EURO&TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Sisältö

Rahapolitiikkaa normalisoidaan asteittain ja ennakoidusti 3

Rahapolitiikkaa normalisoidaan asteittain ja ennakoidusti

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2018 • RAHAPOLITIIKKA

EKP:n neuvosto ennakoi, että rahapoliittisen arvopaperien osto-ohjelman netto-ostot päättyvät kuluvan vuoden lopussa. Päätös voidaan nähdä ensimmäisenä askeleena kohti rahapolitiikan normalisointia euroalueella, mikä tarkoittaa luopumista asteittain rahapolitiikan epätavanomaisista toimista ja tähän liittyvää kommunikointia. Rahapolitiikan normalisointiin liittyy enemmän avoimia kysymyksiä kuin tavalliseen rahapolitiikan kiristämiseen. Epävarmuus rahapolitiikan normalisoinnin vaikutuksista rahoitusmarkkinoihin ja reaalitalouteen johtaa todennäköisesti siihen, että normalisointi on asteittainen prosessi, joka vie pitkän ajan.

EKP:n neuvosto ottanut ensiaskeleita rahapolitiikan normalisoinnin suuntaan

EKP:n neuvosto ilmoitti viime kesäkuussa ennakoivansa arvopaperien netto-ostojen loppuvan kuluvana vuonna, jos talouden tila edelleen tukee inflaation kestävää palautumista tavoitteen mukaiseksi. Kesäkuussa tehtyjen päätösten toteutuminen voidaan nähdä ensimmäisenä askeleena kohti euroalueen rahapolitiikan normalisointia. Rahapolitiikan normalisointi tarkoittaa rahapolitiikan kiristämistä, mikä tapahtuu asteittain luopumalla rahapolitiikan epätavanomaisista toimista ja tähän liittyvää kommunikointia.

Rahapolitiikan normalisointi poikkeaa tavanomaisesta rahapolitiikan kiristämisestä eli EKP:n ohjauskorkojen nostosta. Harjoitetun epätavanomaisen rahapolitiikan takia rahapolitiikkaa voidaan kiristää monin eri tavoin. Ei olekaan täysin yksiselitteistä, miten kiristys tulisi tehdä. Ennen kuin rahapolitiikan normalisoinnista voidaan keskustella,

täytyy ymmärtää harjoitetun epätavanomaisen rahapolitiikan vaikutukset rahapolitiikkaan.

Epätavanomaisen rahapolitiikan vaikutukset rahapolitiikkaan

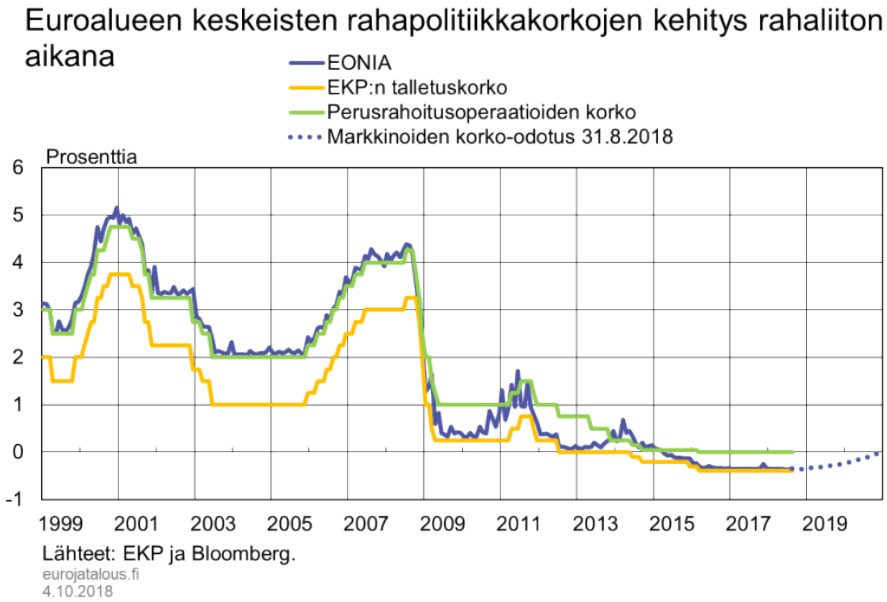
Euroalue kohtasi kaksoistaantuman viime vuosikymmenen aikana: vuonna 2008 Yhdysvalloista alkanut finanssikriisi ajoi euroalueen taantumaan, ja sen jälkeen käynnistyi eurokriisi. Hintavakauden ylläpitämiseksi rahapolitiikan välittymistä parannettiin erilaisin toimin, rahapoliittiset korot laskettiin niiden efektiiviselle alarajalle, ja deflaation uhkaa torjuttiin laskemalla pitkiä korkoja arvopapereiden osto-ohjelman avulla. Näitä epätavanomaisia rahapolitiikan toimia voidaan tarkastella lyhyiden korkojen kehitystä seuraamalla ja keskuspankin taseen kautta.

