessa. Niinpä EKP arvioi, että tukitoimien vaikutus fiskaalisen alijäämän kasvuun euroalueella on enää 0,5 % BKT:sta vuonna 2024 ja 0,2 % BKT:sta vuonna 2025.

Mallilaskelma energian hinnannousua kompensoivien toimien inflaatio- ja BKT-vaikutuksista

Hyvin kohdennetuille toimille voidaan löytää taloudellisia perusteita. Suurin osa vuosien 2022 ja 2023 toimista oli kuitenkin kohdentamattomia (OECD 2023a). Onkin hyödyllistä esittää kysymys, kuinka paljon tehdyt toimet lisäsivät hintapaineita tai toisaalta edesauttoivat euroalueen selviämistä energiakriisistä.

Seuraavassa tehdään energian hinnannousua kompensoivien tukitoimien inflaatio- ja BKT-vaikutuksia tarkasteleva laskelma IMF:ssä kehitetyllä globaalia makrotaloutta kuvaavalla kansainvälisen raha- ja finanssitalouden GIMF-mallilla. GIMF on dynaaminen ja stokastinen yleiseen tasapainoon (DSGE) perustuva makromalli (ks. esim. Kortelainen 2013).

Malli nojaa yleisen tasapainon traditioon, ja siinä on mukana hinta- ja palkkajäykkyksiä. Käytämme kuuden maan malliversiota, missä on mukana Yhdysvallat, euroalue, Kiina, Japani, muu Aasia ja muu maailma. Mallin perusversio on kalibroitu vuoden 2015 aineistolla, mutta shokkien vaikutukset simuloidaan

1. OECD:n laskelmat perustuvat 41 maan joukkoon, joista 35 on OECD-maita.

2. Ks. OECD 2023a ja 2023b.

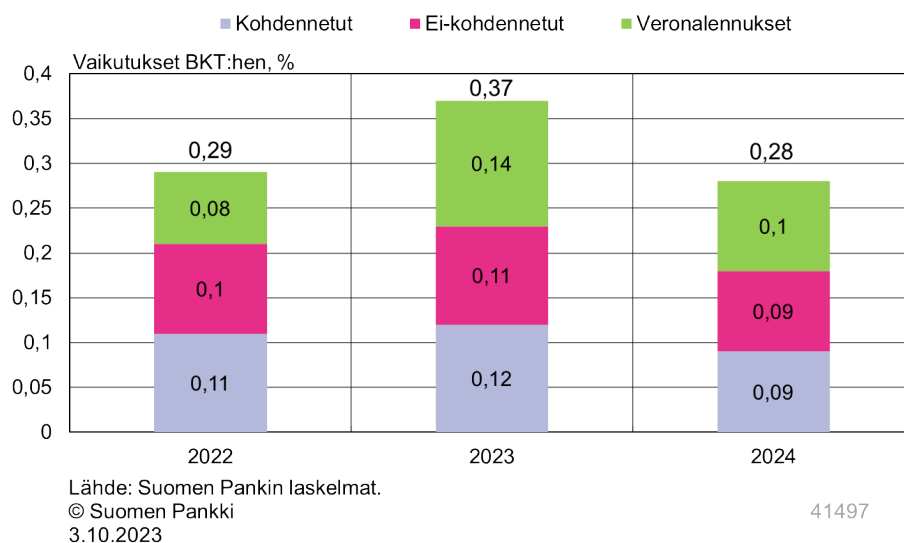
robustisuuden tarkastelemiseksi myös malliversiolla, joka on kalibroitu vuoden 2019 aineistolle eli siis hetkeen ennen pandemiaa. On hyvä huomata, että malli on aggregaattitason malli, jossa energian hinnat määrittyvät osana muita talouden hintoja, eikä mallissa ole erikseen energian hintakomponenttia. Niinpä mallissa energian hintatuet vaikuttavat samoin mekanismein kuin mitkä tahansa muutkin hintatuet. Samalla tavalla inflaatiota kiihdyttävät vaikutukset voidaan tulkita yhtä lailla pohjainflaatiota kiihdyttäväksi vaikutukseksi.

ECB Economic Bulletin (2023b) jakaa valtioiden tekemät energiatukitoimet laaja-alaisiin ja tarkasti kohdennettuihin toimiin ja edelleen niiden tyyppin mukaan energian hintoihin, kotitalouksien ja yritysten tuloihin kohdistuviin sekä muihin energiaan liittyviin tukitoimiin. GIMF-mallissa valtio voi kohdentaa tulonsiirtoja erikseen likviditeettirajoitteisille ja toisaalta muille kotitalouksille, jotka pääsevät lainamarkkinoille ja maksimoivat kulutustaan yli elinkaaren. Veronkevennyksiä voidaan mallissa osoittaa kulutusveroilta yleensä.

Hyödyntämällä ECB Economic Bulletinin (2023b) jaottelua allokoidaan valtioiden tekemät energian tukitoimet GIMF-mallissa niin, että asetetaan EKP:n määrittelemät ”kohdennetut” tulonsiirrot likviditeettirajoitteisille kotitalouksille. Allokoidaan muut tulonsiirrot eli EKP:n määrittelemät laaja-alaiset (ei-kohdennetut) tulonsiirrot muille kotitalouksille. Energiaverojen kevennykset simuloidaan kulutusverojen kevennyksinä, sillä mallissa ei ole erikseen energian ja muiden hyödykkeiden kulutusta. Asetetaan tukitoimien suuruudet vastaamaan EKP:n kesäkuun 2023 Talouskatsauksen (ECB Economic Bulletin 2023a) arviota, eli energiaan liittyviä tukitoimia on tuoreen arvion mukaan 1,9 % BKT:sta vuonna 2022, 1,6 % BKT:sta vuonna 2023 ja 0,5 % BKT:sta vuonna 2024. Niinpä skaalataan EKP:n maaliskuun Talouskatsauksessa (ECB Economic Bulletin 2023b) esitetty tukitoimien jaottelu niin, että kokonaisuus vastaa EKP:n kesäkuun päivitystä tukitoimien suuruudesta (vuoden 2023 tukitoimia revisioitiin kesäkuun ennustepäivityksessä 1,9 prosentista 1,6 prosenttiin BKT:sta). Simuloidaan tehdyt tukitoimet vuosina 2022–2024 tilapäisinä politiikkatoimina. Oletetaan vielä, että keskuspankki ei reagoi näihin tukitoimiin eli ohjauskorot eivät muutu tukitoimien seurauksena.

Kuvio 1.

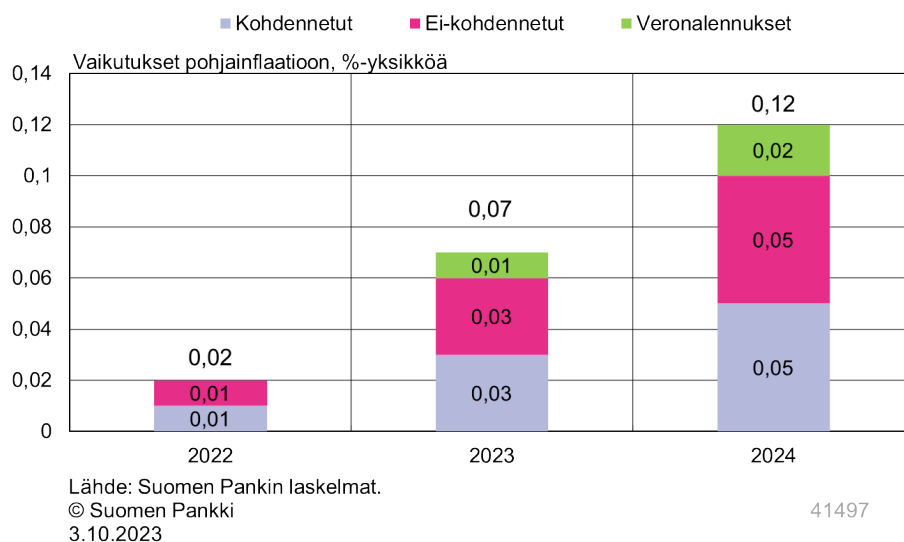
Energian tukitoimien vaikutus BKT:hen 2022–2024



41497

Kuvio 2.

Energian tukitoimien vaikutus pohjainflaatioon 2022–2024



41497

GIMF-mallin simulointitulokset energian tukitoimien BKT- ja

pohjaininflaatiovaikutuksista vuosille 2022–2024 on esitetty kuvioissa 1 ja 2.^[3] Tukitoimet kasvattavat euroalueen BKT:ta enemmillään vajaat 0,4 %. Vaikka vaikutus ei ole suuri, on se merkittävä suhteessa tälle vuodelle ennustettuun BKT:n kasvuun, 0,7 prosenttiin (ECB 2023c). Vaikutus kuitenkin liudentuu nopeasti, kun tukitoimien oletetaan osittain

3. Toistimme simulaatiot GIMF-mallin versiolla, jossa käytimme vuodelle 2019 estimoituja maiden välisiä kauppapainoja, kun GIMF:n perusversiossa kauppapainot ovat vuodelta 2015. Tulokset ovat hyvin lähellä kuvioiden 1 ja 2 tuloksia, joskin politiikkatoimien vaikutukset niin BKT:hen kuin inflaatioon ovat aavistuksen pienempiä vuoden 2019 painoilla kalibroidussa mallissa.

päättävän. Tulosten mukaan tukitoimet ovat myös lisänneet pohjainflaatiota euroalueella (kuvio 2). Tukitoimien vaikutus hintapaineisiin on kuitenkin mallisimuloinnin perusteella pieni: suurimmillaankin vain reilu 0,1 prosenttiyksikköä pohjainflaatiota kiihdyttävä.

Keskustelu finanssipolitiikan yhteydestä inflaatiopaineisiin jatkuu

Edellistä tulosta voidaan verrata IMF:n ekonomistien Daon ym. (2023) tuoreeseen tutkimukseen, jossa hyödynnetään sekä makromallia että Phillipsin käyrän epälineaarisen version estimointia. Tulosten mukaan euroalueella tehdyt energian tukitoimet eivät ole ylikuumentaneet talouksia. Dao ym. (2023) sen sijaan argumentoivat, että laskemalla energian mitattuja hintoja tukitoimet saattoivat estää ”inflatorisen mielialan leviämistä” ja alentaa inflaatio-odotuksia (tutkimuksen mukaan 0,2 prosenttiyksikön verran). Tulos on kuitenkin riippuvainen siitä taustatekijästä, että energian hinnat lähtivät laskuun kuluvan vuoden aikana. Muussa tapauksessa toimien kysyntävaikutukset olisivat alkaneet pian dominoida muita (esimerkiksi odotus-) vaikutuksia.

Tuore makromallilla tehty arvio energian hintojen kompensatiotoimien makrovaikutuksista on vielä Auclertin ym. (2023), jossa hyödynnetään heterogeenisten agenttien uuskeynesiläistä makromallia. Tulosten mukaan sekä kohdennetut että kohdentamattomat (energian hintojen kompensoimiseksi) tehdyt tulonsiirrot kotitalouksille kiihdyttävät inflaatiota selvästi laajentuneiden palkkapaineiden vuoksi. Sen sijaan hintatuet hidastavat inflaatiota, sillä ne laskevat kotitalouksien energian hintoja ja siten myös alentavat ammattiliittojen palkkavaateita.

On hyvä huomioida, että edellä tehdyssä GIMF-mallin simuloinnissa oletettiin tukitoimet tilapäisiksi eli ne loppuvat kokonaan vuoteen 2025 mennessä. GIMF-mallissa valtaosa kuluttajista on eteenpäin katsovia rationaalisia toimijoita, jotka maksimoivat kulutustaan elinkaarensa yli, ja siksi tilapäisten elvytystoimien vaikutus jää mallissa pieneksi siitäkin huolimatta, että likviditeettirajoitteiset kuluttajat reagoivat voimakkaasti myös tilapäisiin tulonsiirtoihin. Niinpä se taustaoletus, että vain 10 % tehdyistä toimita oli hyvin kohdennettuja (ECB Economic Bulletin 2023b) ja siten mallisimuloinnissa allokoitu likviditeettirajoitteisille kuluttajille, konkretisoituu melko vaikeina BKT-vaikutuksina tehdyille politiikkatoimille. Kolikon kääntöpuolena on toki se, että tukitoimien pohjainflaatiovaikutukset jäävät nekin pieniksi.

Yksi tulkinta tuloksista on se, että kun tarkastellaan viime vuosina tehdyn finanssipolitiikan ja inflaation kiihtymisen välistä yhteyttä, on luultavasti hyödyllisempää kiinnittää huomiota energiakriisissä tehtyjen toimien sijaan jo aiemmin eli pandemian aika tehtyihin laajoihin finanssipoliittisiin toimiin. Vuosina 2020 ja 2021 tehdyt finanssipolitiikan toimet olivatkin selvästi suurempia kuin myöhemmin energiakriisissä tehdyt toimet. Sama päätelmä voidaan tehdä tarkastelemalla rakenteellisen alijäämän muutoksia (ks. yllä mainitut Euroopan komission ja EKP:n arviot rakenteellisesta alijäämästä).

Edellä tehtyä analyysiä ja sen päätelmiä rajoittava seikka on vielä se, että perinteisissä

uuskeynesiläisissä malleissa rahapolitiikka dominoi finanssipolitiikan toimia, jolloin inflaatiota voidaan luonnehtia ennen kaikkea rahatalouden ilmiöksi. Tätä käsitystä on myös kritisoitu viimeaikaisessa kirjallisuudessa (ks. esim. Cochrane 2023). Keskustelu finanssipolitiikan yhteydestä hintatasoon ja inflaatioon pysynee agendalla jatkossakin. Edellä tehty globaaliin uuskeynesiläiseen malliin perustuva tarkastelu on yksi tapa analysoida finanssipoliittisten toimien ja inflaation yhteyttä.

Lähteet

Auclert, A., Monnery, H., Rognlie, M. ja Straub, L. (2023) Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy. NBER Working Paper Series, Working Paper 31543.

Bernanke, B. ja Blanchard, O. (2023) What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation? Paper presented at the conference "The Fed: Lessons learned from the past three years" at the Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at the Brookings Institution.

Binici, M., Centorrino, S., Cevik, S. ja Gwon, G. (2022) Here Comes the Change: The Role of Global and Domestic Factors in Post-Pandemic Inflation in Europe. IMF Working Paper No. 2022/241.

BIS (2023) BIS Annual Economic Report. June 2023.

Cochrane, J. (2023) The Fiscal Theory of the Price Level. Princeton University Press 2023.

Dao, M. C., Dizioli, A., Jackson, C., Gourinchas, P.-O. ja Leigh D. (2023) Unconventional Fiscal Policy in Times of High Inflation. Paper presented at the ECB Forum on Central Banking, June 2023.

