

Kapitalförvaltningens krönika

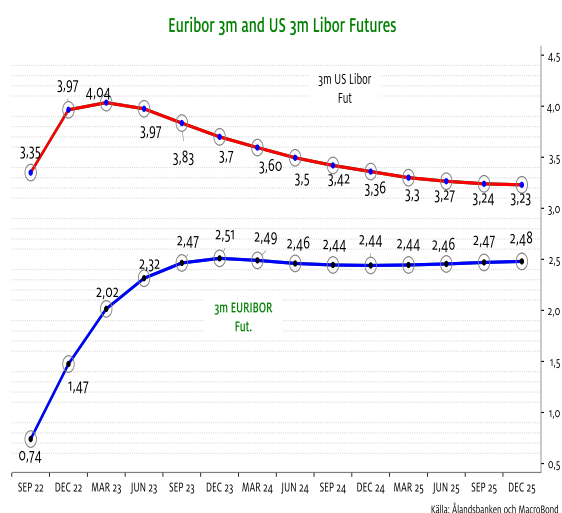
Rahapolitiikka on normalisoitumassa – matkalla kohti neutraalia korkoa

Kautta linjan ovat läntisten maiden keskuspankit aloittaneet ohjaukorkojen nostonsa tai ainakin indikoineet, että tulevat pian näin tekemään. EKP viimeisenä on ilmoittanut nostavansa korkojaan seuraavassa kokouksessaan 21.7. ja viimeistään syyskuussa oltaiisiin euroalueella vähintään tasolla 0 %. Tämä vaikuttaa varmalta, varsinkin kun inflaatioluvut eivät, ainakaan vielä, näytä laskeville. Entä siitä eteenpäin? Tuleva korkopolku jakaa rahapolitiikan päättäjiä ja ekonomisteja euroalueen varsin erilaisten talouksien ryhmässä. Kuten muidenkin keskuspankkien, myös EKP:n fokus kääntyy nyt tavoittelemaan neutraalia korkotasoa; joka on tarpeeksi korkea kesyttämään inflaation, muttei liian korkea, jotta se tappaisi kasvun. Kuulostaa helpolta tehtävältä rahapolitiikan ammattilaiselle, mutta vaikeus on siinä, ettei kukaan pysty varmuudella etukäteen tunnistamaan mikä sellainen neutraalitaso olisi.

Mitä se sitten voisi olla? Neutraali tai luonnollinen korko (sitä kuvataan myös notaatiolla r^*) on yksi keskeisistä käsitteistä makrotaloudellisten suhteiden ja rahapolitiikan vaikutusten ymmärtämisessä ja tulkinnassa. Sen nykyaikainen käyttö juontaa juurensa ruotsalaiselle taloustieteilijälle Knut Wicksellille, joka vuonna 1898 määritteli sen vakaan hintatason kanssa yhteensopivaksi koroksi. Koron nousu luonnollisen koron yläpuolelle supistaa taloudellista toimintaa ja johtaa hintojen laskuun, kun taas laskulla suhteessa luonnolliseen korkoon on päinvastainen vaikutus. Wicksellin näkemyksen mukaan markkinakoron tasapaino sen luonnollisen vastineen kanssa takaa siten hintojen ja taloudellisen toiminnan vakauden.

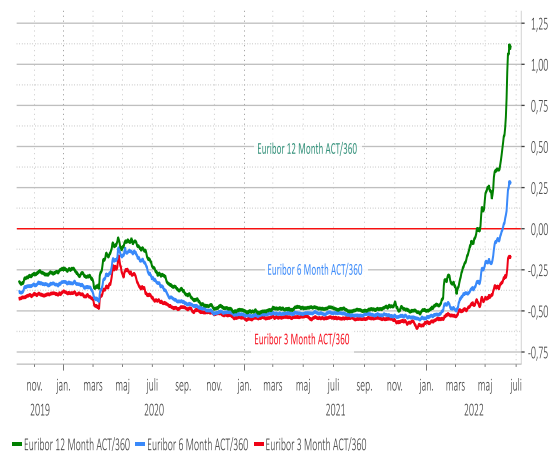
Luonnollisen tai neutraalin koron noteerausta ei valitettavasti löydy tietokoneen ruudulta eikä lehtien taloussivuilta. Tuo korko on ns. päätelty korko, tarkoittaen sitä, että arvio siitä perustuu erilaisiin makrotaloudellisiin malleihin ja havaintoihin. Neutraalikorko ei myöskään ole staattinen. Se on dynaaminen korko, jonka taso riippuu monista taloudellisista ja rahapoliittisista tekijöistä. Laaja joukko keskuspankkiammattilaisia ja muita ekonomisteja tekevät jatkuvasti työtä estimoidakseen ja mallintaakseen sitä. Tutkijoiden mukaan tyypilliset siihen vaikuttavat tekijät ovat esimerkiksi talouskasvu, työvoiman ja tuottavuuden kasvu, teknologinen kehitys, pankkisääntelyn muutokset ja vaikkapa fiskaalipolitiikka. Neutraalikorkoa voidaan mitata ja arvioida myös eri ajallisten horisonttien kautta. Se ei välttämättä ole sama lyhyellä ja pitkällä tähtäimellä, edes samojen reunaehtojen vallitessa. Siihen vaikuttavien tekijöiden ajallinen heijastuma voi, taloustilanteesta riippuen, olla täysin erilainen.

