



# Luxury of Hindsight MMT -Taivas vai helvetti Jussi Hyöty

## Matkakertomus NY sijoittajakonferenssi, BCA

Nyt kannattaa puristaa käsinojista nojatuolissa lujaa. Tämä on rahapoliittisen sarjan kolmas osa, joka käsittelee mahdollista paradigman muutosta – talouden uudelleenkäynnistystä eli sitä kuuluisaa RESET-nappia. Talouspoliittiset virheet ovat tehty pitkällä aikavälillä, eikä niitä voi korjata kuin RESET-napilla.

Olin syksyllä BCA:n sijoittajakonferenssissa New Yorkissa, jossa rahapolitiikka oli johtava teema. Matkakertomus konferenssista ja tapaamisista valmistui vasta nyt, koska se vaati normaalia enemmän pohdintaa. Hyvä niin, koska aika on nyt oikea.

### Muutos ajattelussa

Parasta antia seminaarissa olivat boxin ulkopuolella olevat Stephanie Kelton ja Richard Koo. Vaikka yhtäältä peräänkuulutetaan boxin ulkopuolista ajattelua, niin toisaalta rohkaistaan pysymään turvallisesti boxin sisällä. Vaikuttaa siltä, että boxin reunat paksuuntuvat, vaikka niiden pitäisi ohentua. Mitä vaikeampi vanhoja ajatusmalleja on puolustaa, sitä tiukemmin niihin tarrataan.

Taloudessa on paljon myyttejä, joista pidetään kiinni lähinnä siksi, kun muutkin pitävät niistä kiinni, vaikka myyteissä ei olisi mitään oivallusta. Monet tunnetutkin talouden taitajat ovat leimanneet MMT:n, Modern Monetary Theory, voodooiksi heti kättelyssä ilman perusteellisempaa tutustumista aiheeseen.

### Muutos taloudessa

Keskuspankit ja pörssiyritykset suhtautuvat eri tavoin markkinoihin. Pörssiyritykset pyrkivät ohjaamaan markkinoita mahdollisimman lähelle tuloskehitystä kun taas keskuspankit mahdollisimman kauas talouskehityksestä. Keskuspankit eivät ajattele, että pyrkiessään estämään markkinoiden riskin hinnoittelun, ne kasvattavat markkinoiden riskiä. Yritykset puolestaan haluavat pitkällä aikavälillä vakaata kehitystä, koska ne tietävät, että se on liiketoiminnan perusta.

Taloudessa ollaan tultu pisteeseen, jossa muutos on lähellä, joka tapauksessa. Muutoksen liipasin voi olla korona tai sitten jokin muu shokki. Talous on taantumassa päässä deflaatiosta, jonka jälkeen MMT tulee jossain muodossa, haluamme tai emme. Tuleeko siitä taivas vai helveti, riippuu siitä, miten hyvin poliitikot osaavat käyttää tätä uutta työkalua.

Tämä analyysi nojaa säästämisen, investointien ja korkojen väliseen yhteyteen. Kyseessä on talouden identiteetteihin perustuvaa aritmetiikkaa, eikä sitä pidä sotkea poliittisiin mielipiteisiin, joita syntyy puhuttaessa varallisuuden siirroista taloudessa. Olennaista on jälleen yrittää ymmärtää, mitä taloudessa todella tapahtuu. MMT avaa talouteen uuden "käänteisen" näkökulman.

## 1. MMT:N KESKEINEN SISÄLTÖ

MMT:n kuuluu funktionaalisen rahoituksen piiriin, josta erinomaisen paperin on kirjoittanut Abba Lerner vuonna 1943 (FUNCTIONAL FINANCE AND THE FEDERAL DEBT Author(s): ABBA P. LERNER Source: Social Research, Vol. 10, No. 1, pp. 38-51). Seuraava lainaus ko. paperista kuvastaa olennaisen MMT:stä.

"The first financial responsibility of the government is to keep the total rate of spending in the country on goods and services neither greater nor less than that rate which at the current prices would buy all the goods that it is possible to produce. If total spending is allowed to go above this there will be inflation, and if it is allowed to go below this there will be unemployment. The government can increase total spending by spending more itself or by reducing taxes so that the taxpayers have more money left to spend. It can reduce total spending by spending less itself or by raising taxes so that tax payers have less money left to spend."

### Rahapolitiikasta reaali politiikkaan

Funktionaalissa rahoituksessa rajoitteet ovat reaalisia ja ekologisia. Rahoituksellisia rajoitteita kuten tasapainoinen budjetti ei ole, vaan rajoitteet liittyvät sellaisiin reaali talouden tekijöihin kuten työvoimaan ja tehdaskapasiteettiin. Funktionaalissa rahoituksessa toimenpiteitä arvioidaan niiden taloudellisten vaikutusten perusteella.

Raha- ja fiskaalipolitiikan ero on siinä, että rahapolitiikassa työnnetään, kun taas fiskaalipolitiikassa vedetään taloutta köydellä. Rahapolitiikka toimii markkinoiden kautta, kun taas fiskaalipolitiikka vaikuttaa suoraan talouteen. MMT perustuu fiskaalipolitiikkaan, vaikka sen nimi viittaa rahapolitiikkaan. Kuten köysivertaus jo kertoo, fiskaalipolitiikka on aivan eri kaliberin työkalu kuin rahapolitiikka.

### Yhden sektorin alijäämä on toisen ylijäämä

Julkisen sektorin alijäämää vastaa yksityisen sektorin saman suuruinen ylijäämä. Funktionaalissa mallissa julkinen sektori on kuin mikä tahansa sektori sillä poikkeuksella, että se voi printata rahaa. Budjetin alijäämä ja velka eivät ole sille ongelmia. Koska yksityinen sektori ei voi printata rahaa, budjetin alijäämä ja velka ovat sille ongelmia.