ECB Economic Bulletin (2023a) Issue 4, 2023.

ECB Economic Bulletin (2023b) Issue 2, 2023, Box 9 "Update on euro area fiscal policy responses to the energy crisis and high inflation".

ECB (2023c) Staff macroeconomic projections for the euro area. September 2023.

Edelberg, W. ja Sheiner, L. (2021) The Macroeconomic Implications of Biden's \$1.9 Trillion Fiscal Package. Brookings Institution, January 28.

European Commission (2023) European Economic Forecast. Spring 2023.

Kortelainen, M. (2013) Kansainvälisen raha- ja finanssitalouden malli. *Euro & talous* 2013:1, s. 49–56.

IMF (2023) World Economic Outlook. April 2023.

OECD (2023a) OECD Economic Outlook. June 2023.

OECD (2023b) Aiming better: government support for households and firms during the energy crisis. Economic Policy Paper No. 32.

Summers, L. (2021) The Biden Stimulus Is Admirably Ambitious. But It Brings Some Big Risks Too. Washington Post, February 4.



Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankkuroitumista

Tänään – Analyysi – Rahapolitiikka , Kansainvälinen talous



Lauri Vilmi
Vanhempi neuvonantaja



Sami Oinonen
Ekonomisti



Markku Lehmus
Toimistopäällikkö

Rahapolitiikan kiristäminen on vakauttanut inflaatio-odotuksia. Inflaatio-odotukset vaikuttavat niin yritysten hinnoittelupäätöksiin kuin palkkaneuvottelujen lopputulemiin eli suoraan toteutuneeseen inflaatioon. Odotusten pysyminen linjassa EKP:n inflaatiotavoitteen kanssa eli niin sanottu inflaatio-odotusten ankkuroituminen edesauttaakin sitä, että inflaatio palautuu inflaatiotavoitteeseen keskipitkällä aikavälillä.



Inflaatio-odotuksilla on keskeinen merkitys rahapolitiikan toteutuksessa. Uskeynesiläisen Phillipsin käyrän mukaan odotukset vaikuttavat suoraan yritysten hinnoittelupäätöksiin ja palkkaneuvottelujen tuloksiin. Siten inflaatio-odotuksilla on suora yhteys myös toteutuneeseen tämän hetken inflaatioon. Odotukset vakaasta

hintakehityksestä tulevaisuudessa helpottavat myös taloudellista suunnittelua ja vähentävät siten inflaatioon liittyviä riskilisiä. Odotusten pitämiseksi vakaana EKP ja muut keskeiset keskuspankit ovat sitoutuneet inflaatiotavoitteen saavuttamiseen keskipitkällä aikavälillä. Jos yleisö uskoo, että keskuspankki toteuttaa mandaattinsa, toisin sanoen jos tavoite on uskottava, pitkän aikavälin inflaatio-odotukset pysyvät lähellä inflaatiotavoitetta sekä verraten vakaina inflaatiopaineiden vaihtelusta huolimatta.

Corsello ym. (2021) argumentoivat, että inflaatio-odotusten pysyminen linjassa keskuspankin inflaatiotavoitteen kanssa, eli niin sanottu ankkuroituminen, on välttämätön ehto keskuspankin inflaatiotavoitteen saavuttamiseksi. Hyvin ankkuroinneilla inflaatio-odotuksilla voidaankin torjua haitallista palkka-inflaatiokierrettä. Vakaiden inflaatio-odotusten on myös arvioitu selittävän, miksi finanssikriisin jälkeen Yhdysvalloissa vältettiin inflaatio-odotusten voimakas lasku korkeasta työttömyysasteesta huolimatta (Ball ja Mazumder 2019).

Inflaatio-odotuksia syytä tarkastella laaja-alaisesti

Inflaatio-odotuksia mitataan tyypillisesti käyttämällä kyselyperusteisia ja markkinahinnoittelusta johdettuja inflaatio-odotuksia. Kyselyperusteisia odotuksia ovat erilaiset kuluttajille, yrityksille ja ammattiennustajille suunnatut kyselyt, joissa tiedustellaan näiden näkemystä inflaatiosta eripituisilla aikahorisonteilla. Markkinoiden inflaatio-odotukset voidaan puolestaan johtaa markkinoilla kauppaa käytävien inflaatiojohdannaisten (inflation swaps) hinnoista. Monipuolisten inflaatio-odotusmittareiden kääntöpuolena on kysymys, kenen odotuksia inflaatioanalyysissä ja rahapolitiikan toimeenpanossa tulisi seurata. Kaikissa eri odotusmittareissa on heikkoutensa, mikä on syytä tiedostaa inflaatio-odotuksista ja niiden liikkeistä tulkintoja ja johtopäätöksiä tehtäessä (ks. tarkemmin artikkelin infolaatikko).

Kyselytutkimuksista kuluttaja- ja yrityskyselyjen inflaatio-odotukset ovat keskimäärin ammattiennustajien odotuksia suuremmat ja myös volatiilimmat (suurempia eroja eri ennustajien ja eri ennustekierrosten välillä), ja lisäksi yritysten ja erityisesti kuluttajien inflaatio-odotukset nojaavat voimakkaasti toteutuneeseen hinta- ja inflaatiokehitykseen (Malmendier ja Nagel 2016). Syiksi näihin tuloksiin on esitetty mm. kuluttajien ja yritysten odotuksiin ja niiden muodostumiseen liittyvää ”tahmeutta” (sticky information) sekä sitä, että ne päivittävät näkemyksiään ammattiennustajia verkkaisemmin (Carroll 2003). Lisäksi on esitetty, että kuluttajat ovat huonosti informoituja, toisin sanoen he painottavat vastauksissaan itselleen tärkeiden hyödykkeiden ja palvelujen hintoja (esim. Coibion ja Gorodnichenko 2015 ja Coibion ym. 2018). Kuluttaja- ja yrityskyselyiden etuna puolestaan on, että niiden otosjoukko voi olla hyvinkin laaja ja heterogeeninen. Myös ammattiennustajille suunnattujen kyselyjen on havaittu reagoivan hitaasti uuteen informaatioon (Coibion ja Gorodnichenko 2012).

Markkinaodotusten etuna kyselytutkimuksiin verrattuna puolestaan on, että niiden frekvenssi on hyvin tiheää, ne voidaan johtaa joustavasti eri aikahorisonteille ja ne ovat ”aitoja” siinä mielessä, että niihin ei vaikuta odotusten keruutapa tai kyselyn tyyppi. Markkinaodotusten heikkoutena on puolestaan se, että ne eivät kuvaa yksistään inflaatio-odotusta, vaan niihin sisältyy myös riskipremio, joka voi erityisesti

markkinaturbulenssien aikaan muodostua merkittäväksikin.

Inflaation ankkuroitumisen tarkastelussa markkinaodotuksista keskeisiä ovat pidemmän aikavälin odotukset, joista seuratuin on ehkä niin sanottu 5v5v-odotus (inflaatiowapeista^[1] johdettu viiden vuoden inflaatio-odotus viiden vuoden päästä). Myös muita pidemmän aikavälin markkinaodotuksia (esim. 3v3v) käytetään laajasti, ja kaiken kaikkiaan nämä korreloivatkin vahvasti keskenään. Lyhyemmillä aikahorisonteilla odotuksiin vaikuttavat yksittäiset shokit, esim. energian hinnat, joten näiden seuranta ankkuroitumisen analysoinnissa ei ole mielekäästä.

Keskeisimmät euroalueen inflaatio-odotusten seurantaan ja analyysiin käytetyt mittarit euroalueella ovat rahoitusmarkkinainformaatiosta johdetut inflaatiowapeihin perustuvat inflaatio-odotukset sekä EKP:n ammattiennustajille suunnattu SPF^[2] (Survey of Professional Forecasters) -kysely. Näistä molemmista on saatavilla jo varsin pitkät aikasarjat ja useita eri aikahorisontin inflaatio-odotuksia. Bańbura ym. (2023) havaitsivat ammattiennustajille suunnattujen kyselyjen informaation myös parantavan inflaatioennusteita, kun taas ainakaan pitkät markkinaperusteiset odotukset sekä yritys- ja kotitalouskyselyihin perustuvat inflaatio-odotukset eivät heidän tulostensa mukaan näyttäneet tätä tekevän.

Kuluttajien ja yritysten kyselytutkimuksista keskeisimmät inflaatio-odotuksista tietoa antavat mittarit ovat EKP:n ja Euroopan komission tuottamat kyselyt. EKP on vuodesta 2020 alkaen tehnyt kuluttajille suunnattua CES^[3] (Consumer Expectations Survey) -kyselyä, jossa kysytään mm. kuluttajien näkemystä inflaatiosta. Komission kuluttajakyselyssä puolestaan tiedustellaan kotitalouksilta, uskovatko he inflaation kiihtyvän vai hidastuvan nykyisestä (ei siis suoraan inflaatiovauhtia). Tämä vaikeuttaa komission kuluttajakyselyn käyttämistä suoraan sen arviointiin, ovatko inflaatio-odotukset linjassa EKP:n inflaatiotavoitteen kanssa.

Yritysten inflaatio-odotuksista saadaan tietoa EKP:n neljännesvuosittaisesta kyselykierroksesta yrityksille (CTS, contacts with non-financial corporations). Yrityskeskusteluissa ei tiedustella suoraan yritysten inflaatio-odotuksista, mutta yritysten sektorikohtaiset hinta- ja kustannusnäkemykset auttavat arvioimaan

1. Rahoitusmarkkinoilla euroalueen inflaatiowapien hinnoista on hintatietoja saatavilla vuoden 2004 loppupuolelta lähtien, joten niistä johdettujen inflaatio-odotusten aikasarjakin on jo lähes 20 vuoden mittainen. Inflaatiowapeista johdettujen odotusten etu on tiheä frekvenssi: swapdataa on saatavilla päivittäin markkinoiden jokaiselta kaupankäyntipäivältä. Euroalueella inflaatiowapeja on saatavilla useilta eri maturiteeteilta, jopa kolmeenkymmeneen vuoteen saakka. Yleisesti seurattuja ovat 1–10 vuoden maturiteetin swapit.

2. EKP on tehnyt ja julkaissut SPF-kyselyä jo vuodesta 1999 saakka. Kysely on neljännesvuosittainen, ja vastaajajoukko on noin 75 ammattiennustajaa, joista noin 2/3 on rahoitussektorilta ja loput institutioita ja tutkimuslaitoksia. Kullakin kyselykierroksella vastaajien lukumäärä on keskimäärin 40–50. SPF:ssä kysytään ennustajien arviota kuluvan vuoden, seuraavan ja sitä seuraavan kalenterinvuoden sekä pitkän aikavälin (4–5 vuotta) inflaatiosta. Lisäksi kysytään vielä vastaajien inflaationäkemystä kulloistakin kyselyhetkeä seuraavalta 12 ja 24 kuukaudelta.

3. Kysely on maakohtainen, ja alkuvaiheessa siinä on mukana euroalueen kuusi suurinta taloutta (Saksa, Ranska, Italia, Espanja, Alankomaat ja Belgia). Kysely tehdään sähköisesti kuukausittain, ja siinä on mukana noin 14 000 kotitaloutta. Kyselyä ollaan paraikaa laajentamassa viiteen uuteen maahan (Irlanti, Kreikka, Itävalta, Portugali ja Suomi). CES:ssä kysytään kuluttajien arviota inflaatiosta kolmelta aikahorisontilta: näkemys edeltävien 12 kuukauden inflaatiosta, odotus seuraavien 12 kuukauden inflaatiosta sekä odotus seuraavien 3 vuoden inflaatiosta.

euroalueen tuottajahintojen ja palkkojen kehitystä ja siten kuluttajahintainflaation suuntaa sekä tarjoavat arvokasta lisätietoa kulloisenkin hintakehityksen syistä.

CTS:n lisäksi EKP on vuodesta 2009 kerännyt neljännesvuosittain tietoa yritysten rahoitusoloista (SAFE, Survey on the access to finance of enterprises). Tässäkään kyselyssä ei tiedustella säännöllisesti yritysten inflaatio-odotuksia, mutta viime aikoina kyselyyn on lisätty kertaluonteisesti mukaan lisäkysymyksiä, joissa tiedustellaan yritysten viimeaikaista ja odotettua hintakehitystä. Komission yrityskysely tarjoaa tietoa yritysten hintanäkymistä lyhyellä kolmen kuukauden aikahorisontilla. CTS, SAFE ja komission yrityskyselyn tulokset tarjoavatkin oivallista lisätietoa arvioitaessa lyhyen aikavälin inflaatiokehitystä ja näkymiä, mutta nykyisellään ne eivät anna informaatiota pidemmän aikavälin inflaatio-odotuksista rahapolitiikan päätöksenteon tueksi.

Vuodesta 2019 lähtien EKP on kerännyt inflaatio-odotuksia myös SMA (Survey of Monetary Analysts) -kyselyssään. SMA sisältää 29 vastaajaa EKP:n markkinaoperaatioiden vastapuolelta (pankit ja ym. instituutiot) ja tarjoaa informaatiota rahoitussektorin odotuksista mm. inflaatiokehityksen suhteen.

Milloin inflaatio-odotukset ovat ankkuroituneet hyvin?

Odotusten voi ajatella olevan ankkurissa ensinnäkin silloin, kun ne ovat linjassa keskuspankin tavoitteleman inflaatiotavoitteen kanssa (level-anchored). Toinen, hieman vähemmän käytetty mutta tärkeä määritelmä ankkuroitumiselle on Corsellon ym. (2021) mukaan se, että ankkuroituneet pitkän ajan inflaatio-odotukset eivät reagoi lyhytaikaisiin taloudessa tapahtuviin shokkeihin (shock-anchored). Linjassa tämän määritelmän kanssa Beechey ym. (2011)^[4] argumentoivat, että pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat herkkiä talousuutisille silloin, kun inflaatio-odotukset eivät ole kunnolla ankkuroituneet. Uskottavan keskuspankin inflaatiotavoitteen pitäisi määrittää pitkän ajan keskimääräinen inflaatiovauhti, eikä silloin lyhytaikaisten uutisten pitäisi juurikaan heiluttaa käsitystä tulevasta pitkän ajan inflaatiovauhdista.

Keskuspankin uskottava inflaatiotavoite vähentää myös epävarmuutta tulevasta inflaatiosta. Siten pelkän inflaatio-odotusten keskiarvon tai mediaanin lisäksi myös epävarmuus tulevasta inflaatiosta antaa käsityksen siitä, kuinka voimakkaasti odotukset ovat ankkurissa (ks. esim. Gürkaynak ym. 2010).^[5] Esimerkiksi ammattiennustajien pitkän ajan inflaatioennusteiden jakauma antaa tietoa inflaatioon liittyvästä epävarmuudesta. Vastaavasti inflaatio-optioista johdetut todennäköisyysjakauman muutokset antavat markkinahinnoitteluun perustuvan näkemyksen tulevaan inflaatioon liittyvästä epävarmuudesta (ks. esim. Hilscher ym. 2022)^[6].