Odotukset ohjaukorkosta 3v. eteenpäin



Källor: Ålandsbanken, Macrobond

Euriborkorot



Källa: Macrobond

Kapitalförvaltningens krönika

USA:n keskuspankin, FED:in , arvio pitkän tähtäimen neutraalin koron tasosta on USA:ssa n. 2.4 %. Moni keskuspankin ulkopuolinen ekonomisti kiistää tämän. Jotkut näkevät tuon liian korkeana ja jotkut taas liian matalana. Debatti ja kiistely käy kuumana, erityisesti nyt kun olemme kaikkialla länsimaissa rahapoliittisen paradigman muutoksen edessä.

EKP:n tilanne on vielä vaikeampi. EKP on koko euroalueen maiden keskuspankki ja rahapolitiikan tulisi välittyä kaikkialle eurojärjestelmän sisällä samanlaisena. Mutta euroalueeseen kuuluu esimerkiksi Italia, jonka velka suhteessa BKT:hen ylittää 150 % ja toisaalta Saksa, jonka velkasuhde on taas vähemmän kuin puolet siitä, ja sitten maita, joilla se on kaikkea tältä väliltä.

Näin ollen käsitys oikeasta luonnollisen koron tasapainotasosta vaihtelee myös suuresti. Kyyhkymäisimmät keskuspankkijohtajat Euroopassa näkevät euroalueen oikean tason olevan n. 1 % tai vähän yli, kun taas haukkamaisimmat pitävät selvästi yli 2 % tasoa perusteltuna. Jonkinlainen konsensus tai ainakin mediaani asettuu tasolle 1.8 %. Joka on alempi kuin tämän hetkinen markkinaodotus siitä mihin EKP:n ohjauskoron tulisi asettua keskipitkällä aikavälillä.

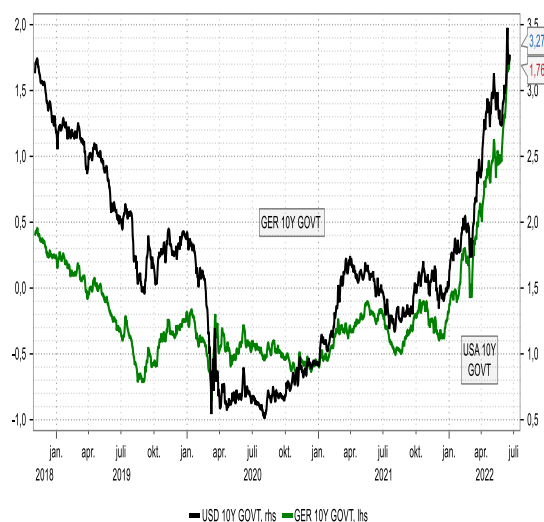
Onko niin, että euroalueella ”one size fits all” vai sittenkin ”one size fits not really anyone”. Tätä markkinat nyt pohtivat ja eriävistä käsityksistä johtuen korkomarkkinoiden volatiliteetti on viime kuukausina ollut ennätyskorkea.

Neutraali/luonnollinen korko on abstraktio; vähän kuin usko, se näkyy teoistaan ja tulemistaan. Voimme vasta jälkeinpäin havaita, että jos keskuspankin rahapolitiikka on ollut onnistunutta hintojen ja talouden vakauttamisessa, niin silloin ohjauskorko on ollut tasapainossa neutraalin koron kanssa ja kääntäen, jos tavoitteita ei ole saavutettu niin silloin se ei ole ollut tasapainossa.

Tämän kirjoittaja lähtee nyt kesälomalle pohtimaan mm. luonnollisen koron oikeaa tasoa ja palaa toivottavasti valaistuneena töihin loman jälkeen. Oikein hyvää ja rentouttavaa kesää kaikille lukijoillemme ja asiakkaillemme!

Jyri Suonpää, korkojohtaja
Ålandsbanken Rahastoyhtiö Oy

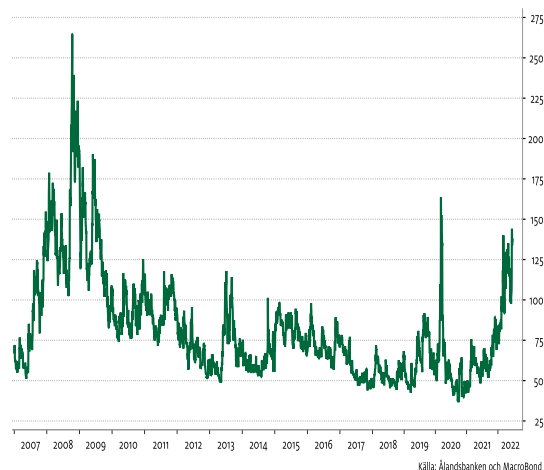
Saksa ja USA 10v. korot



Källa: Bloomberg

Korkomarkkinoiden volatiliteetti

ICE BofA MOVE Index



Källor: Ålandsbanken, MacroBond