

## Esseitä Rahapolitiikasta<sup>1</sup>

Petri Mäki-Fränä

KTT, yliassistentti

Jyväskylän yliopisto

Rahapolitiikan merkitys talouspolitiikan työkaluna on viime vuosina tullut koko ajan tärkeämmäksi. Rahapolitiikan kysymykset ovat myös olleet hyvin esillä soveltavassa taloustieteellisessä tutkimuksessa. Varsinkin aikasarja-ekonometriset menetelmät ovat olleet suosittuja välineitä tarkasteltaessa rahapolitiikan vaikutuksia. Väitöskirjani neljä esseetä tarkastelevat rahapolitiikan kysymyksiä liittyen sekä rahapolitiikan välittymismekanismiin että keskuspankkien tavoitteisiin ja siihen muuttujajoukkoon, joita keskuspankkien täytyisi ottaa huomioon rahapolitiikan päätöksiä tehdessään. Pääosin tutkimuksieni lähestymistapa on ollut empiirinen ja perustunut modernien aikasarjamenetelmien soveltamiseen lukuun ottamatta väitöskirjan neljättä esseetä, joka perustuu pieneen kvantitatiiviseen makromalliin.

Yksi pitkäaikainen ja tärkeä teema sekä akateemisessa tutkimuksessa että julkisessa keskustelussa on ollut, pitäisikö keskuspankin

noudattaa päätöksenteossaan tiukkaa päätösääntöä vai tilannekohtaista harkintaa. Tämän hetkisen konsensusnäkemysten mukaan oikea ratkaisu ongelmaan näyttää olevan kompromissi näiden kahden näkemysten välillä. Vaikka keskuspankin tehtäväksi olisikin selkeästi annettu tietyn inflaatiotavoitteen saavuttaminen, inflaatiotavoite katsotaan keskipitkän aikavälin tavoitteeksi, josta keskuspankki voi harkintansa mukaan hetkellisesti joustaa suhdannevaihteluiden tasoittamisen hyväksi, kunhan pitemmän aikavälin inflaatiotavoite ei vaarannu. Suosituksi tavaksi mallintaa olennaiset piirteet rahapolitiikan päätöksentekomekanismista on tullut kuvata keskuspankin korkopäätöksiä yksinkertaisella päätössäännöllä, ns. Taylorin säännöllä. Sen mukaan keskuspankit ottavat korkopäätöstä tehdessään huomioon kaksi päätösmuuttujaa, inflaation poikkeaman tavoitearvostaan sekä ns. tuotantokuilun, eli bkt:n poikkeaman luonnollisen kansantuotteen tasolta. On havaittu että Taylorin säännön kaltaisella yksinkertaisella mallilla voidaan melko hyvin selittää ainakin EKP:n, Bundesbankin ja Fedin korkopäätöksiä. Taylorin rahapolitiikka-

<sup>1</sup> Lectio praecursoria Tampereen yliopistossa 16. elokuuta 2003 väitöskirjan ”Essays on Monetary Policy” tarkastustilaisuudessa.

sääntö muodostaa myös yhden kokoavan teeman, joka yhdistää väitöskirjani esseitä.

Väitöskirjan ensimmäisessä esseessä Taylor-säännön kaltaista rahapolitiikkasääntöä käytetään hyväksi identifioitaessa Saksan ja USA:n aineistolla rahapolitiikan (korkomuu-  
tosten) ennalta odottamattomien shokkien vaikutuksia omassa maassa sekä niiden leviämistä Euroopan (Saksan) ja Yhdysvaltojen välillä. Odotetun rahapoliittisen toimenpiteen tehokkuus verrattuna odottamattomaan politiikkashokkiin on mielenkiintoinen kysymys sinänsä. Tutkimuksessani keskitytään kuitenkin arvioimaan nimenomaan odottamattoman politiikkashokin vaikutuksia, jolloin yhdeksi keskeiseksi tutkimuksen osaongelmaksi nousee rahapolitiikkashokin identifiointi avoimessa taloudessa. Tutkimuksen teoreettinen viitekehys, jota käytetään paitsi apuna rahapolitiikkashokkien identifioimisessa myös saatujen empiiristen tulosten tulkitsemisessa, nojaa vahvasti perinteiseen IS-LM traditioon, vaikka jotkut tutkimustuloksista ovatkin luontevammin tulkittavissa ns. ”new open economy macroeconomics” -kirjallisuuden avulla. Tutkimuksen tulokset pitkälti vahvistavat aikaisempia tuloksia rahapolitiikan shokkien vaikutuksista. Yksi mielenkiintoinen havainto oli kuitenkin, että rahapolitiikan shokeilla näyttäisi olevan yllättävän suuri vaikutus Euroopasta Yhdysvaltoihin, kun tavallisesti on totuttu painottamaan enemmän Yhdysvaltain talouden tilan merkitystä Euroopan talouskasvulle.