Odotusten ankkuroituminen ei ole kuitenkaan yksiselitteinen ilmiö, jossa odotukset ovat joko ankkurissa tai pois ankkurista, vaan inflaatio-odotukset voivat olla vahvemmin tai heikommin ankkuroituneet inflaatiotavoitteeseen. Esimerkiksi ennen vuotta 2012

4. Beechey ym. (2011).

5. Gürkaynak ym. (2010).

6. Hilscher ym. (2022).

inflaatio-odotukset olivat Yhdysvalloissa herkempiä talousuutisille kuin euroalueella, ja tämän on tulkittu tarkoittaneen Yhdysvaltojen odotusten olleen tuolloin heikommin ankkuroituneita kuin euroalueen (Beechey ym. 2011). Bundickin ja Smithin (2023 ja 2018)^[7] mukaan numeerisen inflaatiotavoitteen käyttöönotto Yhdysvaltain keskuspankissa Fedissä vuoden 2012 alun jälkeen auttoi kuitenkin ankkuroimaan odotuksia.

Odotukset olleet tänä vuonna aikaisempaa herkimpiä uusille inflaatioyllätyksille

Ennen koronapandemiaa ja Venäjän hyökkäyssotaa Ukrainaan euroalueella vallitsi pitkittynyt alhaisen inflaation kausi, joka alkoi vuoden 2013 aikana. Inflaatio hidastui hetkellisesti jopa negatiiviseksi vuoden 2015 vaihteessa. Samaan aikaan erityisesti lyhyen, mutta myös pitkän aikavälin inflaatio-odotukset laskivat jyrkästi. Odotusten lasku oli voimakkainta markkinaperusteisissa odotuksissa, mutta oli selvästi havaittavissa myös SPF-kyselyn tuloksissa. (Kuvio 1). Tämä nosti huolia sen suhteen, että odotusten taso ei ollut enää vahvasti ankkuroitunut EKP:n inflaatiotavoitteeseen ja deflaatioon ajautumisen riski olisi sen myötä kasvanut. EKP:n käynnisti vuoden 2015 alussa voimakkaan rahapoliittisen elvytyksen inflaatio-odotusten ja inflaation palauttamiseksi takaisin tavoitetasolleen.

Keveyestä rahapolitiikan virityksestä huolimatta inflaatio-odotukset jäivät pitkäaikaisesti alle EKP:n hintavakaustavoitteen tason. Corsello ym. (2021) havaitsivat, että SPF:n pitkän aikavälin inflaatio-odotukset tulivat vuosina 2013–2019 aiempaa herkemmiiksi negatiivisille inflaatioyllätyksille (sekä lyhyen aikavälin inflaatio-odotuksille). Samoin Garcia ja Werner (2021) päätyivät analyysissään tulokseen, että inflaatio-odotusten ankkuri ei ole enää vuoden 2013 jälkeen pitänyt yhtä hyvin kuin aiemmin: swaphinnoista lasketut inflaatio-odotukset viiden vuoden kuluttua viiden vuoden päähän reagoivat kasvavissa määrin yllätyksiin inflaatiojulkaisuissa.

Koronapandemian palautumisvaiheessa inflaatio-odotukset nousivat asteittain oltuaan vuoden 2020 keväällä historiallisen alhaisissa luvuissa. Vuoden 2022 alussa niin markkinoiden kuin SPF:nkin inflaatio-odotukset olivat palautuneet EKP:n kahden prosentin inflaatiotavoitteen tuntumaan. Venäjän aloittama hyökkäyssota Ukrainaan ja siitä seurannut energiakriisi aiheuttivat markkinoilla suurta markkinaturbulenssia sekä epävarmuutta ja inflaatio-odotukset nousivat selvästi keväällä 2022. Eritoten lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset nousivat merkittävästi – erityisesti kuluttajien^[8] – mutta myös pidemmän aikavälin odotuksissa tapahtui nopea ja voimakas liike ylöspäin. Vuoden 2022 puolivälistä lähtien sekä markkinoiden että SPF:n inflaatio-odotukset ovat pysyneet hieman keskuspankin kahden prosentin inflaatiotavoitteen yläpuolella.

Markkinoiden inflaatio-odotukset kohosivat tämän vuoden helmi-maaliskuussa, ja pitkän aikavälin markkinaodotukset ovat tämän vuoden huhtikuusta lähtien kasvaneet

7. Bundick ja Smith (2018) ja Bundick ja Smith (2023).

8. Kuluttajien inflaatio-odotusten korkeita lukuja tulkitessa on hyvä huomioda, että CES-kyselyn mukaan kuluttajat arvioivat myös toteutuneen inflaation (edelliset 12 kuukautta) selvästi todellista inflaatiiovauhtia nopeammaksi.

hieman yli 2,5 prosentin tason. Kaiken kaikkiaan inflaatio-odotusten liikkeet ovat vuosina 2022 ja 2023 vaihdelleet paljon – erityisesti markkinoiden inflaatio-odotusten osalta niiden tiheän päivittymisfrekvenssin vuoksi –, mikä kuvaa hyvin viime aikoina markkinoilla vallinnutta epävarmuutta. Voimakkaat liikkeet eritoten Venäjän hyökkäyssodan alkuvaiheen aikana ja uudelleen tämän vuoden aikana varsinkin lyhyen aikavälin inflaatio-odotuksissa voivat viitata siihen, että vallitsevassa markkinaepävarmuudessa talousuutisten ja shokkien vaikutus inflaatio-odotuksiin on saattanut lisääntyä ja muuttua aiempaa pitkäkestoisemmaksi. Tämä voi viitata siihen, että riski inflaatio-odotusten ankkuroitumisen heikentymisestä on kasvanut.

Kuvio 1.

Rahapolitiikan kiristämällä on hillitty inflaatio-odotusten liiallista nousua



* Laskettu inflaatioosapeista. ** SPF = Survey of Professional Forecasters.

*** CES = Consumer Expectation Survey, (vastausten mediaani).

Lähteet: Bloomberg, EKP, Macrobond ja Suomen Pankin laskelmat. 32426@odotusSPF_CES_median (ET)
© Suomen Pankki 3.10.2023

Odotusmittareiden laajempi tarkastelu kuitenkin osoittaa, ettei inflaatio-odotusten lipsumisesta ankkurista ole selvää näyttöä. Inflaatio-odotusten kasvavaan suuntaan viittaavaa liikettä on tämän vuoden aikana ollut nähtävissä vain markkinaodotuksissa, mikä voi osaltaan johtua myös riskipreemion kasvusta, ei välttämättä inflaatio-odotusten noususta. Pitkän aikavälin odotukset ovat edelleen verraten lähellä pitkän ajan keskiarvotasoaan, eivätkä siten mitenkään poikkeuksellisen korkealla. Niin ammattiennustajia kuin yrityksiä ja kuluttajiaakin koskevat kyselytutkimukset osoittavat inflaatio-odotusten maltillistuneen kuluvan vuoden mittaan. Sekä SPF:n että CES:n pitkän aikavälin odotukset ovat palautuneet takaisin inflaatiotavoitteen tuntumaan. Ammattiennustajille suunnatun SPF-kyselyn mitatut odotukset viiden vuoden päähän ovat lähellä koronapandemiaa edeltävän mittaushistoriansa (1999–2019) keskiarvoa, samoin kuin kuluttajien CES-kyselyn odotukset kolmen vuoden päähän ovat maltillistuneet lähemmäs kyselyn aloitusvuosien (2020–2021) tasoa.

Tuoreessa, heinäkuun 2023 SMA-kyselyssä inflaation odotetaan maltillistuvan selvästi tämän vuoden lopun ja ensi vuoden aikana ja palautuvan kahden prosentin tuntumaan. Myös yritysten inflaatio-odotukset ovat maltillistuneet. Näin ollen näyttääkin siltä, että vaikka eritoten lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset ovat viime aikoina olleet voimakkaassa liikkeessä ja odotukset ovat olleet selvästi kasvussa, ei inflaation

kuitenkaan nähdä karkaavan hallitsemattomaksi, ja pitkät inflaatio-odotukset ovat palautumassa aiemmille tasoilleen.

Tulevaan inflaatioon liittyvä epävarmuus on kasvanut

Inflaatio-odotusten kehitystä arvioitaessa on lisäksi kuitenkin syytä tarkastella myös niiden jakaumaa. Inflaatio-odotusten jakaumia voidaan tarkastella yhtäältä inflaatio-optioiden hinnoista johdettuna ja toisaalta kyselytutkimuksista. Kyselytutkimuksissa vastaajajoukko on usein hyvin heterogeeninen, jolloin yksittäinen vastausten keskimääräinen pisteluku voi kätkeä taakseen hyvinkin moninaisia inflaatio-odotuksia. Reis (2021) toteaaakin, että riski koronapandemian jälkeisestä inflaatio-odotusten noususta ja inflaation kiihtymisestä havaittiin liian pitkällä viipeellä. Hän toteaa, että riski inflaation kiihtymisestä oli nähtävissä inflaation jakaumista jo varhaisemmassa vaiheessa: vuoden 2021 aikana Yhdysvalloissa kuluttajien inflaatio-odotusten jakauman hajonta alkoi kasvaa ja vinoutua korkean inflaation suuntaan, kun suurempi osa kuluttajista alkoi pitää kiihtynyttä inflaatiota pysyvämpänä ilmiönä. Samaan aikaan kuluttajien keskimääräinen inflaatio-odotus muuttui kuitenkin aluksi vain marginaalisesti. Vuoden 2022 aikana siirtymää oli lopulta tapahtunut niin paljon, että myös kuluttajien keskiarvo-odotus osoitti inflaatio-odotusten nousseen.

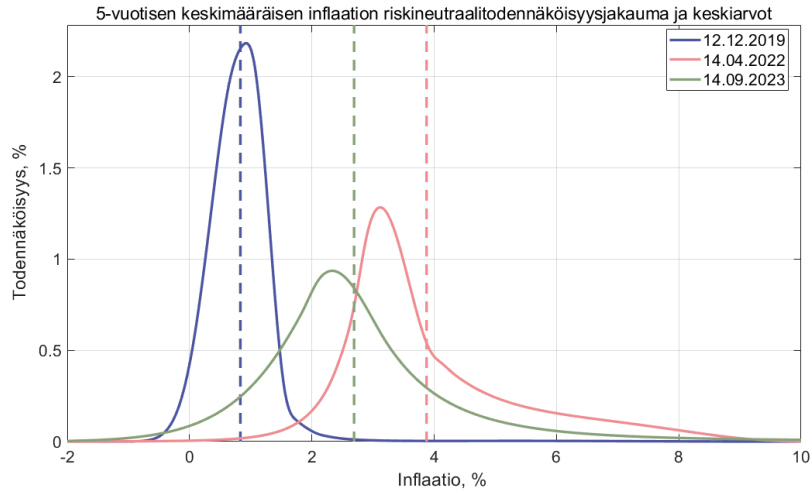
Euroalueen inflaation jakaumia voidaan tarkastella esimerkiksi markkinainformaation ja SPF:n avulla. Markkinoiden inflaatiojakauma voidaan johtaa inflaatio-optioista, ja SPF-kyselyssä puolestaan vastaajilta kysytään piste-estimaatin lisäksi arvio tulevan inflaatiovauhdin todennäköisyyksistä. Markkinainformaatiosta johdettu viiden vuoden inflaatio-odotuksen todennäköisyysjakauma osoittaa, että korkean inflaation todennäköisyys kasvoi merkittävästi Venäjän hyökkäyssodan puhjettua. Jo tätä ennenkin markkinat hermoilivat aiempaa korkeamman inflaation todennäköisyydestä koronapandemiasta toivuttaessa. Sittemmin hyvin korkean inflaation uhka on markkinainformaation mukaan jonkin verran vähentynyt, mutta markkinat pitävät tätä kuitenkin edelleen selvästi todennäköisempänä verrattuna siihen, mitä ne odottivat inflaatiolta sotaa edeltävällä jaksolla.

Yleinen markkinailmapiiriin epävarmuus ja sen kasvu näkyivät markkinainformaatiosta johdettujen inflaatio-odotusten todennäköisyysjakaumassa jakauman selvänä levenemisenä sekä vinoutumisena oikealle eli korkeamman inflaation todennäköisyyden suuntaan vuoden 2022 keväällä (kuvio 2). Se heijastelee sitä, kuinka markkinat olivat yhä useammin erimielisiä inflaation suunnasta (jakauman leveneminen), ja toisaalta sitä, että entistä suurempi osuus arvioi inflaation pikemminkin kiihtyvän kuin hidastuvan (jakauman vinoutuminen). Myös SPF:n inflaatiotodennäköisyysjakaumassa jakauma leveni, korkean inflaation todennäköisyys kasvoi, ja jakauma vinoutui korkean inflaation suuntaan (kuvio 3).

Huolimatta inflaatio-odotusmittareiden keskiarvolukujen pysymisestä inflaatiotavoitteen tuntumassa vuosina 2022 ja 2023, oli jakaumien vinoutuminen korkean inflaation suuntaan selvä viite siitä, että riski inflaatio-odotusten ankkuroitumisen mahdollisesta pettämisestä oli ilmeinen. ^[9]

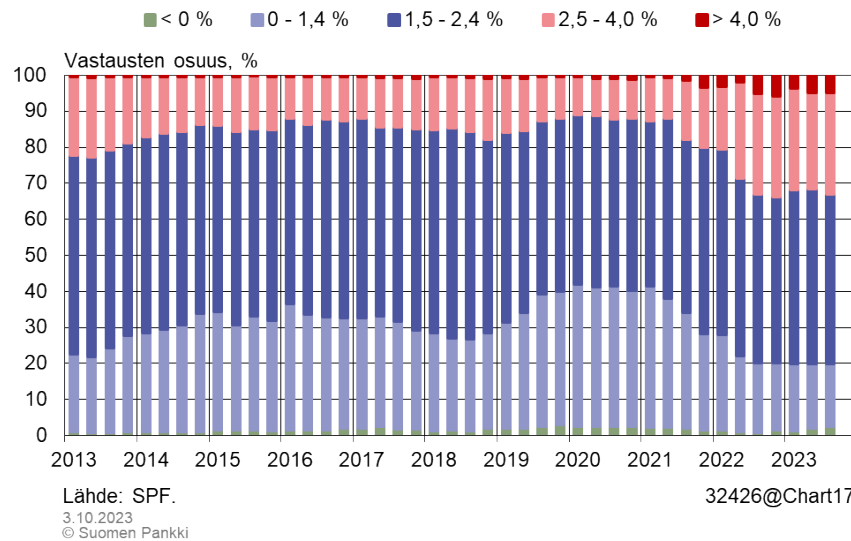
Kuvio 2.

