

Rahapolitiikka Yhdysvaltain "Suuressa Taantumassa"

Finanssikriisi ja Suuri Taantuma ovat johtaneet lukuisiin poikkeustoimiin Yhdysvaltain rahapolitiikassa.

Tulevaisuudessa niitä on määrätietoisesti purettava, sillä muuten käy niin kuin usein historiassa: inflaatio kiihtyy.

Suuri Taantuma tulee muuttamaan rahapolitiikka myös pysyvämmiin – ainakin avoimuus lisääntyy.

Reijo Heiskanen
Pääekonomisti
OP-Pohjola-ryhmä
reijo.heiskanen@op.fi

Yhdysvaltain talous painui taantumaa vuoden 2007 lopulla asuntomarkkinoiden heikkenemisen seurauksena.¹ Taantuma oli syvin ja kestoltaan pisin sitten vuosien 1929–1933 laman. Kansantuotteen lasku taittui kuitenkin puolessatoista vuodessa, joten laman, eli vuosia kestävä tuotannon

¹ Yhdysvalloissa National Bureau of Economic Research määrittelee taantumajaksot. Se soveltaa laajempaa määritelmää kuin monesti käytetty bkt:n supistuminen kahdella peräkkäisellä vuosineljänneksellä.

supistumisen, mittasuhteita ei saavutettu. Niinpä ajanjakso ristittiin "Suureksi Taantumaksi". Vaikka taantuma on virallisesti päättynyt, niin julkisuudessa nykytilannetta pidetään osana "Suurta Taantumaa", koska taloudessa ajat ovat edelleen monessa suhteessa heikot ja poikkeukselliset.

Yhdysvaltain "Suuri Taantuma" ei juuri poikkea lukuisista vastaavista taantumista, joita viime vuosikymmeninäkin on nähty monia niin suurissa kuin pienissäkin maissa. Vastaavien kriisien taustal-





la on tyypillisesti pitkän tasaisen kehityksen kausi, joka herättää optimismia siitä, että vakaa kasvu on pysyvä olotila. Luottamus nousee ja nousukausi vahvistuu. Vauhtisokeus iskee ja riskejä vähätellään. Lopulta ylikuumeneminen johtaa vakaviin ylilyönteihin ja epätasapainoiseen kehitykseen, kupliin (Alhonsuo ja Leinonen 2009).

Usein ylikuumeneminen johtaa vuosia kestäväään lamaan. Tämänhetkinen konsensus on varmaankin, että lama onnistuttiin välttämään Yhdysvalloissa oi-

keanlaisen ja nopean talouspoliittisen reaktion ansiosta. Jopa ekonomistikunnan ääriilaitoja edustavat henkilöt, kuten Robert Barro (2011) ja Paul Krugman (2009, 2011), ovat olleet yksimielisiä elvyttävän finanssipolitiikan tarpeellisuudesta taantumavaiheen aikana. Tosin tähän yksimielisyys taitaakin herrojen välillä jäädä.

Tässä kirjoituksessa käydään kuitenkin läpi erityisesti rahapolitiikan merkitystä niin taantumun synnyssä kuin laman torjunnassa. Yhdysvalloissa harjoitettua

Taantuma on virallisesti ohi, mutta Reijo Heiskanen näkee, että menee vielä pitkään ennen kuin Yhdysvaltain talous on palautunut lähellekään normaalia. Rahapolitiikan normalisoinnissa tulee olemaan pitkä työ.

rahapolitiikkaa verrataan lyhyesti myös EKP:n politiikkaan.

Vuoden 1929 pörssiromahduksen kärjistymistä Suureksi Lamaksi edesauttoi virheellinen rahapolitiikka. On erikoinen sattuma, että Yhdysvaltain keskuspankin, Fedin johdossa istuu nyt erityisesti

2000-luvun kevyt rahapolitiikka oli IT-kuplan puhkemisen jälkihoitoa.