Epätavanomainen rahapolitiikka on painanut lyhyet korot negatiivisiksi

Kuviossa 1 on euroalueen rahapolitiikan kannalta keskeisten lyhyiden korkojen kehitys rahaliiton ajalta. Eeoniakorko on korko, jolla pankit lainaavat toisilleen yön yli. Se on keskeinen viitekorko, koska se kertoo riskittömän koron tason euroalueella. Rahapolitiikalla pystytään ohjaamaan lyhimpiä korkoja: ennen vuotta 2008 eonia seurasi EKP:n perusrahoitusoperaatioiden korkoa, mutta epätavanomaisen rahapolitiikan aloittamisen jälkeen se seurasi pääosin EKP:n talletuskorkoa. Ero johtuu siitä, että vuoden 2008 jälkeen euroalueen pankkijärjestelmässä oli merkittävästi enemmän likviditeettiä[1] kuin mitä pankit tarvitsivat normaalin maksuliikenteen hoitamiseksi. EKP lisäsi eri toimin likviditeetin määrää, koska finanssikriisin aikana pankkien välinen lainananto häiriintyi luottamuksen puutteen takia. Epätavanomaisen rahapolitiikan ensimmäinen seuraus siis on, että EKP:n efektiivinen ohjauskorko on tällä hetkellä talletuskorko, kun ennen vuotta 2008 se oli perusrahoitusoperaatioiden korko.[2]

1. Likviditeetillä tarkoitetaan tässä yhteydessä liikepankkien keskuspankkitileillä olevaa kokonaismäärää.
2. Toisin sanoen eurojärjestelmä on lyhyen koron ohjauksessa siirtynyt efektiivisesti ns. putkijärjestelmästä lattiajärjestelmään, jossa EKP:n talletuskorko antaa korkojen alarajan taloudessa. Tosin tällä hetkellä osa valtion velkakirjojen tuotoista on alle EKP:n talletuskoron. Tämä on todennäköisesti seurausta siitä, että näitä velkakirjoja käytetään laajasti vakuutena lyhyissä takaisinmaksusopimuksissa, jolloin näiden arvopaperien niukkuuden takia niiden tuotot ovat alle EKP:n talletuskoron.

Kuvio 1.



Toinen lyhyitä korkoja koskeva keskeinen ilmiö vuoden 2008 jälkeen on korkojen alhaisuus. Käytännössä vuodesta 2009 lähtien korot ovat olleet lähellä nollaa eli ne ovat saavuttaneet ns. nollarajan. Vuonna 2014 talletuskorko laskettiin euroalueella negatiiviseksi, mikä osoittaa, että nolla ei muodostanut nimelliskoroille alarajaa. Negatiivisten korkojen vaikutus talouteen voi olla erilainen kuin positiivisten. Vaikutus riippuu esimerkiksi korkojen merkityksestä pankkien kannattavuuteen. Negatiivisten korkojen taloudellisiin vaikutuksiin ja tästä politiikasta luopumiseen siis liittyy tavallista koron nostoa enemmän epävarmuutta.

