



# EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

# Sisältö

---

Selittääkö deflaatio stagnaation?

---

3

# Selättääkö reflaatio stagnaation?

TÄNÄÄN 14:00 • BLOGI • RAHAPOLITIIKKA • ELISA NEWBY



KIRJOITTAJA

Elisa Newby

Toimistopäällikkö

Presidentti Trumpin valintaa seurannut optimismi rahoitusmarkkinoilla on kirvoittanut osan markkinatoimijoista julistamaan pitkäaikaisen stagnaation (*secular stagnation*) olevan selätetty (esim. B. Baweja, Financial Times 10.4.2017)<sup>[1]</sup>. Stagnaatiolla tarkoitetaan pitkää hitaan kasvun aikaa, jossa talouden tasapainokorko on jopa negatiivinen.<sup>[2]</sup>

Stagnaatiopelot on markkinatoimijoiden mukaan häivyttänyt reflaatio. Termin määritelmä ei ole vakiintunut, mutta reflaatiolla viitataan yleensä nimelliseen, inflaatiota kiihdyttävään talouskasvuun, joka saadaan aikaan elvyttävällä talouspolitiikalla. Termi kuvaa osuvasti uuden Yhdysvaltain hallinnon vaalilupausten mukaista talouspolitiikkaa. Vaalien jälkeen odotukset veronkevennyksistä, sääntelyn purkamisesta ja fiskaalisesta elvytyksestä kiihdyttivät jo ennalta nousussa olleet osakekurssit kiitoon. Esimerkiksi vaaleja seuranneen viiden kuukauden aikana S&P 500 -osakeindeksi on noussut 13 % (sininen käyrä, kuvio 1). Kurssinousua tarkastellessa on hyvä huomioida, että Yhdysvaltain talous on kasvanut yhtäjaksoisesti vuodesta 2011 alkaen ja yritysten tulokset ovat olleet odotuksia parempia.

Osakemarkkinoiden kehitys ei ole kuitenkaan johtanut laaja-alaiseen luottamuksen kohentumiseen rahoitusmarkkinoilla. Yhdysvaltain valtionlainoilla kauppaa käyvien toimijoiden näkemykset poikkeavatkin oleellisesti osakemarkkinoilla vallitsevasta optimismista.

Joukkovelkakirjamarkkinoilla kauppaa käydään tyypillisesti kiinteää korkoa tuottavilla instrumenteilla, joiden juoksuaika voi vaihdella yhdestä vuodesta jopa pariin vuosikymmeneen. Koska kaukainen tulevaisuus on lähitulevaisuutta epävarmempi, maksaa joukkolainan liikkeeseen laskija juoksuajaltaan pitkään joukkolainaan sijoittavalle korkeampaa korkoa kuin lyhyeen sijoittavaan. Näkemys ero osake- ja bondidiilerin välillä johtuu toki osittain sijoittajien osakkeille ja joukkolainoille asettamista erilaisesta riski-tuotto -vaatimuksista.

1. <https://www.ft.com/content/b0559420-1d17-11e7-b7d3-163f5a7f229c>

2. Ks. mm. Antti Suvannon pääkirjoitus Kansantaloudellisessa aikakauskirjassa 1/2017.

<http://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/wp-content/uploads/2017/03/kak-1-2017-Suvanto.pdf>

