

Yhteistyö on rautaa raha- ja finanssi-politiikassakin

Vuonna 2021 käynnistynyt riipeä hintojen nousu sai keskuspankit Euroopassa ja Yhdysvalloissa reagoimaan voimakkailla koronnostoilla, joiden myötävaikutuksesta inflaatio on laskenut lähemmäs keskuspankkien tavoitetasoa. Yhdysvalloissa koronnostokykli tuli päätökseen viime vuoden kesäkuussa ja Euroopassa syyskuussa (Kuvio 1). Tällä hetkellä ohjaukorkojen odotetaan laskevan vaiheittain kohti keskuspankkien pitkän aikavälin tavoitetasoa vuoden 2025 loppuun mennessä. Samanaikaisesti finanssipolitiikan odotetaan kiristyvän etenkin Euroopassa Venäjän hyökkäyssodan aiheuttaman energian hinnannousun vaikutusten ja muiden tarjontahäiriöiden hellittäessä. IMF:n arvioiden mukaan finanssipolitiikka on kuitenkin elvyttävää lähivuosina varsinkin Yhdysvalloissa (Kuvio 2). Tätä taustaa vasten on mielenkiintoista tarkastella tutkimuskirjallisuuden valossa, miten kevenevä rahapolitiikka välittyy talouteen kiristävän finanssipolitiikan ympäristössä. Erityisen kiinnostavaksi tarkastelun tekee se, että euroalue mukaan lukien Suomi on hitaan talouskasvun vaiheessa, minkä helpottamiseksi toivotaan rahapolitiikan kevenemistä.

Taloussuhdanteiden tasaamiseksi on olemassa kaksi päätösperäistä keinoa, joilla joko hillitään tai kasvatetaan kokonaiskysyntää taloudessa. Rahapolitiikalla vaikutetaan kokonaiskysyntään lyhyiden (esim. yön yli) korkojen säätelyllä, joka heijastuu yritysten ja kotitalouksien halukkuuteen ottaa lainaa nykyisten investointi- tai kulutusmahdollisuuksien parantamiseksi. Finanssipolitiikalla voidaan vaikuttaa kokonaiskysyntään esimerkiksi julkisten investointien tai veropolitiikan avulla. Julkiset investoinnit vaikuttavat työllisyyteen ja veropolitiikka taas kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin. Raha- ja finanssipolitiikan tehokkuus suhdanteiden tasaamisessa on kiistatonta niin teoreettisesta kuin empiirisestäkin nä-



Kuva: Mauricio Graiki, iStock.

kökulmasta. Tutkimuksen perusteella epäselvyyttä liittyy kuitenkin näiden kahden politiikkatoimen keskinäisriippuvuuteen, kuten siihen, onko rahapolitiikan tehokkuus ehdollista finanssipolitiikan viritykselle.

Rahaliiton jäsenenä Suomella ei ole itsenäistä rahapolitiikkaa, vaan finanssipolitiikka on ainoa kansallinen suhdanteiden tasaamiskeino. Seuraavassa valotetaan rahapolitiikan tehokkuutta elvyttävän ja kiristävän finanssipolitiikan ympäristössä siten, että talouspolitiikkatoimet voivat olla keskenään vastakkaisia. Tämä ajatusleikki on kiinnostava Suomen kannalta etenkin siksi, että Euroopan keskuspankin päätökset voivat perustua erilaiseen suhdannekuvaan kuin siihen, joka vallitsee Suomessa. Rahapolitiikka voi olla riippumatonta yksittäisen, etenkin pienen, rahaliiton jäsenvaltion suhdanteen kannalta, kun rahaliiton jäsenmaiden talous kehittyy epäsymmetrisesti (vrt. Suomi 2010-luvun alussa).

KESKINÄISRIIPPUVUUS RAHA- JA FINANSsipOLITIIKASSA

Useimmiten rahapolitiikan mallit sivuuttavat finanssipolitiikan roolin korkopäätösten välittymisessä talouteen. Näissä malleissa ne nähdään toisistaan riippumattomina talouteen vaikuttavina toimina. Tutkimuskirjallisuus on alkanutkin kiinnittää huomiota näiden toimien väli-