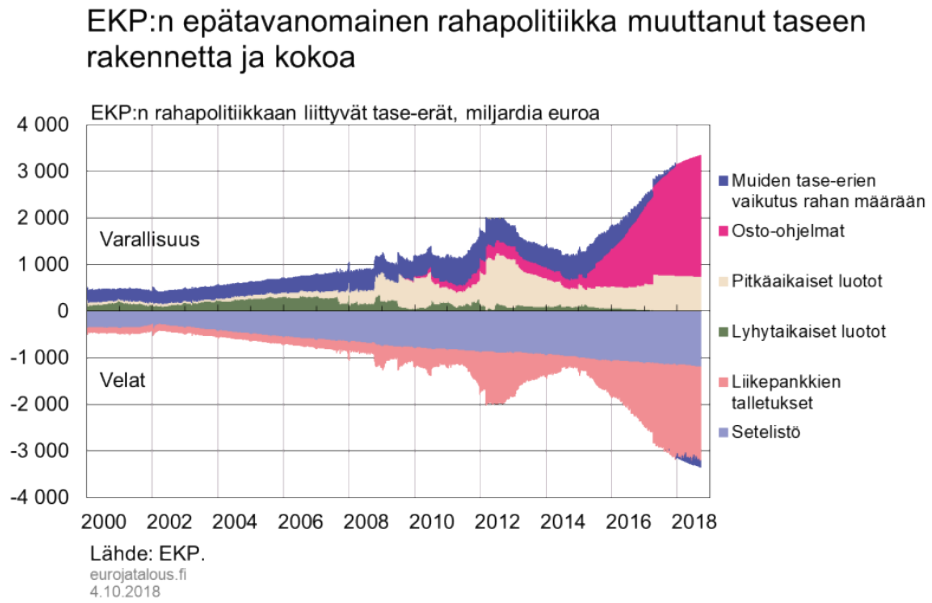
Kolmas epätavanomaisen rahapolitiikan korkoja koskeva vaikutus näkyy korko-odotuksissa. Lyhyet korot ovat alhaiset, mutta niiden myös odotetaan pysyvän sellaisina tulevaisuudessa. Tällä hetkellä korkojen hinnoittelu osoittaa, että markkinoilla lyhyen koron uskotaan muuttuvan positiiviseksi vasta vuonna 2020.[3] Tämä osaltaan heijastelee EKP:n neuvoston ennakoivaa viestintää, jossa neuvosto odottaa korkojen pysyvän nykyisellä tasollaan ainakin kesän 2019 ajan. Kun rahapolitiikkaa normalisoidaan nykyisessä tilanteessa, efektiivisen ohjauskoron muuttamisen lisäksi keskeistä onkin myös korkoihin liittyvä ennakoiva viestintä. Kaiken kaikkiaan, rahapolitiikan normalisoinnissa ohjauskoron muutoksiin liittyy enemmän ulottuvuuksia kuin tavallisen rahapolitiikan aikana.

3. Hinnoista suoraan laskettua korkouraa voi tulkita markkinoiden odotuksissa ainoastaan riskineutraalisuuden vallitessa. Objektiivisten odotusten laskemiseen liittyy epävarmuutta, jolloin riskineutraaliodotusta voidaan käyttää lyhyellä aikavälillä kohtalaisena arviona aidoista objektiivisista odotuksista. Markkinoiden odotus korkourasta on jonkin verran korkeampi kuin riskineutraalisuuden vallitessa laskettu odotus.

Epätavanomainen rahapolitiikka on kasvattanut keskuspankin tasetta

Epätavanomaisen rahapolitiikan perintö näkyy selvästi myös keskuspankin taseessa, jota kuvataan rahapolitiikkaan vaikuttavien merkittävien erien kannalta kuviossa 2.

Kuvio 2.



Vuoden 2008 jälkeen keskuspankin taseessa näkyy muutos: taseen koko alkaa kasvaa ja ennen kriisiä vallinnut koostumus muuttua. Tyypillisen rahapolitiikan aikana keskuspankkirahan määrää – eli setelistöä ja liikepankkien talletuksia keskuspankissa – ja omiin pääomiin rinnastettavia eriä vastasi pääosin lyhytaikaiset luotot pankeille ja keskuspankin rahoitusvarallisuus.

Vuoden 2007 aikana EKP pidensi keskuspankin pankeille myöntämien lainojen juoksuaikaa, koska riskipreemiot pankkien rahoitukselle nousivat. Kun kriisi eteni, pidempiaikaiset rahoitusoperaatiot (LTRO ja TLTRO) syrjäyttivät lyhytaikaiset rahoitusoperaatiot. Pidempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla parannettiin alhaisten ohjauskorkojen välittymistä kotitalouksien ja yritysten lainojen korkoihin sekä kohennettiin rahoitusjärjestelmän vakautta. Koska pankkien välinen lainananto kärsi edelleen luottamuspulasta, ottivat pankit merkittävästi rahoitusta keskuspankin rahoitusoperaatioista, mikä vastaavasti kasvatti likviditeettiä entisestään ja kokonaisuutena keskuspankin tase kasvoi.