Nykyisessä rahoitusperusteissa mallissa julkista taloutta tarkastellaan velallisen näkökulmasta, koska julkiseen velkaan oletetaan liittyvän riski. Käytännössä kaikki talouskriisit ovat syntyneet velkariskeistä. Funktionaalissa rahoituksessa rahan printtaus muuttaa näkökulman. Koska julkisen sektorin velkaan ei liity riskiä, talouspolitiikan vaikutukset syntyvät vain yksityiseen sektoriin kautta. Tähän ajatukseen totuttelu vie aikaa.

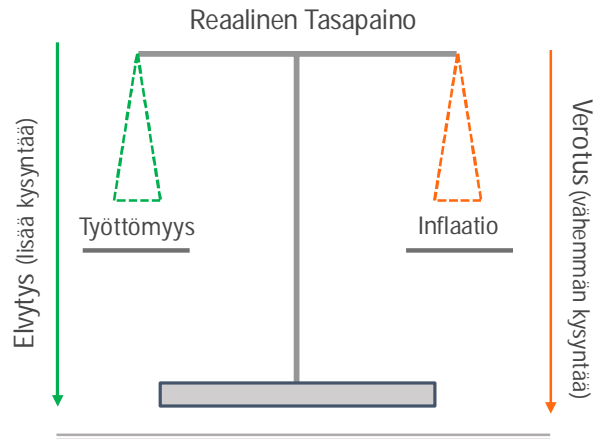
### Tasapaino täystyöllisyyden ja inflaation välillä

Funktionaalisen rahoituksen ajatuksen voi kiteyttää kuvioon 1. Valtio ylläpitää kokonaiskysyntää saavuttaakseen täystyöllisyyden siten, että verotuksella kontrolloidaan inflaatiota. Kuviossa vasemmalla puolella painetaan kaasua eli lisätään kysyntää ja oikealla puolella painetaan jarrua eli vähennetään kysyntää.



Tavoitteet kuulostavat tutuilta. Yhdysvaltain keskuspankilla on kaksi mandaattia: vakaa inflaatio ja työllisyys. Funktionaalisessa rahoituksessa mandaatit pysyvät samoina, mutta ne siirretään keskuspankilta valtiolle, jolla on tehokkaammat työkalut niiden saavuttamiseksi. Lopulta kysymys on siis siitä, kumpi on tärkeämpi: tavoite vai työkalu. Vastaus on tavoite.

Kuvio 1: Tasapainoinen "budjetti" MMT:ssä reaali rajoittein kuvattu



### Verot on ajateltava uudelleen

Verotuksella on kaksi vaikutusta: kuluttajalla on vähemmän rahaa ja valtiolla on enemmän rahaa kulutettavaksi. Koska valtion on helpompi painaa rahaa (enteriä) kuin kerätä veroja, veroilla on merkitystä vain yksityisen sektorin kannalta.

Verotusta kasvatetaan, kun yksityistä kysyntää halutaan pienentää, eli hidastaa inflaatiota. Kun halutaan kasvattaa työllisyyttä, valtio voi yksinkertaisesti tehdä merkinnän budjettiin ja sen jälkeen kuluttaa rahat. Valtion ei tarvitse kerätä veroja kattaakseen menonsa.

### Valtion velka on ajateltava uudelleen

Valtion lainojen liikkeelle laskulla on kaksi vaikutusta: kuluttajalla on vähemmän rahaa ja valtiolla on enemmän rahaa kulutettavaksi. Koska valtion on helpompi painaa rahaa (enteriä) kuin myydä lainoja, valtion velalla on merkitystä vain yksityisen sektorin kannalta. Valtion velka on yksityisen sektorin sijoitus. Budjetin alijäämän kasvaessa yksityisen sektorin sijoitukset kasvavat.

Rahan määrä kasvaa fiskaalielvytyksessä. Vaikka valtion ei tarvitse myydä lainoja rahoittaakseen menojaan, sen täytyy myydä lainoja kuivataksaan likviditeettiä ja hillitäksään omaisuusarvojen nousua. Myymällä lainoja valtio poistaa likviditeettiä markkinoilta, jolloin korkotaso nousee ja inflaatio hidastuu.

### **Rahoituksellisesti suvereeni valtio voi aina maksaa velkansa**

Raha on velkasitoumus IOY (I Owe You). Rahan printtaaminen on helppoa, mutta sen hyväksytyksi tekeminen on vaikeaa. Rahalla on arvoa, jos sen liikkeellelaskijalla on veronkanto-oikeus tai jokin muu vastaava vakuus, joka takaa velan. Paradoksaalisesti funktionaalisessa rahoituksessa veronkanto-oikeutta ei käytetä, mutta se on välttämätön eliminoimaan velkariskin.

Rahoituksellisesti suvereeni valtio voi aina luoda uutta rahaa ja maksaa velkansa. Valtio on suvereeni, jos se laskee liikkeelle lainoja vain omassa valuutassaan ja sen valuutta on kellova. Tällaiset valtiot, kuten USA, Japani ja UK, eivät voi joutua maksukyvyttömyyteen.

## 2. SÄÄSTÄJÄT JA INVESTOIJAT - UNOHDETTU TALOUS

Rahapolitiikka tunnistaa vain tarjonnan (säästäjien) rajoitteet, kun taas funktionaalinen rahoitus tunnistaa rajoitteet sekä rahan tarjonnassa että rahan kysynnässä (investoinneissa). Elvytyksessä on pohjiltaan kyse rahan tarjonnan ja kysynnän sovittamisesta yhteen.

### Rahan tarjonta- ja kysyntä

Talouspolitiikan sisältö riippuu siitä, onko talouden ongelma rahan tarjonnan puutteessa vai kokonaiskysynnän puutteessa. Saman voi kysyä hieman toisin: onko pääoman kustannus liian korkea, koska säästäjiä on liian vähän vai onko investointimahdollisuuksia liian vähän, koska kokonaiskysyntää on liian vähän. Ensimmäistä ongelmaa kutsutaan tarjonta- ja jälkimmäistä kysyntäshokiksi.