Inflaatio-odotusten jakaumat tarjoavat tärkeää lisäinformaatiota odotusten ankkuroitumisesta



Kuvio 3.

SPF:n inflaatioennusteet, pidempi aikaväli



Rahapolitiikan toimilla vakautettu inflaatio-odotuksia

Inflaatio-odotukset olivat ennen vuotta 2022 pitkään alle kahdessa prosentissa. Vaikka

9. Hilscher ym. (2022)^[1] arvioivat inflaatio-odotusten jakaumien muutoksia ja ”inflaatiokatastrofien” riskejä hyödyntämällä 5v5v-inflaatio-odotusten hintoja. Heidän mukaansa ”inflaatiokatastrofien” todennäköisyyden pienuutta voidaan myös pitää vaihtoehtoisena odotusten ankkuroitumisen mittarina. Eräs Hilscherin ym. havainnosta on, että korkean ja sitkeän inflaation riski Yhdysvalloissa on kasvanut tasaisesti vuodesta 2021 ja euroalueella vuodesta 2022 lähtien.

ne ovat sen jälkeen palautuneet melko lähelle keskuspankin pitkän ajan tavoitetta, ovat inflaatio-odotukset olleet aikaisempaa herkempiä inflaatioyllätyksille tai muille muutoksille inflaationäkymissä. Riskit inflaatio-odotusten ankkurin heikentymisestä ovatkin kasvaneet. Vuoden 2022 jälkeisiin inflaatio-odotusten voimistuneisiin heilahteluihin saattoivat olla syynä lukuisat nopeampaan inflaatioon viittaavat inflaatioyllätykset. Inflaatio-odotuksiin liittyy myös riski pysyvämmästä siirtymästä kasvaneisiin hintapaineisiin esimerkiksi energiasiirtymän ja deglobalisaation vuoksi. Myös esillä olleet riskit rahoitusmarkkinoiden tai finanssipolitiikan dominanssista ovat voineet lisätä epävarmuutta tulevasta inflaatiokehityksestä.

Voimakkaat rahapolitiikkatoimet ovat kuitenkin vakauttaneet inflaatio-odotusten kehitystä ja vahvistaneet odotusten ankkuroitumista. Keskuspankit reagoivat alhaisiin odotuksiin ennen vuotta 2022 laskemalla ohjauskorot poikkeuksellisen alas, jopa negatiivisiksi, ja ottamalla käyttöön lukuisia epätavanomaisia rahapolitiikan välineitä. Nyt tavoitetta nopeamman inflaatiokehityksen riskin ollessa ajankohtainen epätavanomaisista toimista on asteittain luovuttu ja ohjauskorkoa nostettu voimakkaasti, mikä on näkynyt euroalueen pidempien riskittömien korkojen nousuna (ks. kuvio 1). Inflaatio-odotukset heijastelevat EKP:n sitoutumista inflaatiotavoitteeseensa. Rahapolitiikan voimakas kiristäminen on edesauttanut inflaatio-odotusten ankkuroitumista sen tavoitteen tuntumaan.



Kuluttajien inflaatio-odotukset ovat hyvin heterogeenisiä ja heijastelevat vahvasti yksilön omia kulutustottumuksia ja käsitystä nykyinflaation tasosta

Kuluttajien inflaatio-odotukset ovat saaneet viime aikoina paljon huomiota ja tutkimusta osakseen. Yleisesti ottaen kuluttajien inflaatio-odotuksiin vaikuttavat vahvasti yksilölliset tekijät ja käsitys nykyisestä inflaatiosta pikemmin kuin näkemykset tulevasta inflaatiokehityksestä. Erityisesti hitaan inflaation maissa, joissa rajuja inflaatioliikkeitä ei ole totuttu näkemään ja siten kuluttajien inflaatioon perehtymisestä kokeman hyödyn jäädessä vähäiseksi – kuluttajien tietämys keskuspankin rahapolitiikasta ja inflaatiotavoitteesta voi olla heikkoa. Kuluttajien inflaatio-odotukset voivat toki poiketa merkittävästi keskuspankin inflaatiotavoitteesta myös vakaan ja tavoitetason mukaisen inflaation vallitessa (Coibion ym. 2020). Myös kuluttajien käsitykset vallitsevasta inflaatiotasosta voivat poiketa selvästi toteutuneesta inflaatiosta. Kuluttajien inflaatio-odotukset perustuvat muita odotusmittareita enemmän moninaiseen, subjektiiviseen ja epätäydelliseen informaatioon. Kmetz ym. (2022) havaitsivat, että merkittävä osuus kasvaneesta erosta inflaatio-odotuksissa yhdysvaltalaisen kuluttajien ja ammattiennustajien välillä vuosina 2021–2022 johtui lisääntyneestä (negatiivisesta) inflaatiouutisoinnista.

Kuluttajat muodostavat inflaatio-odotuksensa omien kulutustottumustensa ja ostoskäyttäytymisensä perusteella, ja inflaatio-odotuksissa saattavat painottua voimakkaasti muuttuneet, laajaa näkyvyyttä saaneiden hyödykkeiden, kuten polttoaineiden, ruuan tai energian, hinnat (D'Acunto ym. 2021 ja Trehan 2011). Näistä syistä kuluttajien inflaatio-odotusten hajonta on myös selvästi muita odotusmittareita suurempaa. Kim ja Binder (2023) havaitsivat, että myös säännöllinen mukanaolo kyselyssä vaikuttaa kuluttajien vastauksiin: pidempään mukana olleilla vastaajilla inflaatio-odotukset ovat keskimäärin alhaisemmat ja epävarmuus pienempää. Kuluttajakyselyissä vastaajat siis ”oppivat” vastaamaan kyselyyn heidän inflaatiotietoisuutensa lisääntyessä, kun taas ensi vastaajat painottavat enemmän omaa subjektiivista kokemustaan esimerkiksi polttoaineiden hintakehityksen perusteella. Inflaatio-odotusten hajontaan ja ennustetarkkuuteen vaikuttavat myös kuluttajien heterogeenisuus: mm. ikä, koulutus, tulot jne. Lisäksi kuluttajien inflaatio-odotukset ovat myös vinoutuneita ylöspäin ja keskimäärin suuremmat kuin muilla inflaatio-odotusmittareilla. Gorodnichenko ja Sergeyev (2021) osoittivat Yhdysvaltojen, Euroopan ja Japanin aineistolla, etteivät kuluttajat odottaneet deflaatiota edes hyvin alhaisen tai jopa negatiivisen inflaation aikoina.

Yritykset ovat taloudessa hinnan asettajan roolissa, mutta

niidenkin inflaatio-odotuksissa korostuvat omakohtaiset subjektiiviset kokemukset

Yrityksillä on keskeinen merkitys taloudessa, sillä ne ovat hinnan asettajan roolissa. Näin ollen yritysten inflaatio-odotuksilla voidaan ajatella olevan tärkeä informaatioarvo. Coibion ym. (2018) kuitenkin osoittivat, että inflaatiolla on keskimäärin verraten vähäinen merkitys yritysten liiketoiminta- ja hinnoittelupäätöksissä, joten yritykset käyttävät tulevan inflaation arviointiin vain vähäisesti resursseja.

Yritysten inflaatio-odotuksia sekä niiden tulkintaa ja analysointia sävyttävätkin monet samat ongelmat kuin kuluttajien odotuksia: yritysten joukko on heterogeeninen, ja näkemykset subjektiivisia sekä usein vain oman toimialan panoshintoihin, kustannuksiin ja tulevaisuuden näkymiin perustuvia eivätkä siten välttämättä heijastele talouden yleistä hintanäkymää ja inflaatio-odotuksia (esim. Albaglia ym. 2022 ja Candia ym. 2023a ja 2023b). Vaikka yrityksillä onkin keskeinen asema inflaatiodynamiikassa, Reis (2023) kuitenkin argumentoi, että tämänhetkissä nopeaksi kiihtyneen inflaation oloissa yritysten melko lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset ovat odotusten ankkuroitumisen näkökulmasta ehkä jopa kaikkein vähämerkityksellisimmät. Reis perustelee väitettään sillä, että yritykset asettavat hintojaan ei yksin inflaatio-odotustensa, vaan myös jo yrityksille kohdistuneiden kustannusten perusteella. Näitä kustannuksia syntyy puolestaan kuluttajien inflaatio-odotusten (palkat) ja rahoitusmarkkinoiden inflaatio-odotusten (korot) kautta.

Ammattiennustajille suunnattujen kyselytutkimusten inflaatio-odotukset korreloivat pitkälti keskuspankin inflaatioennusteiden ja -tavoitteen kanssa

Ammattiennustajille tehtävät kyselytutkimukset ovat ehkä eniten inflaatiokehityksen analysointiin käytetty inflaatio-odotusten mittari. Tämä johtuu ainakin siitä, että ammattiennustajille suunnattuja kyselytutkimuksia on tehty jo verraten pitkältä ajalta, ja toiseksi siitä, että niistä saatava tieto kattaa yleensä useampia eri aikahorisontteja jopa kymmenen vuoden päähän. Ammattiennustajien inflaatio-odotusten informaatiota voidaan kuitenkin myös kyseenalaistaa, sillä ne ovat hyvin pitkälti yhteneväisiä keskuspankkien inflaatioennusteiden kanssa (esim. Reis 2020). Yksi selitys tälle on se, että ammattiennustajat perustavat näkemyksensä pitkälti samoihin akateemisiin talouden rakenne- ja ennustemalleihin kuin keskuspankitkin. EKP:n SPF-kyselyn vastaajat kertoivat myös käyttävänsä pitkän aikavälin ennusteissaan paljolti subjektiivista harkintaa (judgement) (ECB 2019), joka puolestaan nojaa pääosin EKP:n julkaisemaan inflaatiotavoitteeseen, toteutuneeseen inflaatioon ja markkinaodotuksiin (De Vincent-Humphreys ym. 2019). Ammattiennustajilta voi myös puuttua kannustimet paljastaa kyselyssä todelliset inflaatio-odotuksensa.

Markkinoiden inflaatio-odotukset eivät sisällä yksistään näkemystä inflaatiosta, vaan myös sijoitukseen liittyvän riskipreemion

Rahoitusmarkkinoilta saatava informaatio tarjoaa arvokkaan lisän inflaatio-odotusten arviointiin. Toisin kuin kyselyperusteiset odotukset, joiden frekvenssi on usein varsin harva ja jotka siitä syystä myös reagoivat inflaation ja talouden muutoksiin viipeellä, voidaan markkinoiden inflaatio-odotukset muodostaa päivittäin. Toinen markkinaodotusten etu on se, että ne voidaan muodostaa varsin usealle eri aikahorisontille, kun taas kyselytutkimuksissa kysytään yleensä vain muutamaa aikahorisonttia (tyypillisesti lyhyt ja keskipitkä aikaväli). Markkinainformaatio tarjoaa myös informaatiota muiden talouden toimijoiden näkemyksen perusteeksi, jolloin se saattaa epäsuorasti heijastua myös yritysten, kotitalouksien ja ammattiennustajien inflaatio-odotuksiin.

Markkinainformaation ajatellaan olevan luotettava lähde siinä mielessä, että markkinatoimijoilla on usein omaa rahaa kiinni näkemyksessään ja siten markkinatoimijoilla on vahva kannustin tulevan hintakehityksen arviointiin. Tyypillisesti markkinoiden inflaatio-odotukset muodostetaan inflaati-oswapeista, jotka ovat johdannaisia, joiden avulla voidaan suojautua inflaatioon liittyvältä epävarmuudelta. Swapin hinta ei kuitenkaan heijasta yksistään johdannaiskauppojen tekijöiden näkemystä inflaatiosta, vaan se sisältää myös sijoittajan vaatiman kompensaaion inflaatioon liittyvän riskin kantamisesta. Näin ollen inflaati-oswapeista johdettujen inflaatio-odotusten muutokset eivät välttämättä kuvaa yksistään markkinoiden odottamaa inflaatiota, vaan myös muutoksia sijoittajien riskipreemioissa (ks. esim. Burban ym. 2022). Bahaj ym. (2023) havaitsivat, että likviditeettipreemio voimistaa inflaati-oswapien liikkeitä isommiksi kuin todelliset inflaatio-odotuksen muutokset.

LÄHTEET

Albagli, E., Grigoli, F. ja Luttini, E. (2022) Inflation Expectations and the Supply Chain. IMF Working Papers 2022/161, International Monetary Fund.

Ball, L. ja Mazumder, S. (2019) A Phillips Curve with Anchored Expectations and Short-Term Unemployment. *Journal of Money, Credit and Banking*, 51: 111–137.

Bahaj, S., Czech, R., Ding, S. ja Reis, R. (2023) The Market for Inflation risk. Työpaperi, kesäkuu 2023.

Bañbura, M., Leiva-León, D. ja Menz, J.-O. (2023) Do inflation expectations improve model-based inflation forecasts? ECB Working Paper No 2604 / lokakuu 2021, uusittu kesäkuussa 2023.

Beechey, Meredith J., Johannsen, Benjamin K. ja Levin, Andrew T. (2011) Are Long-Run Inflation Expectations Anchored More Firmly in the Euro Area Than in the United States? *American Economic Journal: Macroeconomics*, 3 (2): 104–29.

Bundick, B. ja Smith, A. L. (2018) Does Communicating a Numerical Inflation Target Anchor Inflation Expectations? Evidence & Bond Market Implications. Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Paper Series 18–01, January.

Bundick, B. ja Smith, A. L. (2023) Did the Federal Reserve Break the Phillips Curve? Theory & Evidence of Anchoring Inflation Expectations. Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Paper no. 20–11, September.

Burban, V., De Backer, B., Schupp, F. ja Vladu, A. L. (2022) Decomposing market-based measures of inflation compensation into inflation expectations and risk premia. *ECB Economic Bulletin*, Issue 8/2021, Box 4.

Candia, B., Coibion, O. ja Gorodnichenko, Y. (2023a) The Macroeconomic Expectations of Firms. *Handbook of Economic Expectations*, Academic Press, 2023, 321–353.

Candia, B., Weber, M., Gorodnichenko Y., ja Coibion, O. (2023b) Perceived and Expected Rates of Inflation of US Firms. *AEA Papers and Proceedings*, 113: 52–55.

Carroll, C. D. (2003). Macroeconomic Expectations of Households and Professional Forecasters. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 269–298.

Coibion, O. ja Gorodnichenko, Y. (2012) What can survey forecasts tell us about information rigidities? *Journal of Political Economy* Vol. 120, No. 1 (February 2012), pp. 116–159.

