Lausunto Eduskunnan talousvaliokunnalle 22.6.2021
K 19/2021 vp Eduskunnan pankkivaltuuston kertomus 2020

Antti Ripatti
Empiirisen makrotaloustieteen professori
Helsingin yliopisto, Helsinki GSE

Taustaa

Rahapolitiikka on ollut onnistunutta pandemian aikana. Ripeästi toteutetuilla ja määrätietoisilla toimilla vältettiin deflaatio ja uhkana olleet ongelmat rahoituksen välittymisessä. Euroalueen maiden väliset erot ovat tosin olleet suuria ja rahoituksen välittymiseen liittyvät riskit eivät ole vielä hälvenneet koronasta pahiten kärsineissä talouksissa.

Tuotantokapasiteetin leikkaukset erityisesti koronasta kärsivillä (kontakteja vaativilla) aloilla ovat kysynnän palautuessa johtaneet perinteiseen kysyntäinflaatioon näillä aloilla. Tämä näkyy erityisesti Yhdysvalloissa. En odota vastaavan suuruista kysyntäinflaatiota Suomessa, koska tuotantokapasiteettia ei ilmeisesti ole merkittävässä määrin leikattu[1] ja yritysten konkursseja on ollut olosuhteisiin nähden vähän. Myös euroalueella on sangen todennäköistä, että inflaatiosysäys jää tilapäiseksi ja parhaimmillaan vain nostaa inflaation takaisin tavoitetasolle.

Rahapolitiikan lähivuosien ongelmat liittyvät inflaation sijasta uskottavuuskysymyksiin. Nämä nousevat kahdesta seikasta: aiemmin toteutettu ennakoiva viestintä uhkaa sitoa keskuspankkien kädet siinä tilanteessa, jossa talouteen on iskemässä inflaatiosysäys. Toisaalta inflaatiotavoitteen saavuttaminen antaa mahdollisuuden nimelliskorkojen palautumiseen kohti normaalitasoa sekä määrällisen elvyttämisen (pitkiin korkoihin vaikuttamisen) lopettamiseen. Nimelliskorkojen nousu puolestaan rasittaa velkaantuneen julkisen talouden tasapainoa ja voi johtaa poliittisiin paineisiin keskuspankkeja kohtaan pitää nimelliskorot inflaatiotavoitteeseen nähden liian alhaisina.

Ennakoiva viestintä rajoittaa rahapolitiikan tilaa

Keskuspankit – erityisesti FED ja EKP – ovat korkojen nollarajan kohdatessaan pyrkineet keventämään rahapolitiikkaa vaikuttamalla korko-odotuksiin tilanteessa, jossa inflaatio on alittanut tai alittamassa tavoitetason. Jos taloudenpitäjät uskovat korkojen pysyvän alhaisina ennakoitua pidempään, kannustaa tämä kasvattamaan investointeja ja kulutusta. Talouden aktiviteetin kasvun myötä myös inflaatio kiihtyy ja keskuspankki onnistuu saavuttamaan tavoitteensa. Tätä korko-odotuksiin liittyvää suoraa vaikuttamista kutsutaan ennakoivaksi viestinnäksi (forward guidance). Ennakoiva viestintä on tämän lisäksi yhdistetty vielä määrälliseen keventämiseen siten, että joukkolainojen ostot ovat tukeneet sitä.

[1] Tämä johtunee ainakin kahdesta seikasta. Yritykset ovat voineet tehdä sopeutuksen lomautusten kautta. Toisaalta tuotannon supistuminen on melko suotuisan epidemiatilanteen vuoksi ollut vähäistä ja kohdentunut vain pieneen osaan tuotantoa.

Ennakoivaan viestintään liittyy lupaus toteuttaa tulevaisuudessa kevyempää rahapolitiikkaa kuin mitä tuleva tilanne muuten vaatisi. Toisin sanoen ennakoivalla viestinnällä luvataan pitää korkoja alhaisempana pidempään kuin se tulevaisuudessa inflaatiotavoitteen kannalta olisi suotuisaa. Tämä tietenkin johtaisi tavoitetta korkeampaan inflaatioon. Yhdysvalloissa ollaan lähellä tätä tilannetta. Inflaatio on kiihtynyt – todennäköisesti tilapäisesti – yli tavoitetason ja lähestytään tilannetta, jossa rahapolitiikkaa tulisi kiristää. Jos rahapolitiikkaa kiristettäisiin tavanomaiseen tapaan, rikottaisiin lupaus pitää korot alhaisina pidennetyn ajan. Toisaalta inflaation ja mahdollisten inflaatio-odotusten kiihtyminen yli tavoitetason rikkoo lupauksen inflaatiotavoitteesta. Keskuspankit saattavat joutua hankalaan välikäteen. Yhtäältä pitäisi nostaa korkoja inflaatiotavoitteen saavuttamiseksi, mutta toisaalta tällöin rikottaisiin lupaus alhaisemmista koroista.

Valtioiden velkaantuminen koettelee rahapolitiikan itsenäisyyttä

Toinen seikka, joka vaikuttaa keskuspankkien toimintaan on tilanne, jossa voimakkaasti velkaantuneet valtiot joutuvat kohtaamaan nimelliskorkojen nousun keskuspankkien normalisoidessa rahapolitiikkaa. Nimelliskorkojen nousu johtaa velanhoitokustannusten kasvuun. Tästä syntyy jännite, jossa keskuspankit saattavat kohdata hallitusten taholta joko julkilausutun tai julkilausumattoman paineen säilyttää rahapolitiikkaa keveämpänä kuin olisi inflaatiotavoitteen kannalta tarpeen. Tätä jännitettä voidaan lieventää vastuullisella finanssipolitiikalla. Muiden etujen lisäksi vastuullinen politiikka myös suojelee keskuspankin itsenäisyyttä ja talouspolitiikan perinteistä työnjakoa.

Korkotason normalisoitumiseen liittyy myös pitkien korkojen nousu. Tämä johtaa joukkolainojen hintojen laskuun, mikä rasittaa keskuspankkien tulosta ja sen jakamia voitonsiirtoja valtiolle. Tämä nostaa entisestään paineita tarpeettoman keveään rahapolitiikkaan. Keskuspankkien pääomitustarpeita onneksi tuskin tulee. Asetelman kärjistyessä vaarana lopulta on, että rahapolitiikan ja finanssipolitiikan suhde kääntyy päälaelleen: julkisen talouden tasapaino määrää hintatason!