Talouden toimijat tuntevat hyvin tarjontapuolen shokin. Kysyntäpuolen shokki sitä vastoin on lähes tuntematon käsite, koska aina 2010-luvulle saakka investointeja on voitu kiihdyttää laskemalla pääoman hintaa. Kysyntäpuolen ongelma on kasvanut hiljalleen, mutta konkreettisesti se tuli esiin vasta korkojen saavutettua nollatason.

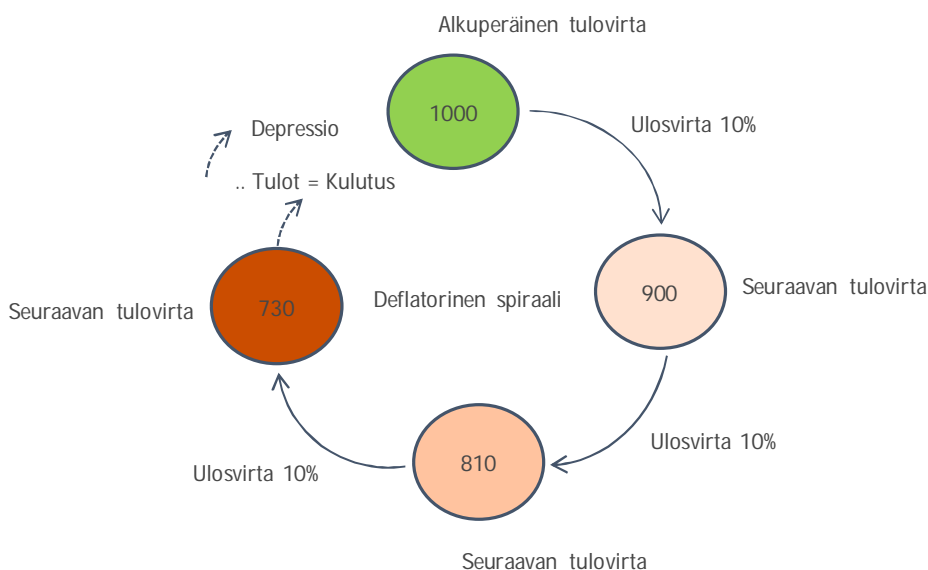
### Deflatorinen spiraali

Richard Koo kuvaa osuvasti, mitä tapahtuu, kun lainan ottajat häviävät (kuvio 2). Olkoon talouden toimijan alkuperäiset tulot 1000, joista osa säästetään. Osalle säästöistä ei löydy lainaajia, koska investointimahdollisuuksia ei ole. Olkoon tämä reaalitalouden ulkopuolelle jäävä määrä 10 % tuloista.

Joka kerta, kun tulot vaihtavat transaktiossa omistajaa, 10 % tuloista siirtyy reaalitalouden tulovirran ulkopuolelle (BKT:n ulkopuolelle). Taloudessa syntyy deflatorinen spiraali ja markkinoille rakentuu kupla. Talouden tulovirta pienenee jokaisessa transaktiossa, kunnes kaikki tulot menevät kulutukseen, eikä säästöjä enää synny. Kun säästöä ei synny, investointeja ei myöskään synny, jolloin talous ajautuu depression. Tämä dynamiikka on nykyisen talouden ongelman ytimessä.

Keynes kutsui edellä mainittua spiraalia säästämisen paradoksiksi "paradox of thrift". Kyseessä on paradoksi, koska jokaisen halutessa säästää, kukaan ei voi säästää. Deflatorinen kierre voidaan katkaista vain, jos valtio lainaa talouden ulkopuolelle jääneen 10 % ja palauttaa sen investoimalla takaisin tulovirtaan. Nykyinen talouskehitys muistuttaa hyvin edellä kuvattua spiraalia. Rahat sijoitetaan mieluummin markkinoille kuin reaalitalouteen.

Kuvio 2: Mitä taloudessa tapahtuu, kun lainanottajat (investoijat) häviävät



## Talouden kolme vaihetta

Rahan tarjonta ja kysyntä eivät ole vakioita vaan riippuvat talouden vaiheesta. Talouspolitiikalla voidaan säätää lyhyen aikavälin rahan kysyntä ja tarjonta kohdalleen, mutta talouden vaihe määrää pitkän aikavälin rahan kysynnän ja tarjonnan.

Talouden elinkaari voidaan jakaa kolmeen vaiheeseen: alkutaloudet (frontier economies), kehittyvät taloudet (emerging economies) ja kehittyneet taloudet (advanced economies). Näille vaiheille löytyy kirjallisuudesta useampia nimiä, mutta sijoitusmarkkinoiden kypsyttä kuvaavat yleisnimet toimivat hyvin. Esimerkiksi Richard Koo käyttää vaiheesta nimiä: urbanisaatio, kultainen kausi ja takaa-ajettuna. (Kuvio 3)

Kysyntäolosuhteet riippuvat talouden vaiheesta, jolloin myös rahapolitiikan tehokin riippuu talouden vaiheesta. Rahapolitiikka on tehokasta kehittyvässä vaiheessa, jolloin talouteen syntyy tarjontashokkeja. Rahapolitiikka sitä vastoin ei ole tehokasta kehittyneessä vaiheessa, jolloin talouteen syntyy kysyntäshokkeja. Samasta syystä korot ovat positiiviset kehittyvissä talouksissa ja negatiiviset kehittyneissä talouksissa.

Koska oppikirjat tehtiin vuosia sitten, kun läntiset taloudet olivat kehittyvässä vaiheessa, talouden tietäjät uskovat rahapolitiikan olevan edelleen tehokasta.