Suuren Laman tutkimuksesta kannuksia hankkinut Ben Bernanke. Hänen tiedetään arvostavan monetarismin perustajan Milton Friedmanin tekemää tutkimusta rahapolitiikasta Suuren Laman aikaan.² Täten Friedmanin tutkimus ja ajatukset ovat vaikuttaneet harjoitettuun rahapolitiikkaan selvästi. Yleinen väittämä finanssikriisin aikana oli, että olemme nyt keynesiläisiä kaikki. Viime aikoina harjoitetun politiikan perusteella voisi yhtä hyvin väittää, että olemme monetaristeja kaikki.

Rahapolitiikka taantumun taustalla

Yhdysvaltain Suuren Taantumun alkusävelet soitettiin jo kymmenisen vuotta ennen taantumun alkua, joissakin suhteissa jopa aiemmin.³ Makrotalouden näkökulmasta ratkaisevat virheet tehtiin kuitenkin George W. Bushin kauden aikana. Presidentti Bushin omaksi virheeksi voi lukea turhan kevyen finanssipolitiikan vuosikymmenen keskivaiheen aikana. Suuremmat virheet tehtiin silti rahapolitiikassa.

Keskuspankin päätelmä oli, että kuplia on vaikea tunnistaa etukäteen ja on parempi keskittyä jälkien korjaamiseen,

² Keskeinen tutkimus tästä aiheesta oli Friedman ja Schwartz (1963), jonka mukaan Yhdysvaltain keskuspankin kireä rahapolitiikka syvensi normaailta vaikuttaneen taantumun Suureksi Lamaksi.

³ Ferguson (2009) käsittelee kirjassaan 1930-luvulta lähtevää kaarta asuntomarkkinoiden kehityksessä, joka saavutti eräänlaisen kulminaation 2000-luvulla.

jos kupla puhkeaa. Näin myös toimittiin vuosituuhannen vaihteen IT-kuplan puhkeamisen yhteydessä. Rahapolitiikkaa kevennettiin jyrkästi ja korot pidettiin matalina pitkään. Tämä oli mahdollista, koska inflaatiopaineista ei ollut pelkoa. Inflaation pysymistä matalana puolestaan helpottivat kehittyviltä markkinoilta tuotavien tavaroiden halvat hinnat ja 1990-luvun loppupuolen Aasian kriisin jäljiltä mataliksi jääneet raaka-aineiden hinnat.

IT-kuplan jälkeinen taantuma jäi lieväksi. Tässä suurta roolia näytteli lainarahalla elvytetty kulutus. Rahapolitiikka jatkui kevyenä koko 2000-luvun. Asuntomarkkinat ylikuumentuivat selvästi 2000-luvulla. Fed suhtautui tähän samaan tapaan kuin IT-kuplaankin. Rahoitussektorin haavoittuvuutta mahdolliselle kuplan puhkeamiselle ei nähty merkittävänä uhkana. Heikon tai olemattoman maksukyvyyn omaaville asuntolaina-asiakkaille myönnettyjä subprime-luottoja pidettiin pohjimmiltaan myönteisenä ilmiönä, jonka avulla yhä useammat pystyivät saavuttamaan amerikkalaisen unelman omasta talosta. Omistusasuminen nousikin uusiin ennätyksiin.

Fedissä vallitsi luottavainen asenne markkinoiden toimivuuteen ja rahapolitiikan kykyyn ratkaista mahdolliset ongelmat. Ajan henkeä kuvaavana pidetään Ben Bernanken (2004) "Great Moderation"-puhetta. Siinä hän arvioi syitä, jotka olivat johtaneet suhdannevaihteluiden loivenemiseen. Tutkijat olivat esittäneet kolmea eri perussyitä myönteiseen kehitykseen. Yhtäältä talouden rakenteet olivat kohentuneet niin, että markkinat itsessään tasapainottavat vaihteluita. Toisaalta talouspolitiikassa oli opittu aiemmista virheistä, joten Suuren Laman kaltaisia onnettomuuksia ei pääse enää syntymään. Kolmanneksi kyse saattoi olla hyvästä onnesta. Bernanken mielestä suhdannevaihteluiden loiveneminen oli erityisesti parantuneen rahapolitiikan ansiota, vaikka hän toki arvioikin, et-

Finanssikriisin puhjettua Yhdysvalloissa otettiin käyttöön rahapolitiikan poikkeustoimia.

tä myös hyvällä tuurilla oli ollut osuutta asiaan.