Coibion, O. ja Gorodnichenko, Y. (2015). Information Rigidity and the Expectations Formation Process: A Simple Framework and New Facts. *American Economic Review*, 105 (8): 2644–78.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y. ja Kumar, S. (2018) How Do Firms Form Their Expectations? New Survey Evidence. *American Economic Review* 108 (9): 2671–713.

Coibion, O., Gorodnichenko, Y., Kumar, S. ja Pedemonte, M. (2020) Inflation expectations as a policy tool? *Journal of International Economics*, vol. 124, issue C.

Corsello, Neri, F. S. ja Tagliabracci A. (2021) Anchored or de-anchored? That is the question. *European Journal of Political Economy*, Volume 69.

D’Acunto, F., Malmendier, U., Ospina-Tejeiro, J. ja Weber, M. (2021) Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations. *Journal of Political Economy*, 2021, vol. 129, issue 5, 1615–1639.

ECB (2019) Forecast processes and methodologies: results of the 2018 special survey. *ECB Survey of Professional Forecasters*, February.

De Vincent-Humphreys, R., Dimitrova, I., Falck, E., Henkel, L. ja Meyler, A. (2019)

Twenty years of the ECB Survey of Professional Forecasters. ECB Economic Bulletin, 1/2019.

García, J. A. ja Werner, S. E. V. (2021) Inflation News and Euro-Area Inflation Expectations. International Journal of Central Banking, vol. 17(3), pp. 1–60, September.

Gorodnichenko, Y. ja Sergeyev, D. (2021) Zero Lower Bound on Inflation Expectations. NBER Working Papers 29496, National Bureau of Economic Research.

Gürkaynak, R. S., Swanson, E. ja Levin, A. (2010) Does inflation targeting anchor long-run inflation expectations? Journal of the European Economic Association, Vol. 8, No. 6 (December 2010), pp. 1208–1242.

Hilscher, J., Raviv, A. ja Reis, R. (2022) How likely is an inflation disaster? Discussion Paper DP17224, CEPR.

Kim, G. ja Binder, C. (2023) Learning-through-Survey in Inflation Expectations. American Economic Journal: Macroeconomics, American Economic Association, vol. 15(2), pp. 254–278, April.

Kmetz, A., Shapiro, A. H. ja Wilson, D. J. (2022) Can the News Drive Inflation Expectations? FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, vol. 2022(31), pp. 1–6, November.

Malmendier, U. ja Nagel, S. (2016) Learning from Inflation Experiences, The Quarterly Journal of Economics, 131 (1), February 2016, pp 53–87.

Reis, R. (2020) Keynote speech – The anchoring of long-run inflation expectations today. BIS Papers chapters, in: Bank for International Settlements (ed.), Inflation dynamics in Asia and the Pacific, volume 111, pp. 11–20, Bank for International Settlements.

Reis, R. (2021). Losing the inflation anchor, Brookings Papers on Economic Activity, 307-361, syksy 2021.

Reis, R. (2023) Four Mistakes in the Use of Measures of Expected Inflation. AEA Papers and Proceedings, 113: 47–51.

Trehan, B. (2011) Household inflation expectations and the price of oil: it's déjà vu all over again. FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco, issue May 23.

Avainsanat

[euroalue](#), [inflaatio-odotukset](#), [inflaatiotavoite](#)



Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita

Tänään – Analyysi – Rahapolitiikka

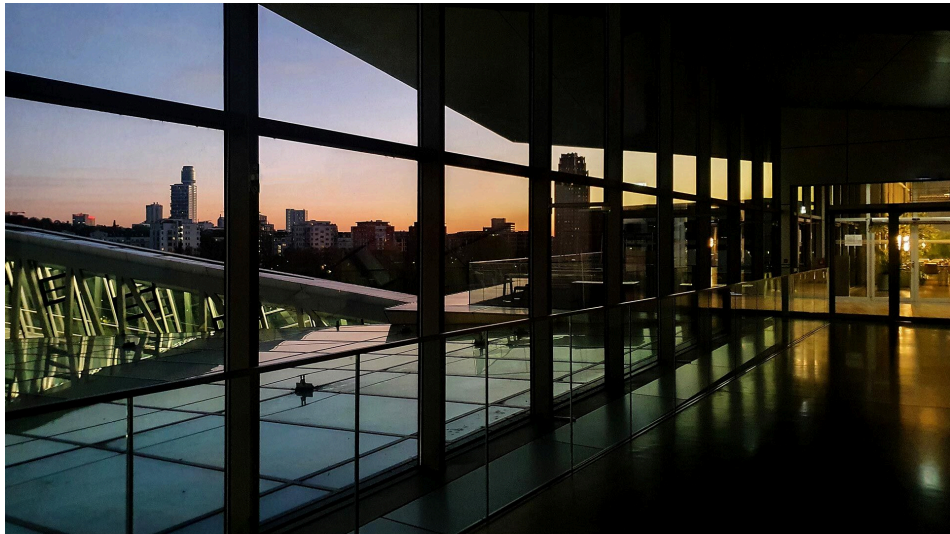


Jaakko Nelimarkka
Ekonomisti



Olli-Matti Laine
Ekonomisti

Euroopan keskuspankki hillitsee inflaatiota koronnostojen lisäksi supistamalla tasettaan. Käytännössä erääntyviä arvopapereita ei enää sijoiteta kaikilta osin uudelleen. Tämä pienentää keskuspankin roolia rahoitusmarkkinoilla sekä nostaa erityisesti pitkiä korkoja. Korkojen ja rahoituskustannusten nousu vähentää kokonaiskysyntää ja tukee keskuspankin korkopolitiikkaa, jolla hidastetaan kuluttajahintojen nousuvauhtia.



Määrällisestä keventämisestä kiristämiseen

Finanssikriisin jälkeen keskuspankit ottivat käyttöönsä epätavanomaisia toimia, joilla taloutta elvytettiin korkojen ollessa lähellä alarajaansa. Negatiivisten korkojen politiikan, ohjauuskorkoon liittyneen ennakoivan viestinnän ja kohdennettujen luotto-operaatioiden lisäksi keskuspankit toteuttivat määrällistä keventämistä (quantitative easing, QE) eli hankkivat taseeseensa rahoitusmarkkinoilta arvopapereita – erityisesti yritysten ja valtioiden joukkovelkakirjoja.

Määrällisellä keventämisellä keskuspankit pyrkivät vakauttamaan rahoitusmarkkinoiden toimintaa erilaisten kriisien aikana sekä alentamaan rahoituskustannuksia siten, että taloudellinen aktiviteetti lisääntyisi ja hintanäkymät kohoaisivat. Euroopan keskuspankki (EKP) aloitti laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman (APP, asset purchase programme) lokakuussa 2014 euroaluetta uhanneen deflaation torjumiseksi. Vuonna 2020 koronapandemian aikana EKP käynnisti lisäksi pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP, pandemic emergency purchase programme).^[1]

[Rahapolitiikan normalisoinnin](#) käynnistyttyä keskuspankit ovat siirtyneet määrälliseen kiristämiseen (quantitative tightening, QT) eli arvopaperien määrän vähentämiseen taseesta. QT on siis määrällisen keventämisen vastakohta: keskuspankki asteittain luopuu rahapoliittisiin tarkoituksiin hankkimistaan velkakirjoista. Määrällistä kiristämistä on myös aiemmin käsitelty artikkelissa [Eurojärjestelmän tase pienenee rahapolitiikan kiristyessä](#).

Nykyisessä rahapolitiikan kiristysvaiheessa keskeiset keskuspankit ovat käyttäneet tavanomaista ohjauskorkopolitiikkaa pääasiallisena välineenä hintavakauden saavuttamiseksi. Normalisoinnissa on siis noudatettu järjestystä, jossa aluksi on nostettu ohjauskorkoa ja keskuspankin tasetta on alettu supistaa myöhemmin.^[2] Keskuspankit ovat pyrkineet toteuttamaan määrällistä kiristämistä taustalla ja korostetun ennakkoidusti.^[3]

On odotettavissa, että määrällinen kiristäminen nostaa jonkin verran eripituisia korkoja, kiristää rahoitusoloja ja edelleen hillitsee talouden kokonaiskysyntää. Määrällinen kiristäminen näin ollen tukee hintavakauteen tähtäävää kiristäväää rahapolitiikkaa. Lisäksi taseen supistamisella vähennetään keskuspankin arvopaperisalkusta seuraavia mahdollisia haitallisia sivuvaikutuksia.^[4]

Määrällinen kiristäminen alkoi euroalueella maaliskuussa 2023

Joulukuusta 2021 alkaen EKP on vähitellen kiristänyt rahapolitiikkaansa. Hintapaineisiin EKP on vastannut ensisijaisesti koronnostoilla. Heinäkuusta 2022 syyskuuhun 2023 EKP on nostanut yön yli -talletuskorkoaan -0,5 prosentista 4,0 prosenttiin (kuvio 1). Lisäksi ohjauskoron tulevaan uraan liittyvästä ennakoivasta viestinnästä (forward guidance) on siirrytty kohti päätöksentekoa, jossa rahapoliittiset päätökset tehdään kokous kokoukselta senhetkisten talous- ja hintanäkymien perusteella.

1. Yhdysvaltojen keskuspankki Fed oli aloittanut omat osto-ohjelmansa jo finanssikriisin puhjettua vuonna 2008 ja käynnisti pandemian aikaan vuonna 2020 uusia epätavanomaisia toimia.

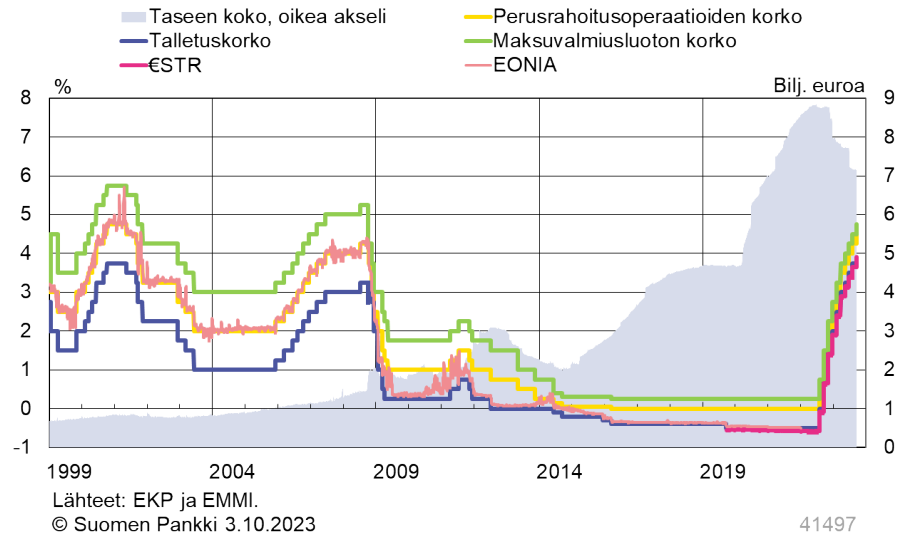
2. Esimerkiksi Fed on tiedottanut rahapolitiikan normalisoinnista ja taseen supistamisen periaatteistaan syvällisesti ja ennakkoidusti eri [tiedotteissaan](#).

3. Ks. esim. EKP:n johtokunnan jäsenen Isabel Schnabelin 3.3.2023 pitämä [puhe](#) ja St. Louis Fedin silloisen pääjohtajan James Bullardin [blogikirjoitus](#).

4. Mahdollisia sivuvaikutuksia ovat esim. pula turvallisista omaisuuseristä sekä mahdolliset rahoitusvakausriskit. Ks. tarkemmin mahdollisista sivuvaikutuksista [Altavilla ym. \(2021b\)](#) sekä Euro & Talous -artikkeli [Eurojärjestelmän tase pienenee rahapolitiikan kiristyessä](#).

Kuvio 1.

EKP on nostanut ohjauskorkojaan



Korkopolitiikan rinnalla EKP on kiristänyt rahapolitiikkaansa ajamalla vähitellen alas edellisen vuosikymmenen aikana käynnistettyjä epätavanomaisia toimia, joilla vastattiin sitkeästi EKP:n hintavakaustavoitetta alempana pysyneihin inflaationäkymiin. EKP:n neuvosto päätti arvopaperien netto-ostojen asteittaisesta lopettamisesta joulukuussa 2021. Netto-ostot päätettiin PEPP-ohjelmassa maaliskuussa 2022 ja omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) kesäkuussa 2022.

Vuonna 2022 EKP:n tase oli kasvanut noin 9 000 mrd. euroon (kuvio 1).

Eurojärjestelmän taseeseen oli osto-ohjelmien kautta hankittu velkakirjoja noin 5 000 mrd. euron edestä eli noin 40 % suhteessa vuoden 2022 euroalueen BKT:hen (kuvio 2). Eurojärjestelmän tasetta kasvattivat myös kohdennetut pitempiäaikaiset luotto-operaatiot (TLTRO), joilla helpotettiin pankkien antolainausta.

Joulukuussa 2022 EKP ilmoitti aloittavansa omaisuuserien osto-ohjelmassa (APP) hankitun arvopaperisalkun pienentämisen eräntymisten kautta maaliskuussa 2023.^[5] APP-ohjelman uudelleensijoituksista päätettiin luopua kokonaan kesäkuun 2023 kokouksessa. PEPP-ohjelmassa hankittujen omaisuuserien eräntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen ainakin vuoden 2024 loppuun saakka joulukuussa 2021 tehdyn päätöksen mukaisesti. Nämä uudelleensijoitukset voidaan toteuttaa joustavasti koronapandemiaan liittyviin riskeihin ja rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi. EKP voi myös tarvittaessa ottaa käyttöönsä rahapolitiikan välittymistä turvaavan instrumentin TPI:n (**Transmission Protection Instrument**), mikäli joukkovelkakirjamarkkinoiden toiminta euroalueella häiriintyisi.

EKP on Fedin tavoin toteuttanut määrällistä kiristämistä passiivisesti eli tasetta supistetaan sitä mukaa, kun hankittuja velkakirjoja erääntyy maksettavaksi, minkä

5. Fed aloitti määrällisen kiristämisen vuonna 2022. Fed on ilmoittanut vähentävänsä ensisijaisesti eräntymisten kautta arvopaperiomistuksiaan, kunnes keskuspankkireservit ovat tasolla, jotka takaavat rahapolitiikan tehokkaan välittymisen. Ks. tarkemmin [Fedin avomarkkinakomitean tiedote](#).