Kuvio 3: Talouden kolme vaihetta

|              | <b>Alku<br/>Frontier</b> | <b>Kehittyvä<br/>Emerging</b> | <b>Kehittynyt<br/>Advanced</b> |
|--------------|--------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| Kysyntä      | Heikko                   | Vahva                         | Heikko                         |
| Investoinnit | Kasvat                   | Kasvat                        | Supistuvat                     |
| Malli        | Urbanisaatio             | Vientivetoisuus               | Tuontivetoisuus                |
| Eriarvoisuus | Kasvaa                   | Pienenee                      | Kasvaa                         |
| Korkotaso    | Korkea                   | Korkea                        | Matala                         |

## Talouden neljä tilaa

Richard Koon malli (kuvio 4) jakaa talouden neljään lohkokseen lainan antajien (S/säästäjät) ja lainan ottajien (I/investoijat) mukaan. Vasen puolisko kuvastaa hyvin tunnettua tarjontapuolta (1-2) ja oikea tuntematonta kysyntäpuolta (3-4).

- o Neliössä (1) talous on tasapainossa. Taloudessa on investointimahdollisuuksia ja säästöjä niiden rahoittamiseen. Positiiviset "Animal Spiritit" ajavat taloutta. Taloutta voidaan vauhdittaa pienillä muutoksilla korkotasossa, jolloin lainan ottajat ja antajat löytävät toisensa. Tämä on se kehittyvien talouksien tapaus, joka löytyy perinteisistä oppikirjoista.
- o Neliössä (2) investointimahdollisuuksia on edelleen, mutta lainanantaja ei ole riittävästi. Tapauksia on kahden tyyppisiä. Ensimmäisessä tapauksessa, talous on köyhä (frontier), koska se on kasvun alkuvaiheessa, jolloin säästöjä on vähän ja pääoman kustannus on korkea. Toisessa tapauksessa, pankit ovat luottolamassa, "credit crunch", koska niiden taseet ovat heikkoja, jolloin ne eivät pysty lainaamaan. Korot ovat tällöin selvästi korkeampia kuin ohjauskorko.
- o Neliössä (3) säästöjä on riittävästi, mutta investointimahdollisuuksia ei ole, koska kysyntää ei ole riittävästi. Vaihtoehtoisesti yksityisen sektorin taseet ovat niin heikkoja, että yritysten ensimmäinen tavoite on pienentää velkaa, ja vasta sen jälkeen palata normaaliin tuloksen maksimointiin. Kehittyneet taloudet ovat tässä vaiheessa, mistä korkojen (R) lasku nollaan on tunnusmerkki.

- o Neliössä (4) ei ole säästöjä eikä investointimahdollisuuksia. Lainanottajat eivät ota lainaa, koska investointimahdollisuuksia ei ole. Lainanantajat eivät anna lainaa, koska niiden taseet ovat heikkoja. Korot ovat matalalla lähes riskittömille sijoituksille mutta korkealla riskipitoisille sijoituksille. Tämä on depressiivinen velkadeflaatio, johon päädytään markkinaromahduksen kautta.

Kysymys kuuluu, onko talous kulkemassa kaikki vaiheet 1,2,3,4 läpi autopilotin ohjaamana. Jokaisen vaiheen läpikäynti on poliittisesti helpoin reitti, koska silloin ei tarvitse kuin potkia kannua eteenpäin ja siirtää hankalat päätökset tulevaisuuteen. Tällä hetkellä kehittyneet taloudet ovat vaiheessa 3 ja olosuhteet ovat rakentuneet vaiheelle 4.

Kuvio 4: Richard Koon toinen talouden puolisko (3-4)

|                             |       | Velan ottajat = Investoijat (I)    |   |
|-----------------------------|-------|------------------------------------|---|
|                             |       | Kyllä                              | Ei                                      |
| Sijoittajat = Säästäjät (S) | Kyllä | 1: $S=I$<br>Pientä säästää<br>(EM) | 3: $S>I, R=0$<br>Lisää kysyntää<br>(AM) |
|                             | Ei    | 2: $S<I$<br>Lisää rahaa<br>(FM)    | 4: Deflaatio<br>Romahduksen<br>jälkeen  |

Oppikirjatapaus  
(yksityinen sektori  
maksimoi voiton)

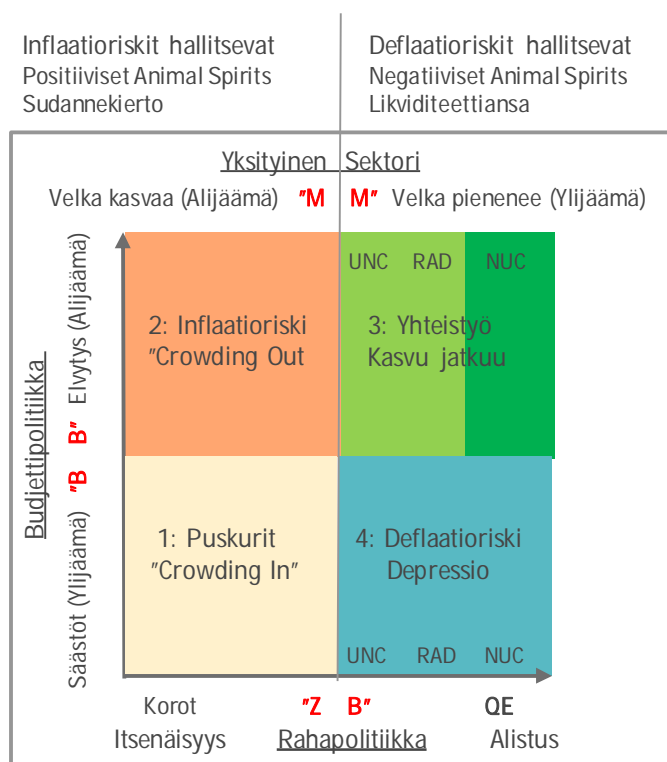
Unohdettu tapaus  
(yksityinen sektori  
minimoi velan)

### 3. FISKAALI- JA RAHAPOLITIIKKA – KUMMALLAKIN ON AIKANSÄ

McCulley ja Pozsarin paperi (How I Stopped to Worry and Learned to Love Fiscal-Monetary Co-operation 2013) jäsentää hyvin talouspolitiikan vaihtoehdot eri tilanteissa (kuvio 5). Sekä McCulley että Pozsar ovat selvästi Kubrik-faneja, mikä on hyvä lähtökohta kaikenlaiselle analyysille.