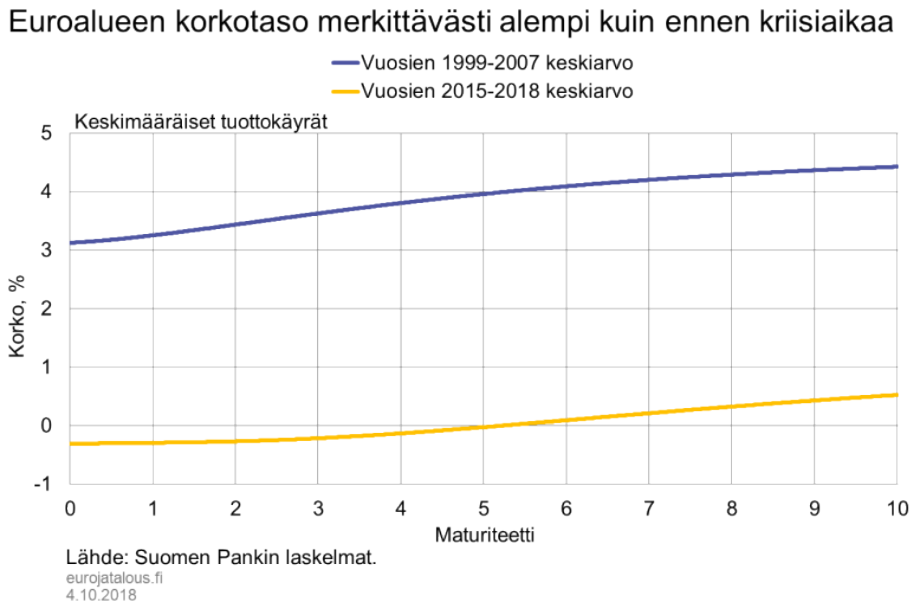
Arvopaperiostot alkoivat 2009 pienessä mittakaavassa. Merkittävästi arvopaperiostot alkoivat näkyä EKP:n taseessa, kun laajennetusta arvopaperien osto-ohjelmasta päätettiin tammikuussa 2015 – eli määrällinen keventäminen (QE) aloitettiin. Määrällisen keventäminen aloitettiin, koska deflaation riski euroalueella oli kasvanut, mutta rahapolitiikkaa ei enää voitu keventää merkittävästi laskemalla lyhyitä korkoja. Arvopaperiostot maksettiin kasvattamalla liikepankkien talletuksia keskuspankissa, mikä näkyy talletusten merkittävänä kasvuna keskuspankin taseessa. Arvopaperiostot siis kasvattivat eurojärjestelmän tasetta ja rahan määrää taloudessa.

Epätavanomaisten toimien perintönä keskuspankin tase on merkittävästi suurempi kuin tavallisen rahapolitiikan aikana. Epätavanomaisten toimien purkaminen tarkoittaa myös keskuspankin taseen supistamista ja keskuspankkirahan – eli likviditeetin – vähentämistä markkinoilta. Tase ei pysy ilman uusia päätöksiä näin suurena. Pitkäaikaiset lainaoperaatiot erääntyvät aikanaan, jolloin keskuspankin tase supistuu automaattisesti. Lisäksi kun osto-ohjelmassa erääntyvien velkakirjojen juoksuaika täyttyy, keskuspankin tase supistuu vähitellen, ellei erääntyviä varoja uudelleensijoiteta markkinoille. Tämä vie kuitenkin aikaa yli vuosikymmenen. Kasvaneen setelistön takia keskuspankin tase ei kuitenkaan supistu ennen kriisiä vallinneeseen tasoon, jos yleisö pitää hallussa nykyisen määrän setelistöä. Rahapolitiikan normalisoinnissa keskuspankin taseen hallinnointi on joka tapauksessa keskeisessä osassa, eikä tätä ulottuvuutta ollut ennen finanssikriisiä.

Rahapolitiikan normalisoinnin avoimia kysymyksiä

Osaltaan epätavanomaisen rahapolitiikan perintönä euroalueen korkotaso on merkittävästi alhaisempi kuin ennen finanssi- ja eurokriisejä (kuvio 3). Toki muutkin tekijät ovat vaikuttaneet alhaiseen korkotason syntymiseen. Joka tapauksessa, lyhyet korot ovat noin 3,5 prosenttiyksikköä ja 10 vuoden korko lähes 4 prosenttiyksikköä alempana kuin ennen kriisejä. Rahapolitiikan normalisointi johtaa korkotason nousuun, kun rahapolitiikan epätavanomaisista toimista luovutaan asteittain. Tällöin kolme keskeistä kysymystä rahapolitiikan normalisoinnissa on: missä järjestyksessä toimista tulisi luopua, miten paljon korkoja tulisi nostaa sekä miten ja milloin näistä toimista kommunikoidaan.