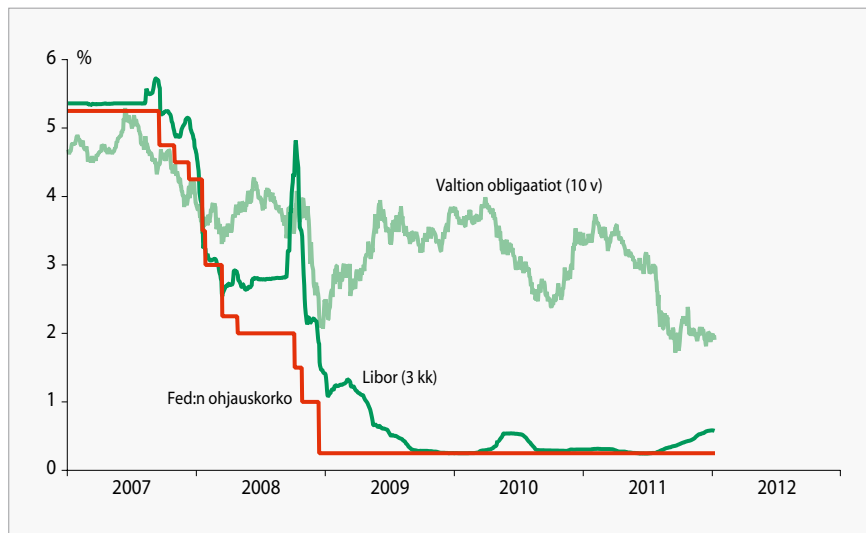
Yhdysvalloissakaan ei toki oltu sokeita tilanteen riskeille. Fedin pääjohtaja Alan Greenspan (2008) oli toki varoitellut riskien alihinnoittelemisesta jo 1990-luvulla. Vastaavasti Euroopassa Suomi mukaan lukien pohdittiin sitä, kuinka Yhdysvaltain epätasapainojen äkillinen korjaantuminen vaikuttaisi maailmantalouteen. Lisäksi muun muassa Bernanke pohti, kuinka tilanne saattaisi purkautua. Riskien ymmärtämisestä huolimatta talouspolitiikassa ei ryhdytty korjaaviin toimiin, jos se edes olisi ollut mahdollista.

Fedin keskeiset toimet

Yhdysvalloissa kriisi johti keskuspankin taseen moninkertaistumiseen ennennäkemättömällä tavalla. Rahapolitiikassa ei tyydytty tavanomaiseen, vaan otettiin käyttöön poikkeukselliset toimet. Aluksi käynnistettiin toimia, jotka oli suunnattu rahoitusmarkkinoiden vakauden turvaamiseksi ja ovat luonnollinen osa keskuspankin "lender-of-last-resort"- eli perimmäinen lainanantaja-roolia. Myöhemmin siirryttiin luonteeltaan enemmän rahapoliittisiin ohjelmiin, joilla pyritään selkeästi edistämään keskuspankin inflaatio- ja työllisyystavoitteen toteutumista. Seuraavassa on kuvattu lyhyesti keskeisten poikkeustoimien sisältöä.

Fed käynnisti jo heti finanssikriisin ensi oireiden ilmaannuttua poikkeuk-

Kuvio 1. Yhdysvaltain ohjauskorko, lyhyet ja pitkät korot.



Lähde: Reuters EcoWin.

selliset toimet markkinoiden toiminnan turvaamiseksi. Elokuussa 2007 lyhyen rahan markkinat kiristyivät nopeasti. Pankit puolestaan olivat nihkeitä käyttämään keskuspankin normaalia maksuvalmiusluottokanavaa edes aiempaa matalammalla korolla, koska ne pelkäsivät keskuspankkiluottojen vaarantavan niiden maineen sijoittajien silmissä. Keskuspankki otti käyttöön huutokaupapamenettelyn, joka turvasi paremmin pankkien anonymiteetin. Tämä Term Auction Facility eli TAF-järjestelmä toimi mainiosti. Markkinoiden likviditeetti parani ja korot pankkien välisillä markkinoilla laskivat (kuvio 1) (Bernanke 2009).