McCulley-Pozsar -malli muistuttaa Koon mallia, mikä ei ole yllättävää, koska molemmat lähestyvät talouden ongelmia kysyntähokin kautta. Ero mallien välillä on siinä, että Koo korostaa fiskaalipolitiikkaa, kun taas McCulley ja Pozsar korostavat fiskaali-monetaari -yhteistyötä ongelmien ratkaisuna. Yhteistyömalli tuo meidät askeleen lähemmäksi MMT:tä.

Kuvio 5: Fiskaali-monetaari -yhteistyö



Lähde: McCulley, Pozsar, OP

### Yksinkertainen tavoite: yksityisen sektorin elinvoima

McCulley-Pozsarin mallissa vaaka-akselilla on yksityisen sektorin elinvoima, "Animal Spirits". Jos yksityinen sektori on voimissaan, talous reagoi muutoksiin rahan hinnassa, eli rahapolitiikka on tehokasta. Tavoitela kuviossa 5 on vasemmalla alhaalla, jossa yksityisen sektorin suhdannekierto ja riskin hinnoittelu hallitsevat taloutta.

### Positiiviset ja negatiiviset "Animal Spiritit"

"Animal Spiritit" ovat positiivisia vasemmalla ja negatiivisia oikealla puolella kuviossa. Vasemmalla puolella "Spiritit" pysyvät positiivisina myös laskusuhdanteessa, koska yksityinen sektori on pitkäaikaisessa vahvistuvassa velkasuhdanteessa (secular credit cycle). Oikealla puolella talous on pitkäaikaisella heikkenevällä trendillä ja "Spiritit" tietävät sen.

### Inflaatorisuus ja deflaatorisuus

Vasemmalla puolella ympäristö on inflatorinen, koska tulevaisuuden odotukset ovat positiivisia. Oikealla puolella taloudessa on deflaatorinen takaisinkytkentä, koska tulevaisuuden odotukset ovat synkät. Talous elää suhdannekiertoa vasemmalla mutta on ajautunut likviditeettiansaan (Liquidity Trap) oikealla.

### Velkaantumisen rajapyykki – Minskin piste

Vasemmalla puolella yksityinen sektori kasvattaa ja oikealla pienentää velkaa. Siirtyminen vasemmalta puolelta oikealle tapahtuu Minskin pisteen kautta (MM = Minsky Moment), jossa ylivelkaantuminen tappaa positiiviset "Spiritit". Negatiivisten "Spirittien" hallitessa yritykset eivät tavoittele voiton maksimointia vaan velan pienentämistä.

## Rahapolitiikka rooli

Oikealle siirryttäessä yksityisen sektorin velka kasvaa, ja rahapolitiikan teho heikkenee. Vaaka-akselin puolella välissä samassa pisteessä ovat sekä korkojen nollaraja (ZB = Zero Bound) että Minskyn piste (MM). Tähän pisteeseen ajaututaan, kun rahapolitiikka on ollut liian kevyttä liian pitkään ja yksityinen sektori on ylivelkaantunut. Nollakoron oikealla puolella epätavanomainen rahapolitiikka jakaantuu kolmeen erityyppiseen vaiheeseen.

### UNConventional – myydään lainat takaisin

Ensimmäinen vaihe on normaali epätavanomainen (UNConventional). Tässä vaiheessa keskuspankki ostaa arvopapereita, mutta lupaa myydä ne takaisin markkinoille.

### RADical – siirrytään inflaatiosta kasvuun

Toinen vaihe on radikaali (RADical). Tässä vaiheessa kasvun ylläpitämisestä tulee tärkeämpää kuin inflaation hillinnästä. Inflaation halutaan kiihtyvän yli tavoitteen, jolloin rahapolitiikka kevenee entuudestaan ja muuttuu yhä selkeämmin repressiiviseksi. Taantumaa ei haluta päästää alulle, koska elvytyskapasiteettia ei enää ole. Ensimmäisen vaiheen pitkittyminen (UNC) johtaa toiseen vaiheeseen.

### NUClear – jätetään lainat taseeseen

Kolmas vaihe on sitten NUClear. Deflatorinen taantuma on kaikesta huolimatta päässyt alulle, joten strategiassa tehdään täyskäännös. Keskuspankki lupaa olla myymättä omistamiaan arvopapereita takaisin markkinoille, jolloin ne jäävät pysyvästi pankin taseeseen (NO EXIT). Keskuspankki joutuu alistaiseen rooliin ja aloittaa valtion suoran rahoittamisen. Tästä vaiheesta voi käyttää myös nimeä MMT.

Keskuspankit ovat edenneet radikaaliin vaiheeseen "pelikirjan" mukaisesti. Talous on markkinaromahduksen päässä oikeasta deflaatiosta. Deflatorinen mielentila rakennetaan vähitellen, mutta varsinainen pudotus deflaatioon on binäärinen tapahtuma. Se tapahtuu hetkessä. Koska keskuspankit nostavat omaisuusarvoja strategiansa mukaisesti, MMT on johdonmukainen seuraava askel.