Kuvio 3.



Missä järjestyksessä rahapolitiikkaa tulisi normalisoida?

Rahapolitiikan epätavanomaisten toimien avulla on laskettu sekä lyhyitä että pitkiä korkoja: negatiivinen talletuskorko ja ennakoiva viestintä ovat alentaneet lyhyitä korkoja,

kun taas arvopaperien osto-ohjelma on laskenut pidempiä korkoja. Rahapolitiikkaa voidaan vastaavasti normalisoida vaikuttamalla korko-odotuksiin ennakoivan viestinnän avulla ja nostamalla EKP:n talletuskorkoa. Toisaalta keskuspankin hallussa pitämien arvopaperiomistusten vähentäminen – tai sen ennakointi – nostaisi pitkiä korkoja. Molemmat vaihtoehdot kiristävät – tai normalisoivat – rahapolitikkaa, mutta avoimia kysymyksiä liittyy siihen, missä järjestyksessä ja kuinka samanaikaisesti nämä toimenpiteet tulisi tehdä.

Yhdysvalloissa korkoja nostettiin nollarajalta ensimmäisen kerran joulukuussa 2015. Taseen supistaminen aloitettiin lokakuussa 2017, jolloin korkoja oli nostettu 4 kertaa eli noin 1 prosentin tasolle. Ennen taseen supistamisen aloittamista FED kommunikoi hyvissä ajoin pääperiaatteet ja suunnitelmat taseen supistamisesta. Taseen supistamiseen liittyvä varovaisuus todennäköisesti johtui siitä, että keskuspankin ostojen ennakoimattomat muutokset voivat johtaa merkittäviin muutoksiin velkakirjojen hinnoissa. Tällöin rahapolitiikasta voisi tulla häiriöiden lähde taloudessa.[4] Tästä syystä FED päätyi hyvin kommunikoituun ja asteittaiseen taseen supistamiseen. Rahapolitiikan mitoituksen keskeisenä välineenä on ollut vaikuttaminen lyhyeen korkoon.

EKP:n neuvosto on todennut, että arvopaperien osto-ohjelmassa erääntyvien arvopaperien pääomien sijoittaminen uudelleen jatkuu pidemmän aikaa sen jälkeenkin, kun arvopaperien netto-ostot ovat päättyneet. Rahoitusmarkkinoilla odotetaankin, että taseen supistaminen alkaa vasta 2–3 vuoden päästä netto-ostojen loputtua. Jos EKP siis toimisi kuten FED, rahapolitiikan normalisointi aloitettaisiin lyhyisiin korkoihin liittyvien epätavanomaisten toimien purkamiselle.

Miten paljon korkoja tulisi nostaa?

Toinen rahapolitiikan normalisointiin liittyvä kysymys on se, miten paljon rahapolitiikkaa tulee kiristää. Kuten kuviosta 3 nähtiin, korkotaso euroalueella – kuten muissakin kehittyneissä talouksissa – on merkittävästi laskenut globaalia finanssikriisiä edeltäneeltä tasolta. Osasyynä alhaiseen korkotasoon on elvyttävä rahapolitiikka, mutta on myös hyvin todennäköistä, että ns. pitkän aikavälin reaalinen tasapainokorko on laskenut. Tämä tarkoittaa, että säästämishalukkuutta on taloudessa aikaisempaa enemmän tai investointivalmiutta vähemmän – eli taloudessa on tapahtunut rakennemuutos.

Luonnollisen koron taso tarjoaa merkittävän kiintopisteen rahapolitiikalle. Jos lyhyt reaalikorko on korkeampi kuin luonnollinen korko, on rahapolitiikka taloutta supistavaa. Toisaalta kun lyhyt reaalikorko on alemmalla tasolla kuin luonnollinen korko, on rahapolitiikka elvyttävää. Luonnollisen koron tason lasku aiheuttaa siis sen, että rahapolitiikka muodostuu kiristävämmäksi aikaisemmin kuin historiallisen tarkastelun perusteella voisi arvioida. Toisin sanoen jos luonnollinen koron taso on laskenut, historiallisessa tarkastelussa edelleen alhaiset korkotasot voivat olla nykyisessä ympäristössä jo kiristäviä.