Lyhytaikaisen rahamarkkinan toiminnan turvaaminen ja rahoituslaitosten likviditeetistä huolehtiminen on vielä varsin tavanomaista keskuspankki-toimintaa. Sen sijaan yritystodistus- ja vakuudellisten arvopaperien markkinoiden tukeminen lyhytaikaista rahoitusta turvaamalla meni jo selkeästi normaalien keskuspankkitoiminnan puitteiden ulkopuolelle.

15.9.2008 tapahtuneen ja varsinaisen finanssikriisin laukaisseeseen Lehman Brothersin kaatumisen jälkeen (lyhyt-

aikaiseen rahoitukseen tarkoitettujen yritystodistusmarkkinoiden toiminta halvaantui. Fed käynnisti yritysluottojen rahoitusvälineen (Commercial Paper Funding Facility, CPFF), jonka puitteissa se hankki hyvän luokituksen omaavien liikkeeseenlaskijoiden yritystodistuksia normaalia markkinakorkoa korkeammalla korolla.

Lisäksi Fed käynnisti niin sanotun TALF-ohjelman (Term Asset-Backed Securities Loan Facility). Vakuudellisten luottojen markkinat olivat tärkeässä roolissa ennen kriisiä, mutta ne romahtivat lähes täysin kriisissä. Ohjelmassa sijoittajilla oli mahdollisuus ostaa AAA-luokiteltuja vakuudellisia lainoja. Sekä yrityslaino- että vakuudellisten lainojen ohjelma paransivat markkinoiden toimintaa olennaisesti.

Hyvin suuri merkitys oli keskuspankin päätöksellä ostaa asuntorahoittajien, kuten Fannie Mae ja Freddie Macin, pitkäaikaisia lainoja. Näiden määrä keskuspankin taseessa nousi nopeasti runsaaseen 1,1 biljoonaan dollariin. Sitten lainojen erääntyessä ne on päätetty korvata uusilla ostoilla. Lisäksi keskuspankki on tarjonnut lainoja keskeisten suurten rahoituslaitosten turvaamiseksi.

Poikkeustoimista huolimatta rahan määrä taloudessa ei ole kasvanut voimakkaasti.

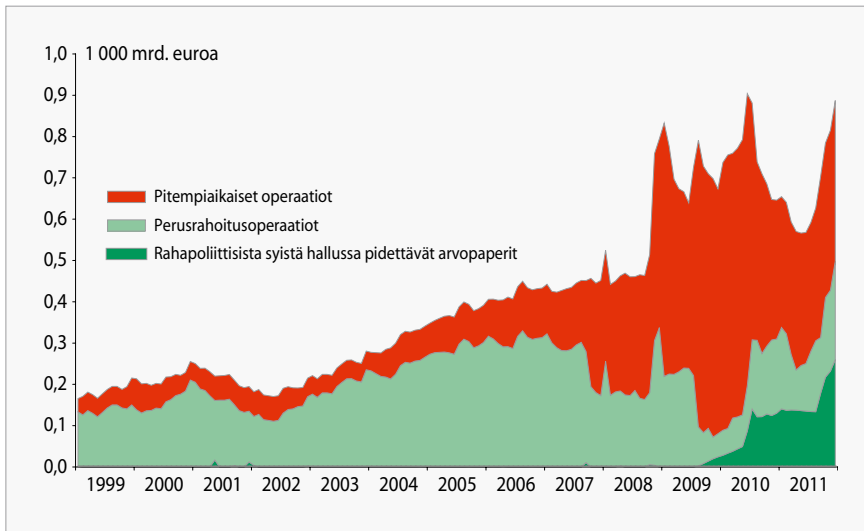
si. Esimerkiksi vakuutusyhtiö AIG tarvitsi keskuspankin apua.