Väitöskirjan toisessa esseessä tarkastelen rakenteellisia muutoksia Saksalle ja USA:lle estimoitujen Taylor-sääntö tyyppisten politiikkasääntöjen parametreissa 1970-luvun alusta 1990-luvun lopulle. Useissa aikaisemmissa empiirisissä tutkimuksissa, kuten myös väitöskirjani ensimmäisessä esseessä, politiikkasäännöt

on estimoitu lineaarisina ja stabiileina sääntöinä. On siis implisiittisesti oletettu, että sekä keskuspankkien preferenssit inflaatio- ja tuotantokuilutavoitteiden välillä että keskuspankin arvio rahapoliittisten toimenpiteittensä vaikutuksista voivat säilyä olennaisesti muuttumattomina vuosikymmenestä toiseen. Tutkimuksen toinen tavoite rahapolitiikkasäännön stabiilisuuden tarkastelemisen rinnalla on tutkia politiikkasääntöjen parametristimaattien robustisuutta sen suhteen, miten inflaatio- ja tuotantokuilu on mitattu, sekä itse rahapolitiikkasääntö määritely. Aikaisemmissa tutkimuksissa on havaittu, että Taylor-sääntö estimaatit saattavat olla yllättävän herkkiä mm. sen suhteen, onko politiikkasääntö estimoitu käyttäen reaaliaikaista aineistoa, vai dataa joka on ollut saatavilla vasta jälkikäteen. Tutkimusmenetelmänä sovelletaan ns. Markov regime switching (MS) -mallia, jossa oletetaan, että kummankin keskuspankin politiikkasäännöt ovat vaihdelleet kahden erilaisen regiimin välillä. Menetelmällä on se etu verrattuna aikaisempiin tutkimuksiin rahapolitiikkasääntöjen stabiilisuudesta, että MS-malleja käytettäessä ei tarvita etukäteistietoa mahdollisten regiimimuutosten ajankohdista. Tulosten mukaan Bretton Woods -järjestelmän jälkeisellä ajanjaksolla sekä Yhdysvaltain että Saksan keskuspankkien politiikkasäännöissä on tapahtunut rakenteellisia muutoksia. Tulokset toisaalta tukivat aikaisempia tutkimustuloksia, jonka mukaan estimoidut politiikkasäännöt ovat herkkiä käytetyille mitoille inflaatiosta ja tuotantokuilusta.

Kolmannessa esseessä tarkastellaan pienen kvantitatiivisen makromallin avulla, pitäisikö EKP:n ottaa käyttöön valuuttakurssitavoite. Kysymys on ollut julkisessa keskustelussa esillä sekä välittömästi euron käyttöönoton jälkeen, kun euron kurssi putosi nopeasti Yhdys-

valtain dollaria vastaan, että euron kurssin alettua nopeasti vahvistua vuoden 2002 alkupuolelta alkaen. Aikaisempi tutkimus on tarkastellut keskuspankin valuuttakurssitavoitteen mielekkyyttä yksinomaan koko rahaunionin näkökulmasta, ja näiden tulosten mukaan valuuttakurssitavoitteen asettamisella on mahdollista saavuttaa ainoastaan vähäisiä etuja. Oma tutkimukseni laajentaa tätä kirjallisuutta tarkastelemalla kysymystä paitsi koko rahaunionin, myös pienen taloudeltaan muuta unionia avoimemman jäsenmaan näkökulmasta. Näin ollen tutkimukseni liittyy myös perinteiseen optimaalisen valuutta-alueen kirjallisuuteen. Menetelmällisesti tutkimukseni liittyy ns. New normative macroeconomics -perinteeseen, jonka tavoitteena on rakentaa, kalibroida ja ratkaista pieni muutaman yhtälön makromalli, jota simuloimalla voidaan laittaa erilaiset rahapolitiikkasäännöt paremmuusjärjestykseen sen mukaan, millaisia hyvinvointivaikutuksia kukin vaihtoehtoinen sääntö implikoi. Malleille on lisäksi ominaista olettaa nimellisiä jäykkyyksiä joko hyödyke- tai työmarkkinoilla, jolloin rahapolitiikan vaikutukset malleissa korostuvat.