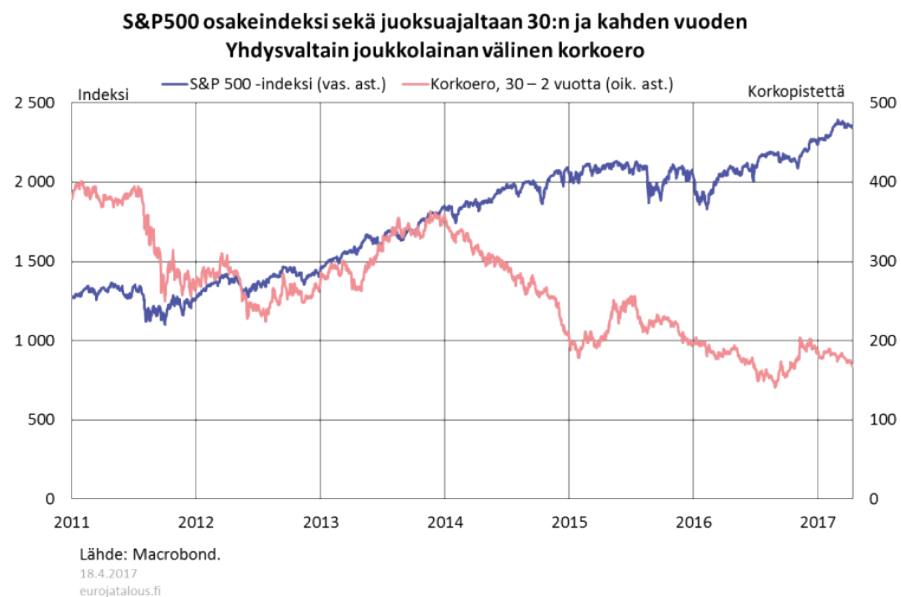
Yhdysvaltojen juoksuajaltaan lyhyiden joukkolainojen (*treasury notes*) korko on noussut, mutta pitkien puolestaan laskenut. Kehitys on jatkunut jo joitakin vuosia. Kuvaaja, joka saadaan laskemalla 30 vuoden ja 2 vuoden joukkolainojen erotus, on laskenut trendinomaisesti finanssikriisin jälkeen (vaaleanpunainen käyrä, Kuvio 1).

Juoksuajaltaan lyhyiden velkakirjojen korkoa on ohjannut Yhdysvaltain keskuspankin Fedin kiristytävä rahapolitiikka. Se onkin nostanut ohjauskorkojaan kolmesti finanssikriisin jälkeen. Lähiajan korko-odotukset ovat nousseet samalla, kun inflaatio-odotukset ovat reflaation myötä kiihtyneet.

Mitä pidempi joukkolainan juoksu-aika on, sitä enemmän sen tuotto heijastaa odotuksia talouskasvun kestävydestä ja inflaatiosta. Pitkät korot ovat laskeneet, joten yksinkertaistaen voidaan sanoa, etteivät ne ennakoivat uuden Yhdysvaltain hallinnon talouspolitiikan saavan aikaan kestävästä kasvusta esimerkiksi tuottavuuden kohentumisen kautta.

Matalat pitkät korot heijastavat myös Yhdysvaltain talouden muita rakenteellisia tekijöitä kuten työvoiman pienenemistä väestön ikääntyessä, säästämisen kasvua investointien kustannuksella ja luonnollisen korkotason laskua. Muutamassa vuodessa Fed on ennusteissaan laskenut arviotaan pitkän aikavälin tasapainokorosta 3 prosenttiin, mutta jotkut Fedin asiantuntijat ovat tätäkin pessimistisempiä.<sup>[3]</sup>

Kuvio 1.



Onko joukkovelkakirjamarkkinoiden pessimismi oikeutettua? Taloustieteilijät ovat aliarvioineet tuottavuuden kasvun aikaisemminkin, sillä teknologisen kehityksen vaikutusta tuottavuuteen ei ole juuri osattu ennustaa oikein.

3. Ks esim. K. Lansing. 'Projecting the Long-Run Natural Rate of Interest' 29.8.2016. <http://www.frbsf.org/economic-research/publications/economic-letter/2016/august/projecting-long-run-natural-rate-of-interest/>

Ainakin tällä hetkellä näyttää kuitenkin siltä, etteivät Yhdysvaltain joukkovelkakirjamarkkinat hinnoitele digitalisaation tai robotiikan kasvattavan tuotantopotentiaalia – tai uuden Yhdysvaltain talouspolitiikan saavan aikaan kestäväää talouskasvua.

### **Avainsanat**

- [joukkolainat](#)
- [Yhdysvallat](#)
- [markkinat](#)