Suurimman osan keskuspankin taseen saamisista nielaisevat valtion lyhytaikaiset velkasitoumukset ja pitkäaikaiset obligaatiot. Keskuspankin taseesta (kuvio 2) suurin osa ennen kriisiä oli valtion velkasitoumuksia, jotka liittyivät normaaliin likviditeetin hoitoon markkinoilla. Kriisin edetessä keskuspankki päätti ensin ostaa valtion obligaatioita 300 miljardilla dollarilla. Lisäksi asuntorahoittajien lainojen erääntyessä vapautunut pääoma on sijoitettu valtion lainoihin. Vuoden 2010 lopulla keskuspankki päätti ostaa 600 miljardia dollarilla lisää valtion lainoja. Vuoden 2011 syksyllä keskuspankki päätti yrittää loiventaa tuottokäyrää⁴ ostamalla pidempiä lainoja ja myymällä vastaavasti lyhyempiä joukkolainoja.

Keskuspankin saatavien kasvaessa myös sen vastuut ovat lisääntyneet. Pankkien reservitalletukset ovat kasvaneet merkittävästi ja niin sanottu perusraha (liikkeessä oleva raha ja pankkien talletukset keskuspankissa) lisääntynyt voimakkaasti. Tämä ei ole silti näkynyt rahan määrän kasvuna taloudessa laajemmin, sillä luotonlaajennusmekanismi ei edelleenkään toimi normaalisti. Perusrahan määrän kasvu ei ole entiseen tapaan välittynyt pankkien antolainauksen kasvuksi.

⁴Tuottokäyrä kuvaa ns. korkojen aikarakennetta, ts. eripituisten luottojen korkoja. Sen loiventaminen (vast. jyrkentäminen) merkitsee lyhyiden korkojen nousua (vast. laskua) suhteessa pitkiin korkoihin.

Kuvio 2. EKP:n rahapoliittiset likviditeettiä tukevat operaatiot.



Lähde: Reuters EcoWin.

EKP:n politiikka ei pohjimmiltaan kovin erilaista

Euroopassa verrataan luonnollisesti Fedin toimintaa Euroopan keskuspankin toimiin. Ne eroavatkin toisistaan, mutta eivät pohjimmiltaan kovin paljoa. Euroopan keskuspankin inflaatiotavoitteen asettelu poikkeaa Fedin jaetusta inflaatio- ja työllisyystavoitteesta. Tämä ei silti ole ollut keskeinen syy EKP:n erilaiseen politiikkaan kriisissä. EU:n perussopimus kieltää EKP:ltä suorat valtionlainaostot ja valtion alijäämien rahoittamisen. Monessa suhteessa EKP:n politiikka on silti ollut varsin samankaltaista kuin Yhdysvalloilla.

Myös EKP laski ohjauksensa poikkeuksellisen matalalle tasolle. Tämän lisäksi keskeisellä sijalla ovat olleet poikkeukselliset rahoitusoperaatiot (kuvio 3). Näiden kirjo laajeni vuoden 2011 lopussa kolmevuotisiin operaatioihin. Vuoden 2011 lopussa pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita oli 709 miljardin euron edestä. Lisäksi keskuspankki on pyrkinyt tukemaan vakuudellisten lainojen⁵

⁵ Kriisin aikaan pankkien varainhankinnalle tärkeiden vakuudellisten lainojen markkinoiden toiminta häiriintyi, minkä vuoksi EKP käynnisti ohjelman

markkinoita, ja tähän oli vuodenvaihteessa käytetty 59 miljardia euroa.

Suurimman huomion ovat julkisudessa saaneet EKP:n valtionlainaostot, joita viime vuodenvaihteessa oli kertynyt 211 miljardin euron edestä. Periaatteellinen ero Yhdysvaltoihin nähden on, että EKP steriloi lainaostot keräämällä pankeilta talletuksia, joille maksetaan hieman yli yön- talletuksia enemmän korkoa huutokaupan tuloksesta riippuen. Teknisesti tämä merkitsee sitä, että perusrahan määrä ei kasva samalla tavoin kuin Yhdysvalloissa. Nykyisessä ylikvidissä tilanteessa ero on kuitenkin nimenomaan tekninen.