## Fiskaalipolitiikan rooli

Julkinen sektori on kuvattu kuviossa pystyakselilla. Alemmassa puoliskossa on budjetin ylijäämä eli valtio säästää ja ylemmässä puoliskossa on alijäämä eli valtio elvyttää. Puolella välissä budjetti on tasapainossa (Balanced Budget = BB).

Kun pystyakselilla on fiskaalipolitiikka ja vaaka-akselilla rahapolitiikka, mallilla voidaan kuvata fiskaali-monetaari - yhteistyö.

Rahapolitiikalla voidaan vaikuttaa rahan hintaan, mutta fiskaalipolitiikalla voidaan vaikuttaa rahan määrään reaalityoudessa. Edes epätavanomainen rahapolitiikka, jota kutsutaan määrälliseksi elvytykseksi, ei pysty lisäämään rahan määrää reaalityoudessa.

Yksityisen sektorin elinvoiman kannalta olennaista ei ole velka vaan velkaantuminen (velka / BKT). Velan hoidon kannalta yksittäinen kaikkein tärkein tekijä on (BKT:n) kasvu. Jos talous kasvaa, yksityinen sektori onnistuu pienentämään velkaantuneisuuttaan.

## Talouden neljä vaihtoehtoa

1. Keltaisella alueella julkinen sektori pienentää velkaansa, ja yksityinen sektori kasvattaa velkaansa. Yksityinen sektori pyörii omalla painollaan ja julkinen sektori rakentaa puskureita huonojen päivien varalle. Kun julkinen sektori on vetäytynyt sivummalle, yksityisellä sektorilla on "tilaa" investoida (crowding in).



2. Punaisella alueella sekä julkinen että yksityinen sektori kasvattavat velkaansa. Kun molemmat sektorit investoivat, inflaatoriskit kasvavat. Samalla julkisen sektorin investoinnit syrjäyttävät tuottavampia yksityisen sektorin investointeja (crowding out).
3. Vihreällä alueella julkinen sektori kasvattaa velkaansa, ja yksityinen sektori pienentää velkaansa. Julkisen sektorin investoidessa kasvu jatkuu, jolloin yksityinen sektori onnistuu pienentämään velkaantuneisuuttaan. Syrjäytymistä ei tapahdu, koska yksityinen sektori ei ole investoimassa. Yksityinen sektori palaa vasemmalle puolelle, kun velkaantuneisuus saavuttaa kestävän tason.
4. Sinisellä alueella kumpikaan sektori ei investoi. Talouden negatiivinen takaisinkytkentä käynnistyy ja talous ajautuu deflatoriseen spiraaliin. Vaikka yksityinen sektori maksaa velkaansa pois, velkaantuminen kasvaa, koska BKT supistuu.

#### 4. RIKKAILLE VAI KÖYHILLE – SÄÄSTÄJILLE VAI KULUTTAJILLE

Elvytys voi olla hyväksi tai pahaksi taloudelle. Tämä on totta riippumatta siitä, rahoitetaanko elvytys verorahoilla vai printatulla rahalla.

##### Tarjonta- ja kysyntäshokki

Elvytyksen kohdistaminen riippuu talouden olosuhteista. Talouden olosuhteet voidaan jakaa kahteen tilaan: tarjonta- ja kysyntäshokkiin. Tarjontashokissa tarjonnalle on rajoitteita, jotka estävät talouden kasvun. Taloudessa on investointimahdollisuuksia, mutta pääoman korkea hinta rajoittaa investointeja. Kysyntäshokissa kysynnälle on rajoitteita, jotka estävät talouden kasvun. Taloudessa ei ole investointimahdollisuuksia, koska kysyntä on heikkoa. Selkeä signaali kysyntäshokista on nollakorko.

##### Säästäjät ja kuluttajat

Talouden toimijat voidaan jakaa kahteen luokkaan: säästäjiin ja kuluttajiin. Säästäjiä ovat rikkaat ja yritykset, koska niillä lisätulot johtavat suureen säästämiseen ja pieneen kulutuksen kasvuun. Kuluttajia ovat köyhät ja tavalliset kotitaloudet, koska niillä lisätulot johtavat suureen kulutuksen ja pieneen säästämisen kasvuun. Mitä vähemmän kotitaloudella on tuloja, sitä suurempi osa lisätuloista menee kulutukseen.

##### Kysyntäshokin tunnistaminen

Koska korkoja on aina ollut, kysyntäshokin mahdollisuus ei ole edes tullut taloustietäjien mieleen, vaikka lienee selvää, että kysyntäshokki on ollut kehittyneissä talouksissa vain ajan kysymys. Vaikka korot ovat olleet jo pitkään nollassa, edelleenkin kysyntäshokkia ei tunnisteta, mistä selkeä merkki on elvytyksen kohdistaminen säästäjille.

Keskeinen syy, miksi kysyntäshokkia on vaikea ymmärtää, on matala työttömyys. Miten taloudessa voi olla kysyntäshokki, jos taloudessa on lähes täystyöllisyys? Kysynnän pitäisi olla tällaisissa olosuhteissa poikkeuksellisen korkealla. Tähän löytyy kaksi selitystä.

Eriarvoisuus: Työllisyystilastot eivät kerro tulojaosta ja kokonaiskysynnästä. Samaan aikaan, kun työttömyysluvut ovat historiallisen matalalla, eriarvoisuus on historiallisen korkealla. Suurella osalla väestöstä ei ole varaa kuluttaa, jolloin kokonaiskysyntä (BKT kasvu) on heikkoa.

Velkaantuneisuus: Talouskasvu ei kerro kotitalouksien todellisesta kulutuskyvystä, koska velkaantuminen ylläpitää kulutusta. Velkaantuminen peittää kulutuksen heikkenemistä, mutta jossain vaiheessa velkaantumisen rajat tulevat vastaan.