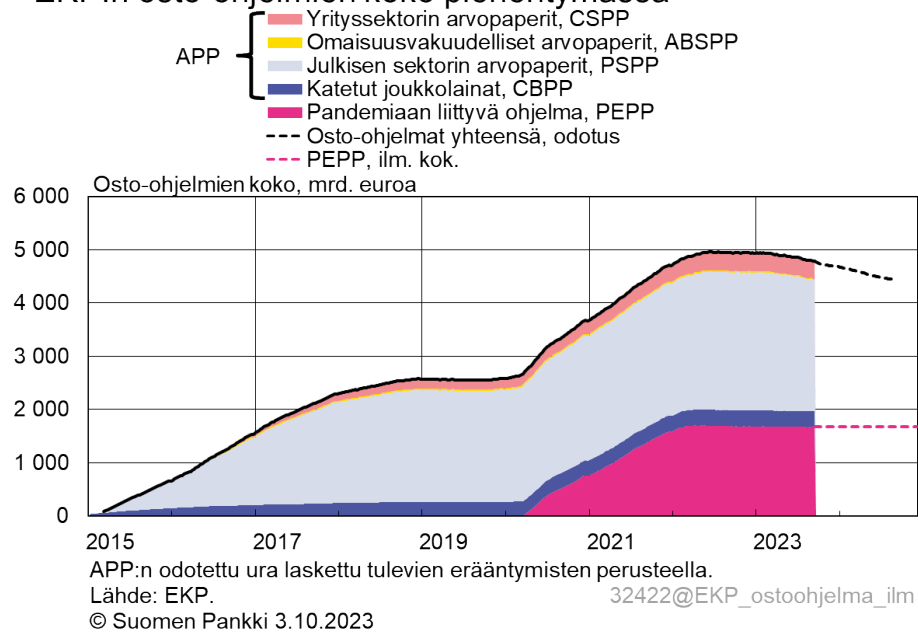
jälkeen niitä ei enää sijoiteta uudelleen. Aktiivinen määrällinen kiristäminen, jota esimerkiksi Englannin keskuspankki on toteuttanut, tarkoittaa, että keskuspankki myy markkinoilla sen hallussa olevia velkakirjoja.

Eurojärjestelmän tase supistuu tällä hetkellä, sillä sekä APP-osto-ohjelma pienenee erääntymisten kautta että kohdennetut pitempiaikaiset luotto-operaatiot ovat päättymässä. Uusia kohdennettuja pitempiaikaisia luotto-operaatioita (TLTRO) ei ole enää aloitettu, ja erääntymättömien TLTRO-luottojen ehtoihin on tehty rahapolitiikkaa kiristäviä muutoksia. Pankeille myönnettyjen kohdennettujen luottojen määrä on selvästi supistunut syksystä 2022 alkaen, mikä on pienentänyt eurojärjestelmän tasetta (kuvio 1).^[6]

Loppuvuoden 2023 aikana EKP:n APP-ohjelman kautta hankkimien velkakirjojen määrä pienenee keskimäärin noin 30 mrd. euron kuukausivauhtia (kuvio 2). Koska PEPP-ohjelman omaisuuseriä ollaan sijoittamassa uudelleen vuoden 2024 loppuun saakka, eurojärjestelmän velkakirjaomistukset vähenevät tällä hetkellä APP-salkun kautta.

Kuvio 2.

EKP:n osto-ohjelmien koko pienentymässä



Määrällinen kiristäminen tiukentaa rahoitusoloja

Aiemmin tehdyn määrällisen keventämisen tarkoituksena oli vakauttaa rahoitusmarkkinoiden toimintaa eri kriisien aikana, alentaa rahoituskustannuksia ja kasvattaa talouden kokonaiskysyntää. Ostamalla taseeseensa yksityisiä ja julkisia

6. EKP:n neuvosto päätti lokakuussa 2022, että TLTRO-luottojen korko on 23.11.2022 lähtien sidottu keskimääräisiin ohjauskorkoihin kyseisestä päivästä lainan erääntymiseen tai takaisinmaksuun asti. Alun perin pankeille luvattiin ns. erityisjaksojen ulkopuolella keskimääräinen EKP:n talletuskorko koko TLTRO-lainan juoksuajalta. Jäljellä olevien luottojen korko on marraskuusta 2022 lähtien sidottu ohjauskorkoihin. Viimeiset TLTRO-luotot erääntyvät joulukuussa 2024, mutta jo nyt niitä on maksettu merkittävässä määrin takaisin.

joukkovelkakirjoja keskuspankki on myös vahvistanut ennakoivaa viestintää korkojen pysymisestä alhaisina lähitulevaisuudessa.

Määrällinen keventäminen on alentanut koko tuottokäyrää (kuvio 3), erityisesti pitkiä korkoja, vähentämällä aikapalkkiota (term premium) eli kompensatiota sijoittamisesta pitempään velkakirjalainaan.^[7] Kuvio 3 havainnollistaa tätä mekanismia: keskuspankin ostaessa arvopapereita tuottokäyrä loivenee, kun pitkät korot laskevat lyhyitä korkoja enemmän. Aikapalkkion pieneminen taas on laskenut rahoitusmarkkinoiden riskilisiä ja lainakorkoja, mikä on kannustanut yrityksiä lisäinvestointeihin ja kotitalouksia kuluttamaan.

Vastaavasti määrällinen kiristäminen johtaa rahoitusolojen tiukentumiseen. Taseen supistamisen taloudelliset vaikutukset tunnetaan kuitenkin määrällisen keventämisen vaikutuksia ohuemmin.^[8] Vaikutusten suuruuteen liittyy epävarmuutta, sillä ajanjaksoja, jolloin keskuspankit ovat toteuttaneet määrällistä kiristämistä tasetta supistamalla, on vain vähän. Voidaan kuitenkin odottaa, että määrällinen kiristäminen nostaa rahoituskustannuksia ja vähentää likviditeettiä markkinoilla.

Nyt tehtävä määrällinen kiristys vaikuttaa talouteen todennäköisesti eri mekanismien kautta kuin aiemmin tehty määrällinen keventäminen. Tämä johtuu siitä, että keskuspankit toteuttavat määrällistä kiristämistä eri tavalla ja erilaisessa makrotaloudellisessa ympäristössä kuin keventämistä aiemmin. Ensinnäkään politiikkakorot eivät enää ole lähellä alarajaansa. Toiseksi määrällistä kiristämistä tehdään ennakoitavammin, sillä keskuspankin arvopaperisalkun koko ja koostumus tunnetaan ja omistuksia vähennetään hiljalleen. Kolmanneksi määrällinen kiristäminen tapahtuu tilanteessa, jossa rahoitusmarkkinoilla on paljon likviditeettiä ja ne toimivat häiriöttä.

Määrällinen kiristämisen vaikutus lyhyisiin ja keskipitkiin korkoihin on todennäköisesti määrällistä keventämistä pienempi. Määrällisellä keventämisellä pyritään signalointikanavan kautta vahvistamaan ennakoivaa viestintää korkojen pysymisestä alarajallaan. Tasetta taas supistetaan usein nousevien korkojen tilanteessa.^[9] Koska kiristysvaiheessa korkojen alaraja ei sido, ei määrällistä kiristämistä käytetä korkouraa koskevaan ennakoivaan viestintään. Tällöin kiristämisen vaikutus keskipitkiin korkoihin

7. Eggertsson ja Woodford (2003) näyttävät teoreettisesti, että täydellisillä rahoitusmarkkinoilla tavanomaisin oletuksin keskuspankin arvopaperiostot tai -myynnit eivät vaikuta omaisuushintoihin ja korkoihin, sillä hinnat määrittyvät ainoastaan tulevaisuuden tuottojen ja riskin suhteen. Sen sijaan, jos esimerkiksi rahoitusmarkkinoilla on informaatiokitkoja, segmentoitunutta kysyntää valtion velkapapereille tai taloudenpitäjiä, joilla on poikkeavat preferenssit, osto-ohjelmilla pystytään vaikuttamaan velkakirjojen hintoihin. Esimerkiksi institutionaaliset sijoittajat joutuvat sääntelyn vuoksi pitämään salkuissaan tietynlaisia arvopapereita. Teoreettisesti mekanismia ovat tarkastelleet Vayanos ja Vila (2021).

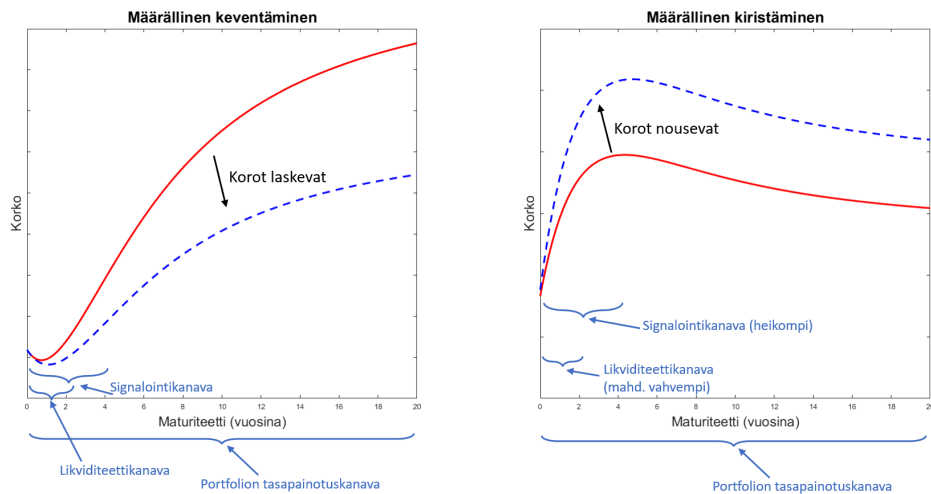
8. Määrällisen keventämisen vaikutuksia ja mekanismeja ovat tarkastelleet esim. Vissing-Jørgensen ja Krishnamurthy (2011). Fabo ym. (2021) ovat koonneet yhteen olemassa olevaa empiiristä näyttöä vaikutuksista.

9. Määrällisen keventämisen signalointikanavan kautta korkotaso laskee, kun keskuspankki arvopaperiostoillaan vahvistaa ennakoivaa viestintää siitä, että korot tulevat pysymään alhaisina lähitulevaisuudessa. Hankkimalla taseeseensa velkakirjoja keskuspankki sitoo itsensä kustannusten uhalla alhaiseen korkoympäristöön. Samalla se vähentää korkouraan liittyvää epävarmuutta. Mekanismin yhtenä toiminta-ajatuksena on se, että keskuspankki välittää tuloksestaan eikä halua tuottaa tappiota, joita sille syntyisi tilanteessa, jossa korot nousisivat ennenaikaisesti. Mekanismia ovat formalisoineet Bhattarain ym. (2023).

voi olla vaimeampi (kuvio 3).

Kuvio 3.

Tuottokäyrä siirtyy, kun keskuspankki toteuttaa määrällistä keventämistä tai kiristämistä



Lähde: Suomen Pankki.

3.10.2023 / © Suomen Pankki

Määrällinen kiristys vaikuttaa rahoituskustannuksiin portfolion tasapainotuskanavan kautta – keventämisen tavoin, mutta käänteisesti. Kun keskuspankki vähentää joukkovelkakirjahankintoja, yksityiset sijoittajat ostavat suuremman osan joukkovelkakirjoista. Keskuspankin poistuessa markkinoilta kysyntä velkakirjoille on pienempää, jolloin niiden korot nousevat. Pitkät korot nousevat tällöin lyhyitä korkoja enemmän (kuvio 3). Korkojen aikapalkkion nousu kasvattaa myös muita riskilisiä, kun sijoittajat allokoivat sijoitussalkkujaan uudelleen paremman tuoton saamiseksi.^[10] Korkeammat riskiliset lopulta välittyvät myös muille lainamarkkinoille, jolloin investointien ja kulutuksen kasvu voi hidastua.^[11]

Määrällinen kiristäminen myös vähentää likviditeettiä rahoitusjärjestelmästä. Rahoitusjärjestelmään on viimeisen vuosikymmenen aikana kertynyt runsaasti ylimääräistä, keskuspankin reservivaatimukset ylittävää likviditeettiä, kun määrällinen keventäminen on kasvattanut keskuspankkireservejä. Kun velkakirjoja ei enää sijoiteta uudelleen, keskuspankkireservien määrä vähenee.

Näin ollen määrällinen kiristäminen johtaa pankkien keskuspankissa pitämien talletusten vähentymiseen, sillä suurempi osa arvopapereista päättyy yksityisille sijoittajille, ja velkakirjan erääntyessä poistuu keskuspankitalletus, joka syntyi aiemman

10. Mekanismi perustuu siihen, että sijoittajat allokoivat sijoitussalkkujaan uudelleen optimoidessaan niiden riski-tuottosuhtetta. Kun aikapalkkio, duraatoriski, laskee, se vaikuttaa myös muuhun markkinoiden hinnoittelemaan riskiin. Mekanismiin liittyvää empiiristä näyttöä tarjoavat ainakin Joyce ym. (2017). Tulosten mukaan määrällinen keventäminen johti institutionaalisten sijoittajien sijoitusten siirtymiseen valtionlainoista yritysten joukkovelkakirjoihin. Sen sijaan siirtymistä osakesijoituksiin ei havaittu.

11. Jossain määrin määrällisen kiristämisen vaikutus voi kuitenkin olla keskipitkiin korkoihin voimakkaampi kuin määrällisessä keventämisessä, sillä näiden taso ei rajoita alaraja tai ennakkoiva viestintä. Toisaalta erilaisen signalointikanavan vuoksi kokonaisvaikutusta on vaikea arvioida.

velkakirjaoston yhteydessä.^[12] Samalla sijoittajien hallussaan pitämä likvidi raha vähenee, ja vaadittu likviditeettipremio – palkkio siitä, että käteisen sijaan omistaa velkakirjalainan – kasvaa.^[13] Likviditeettivaikutuksen kautta määrällinen kiristäminen nostaa tuottokäyrää yli eri juoksuaikojen mutta erityisesti sen lyhyessä päässä (kuvio 3).

Rahoitusmarkkinoiden tilanteella merkitystä määrällisen kiristuksen vaikutuksille

Kuinka paljon määrällinen kiristäminen lopulta vaikuttaa talouteen, riippuu yllä kuvattujen vaikutuskanavien suuruudesta. Niiden merkitys voi kuitenkin vaihdella sen mukaan, miten rahoitusmarkkinat sillä hetkellä toimivat ja mitkä ovat talouden näkymät.

Periaatteessa rahapolitiikka on vähemmän tehokasta epävarmuuden vallitessa. Teoreettiset taloustieteelliset mallit viittaavat siihen, että epävarmuuden ollessa suurta rahapolitiikalla on pienemmät vaikutukset taloudelliseen aktiivisuuteen mutta voimakkaammat inflaatioon.^[14] On myös empiiristä näyttöä rahapolitiikan heikommasta tehosta epävarmuuden ollessa suurta (Aastveit ym. 2017; Bachmann ym. 2019; Hauzenberger ym. 2021). Tavanomaisen rahapolitiikan on mitattu olevan myös vaikuttavampaa juuri nousukausien aikana (Tenreyro ja Thwaites 2016; Laine ja Pihlajamaa 2023).