---

4. Yhdysvalloissa tämän tyyppinen ilmiö muodostui, kun FED vuonna 2013 yllätti markkinat ilmoittamalla mahdollisesti supistavansa netto-ostojen määrää asteittain. Tämä johti tuottojen nopeaan kasvuun, ja ajankohta tunnetaan nimellä ”Taper Tantrum”.

Kuvio 4.

Luonnollinen korko ei ole havaittu muuttuja, vaan se pitää arvioida käyttäen eri menetelmiä. Kuviossa 4 olevista luonnollisen koron arvioista kaksi on tehty samankaltaisilla malleilla (Holston-Laubach-Williams ja Vilmi), mutta tulokset tämän hetkisestä luonnollisen koron tasosta eroavat toisistaan.[5] Tämä ero arvioiden välillä heijastaa epävarmuutta, joka liittyy luonnollisen koron tason arviointiin. Lisäksi arvopaperien markkinahinnoista voidaan laskea arvio luonnollisen koron tasolle.[6] Keskiarvo näistä arvioista joka tapauksessa osoittaa, että pitkän aikavälin lyhyen nimelliskoron taso euroalueella olisi noin 3 %, kun ennen talouskriisejä luonnollisen nimelliskoron taso näin mitattuna oli 4 %.[7] Tämän suuruinen lasku luonnollisen koron tasossa tarkoittaisi, että alhaiset korot eivät ole nykyoloissa niin elvyttäviä kuin ennen vuotta 2008. Rahapolitiikan normalisoinnissa tämä tarkoittaa, että koron nousu kiristäisi rahapolitiikkaa enemmän kuin korkojen historiaan perustuvan tarkastelun avulla voisi päätellä.

5. Yksityiskohtia näiden luonnollisten korkojen laskemiseen löytyy seuraavista artikkeleista: Kathryn Holston, Thomas Laubach ja John C. Williams (2017) Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants, Journal of International Economics, 108, s. 59–79, ja Lauri Vilmi (2017) Two tales of the natural rate of interest, BoF Economics Review, 1/2017.

6. Tämän mittarin voidaan ajatella heijastelevan markkinoiden odotuksia pitkän aikavälin lyhyen koron tasosta, kun markkinatoimijoiden ajatellaan olevan riskineutraaleja. Todellinen markkinaodotus voi poiketa merkittävästi tästä. Jos ajatellaan, että riskinhinnoitteluun korkomarkkinoilla vaikuttaa merkittävästi inflaatioon liittyvä epävarmuus, tässä laskettu markkinaperusteinen luonnollisen koron arvio ei välttämättä eroa huomattavasti aidosta odotuksesta.

7. Kuvan pitkän aikavälin nimelliskorko voidaan laskea pitkän aikavälin reaalikoroista, kun reaalikorkoon lisätään pitkällä aikavälillä taloudessa vallitseva inflaatio. Euroalueella pitkän aikavälin inflaation voidaan ajatella vastaavan EKP:n tavoitetta, joka on karkeasti ottaen 2 %.

Rahapolitiikan epätavanomaisten toimien muutoksiin liittyy enemmän epävarmuutta kuin rahapolitiikan kiristämiseen pelkästään ohjauskorkoja nostamalla. Tämä johtuu ensinnäkin siitä, että normalisoinnissa on monia välineitä käytössä, jolloin näiden eri toimien hallinta siten, että rahapolitiikan mitoitus on halutunlaista eri ajankohtina, on haastavampaa kuin ainoastaan kiristäminen ohjauskoron avulla. Toiseksi, taloudessa näyttää tapahtuneen rakennemuutos, jonka seurauksena luonnollisen koron taso on laskenut. Tämä määrää sen, miten elvyttävää tai kiristävää mikäkin korkotaso on. Tällöin maltillisesti tapahtuvat koron nostot kiristäisivät enemmän talouden rahoitusoloja kuin aikaisemmin. Kaiken kaikkiaan nämä seikat viittaavat siihen, että rahapolitiikan normalisoinnissa tulisi edetä asteittain.