Tulosteni mukaan koko unionin näkökulmasta EKP:n suoran valuuttakurssitavoitteen avulla voitaisiin saavuttaa vain hyvin vaatimaton hyvinvoinnin lisäys. Pieni jäsenmaa, jota kuvaavat rakenteelliset parametrit oli pyritty mallissa kalibroimaan Suomen olosuhteita vastaaviksi, hyötyisi valuuttakurssitavoitteesta enemmän, vaikkei hyöty tässäkin tapauksessa olisi kovin suuri. Lisäksi tulokseni viittaavat siihen, että yksittäisen jäsenmaan kohtaamat mahdolliset hyvinvointitappiot itsenäisen rahapolitiikan menettämisen myötä johtuvat pikemminkin epäsymmetrisistä talouden shokeista kuin rakenteellisista poikkeavuuksista sen ja muun unionin välillä.

Neljäs esseistä tarkastelee ns. Divisia M3 raha-aggregaatin käyttökelpoisuutta euroalueen inflaation johtavana indikaattorina. Koska EKP:n tärkein tehtävä on keskipitkän aikavälin inflaatiotavoitteen saavuttaminen ja sen rahapolitiikka pyrkii olemaan eteenpäin katsovaa, on tärkeää löytää luotettavia mittareita talouden inflaatiopaineille. EKP:n virallisessa strategiassa tärkeä asema inflaatiopaineiden indikaattorina on annettu perinteiselle M3 raha-aggregaatille, mitä on viime aikoina voimakkaasti kritisoitu. Vaikka inflaatio Milton Friedmanin mukaan on tunnetusti aina ja kaikkialla ensisijaisesti rahataloudellinen ilmiö, ovat esimerkiksi de Grauwe ja Polan äskeisessä tutkimuksessaan asettaneet talouden rahan määrän ja inflaation välisen syy- ja seuraussuhteen kyseenalaiseksi matalan inflaation maiden kohdalla ainakin silloin kun tarkastellaan aikaperspektiiviä, joka on relevantti rahapolitiikan harjoittamisen kannalta. Toisaalta perinteisten raha-aggregaattien ongelmana on, että ne lasketaan yksinkertaisesti komponenttiensa summana ottamatta huomioon sitä, että eri maksuvälineet ja rahoitusvaateet voivat poiketa likviditeitiltään suuresti toisistaan. Perinteiset raha-aggregaatit ovat siis ylöspäin harhaisia mittareita talouden likvidisyyden asteesta. Jos rahoitusmarkkinoilla esimerkiksi tapahtuu äkillinen portfoliosiiirtymä osakemarkkinoilta joukkovelkakirjalainoihin, perinteisen M3 raha-aggregaatin kasvuvauhti hyppää ylöspäin, vaikka todelliset inflaatiopaineet eivät olekaan kasvaneet. Tällöin on vaarana, että rahapolitiikan sen hetkinen tila tulee arvioiduksi todellista tiukemmaksi.

William Barnett esittikin jo 1980-luvun alussa ratkaisuksi perinteisten raha-aggregaattien ongelmiin kehittelemään ns. Divisia raha-aggregateja, jotka lasketaan komponenttien-

sa painotettuna keskiarvona siten, että eri maksuvälineiden painokertoimet ovat suhteessa niiden hallussapidon vaihtoehtoiskustannuksiin. Omassa tutkimuksessani käytetään aineistona euro-alueelle laskettua synteettistä Divisia M3 raha-aggregaattia, ja vertaillaan siihen perustuvien inflaatioennusteiden tarkkuutta perinteisiin raha-aggregaatteihin perustuviin ennusteisiin. Euroalueelta on toisaalta olemassa tuoretta empiiristä näyttöä siitä, että nimellisen rahamäärän kasvuvauhdin sijaan eräät tunnusluvut, jotka kuvaavat rahan reaalista määrää suhteessa sen kysyntään ovat parempia inflaatioidikaattoreita kuin nimellisen M3 rahan kasvuvauhti. Tästä johtuen tutkimuksessani vertail-

laan ennustekykynsä suhteen, paitsi kahden eri raha-aggregaatin nimellisiä kasvuvauhteja, myös molemmille raha-aggregaateille laskettua kahta reaalisen rahan määrään perustuvaa indikaattoria (*real money gap* ja *monetary overhang*). Tutkimukseni tulosten mukaan sekä nimellisen Divisia M3 rahan kasvuvauhti, että yllä mainitut reaalisen rahan määrää kuvaavat tunnusluvut näyttävät useilla ennustehorisnteilla antavan tarkempia inflaatioennusteita kuin vastaavat perinteiselle M3 raha-aggregaatille lasketut sarjat. EKP:n kannattaisikin antaa Divisia raha-aggregaateille aikaisempaa suurempi merkitys informaation lähteenä tulevasta inflaatiosta. □