Kysyntäshokki on helppo tunnistaa, jos korot ovat pidempään nollassa. Korot ovat olleet pitkään nollassa, mutta ne eivät olisi välttämättä nollassa, jos keskuspankit eivät olisi painaneet niitä nolnaan. Nollakorko voi siis antaa väärän



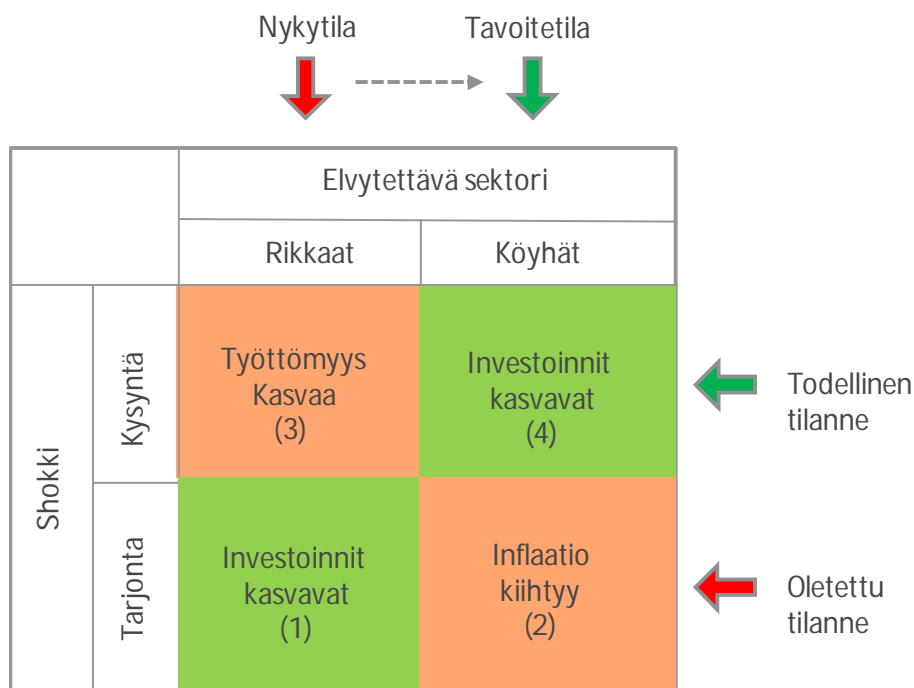
kuvan kysyntä- ja tarjontashokin tasapainosta. Taloudella on tapana sopeutua olemassa oleviin olosuhteisiin, joten mitä pidempään korkoja pidetään nollassa, sitä varmemmin ne asettuvat sinne.

### Elvytyksen neljä vaihtoehtoa

Jos taloudessa on tarjontashokki, rahaa kannattaa ohjata säästäjille, koska se laskee pääoman hintaa. Jos taloudessa on kysyntäshokki, rahaa kannattaa ohjata kuluttajille, koska se kasvattaa kysyntää.

Kuvio 6 kertoo elvytysvaihtoehdot, jotka siis riippuvat talouden tilasta. Vaihtoehdoissa on kaksi hyvää ja kaksi huonoa. Hyvissä vaihtoehdoissa investoinnit kasvavat ja huonoissa supistuvat.

Kuvio 6: Elvytyksen kohdentaminen eri talouden tiloissa



1. Taivas: Ensimmäisessä neljänneksessä yritykset halusivat investoida, mutta rahan hinta on liian korkea. Kun elvytystä kohdennetaan rikkaille ja yrityksille eli säästäjille, säästäminen kasvaa ja rahan hinta laskee. Rajoite poistuu ja investoinnit pääsevät liikkeelle.

Koska taloudessa on tuottavia investointikohteita, BKT kasvaa enemmän kuin uuden rahan määrä. Talouteen ei synny inflaatiopaineita eikä velkaantuneisuus kasva. Keskuspankit olettavat talouden olevan tässä tilassa.

2. Helvetti: Toisessa neljänneksessä yritykset halusivat investoida, mutta rahan hinta on liian korkea. Kun elvytystä kohdennetaan köyhille ja kotitalouksille eli kuluttajille, kysyntä kasvaa. Koska rahan hinta on liian korkea, investoinnit eivät voi kasvaa. Kun kysyntä kasvaa mutta tarjonta ei, suhdanne kuolee ennenaikaisesti inflaation kiihtymiseen.
3. Helvetti: Kolmannessa neljänneksessä yritykset eivät halua investoida, koska kysyntää ei ole riittävästi. Elvytyksen kohdentaminen rikkaille ja yrityksille, eli säästäjille ei johda investointeihin, koska rahan saatavuus ei ole alun perinkään ollut ongelma. Kun investoinnit eivät kasva, säästötkään kokonaisuutena eivät kasva. Yritysten ja rikkaiden säästöt kyllä kasvavat, jolloin kotitalouksien säästöjen täytyy pienentyä.

Tämä johtaa joko velkaantumisen kasvuun tai kotitalouksien säästämisen (tulojen) pienentymiseen. Jos velkaantuminen ei kasva, köyhien ja kotitalouksien säästämisen pienentymisen täytyy tapahtua työttömyyden kasvun kautta. Vaikka velkaantuminen kasvaisikin, lopputulema on pitkällä aikavälillä sama.

4. Taivas: Neljännessä neljänneksessä yritykset eivät halua investoida, koska kysyntää ei ole riittävästi. Elvytyksen kohdistaminen köyhille ja kotitalouksille kasvattaa kysyntää, jolloin investoinnit kasvavat. Osa elvytyksestä kulutetaan ja osa säästetään, jolloin ylikapasiteetti poistuu ja uusia investointeja syntyy.

Kysynnän kasvaessa talouteen syntyy investointimahdollisuuksia. Investoinnit kasvavat vähintään samaa vauhtia kuin rahan määrä ja velka, jolloin talouteen ei synny inflaatiopaineita eikä velkaantuneisuus kasva.