Toisaalta *epätavanomaiset toimet* ovat melko todennäköisesti tehokkaimmillaan juuri epävarmuuden vallitessa ja korkojen ollessa nolларajallaan. Jos markkinoiden toiminta on häiriintynyt ja kehitys eri velkapaperimarkkinoilla eriytyy, rahoitusmarkkinat eivät toimi tehokkaasti, vaan kysyntä eri arvopaperilajien välillä voi selvästi vaihdella. Keskuspankin arvopaperiostoilla voidaan tällöin vaikuttaa voimakkaammin joukkovelkakirjalainojen hintoihin, esimerkiksi portfolion tasapainotuskanavan kautta.

On olemassa tutkimusnäyttöä (Haldane ym. 2016; D’Amico ja King 2013; De Santis ja Holm-Hadulla 2020), että keskuspankin arvopaperiostoilla vaikutetaan voimakkaimmin korkoihin, kun rahoitusmarkkinoilla on paljon epävarmuutta. Korot ovat reagoineet voimakkaasti Fedin määrälliseen kiristämiseen liittyviin yllättäviin ilmoituksiin, kun markkinoiden volatilitteetti on korkea (D’Amico ja Seida 2020).

Määrällistä kiristämistä kuitenkin tehdään usein tilanteessa, jossa keskuspankki patooa talouden inflaatiopaineita ja kokonaiskysyntää pyritään vaimentamaan. Tällöin myös rahoitusmarkkinat toimivat yleensä häiriöttä ja ovat likvidit siten, että sijoittajat ovat valmiita ottamaan riskiä. Arvopapereiden hinnat määräytyvät todennäköisemmin

12. Pankkijärjestelmän likviditeettiä sekä keskuspankin arvopaperiomistusten vaikutuksia siihen on käsitelty esim. EKP:n [tiedotteessa](#).

13. Likviditeettivaikutus voi määrällisen kiristymisen tapauksessa voimistua sen vuoksi, että korot eivät ole niiden alarajallaan. Likviditeettipremio voi näin ollen kasvaa vapaammin.

14. Teoreettisesti rahapolitiikan tehokkuuden ja epävarmuuden suhdetta ovat tarkastelleet mm. Vavra (2014) ja Castelnovo ja Pellegrino (2018). Kun epävarmuus on suurta ja markkinaheilahtelut voimakkaita, yritysten on toisaalta kannattavaa odottaa epävarmuuden laantuvan mutta toisaalta muuttaa hintoja suhteellisesti enemmän. Kun hintamuutosten suuruus dominoi, hinnat ovat epävarmoina aikoina joustavampia, jolloin rahapolitiikan reaaliset vaikutukset ovat heikompia.

tulevaisuuden tuottojen mukaan: portfolion tasapainotuskanava on heikompi. Tämä tarkoittaa, että keskuspankin tasepolitiikalla on pienempi vaikutus markkinakorkoihin.

Taseen supistamisen vaikutuksia on mahdollista haarukoida aiemmin tehtyjen, määrällistä keventämistä koskevien vaikutusarvioiden avulla, kuitenkin muistaen, että vaikutukset eivät todennäköisesti ole symmetrisiä. EKP:n eri portfolion tasapainotuskanavaan pohjautuvien arvioiden^[15] mukaan määrällisen keventämisen ohjelmat ovat laskeneet euroalueen 10 vuoden valtionlainojen keskimääräistä korkoa arviolta 2 prosenttiyksikköä vuosina 2020–2022. Lasketut vaikutukset pienenevät yli ajan siihen saakka, kunnes velkakirjat ovat erääntyneet keskuspankin taseesta. Arvopaperien erääntyminen siis tarkoittaa, että niiden korkoja alentava vaikutus katoaa hiljalleen.

Määrällisen keventämisen makrotaloudellisia vaikutuksia on edelleen arvioitu pitkien korkojen muutosten kautta. Rostagno ym. (2021) ovat arvioineet, että APP kiihdytti vuosina 2015–2019 BKT:n kasvua keskimäärin noin 0,5 prosenttiyksiköllä ja inflaatiota noin 0,2 prosenttiyksiköllä. Suomen Pankissa tehtyjen laskelmien perusteella^[16] pandemian aikaisella PEPP-ohjelmalla oli vuosina 2021–2022 keskimäärin noin 2 prosenttiyksikön positiivinen vaikutus BKT:n vuosikasvuun ja 0,5 prosenttiyksikön inflaatioon.

Arvopaperien erääntyminen keskuspankin taseesta voi kuitenkin nostaa velkakirjojen tuottoja laskelmien arvioita vähemmän, jos rahapolitiikan kiristysvaiheessa toiset vaikutusmekanismit voimistuvat ja toiset heikkenevät tai kiristysten välittyminen rahoitusmarkkinoille ajoittuu eri ajanhetkiin.^[17] Esimerkiksi Wei (2022) on arvioinut, että Fedin 2 200 mrd. euron arvosta hankittujen omaisuuserien passiivinen supistaminen Fedin taseesta vastaa ohjauskoron noin 0,3 prosenttiyksikön nostoa, jos tilanne rahoitusmarkkinoilla on normaali. Jos taas tilanne rahoitusmarkkinoilla kriisiytyisi, vastaisi kiristyminen noin 0,7 prosenttiyksikön nostoa, eli vaikutukset olisivat hieman yli kaksinkertaiset.^[18]

EKP:n Talouskatsauksen^[19] mukaan tämänhetkinen määrällinen kiristäminen ja siihen liittyvät ilmoitukset ovat nostaneet euroalueen 10 vuoden valtionlainojen korkoa noin 0,6 prosenttiyksikköä eli huomattavasti vähemmän kuin määrällisen keventämisen arvioitiin pitkää korkoa laskeneen. Tähän saakka toteutuneet vaikutukset inflaatioon ja tuotantoon ovat siis aiempaa keventämistä pienemmät. Näihin arvioihin liittyy luonnollisesti paljon epävarmuutta.

15. Ks. esim. Schnabelin puhe [Quantitative tightening: rationale and market impact \(europa.eu\)](#), Eser ym. (2023), Altavilla ym. (2021a) ja EKP:n talouskatsaus 2023/3, laatikko 6.

16. Ks. Nelimarkka ja Laine (2021) ja Euro & talous -artikkeli [Pandemian aikaiset toimet ovat elvyttäneet euroalueen taloutta](#).

17. Ks. esim. D'Amico ja King (2013) osto-ohjelmien tase- ja virtavaikutuksista. Tasevaikutuksina ymmärretään keskuspankin taseen koon vaikutus arvopaperihintoihin, kun taas virtavaikutukset viittaavat korkojen suoriin ostoista johtuviin muutoksiin.

18. Wein (2022) tulokset perustuvat Vayanosin ja Vilan (2021) malliin. Markkinoiden kriisiytymistä on arvioitu skenaariolla, jossa sijoittajien riskinkaihtaminen on kasvanut siten, että 10 vuoden koron volatiliteetti olisi 40 % suurempaa.

19. Ks. [EKP:n Talouskatsaus 3/2023](#), laatikko 6.

Joitakin viitteitä määrällisen kiristysten vaikutuksista korkoihin antaa myös euroalueen tuottokäyrä (kuvio 4), joka on laskettu lyhyen ESTR-koron tulevaan tasoon liittyvien tuottojenvaihtosopimusten (OIS) hinnoista. Kuvioon on piirretty tuottokäyrä yli eri juoksuaikojen neljänä eri ajankohtana. 15.12.2021 oli päivä ennen EKP:n joulukuun 2021 kokousta, jolloin muutoksista APP- ja PEPP-ohjelmiin ilmoitettiin. 1.7.2022 EKP lopetti arvopaperien netto-ostot. 14.9.2023 oli EKP:n viimeisin rahapolitiikkakokous.

Kuviosta nähdään, että joulukuusta 2021 alkaen eripituiset korot ovat nousseet euroalueella huomattavasti. 10 vuoden riskitön korko on noussut ajanjakson aikana noin 3 prosenttiyksikköä. Tuottokäyrän muoto on myös huomattavasti muuttunut kiristysten aikana. Kun se vuonna 2021 oli edelleen lievästi nouseva, jyrkentyi se selvästi koronnostojen alettua heinäkuussa 2022. Syksyllä 2023 on tuottokäyrän muoto jälleen loiva mutta sen taso on huomattavasti korkeampi kuin ennen koronnostosyklin alkua.

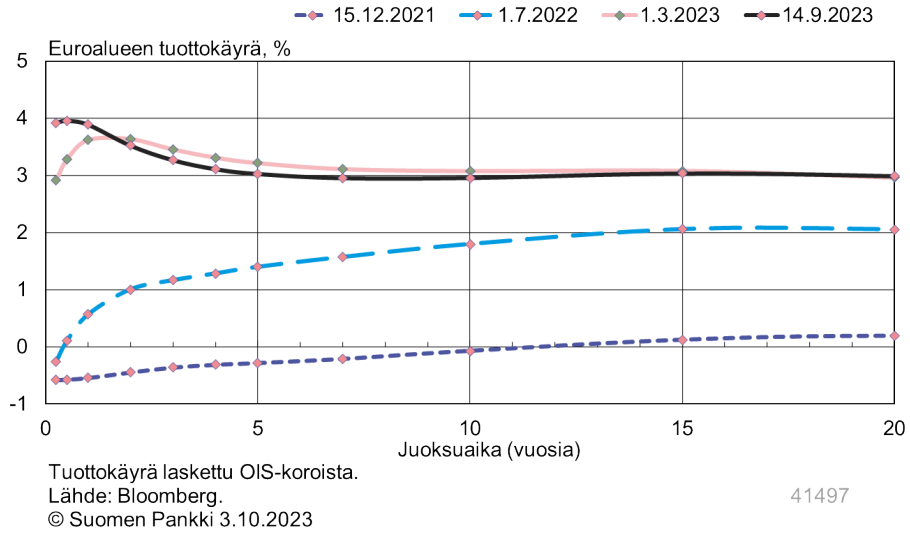
Tuottokäyrän muotoon on vaikuttanut se, että eri maturiteetin korot ovat nousseet eri syistä. Tuottokäyrän lyhyeen päähän, 2–3 vuoden juoksuaikoihin saakka, on vaikuttanut ennen kaikkea kiristävä ohjauskorkopolitiikka ja siihen liittyvä viestintä. Osin lyhyiden korkojen nousu välittyy myös tuottokäyrän pitkään päähän, sillä pitkät korot heijastelevat odotuksia lyhyiden korkojen kehityksestä aikapalkkion lisäksi. Näin ollen pitkät korot ovat nousseet myös tavanomaisen rahapolitiikan vuoksi.^[20]

Tämän lisäksi määrällinen kiristäminen ja siihen liittyvä viestintä ovat voineet nostaa aikapalkkiota ja tuottokäyrää. Aikapalkkion nousu vaikuttaa voimakkaimmin pitkiin korkoihin, joissa korkoriski on suurempi. Toisaalta tämän vuoden syyskuun ja maaliskuun välillä pitkät korot eivät ole merkittävästi nousseet, mihin on voinut osaltaan vaikuttaa se, että keskuspankin jalanjälki velkakirjamarkkinoilla on edelleen suuri. On kuitenkin syytä muistaa, että aikapalkkioon ei ainoastaan vaikuta rahapolitiikka, vaan se määräytyy rahoitusmarkkinoilla mm. volatilitietin ja sijoittajien riskinsietokyvyn mukaan.

20. Lisäksi on näyttöä siitä, että tavanomainen rahapolitiikka vaikuttaa pitkiin korkoihin aikapalkkion kautta (Hanson ja Stein 2015).

Kuvio 4.

Euroalueen riskittömät pitkät korot ovat nousseet rahapolitiikan normalisoinnin aikana



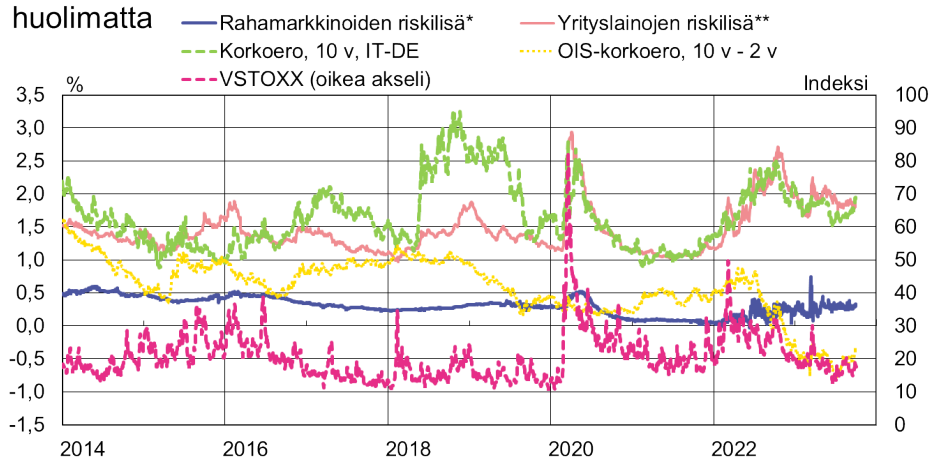
Aikapalkkion kasvu nostaa periaatteessa myös muita talouden riskilisiä, sillä sijoitussalkkujen riski-tuottosuhteiden muutos johtaa uudelleenhinnoitteluun. Rahoitusmarkkinoiden toimiessa häiriöttä keskuspankin osto-ohjelmien merkitys korkoliikkeille ja riski-indikaattoreille on kuitenkin todennäköisesti pienempi.

Määrällisen kiristämisen käynnistymisestä huolimatta euroalueen eri tavoin mitatut riskiliset ja epävarmuutta heijasteleva volatilitteetti (VSTOXX) ovat toistaiseksi pysyneet matalina (kuvio 5). Vaikka korkojen aikapalkkio on voinut kasvaa, tuottokäyrä on selvästi laskeva, sillä 10 ja 2 vuoden riskittömän OIS-koron erotus negatiivinen.^[21] Rahamarkkinoiden riskilisiä, joita vakuudettoman 1 vuoden euribor-koron ja OIS-koron erotus heijastelee, on myös ollut vakaa. Toisin sanoen pankit luottavat toistensa kykyyn vastata sitoumuksistaan. Luottoriskiä heijastava riskillisten BBB-luottoluokiteltujen ja riskittömämpien AAA-luottoluokitettujen yrityslainojen korkoero ei ole viimeisen vuoden aikana merkittävästi noussut. Lisäksi euromaiden valtionlainojen korkoerot – kuviossa Italian ja Saksan 10-vuotisen valtionlainan korkoerolla mitattuna – ovat verrattain kapeat.