Erityisesti talouden rakenteiden muututtua keskuspankin on jatkuvasti arvioitava riskiä rahapolitiikan epäonnistumisesta. Esimerkiksi kun inflaation ennustetaan kiihtyvän, on arvioitava, kiristetäänkö rahapolitiikkaa liian vähän tai liian myöhään vai onko riski pikemminkin, että kiristetään liian nopeasti tai liian aikaisin. Tavanomaisen rahapolitiikan oloissa on ajateltu, että kiristämisen tulisi alkaa etupainotteisesti selvästi ennen kuin inflaatio on kiihtynyt yli tavoitteen rahapolitiikan viipeiden vuoksi.

Kun rahapolitiikan nollakorkoraja on efektiivinen ja toteutunut inflaatio on ollut pitkään alle tavoitteen, kasvaa rahapolitiikan liian nopean tai liian aikaisen kiristämisen riski merkittävästi. Tämän vuoksi rahapolitiikan kiristämistä voisi olla perusteltua siirtää, kunnes toteutunut inflaatio on jopa tavoitteen yläpuolella. Tällöin keskuspankin olisi hyväksyttävä inflaation väliaikainen kiihtyminen yli tavoitteen sen vuoksi, että inflaatio on ollut tavoitetta hitaampi pitkän aikaa.[8]

Rahapolitiikan normalisointi on pitkä prosessi

EKP:n neuvosto ennakoi kesäkuussa arvopaperien netto-ostojen loppuvan vuoden vaihteessa. Tämä on ensimmäinen askel kohti rahapolitiikan normalisointia euroalueella, mikä tarkoittaa rahapolitiikan kiristämistä luopumalla asteittain rahapolitiikan epätavanomaisista toimista ja tähän liittyvää kommunikointia. Neuvosto on jo ilmoittanut aikovansa jatkaa uudelleen erääntyvien arvopaperien pääomien sijoittamista pidemmän aikaa netto-ostojen päättymisen jälkeenkin, joten pääasiallinen instrumentti rahapolitiikan normalisoinnissa ainakin aluksi näyttäisi olevan ennakoivan viestinnän muuttaminen ja talletuskoron nostot. EKP:n neuvoston tämänhetkisen ennakoivan viestinnän mukaan rahapoliittisen korkojen odotetaan pysyvän nykytasollaan vielä kesän 2019 ajan ja tarvittaessa pidempään.

Epätavanomaisesta rahapolitiikasta luopuminen tulee todennäköisesti olemaan pitkä prosessi, koska sekä talouden näkymiin että rahapolitiikan oikeaan mitoitukseen liittyy epävarmuutta. Ensinnäkin, talouden näkymiin liittyy epävarmuutta rahapolitiikan normalisoinnin näkökulmasta, koska inflaatiopaineet ovat euroalueella vielä maltilliset. Rahapolitiikan tulee siis edelleen olla elvyttävää, jotta inflaatiopaineet kasvavat euroalueella siten, että inflaatio pysyy kestävästi EKP:n tavoitteen mukaisena – eli hieman alle kahdessa prosentissa. Toiseksi, rahapolitiikan mitoituksen arviointi ei ole

8. Tämän suuntaisia ajatuksia on esittänyt mm. Ben Bernanke (2017) Monetary Policy in a New Area, Brookings Institution, Peterson Institute.

yksinkertaista, koska rahapolitiikassa on käytössä monia instrumentteja, joista on kokemuksia vielä suhteellisen vähän. Kolmanneksi, luonnollisen koron taso on mahdollisesti laskenut, jolloin rahapolitiikkaa ei tarvitse kiristää yhtä paljon kuin aiemmissa noususuhdanteissa on totuttu. Muuttuneissa olosuhteissa rahapolitiikassa on hyvä noudattaa varovaisuusperiaatetta, jotta siitä ei tule häiriöiden lähdettä taloudessa. Tämä tarkoittaa sitä, että on perusteltua edetä rahapolitiikan normalisoinnissa asteittain ja ennakoidusti.

Jos luonnollisen koron taso jää alhaiseksi, on todennäköistä, että tulevaisuudessa nimelliskorkojen efektiivinen alaraja rajoittaa yhä useammin rahapolitiikkaa. Nyt käytetyistä epätavanomaisista rahapolitiikan välineistä voi tulevaisuudessa tulla tavallista rahapolitiikkaa. Samalla sitä, mistä nyt käytetään nimitystä rahapolitiikan normalisointi, aletaan kutsua rahapolitiikan kiristämiseksi.

Avainsanat

epätavanomainen rahapolitiikka, rahapolitiikan normalisointi