Kehitys euroalueella muistuttaa siinä mielessä Yhdysvaltoja, että myös siellä keskityttiin aluksi pankkien likviditeetin ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan turvaamiseen. Yhdysvalloissa painopiste siirtyi nopeasti pitkäaikaisten lainojen ostamiseen, minkä selittää osin asuntomarkkinoiden vaikeuksista johtuva taantuman luonne sekä asuntolainamarkkinoiden rakenne, jossa puolijulkisilla rahoituslaitoksilla on keskeinen rooli. Valtionlaina-

näiden markkinoiden tukemiseksi. Tunnetuin lainatyyppe on Saksan Pfandbrief.

EKP estää valtionlainaostojensa vaikutukset rahan määrään, mutta Fed ei tee samoin.

ostot käynnistettiin pohjimmiltaan deflatoristen paineiden torjumiseksi.

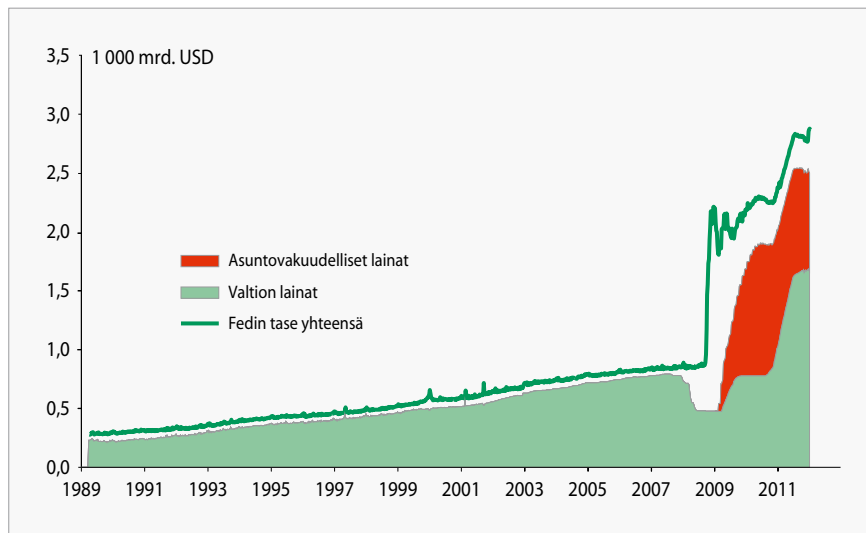
Euroalueella kehityskulku on ollut samantyylinen, mutta perusteet toimille ovat olleet erilaiset. EKP perustelee valtionlainaostoja markkinoiden ja rahapolitiikan vaikutuskanavien toiminnan turvaamisella. Peruste on sikäli toki oikea, että ilman EKP:n interventioita euroalueen rahoitusmarkkinat olisivat kriisiytyneet, elleivät peräti romahtaneet.

Fedin tase kolminkertaistui ja nousi noin 20 prosenttiin suhteessa BKT:een. Euroalueella keskuspankin tase on osapuilleen kaksinkertaistunut vuoden 2007 puolivälistä. EKP:n tase on jokseenkin samankokoinen kuin Fedin, eli suhteessa talouden kokoon selvästi suurempi.

Voidaanko inflaation kiihtyminen välttää?

Yhdysvalloissa alettiin pohtia rahapolitiikan poikkeustoimien purkamista jo vuonna 2009. Talouden elpyminen on kuitenkin ollut niin verkkaista, että huolet siitä, kuinka politiikkaa aikanaan kiristetään, ovat jääneet täysin taka-alalle. Teknisesti keskuspankille ei ole juuri kummoinenkaan ongelma purkaa tilapäisiä poikkeustoimia. Ostetut lainat erääntyvät vähitellen, ja markkinoiden normalisoituminen vähentää poikkeustoimien tarvetta. Tarvittaessa Fed voi kiristää monin tavoin markkinoiden likviditeettiä ja perusrahan määrää. Kysymys on siis siitä, kuinka Fed lukee tilannetta

Kuvio 3. Yhdysvaltain keskuspankin taseen kehitys.