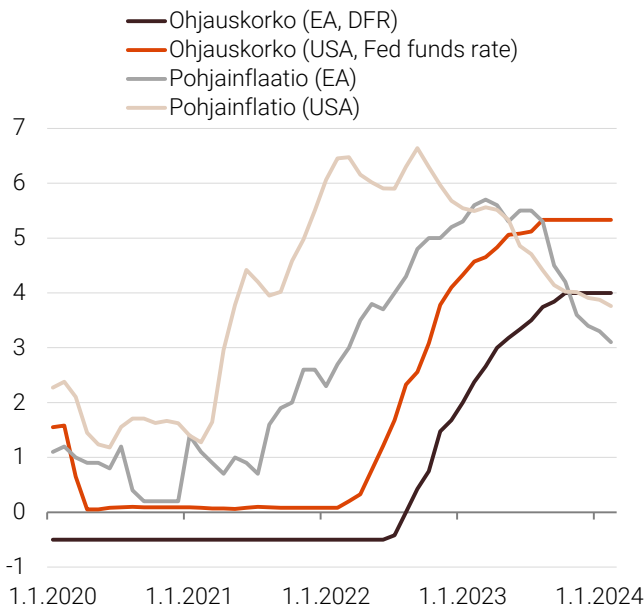
seen keskinäisriippuvuuteen etenkin, kun äärielyttävä rahapolitiikka ei saanut aikaan inflaation nousua keskuspankkien tavoitteeseen Euroopassa ja Yhdysvalloissa viime vuosikymmenenä. Keskinäisriippuvuus ilmenee esimerkiksi siinä, että Suomessa valtionvelan korkomenot ovat kasvaneet voimakkaasti vuosina 2022–23 kiristyneen rahapolitiikan seurauksena. Viimeisimmän valtiovarainministeriön taloudellisen katsauksen mukaan korkomenot kasvavat vuosien 2023 ja 2026 välillä 1,9 miljardista 3,8 miljardiin euroon, joka vastaa noin 1,2 prosenttia BKT:sta (Valtiovarainministeriö, 2023). Julkisissa kommentoissa korkomenojen kasvu on mainittu yhdeksi sopeuttamisen välttämättömyyttä puoltavaksi tekijäksi. Siten on ilmeistä, että talouspolitiikkatoimia on syytä tarkastella yhdessä, eikä toisistaan riippumattomina.

Yhden ikkunan ajantasaiseen tutkimukseen tarjoavat Caramp ja Silva (2023), jotka tarkastelevat raha- ja finanssipolitiikan yhteisvaikutuksia teoreettisessa mallissa. Tutkimuksessa rahapolitiikkatoimen vaikutus eritellään substituu- ja varallisuusvaikutuksiin. Tyypillisesti kiristävän rahapolitiikan katsotaan vähentävän tuotantoa siirtämällä kulutusta myöhempään ajankohtaan, sillä säästäminen muuttuu kannattavammaksi suhteessa edeltävään korkotasoon. Vähentynyt tuotanto puolestaan heijastuu inflaati-

on hellittämisenä. Tämä on tiivistetysti tutkijoiden esittämä substituu- ja varallisuusvaikutus.

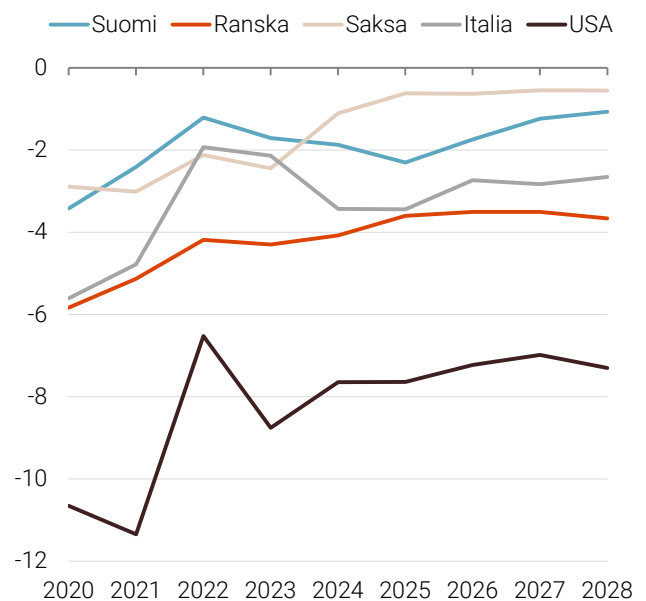
Varallisuusvaikutus on tiiviisti kytköksissä edellä esitettyyn substituu- ja varallisuusvaikutukseen, joka on seurausta rahapolitiikan kiristymisestä. Ensiksi uudet joukkovelkakirjat tarjoavat parempaa reaalista tuottoa inflaation laskettua ja korkotason noustua. Toiseksi kotitalouksien jo hallussaan pitämien velkakirjojen reaali tuotto nousee inflaation laskun myötä. Näin kotitalouksista tulee varakkaampia verrattuna matalamman korkotason aikaan. Tämä on tiivistetysti varallisuusvaikutus. Kasvanut varallisuustaso taas heijastuu kulutukseen ja siten myös inflaation voimistumisena. Tästä päästään finanssipolitiikan rooliin rahapolitiikan välittymisessä talouteen. Jotta kiristävällä rahapolitiikalla olisi toivottu vaikutus inflaation hillitsemisessä, on finanssipolitiikan vastattava varallisuusvaikutukseen esimerkiksi kiristämällä veroja tai leikkaamalla tulonsiirtoja kotitalouksille. Tässä mallissa finanssipolitiikan pitää olla siis rahapolitiikan tavoin kiristävää, jotta varallisuusvaikutuksen aiheuttama hintojen nousupaine tukahdutetaan, ja näin rahapolitiikalla olisi toivottu vaikutus hintoihin. Samat päätelmät pätevät myös keventävän rahapolitiikan tapauksessa. Tutkijat huomauttavat, että varallisuusvaikutus voi olla yhtä merkittävä kuin substituu- ja varallisuusvaikutus, jonka tutkimiseen on

KUVIO 1. POHJAINFLAATIO JA OHJAUSKOROT EUROALUEELLA JA YHDYSVALLOISSA 2020:01–2024:02



Lähde: EKP, BEA.