21. Jos aikapalkkio olisi merkittävä, voisi pitkien ja lyhyiden korkojen erotus olla jopa positiivinen, vaikka markkinoilla odotettaisiinkin samaan aikaan korkojen laskua.

Kuvio 5.

Riskilisät ovat pysyneet maltillisena määrällisestä kiristämisestä huolimatta



*1 v Euribor-koron ja OIS-tuoton erotus.

**3 v BBB-yrityslainojen ja AAA-valtionlainojen korkeero.

Lähteet: Bloomberg, EKP ja Macrobond.

© Suomen Pankki 3.10.2023

32422@riskilisät2

Taseen supistaminen voi vaikuttaa lyhyiden markkinakorkojen liikkeisiin

Mahdollisesti paras nykytilanteeseen vertautuva kokemus määrällisestä kiristyksestä on Yhdysvalloista vuosilta 2017–2019.^[22] Tuolloin Yhdysvaltojen keskuspankki Fed supisti tasettaan yhteensä yli 600 mrd. dollarilla. Määrällisestä kiristämisestä johtunutta likviditeetin pienenemistä on pidetty yhtenä selityksenä sille, miksi Yhdysvaltojen yön yli -korot nousivat rajusti syyskuussa 2019 (Acharya ym. 2022). Ajanjakso antoi viitteitä, että määrällinen kiristäminen voi johtaa vahvempaan likviditeettivaikutukseen: rahamarkkinakorot nousivat äkillisesti samaan aikaan, kun keskuspankkien reservien määrä väheni.

Smithin ja Valcarcelin (2023) tutkimuksen mukaan Fedin määrällinen kiristäminen ei ollut määrällistä keventämistä käänteisesti, vaan se erosi jälkimmäisestä ratkaisevasti. Ensinnäkin keskuspankin kiristämislaitokset eivät johtaneet selviin markkinareaktioihin, joita havaittiin Fedin määrälliseen keventämiseen liittyvien päätösten yhteydessä. Tämä viittaa siihen, että politiikan kiristäminen on ollut ennakoitumpaa: markkinatoimijoilla on ollut tiedossa, että keskuspankki tulee pienentämään tasettaan. Vastaavasti myös EKP:n aiheet taseen supistamisesta ovat olleet ennakoitavissa, sillä osto-ohjelmat on lähtökohtaisesti mitoitettu talousnäkömien mukaan.

Toiseksi Fedin määrällinen kiristäminen on vaikuttanut markkinakorkoihin voimakkaammin toteutushetkellä – todennäköisesti vahvemman likviditeettivaikutuksen vuoksi (Smith ja Valcarcel 2023). Kiristäminen johti myös lyhyiden rahamarkkinakorkojen nousuun, kun taas sen vaikutukset pitkiin korkoihin jäivät

22. Toinen historiallinen esimerkki tasepolitiikan kiristämisestä on vuoden 2013 ns. taper tantrum. Tuolloin Fedin viestintä arvopaperiostojen vähentämisestä nosti korkoja.

lyhytaikaisemmiksi. Tämän perusteella portfolion tasapainotuskanava on määrällisessä kiristyksessä ollut keventämistä heikompi, mutta likviditeettivaikutus vahvempi.

Voimistunut likviditeettivaikutus voi lisätä markkinakorkojen heiluntaa. Määrällinen keventäminen ja keskuspankkireservien kasvu ovat nostaneet sekä pankkitalletusten määrää että taseen ulkopuolisia vastuita, kuten luottolimiittejä. Kun määrällistä kiristämistä tehdään, keskuspankkireservien määrä pienenee, mutta pankkitalletusten määrä ja pankkisektorin ulkopuolisten kysyntä likviditeetille voi edelleen olla suurta. Tällöin pankkisektorin likviditeetti vähenee. Tämä voi pahimmillaan johtaa äkilliseen heiluntaan rahamarkkinoilla, kuten Yhdysvaltojen repomarkkinoilla tapahtui syyskuussa 2019 (Acharaya ym. 2022).

Kuinka pieneksi tase voi supistua ilman, että lyhyet rahamarkkinakorot irtoavat keskuspankin talletuskorosta?^[23] Kun keskuspankin tase ylittää tietyn kynnyksarvon, likviditeetin määrällä ei ole vaikutusta rahamarkkinakorkoihin (López Salido ja Vissing-Jørgensen 2023; Cúrdia ja Woodford 2010). Reservien ja likviditeetin määrä alkaa siis vaikuttaa rahamarkkinoilla vasta, kun keskuspankkireservien määrä on alhainen. López Salido ja Vissing-Jørgensen (2023) arvioivat, että Yhdysvalloissa tämä kynnyksarvo alittuu, kun keskuspankin tase on alle 15–20 % suhteessa BKT:hen. Myös euroalueella kynnyksarvo on todennäköisesti korkeampi kuin ennen finanssikriisiä (Åberg ym. 2021). Likviditeettivaikutus siis voimistuu, kun pankkijärjestelmässä ei enää ole ylimääräistä likviditeettiä (ks. myös artikkeli [Miten Euroopan keskuspankki ohjaa korkoja tulevaisuudessa?](#)).

Keskuspankin tase ei siis todennäköisesti palaudu sellaiselle tasolle, jossa se oli ennen finanssikriisiä. Sen sijaan pankkijärjestelmän tarve reserveille on saattanut kasvaa rakenteellisesti esimerkiksi vahvemman sääntelyn, taseen ulkopuolisten vastuiden ja rakenteellisesti suuremman likviditeettikysynnän vuoksi.

Reservien kysyntää ei ole helppo ennustaa, sillä EKP on toiminut finanssikriisin jälkeen tosiasiallisesti korkoputken sijaan lattiajärjestelmässä, jossa pankeilla on ylimääräisiä reserveja ja rahamarkkinakorkojen yhteys EKP:n talletusmahdollisuuden korkoon on ollut vakaa.^[24] Tarve likviditeetille lienee siis kasvanut. Määrällinen kiristys voi näin ollen johtaa äkilliseen likviditeetin tarpeeseen ja äkilliseen lyhyiden rahamarkkinakorkojen nousuun, kun nämä sitoumukset pyritään täyttämään. Tällä hetkellä EKP:n tase supistuu niin hitaasti, että rahamarkkinoiden äkillinen kiristyminen lienee ainakin lähiaikoina epätodennäköistä.

23. Ennen vuoden 2008 finanssikriisiä EKP toteutti rahapolitiikkaa ns. käytäväjärjestelmässä, jossa kaikkein lyhyimmät rahamarkkinakorot seurasivat perusrahoitusoperaatioiden korkoa talletusmahdollisuuden ja maksuvalmiusluoton koron muodostaman korkoputken sisällä. Putken leveys oli ennen finanssikriisiä 2 prosenttiyksikköä. Ylimääräinen likviditeetti on kuitenkin johtanut siihen, että €STR-korko seuraa tällä hetkellä EKP:n talletusmahdollisuuden korkoa. QT:n tuoma ylimääräisen likviditeetin katoaminen liittyy tätä kautta tällä hetkellä käynnissä olevaan arviointiin EKP:n operatiivisesta kehikosta. Mikäli EKP palaa takaisin käytäväjärjestelmään kuivaten QT:n ja TLTRO:n takaisinmaksujen kautta ylimääräisen likviditeetin, lyhyet rahamarkkinakorot tulevat jatkossa vaihtelevasti voimakkaammin kuin viime vuosina on totuttu. Ks. tarkemmin Euro & talous -artikkeli [Miten Euroopan keskuspankki ohjaa korkoja tulevaisuudessa?](#).

24. Ks. tarkemmin esim. Åberg ym. (2021).

Määrällinen kiristäminen tukee hintavakaustavoitteen saavuttamista

Rahapolitiikan kiristyminen on näkynyt useiden eri korkojen nousuna, pankkien luotonannon kiristymisenä ja esimerkiksi asuntojen hintojen laskuna. Sekä ohjauskorkopolitiikka että määrällinen kiristäminen nostavat rahoituskustannuksia, hidastavat taloudellista toimeliaisuutta ja höllentävät inflaatiopaineita.

On kuitenkin vaikeaa arvioida, mikä on ollut eri rahapolitiikan mitoituksen välineiden rooli tässä kiristymisessä. EKP on nojannut rahapolitiikassaan erityisesti tavanomaiseen ohjauskorkopolitiikkaan, jonka vaikutuksista on kertynyt tutkimuskirjallisuutta jo useiden vuosikymmenten ajan. Taseen supistamisen vaikutusten suuruusluokkaan ja mekanismeihin taas liittyy enemmän epävarmuutta.

Viime kädessä keskuspankin taseen supistumisesta seuraa, että yksityinen sektori ottaa enemmän riskiä kantaakseen. Täten määrällinen kiristäminen voi asteittain johtaa riskin ja arvopaperien uudelleenhinnoitteluun. Määrällistä kiristämistä on kuitenkin toteutettu euroalueella ja muissa kehittyneissä talouksissa siten, että viestintä siitä on ollut korostetun ennakoitavaa. EKP, Fed ja muut suuret keskuspankit ovat pyrkineet pitämään taseen supistumisen teknisempänä toimenpiteenä, jota toteutetaan keskeisimmän rahapolitiikkavälineen (ohjauskorkopolitiikan) taustalla. Tällä strategialla pyritään osaltaan estämään sellainen tilanne, jossa rahoitusmarkkinoilla syntyisi likviditeettiongelmia keskuspankin roolin pienentyessä.

Lähteet

Aastveit, K. A., Natvik, G. J. ja Sola, S. (2017) Economic uncertainty and the influence of monetary policy. *Journal of International Money and Finance*, 76, 50–67.

Acharya, V. V., Chauhan, R. S., Rajan, R. G. ja Steffen, S. (2022) Liquidity dependence: Why shrinking central bank balance sheets is an uphill task. Keskustelualoite, Jackson Hole Symposium Economic Policy Symposium.

Altavilla, C., Carboni, G. ja Motto, R. (2021a) Asset purchase programmes and financial markets: lessons from the euro area. *International Journal of Central Banking*, 17(4), 1–48.

Altavilla, C., Lemke, W., Linzert, T., Tapking, J. ja von Landesberger, J. (2021b). Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014. *ECB Occasional Paper*, (2021/278).

Bachmann, R., Born, B., Elstner, S., ja Grimme, C. (2019). Time-varying business volatility and the price setting of firms. *Journal of Monetary Economics*, 101, 82–99.

Bhattarai, S., Eggertsson, G. B. ja Gafarov, B. (2023) Time consistency and duration of government debt: A model of quantitative easing. *Review of Economic Studies*, 90(4), 1759–1799.

- Castelnuovo, E. ja Pellegrino, G. (2018) Uncertainty-dependent effects of monetary policy shocks: A new-Keynesian interpretation. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 93, 2018, 277–296.
- Cúrdia, V., ja Woodford, M. (2010) Credit spreads and monetary policy. *Journal of Money, credit and Banking*, 42, 3-35.
- D'Amico, S. ja King, T. B. (2013) Flow and stock effects of large-scale treasury purchases: evidence on the importance of local supply. *Journal of Financial Economics*, Vol. 108, Issue 2, pp. 425–448.
- D'Amico, S. ja Seida, T. (2020) Unexpected Supply Effects of Quantitative Easing and Tightening. Työpaperi nro 2020–17, Federal Reserve Bank of Chicago.
- De Santis, R. A. ja Holm-Hadulla, F. (2020) Flow Effects of Central Bank Asset Purchases on Sovereign Bond Prices: Evidence from a Natural Experiment. *Journal of Money, Credit and Banking*, 52: 1467–1491.
- Eser, F., Lemke, W., Nyholm, K., Radde, S. ja Vladu, A. L. (2023) Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve. *International Journal of Central Banking*, 19(3), 359–422.
- Eggertsson, Gauti B. ja Woodford, Michael (2003) The Zero Bound On Interest Rates And Optimal Monetary Policy. *Brookings Papers on Economic Activity* 34, 2003–1.
- Fabo, B., Jančoková, M., Kempf, E. ja Pástor, L. (2021) Fifty shades of QE: Comparing findings of central bankers and academics. *Journal of Monetary Economics*, 120, 1–20.
- Haldane, A. G., Roberts-Sklar, M., Wieladek, T., ja Young, C. (2016) QE: the story so far. *Bank of England Staff Working Paper*, No. 624.
- Hanson, S. G. ja Stein, J. C. (2015) Monetary policy and long-term real rates. *Journal of Financial Economics*, 115(3), 429–448.
- Hauzenberger, N., Pfarrhofer, M. ja Stelzer, A. (2021) On the effectiveness of the European Central Bank's conventional and unconventional policies under uncertainty. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 191, 822–845.
- Joyce, M. A., Liu, Z. ja Tonks, I. (2017) Institutional investors and the QE portfolio balance channel. *Journal of Money, Credit and Banking*, 49(6), 1225–1246.
- Laine, O.-M. ja Pihlajamaa, M. (2023) Asymmetric effects of conventional and unconventional monetary policy when rates are low. Bank of Finland Research Discussion Paper, 3.
- López Salido, D. ja Vissing-Jørgensen, A. (2023) Reserve demand, interest rate control, and quantitative tightening. Työpaperi.
- Smith, A. L. ja Valcarcel, V. J. (2023) The financial market effects of unwinding the federal reserve's balance sheet. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 146,

104582.

Tenreyro, S. ja Thwaites, G. (2016) Pushing on a string: US monetary policy is less powerful in recessions. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8(4), 43–74.

Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Guilhem, A. S. ja Yiangou, J. (2021) *Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank*. Oxford University Press.

Vavra, J. (2014) Inflation Dynamics and Time-Varying Volatility: New Evidence and an Ss Interpretation. *Quarterly Journal of Economics*, 129 (1), 215–258.

Vayanos, D. ja Vila, J. L. (2021) A preferred-habitat model of the term structure of interest rates. *Econometrica*, 89(1), 77–112.

Vissing-Jørgensen, A. ja Krishnamurthy, A. (2011) The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, 43(2), 215–287

Wei, B. (2022) Quantifying “Quantitative Tightening” (QT): How Many Rate Hikes Is QT Equivalent To? Työpäpaperi nro 2022–08, Atlanta Fed.

Åberg, P., Corsi, M., Grossmann-Wirth, V., Hudepohl, T., Mudde, Y., Rosolin, T. ja Schobert, F. (2021). Demand for central bank reserves and monetary policy implementation frameworks: the case of the Eurosystem. *ECB Occasional Paper*, (2021/282).

Avainsanat

[määrällinen kiristäminen, rahapolitiikka](#)