Lähde: Reuters EcoWin.

ja millaista linjaa politiikassa ylipäätään noudatetaan.

Tässä vaiheessa on ehkä syytä palauttaa mieleen se, mistä tämä kaikki lähti liikkeelle. Rogoffin ja Reinhartin (2009) mainiossa "This time is different"-kirjassa kuvataan, kuinka aina kuvitellaan, että tällä kertaa asiat ovat toisin. Nousukausi voi muka jatkua ikuisesti, koska ajat ovat muuttuneet. Taloushistoria kuitenkin osoittaa, että yleensä tapahtumat etenevät varsin samankaltaisesti. Ylikuumenemista seuraa romahdus. Romahdusta seuraa pankkikriisi ja julkisen velan kasvu. Julkisen velan kasvu puolestaan johtaa usein joko maksukyvyttömyyteen tai inflaation kiihtymiseen.

Inflaation kiihtyminen edellyttää toki, että talouspolitiikka ruokkii tätä. Esimerkiksi Suomessa 1990-luvun alussa inflaatio pidettiin kurissa tiukalla finanssipolitiikalla ja palkkakurilla, mikä mahdollisti myöhemmin korkojen laskun. Voimakkaasti heikentynyt valuutta ei näin saanut aikaan inflaatiokierrettä.

Yhdysvalloissa tilanne on toinen, mutta ei toki toivoton. Oikeanlaisella politiikalla inflaatio voidaan pitää aisoissa. Kannustimet matalaan inflaatioon ovat silti heikommat kuin Suomessa. Historiasta

puolestaan tiedetään, että oman maan valuutassa velkaantuvat maat ovat herkeempiä antamaan inflaation kiihtyä ainakin jossain määrin. Historian perusteella todennäköistä on, että Yhdysvalloissa tullaan näkemään aiempaa korkeamman inflaation jakso, kun talouden elpyminen on edennyt riittävän pitkälle, mikä vie epäilemättä vuosia. Finanssikriisin kärjistyminen lamaksi pystyttiin estämään, joten ehkäpä myös inflaatioon nopeutuminen voidaan välttää. Historian valossa se ei silti ole se todennäköisin vaihtoehto.

Avoimuus osaksi rahapolitiikan välineistöä

Finanssikriisi on epäilemättä vauhdittanut muutosta Yhdysvaltain rahapolitiikassa. Sen tavoitteet säilyvät toki pohjimmiltaan ennallaan. Tavoitteena on edelleen saavuttaa sekä matala inflaatio että korkea työllisyys. Suuri Taantuma on myös opettanut, että keskuspankin velvollisuus on myös pitää huolta rahoitusmarkkinoiden vakauudesta. Yhdysvaltain keskuspankin halukkuus torjua rahoitusmarkkinoiden epävakautta tai kuplia varsinaisen rahapolitiikan keinoin

on edelleen vähäistä. Fedin pääjohtaja Bernanke (2011) on todennut, että varsinaisen rahapolitiikka on liian karkea ase tällaiseen tarkoitukseen.

Keskustelu Suuren Taantuman opeista rahapolitiikalle epäilemättä jatkuu, mutta Yhdysvalloissa se on joka tapauksessa muuttanut rahapolitiikan käytäntöjä yhdessä suhteessa selvästi. Avoimuus on kasvanut merkittävästi. Fed täsmensi vuoden 2012 tammikuun kokouksessaan inflaatiotavoitettaan. Kahden prosentin inflaatiotavoite tuskin oli kuitenkaan ylätys. Työttömyydelle ei asetettu selkeää numerotavoitetta, mutta vihjattiin kuitenkin, että avomarkkinakomitean jäsenten käsitys pitkän aikavälin työttömyysasteesta asetui 5,2–6,0 %:iin. Aiemmin Fedin tavoitteet on jouduttu tulkitsemaan sen neljännesvuosittain antamista keskipitkän ajan talousennusteista.