KUVIO 2. RAKENTEELLINEN BUDJETTITASAPAINO SUHTEESSA BKT:HEN 2020–2028



Lähde: IMF.

perinteisesti keskitytty. Tutkimuksen oivallus liittyy juuri varallisuusvaikutuksen huomioimiseen.

Luonteva jatkokysymys liittyy edellisten päätelmien pitävyyteen empiirisen näytön valossa. Yhden vastauksen tähän tarjoavat Alankomaiden keskuspankin ja Radboudin yliopiston tutkijoiden artikkeli, jossa tutkitaan rahapolitiikan välittymistä erilaisissa finanssipolitiikan ympäristöissä euroalueella (Kloosterman ym., 2022). Heidän tutkimuksensa tarkastelee aihetta käyttäen aineistona kymmentä euroalueen maata vuodesta 1999 vuoteen 2019. Tutkijoiden tulokset tukevat varallisuusvaikutuksen merkitystä. Heidän havaintoaineistossaan kiristävä rahapolitiikka laskee hintoja vain, jos finanssipolitiikka on kiristävä. Samoin rahapolitiikalla on elvyttävä vaikutus hintoihin vain, jos finanssipolitiikka on elvyttävää.

KEVENEVÄ RAHAPOLITIikka LÄHIVUOSINA

Edelliset pohdinnat herättävät kysymyksen Suomen kannalta siitä, onko kiristävä finanssipolitiikka syömässä kevenevän rahapolitiikan hedelmät. Tässä päästään yleisesti kahden talouspolitiikkatoimen yhteensovittamisen vaikeuteen. Ensiksi finanssipolitiikka vaikuttaa talouteen merkittävällä viiveellä päätöksenteon hitaan luonteen myötä, ja tämä vaikeuttaa sen sovittamista rahapolitiikan taajuudelle etenkin nopeasti muuttavana aikana. Toiseksi finanssipolitiikkaa ohjaa luonnollisesti muutkin tekijät kuin sen hetkinen rahapolitiikan viritys. Euroalueella tähän liittyy esimerkiksi valtioiden velkaantumista ohjaavat rajoitteet. Suomen kannalta onkin toivottavaa, että rahapolitiikka kevenee odotusten mukaisesti, minkä myötävaikutuksesta finanssipolitiikan ei tarvitse kiristyä enempää esimerkiksi korkokustannusten vuoksi.

Viimeisinä kahtena vuosikymmenenä olemme nähneet kaksi merkittävää talouden halvaannuttanutta ta-

KIRJALLISUUS

Caramp, Nicolas, & Dejanir H. Silva (2023), "Fiscal policy and the monetary transmission mechanism", **Review of Economic Dynamics**, 51: 716–746.

Kloosterman, Roben, Dennis Bonam, & Koen van der Veer (2022), "The effects of monetary policy across fiscal regimes", **De Nederlandse Bank working paper 755**.

Valtiovarainministeriö (2023), Taloudellinen katsaus, talvi 2023, Valtiovarainministeriön julkaisuja 2023:95.

pahtumasarjaa: rahoitusmarkkinakriisin 2008–2009 ja koronapandemian 2020. Kehittyneissä talouksissa rahapolitiikan vastaus näihin kahteen suureen markkinahäiriöön oli laajalti yhtäläinen, mutta finanssipolitiikka reagoi eri tavalla etenkin Euroopassa. Rahoitusmarkkinakriisin seurauksena finanssipolitiikkaa tiukennettiin, kun taas koronapandemian seurauksena se oli synkronoitu elvyttävän rahapolitiikan kanssa. Viimeisimmän tutkimuskirjallisuuden perusteella finanssipolitiikan viritys on vaikuttanut osaltaan talouden erilaiseen toipumiseen kriisien seurauksena: koronapandemian jälkeen toipuminen oli vahvempaa finanssipolitiikan tuen myötä. Tämä seikka on tärkeä pitää mielessä lähitulevaisuudessa, kun rahapolitiikan odotetaan kevenevän ja sen toivotaan vauhdittavan Euroopassa matavaa talouskasvua. ■

LISÄTIETOJA

JUHO KOISTINEN

ennustepäällikkö

040 940 2833

juho.koistinen@labore.fi

www.labore.fi