Selvä muutos on se, että Fed (2011) alkaa ennakoita omia korkopäätöksiään. Ei tarvitse mennä kuin vajaa kaksi vuosikymmentä taaksepäin 1990-luvun alkuun, kun Yhdysvaltain keskuspankki ei edes ilmoittanut korkopäätöksiäänkään kuin pitkällä viiveellä. Nyt Fed on Bernan-ken johdolla käynnistänyt neljännesvuosittaiset tiedotustilaisuudet ja puntaroi avoimesti myös omia tulevia päätöksiään. Muutos päätöksenteon avoimuudessa on melkoinen ajoista, jolloin Alan Greenspanin puheita jouduttiin tulkitsemaan markkinoilla suurennuslasilla.

Päätös julkaista arvio tulevasta korkourasta ei ole ennen kokematon. Ruotsi, Norja ja Uusi Seelanti julkaisevat jo omia arvioitaan. Pelkona voisi luonnollisesti olla, että virheelliset ennusteet heikentäisivät luottamusta keskuspankkipolitiikkaan markkinoilla. Näin ei ole kuitenkaan käynyt esimerkiksi Ruotsissa, vaikka keskuspankin korkoarviot ovat olleet yhtä kuolevaisia kuin markkinoiden tai ammattiennustajien.

Syynä haluan julkaista tuleva korkoura on tarve vaikuttaa markkinoiden korko-odotuksiin. Fed painoi korot nolllata-

solle jo vuonna 2009, ja sen jälkeen on otettu käyttöön muut toimet rahapolitiikan tavoitteiden toteuttamiseksi. Valtionlainaostoilla on pyritty painamaan pitkiä korkoja alaspäin. Samaan pyrittiin myös viime syksyllä aloitetulla ”Operation twistillä”, jossa keskuspankki myy lyhyitä valtion lainoja ja ostaa pitkiä, jotta korkokäyrä tasaantuisi.

Yhdysvaltain kaltaisessa suuressa melko suljetussa taloudessa rahapolitiikan merkitys on isompi kuin vaikkapa Ruotsissa. Fedin mahdollisuudet vaikuttaa talouteen ja tulevaan korkotasoon ovat suuremmat kuin pienemmässä maassa. Sillä on paremmat mahdollisuudet osua oikeaan arvioissaan kuin Ruotsissa tai Norjassa. Myös panokset ovat korkeammat. Rahapolitiikan luottamuksen kärsiminen aiheuttaisi suurempaa haittaa. Jos osoittautuu, että Fed on paitsi erehtyväinen myös hidas suhteessa markkinoihin, niin korko-odotusurien merkitys jää tulevaisuudessa akateemiseksi harjoitukseksi. Nyt elettävän nollakorkopolitiikan aikana odotusten julkaiseminen voi silti tarjota oivallisen mahdollisuuden ohjata markkinakorkojen määräytymistä ja parantaa mahdollisuuksia, että epätavallinen tilanne voidaan purkaa ilman, että kevyt politiikka purkautuu ajan myötä kiihtyvänä inflaationa. ■

KIRJALLISUUS

- Alhonsuo, S. & Leinonen, H. (2009), Pankkikriisit toistavat samaa kaavaa, *Euro & talous*, 1/2009, 10–22.
- Barro, R. (2011), How to Really Save the Economy, *New York Times*, 10.9.2011.
- Bernanke, B. (2004), The Great Moderation, puhe, Washington 20.2.2004.
- Bernanke, B. (2009), The Federal Reserve’s Balance Sheet: An Update, puhe, Washington, 8.10.2009.
- Bernanke, B. (2011), The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice, puhe, Boston, 18.10.2011.
- Federal Open Market Committee (2012), Minutes, 13.12.2011.
- Ferguson, N. (2009), *The Ascent of Money. A Financial History of the World*, London: Penguin.
- Friedman, M. & Schwartz, A. (1963), *A Monetary History of the United States*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.
- Greenspan, A. (2008), *The Age of Turbulence*, New York: Penguin.
- Krugman, P. (2009), *Lama*, Helsinki: HS kirjat.
- Krugman, P. (2011), Shocking Barro, blogikirjoitus, 12.9.2011.
- Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2009), *This Time Is Different*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.