### Mitä aritmetiikka sanoo

Tällä hetkellä merkit viittaavat siihen, että taloudessa ollaan kuvion 6 neliössä 3. Taloutta leimaa kaksi äärimmäisyyttä: eriarvoisuus on huipussaan ja korot ovat nollassa. Taloudessa on kysyntäshokki, jota hoidetaan tarjontashokin lääkkeillä (QE).

Nykyinen elvytys ei johda investointien kasvuun, koska pääoman kustannus ei ole ongelma. Elvytyksen kohdistaminen säästäjille, kasvattaa säästämistä entuudestaan säästäjien keskuudessa ja pienentää kulutusta kuluttajien keskuudessa. Eriarvoisuus jatkaa kasvuaan. Olosuhteet ovat poikkeuksellisen huonot nykyisen kaltaiselle elvytykselle. Talous siirtyy äärimmäisestä tilasta vielä äärimmäisempään tilaan.

Normaalisti tarjontashokin hoito kasvattaa ensin säästämistä, jolloin kulutus automaattisesti supistuu. Säästämisen kasvu johtaa kuitenkin tuottavien investointien kasvuun, jolloin kulutuksen kasvu seuraa investointeja viiveellä. Tämä on tuttu "Trickle Down" -ilmiö, jossa varallisuus valuu alaspäin.

Nykyisessä tilanteessa tapahtuu ensin epäsymmetrinen säästämisen muutos ja kulutuksen supistuminen kuten edellä (kierros 1). Toisin kuin normaalitilanteessa investoinnit eivät kasva, koska pääoman kustannus ei ole ongelma. Koska kulutus kuitenkin pienenee, kulutuksesta riippuvaiset investoinnit supistuvat (kierros 2). Tämä puolestaan johtaa säästöjen pienentymiseen, jolloin kulutus pienenee edelleen (kierros 3). Kun kulutus ja investoinnit pienenevät, kokonaiskysyntä pienenee (lopputulos), eli lopulta työttömyyden tai velan täytyy kasvaa. (Kuvio 7)

Jos politiikkavalinta vastaisi kuvion 6 neliön 4 tilaa, taloudessa tapahtuisi "Trickle Up"-ilmiö. Tämä on talouden identiteetteihin perustuva selitys, jonka ei pitäisi olla yllättävä, mutta se on.

Kuvio 7: Mitä taloudessa tapahtuu, kun säätäjiä tuetaan kysyntäshokissa (kuvion 6 neliö 3)

| Kokonaiskysyntä =             | Kulutus +                 | Investoinnit                              |
|-------------------------------|---------------------------|---|
| Talouden olosuhteet           | Eriarvoisuus Maksimissaan | Rahan hinta Minimissään (R=0)             |
| => Kysyntäshokki =            | Pulaa kulutuksesta        | Liikaa säästämistä                        |
| QE, Hoidetaan tarjontashokkia | Eriarvoisuus kasvaa       | Säästäminen kasvaa (yritykset ja rikkaat) |
| 1. kierros taloudessa         | Kulutus pienenee          | Investoinnit ennallaan                    |
| 2. kierros taloudessa         |                           | Investoinnit supistuvat                   |
| 3. kierros taloudessa         | Kulutus pienenee          |   |
| Lopputulos                    | Kokonaiskysyntä pienenee  |   |



## Julkiset infrainvestoinnit

Elvytys voidaan jakaa kahdella tavalla: annetaan rahat suoraan yksityiselle sektorille, eli edelliset tapaukset, tai julkinen sektori käyttää rahat itse infrainvestointeihin.

Elvytyksen ohjaaminen yksityiselle sektorille on aina poliittisesti värittyä. Vaikka tavoite olisi kohdistaa elvytys puhtaasti taloudellisiin perusteisiin, poliittista vastakkainasettelua ei voi välttää. Infrainvestoinnit sitä vastoin ovat poliittisesti neutraali tapa toteuttaa elvytystä.

Jos yksityinen sektori on ylivelkaantunut, elvytyksen kohdentaminen sille ei auta taloutta. Elvytyksen saajat eivät käytä rahoja kulutukseen tai investointeihin vaan taseiden korjaamiseen. Yksityisen sektorin taseet kyllä vahvistuvat, mutta elvytys ei palaudu talouden kiertoön, jolloin deflatorinen kierre jatkuu. Tasetaanumassa julkisen sektorin pitää siis käyttää rahat itse.

Korkomarkkinat toimivat signaalina investoinneille. Kun korot ovat korkealla, yksityisellä sektorilla on investointimahdollisuuksia, jolloin julkisen sektorin ei kannata investoida. Kun korot ovat nollassa, muita velanottajia ei ole jäljellä kuin julkinen sektori (borrower of last resort), jolloin julkisen sektorin pitää investoida.

Jos rahoituksen kustannus on olematon, investoinnit rahoittavat itse itsensä. Velan käyttöä pitää arvioida sen kustannuksen ja investoinnin (sosiaalisen) tuoton perusteella. Normaalisti toimivat korkomarkkinat toimivat siten talouden automaattisina vakauttajina.

## Parhaat kyvyt investointitiimiin

MMT-mallissa investointien rooli kasvaa julkisella sektorilla. Jos julkinen sektori löytää pitkällä aikavälillä kannattavia investointeja, talous kasvaa kestävästi. Täsmälleen sama pätee julkisiin investointeihin riippumatta, minkälainen talousmalli on.

Julkisen sektorin investointiorganisaation osaamista ei voi korostaa liikaa. Organisaatioon pitää saada talouden parhaat kyvyt. Tämä tarkoittaa vahvojen riippumattomien tiimien rakentamista, joiden päätökset perustuvat taloudellisiin argumentteihin.

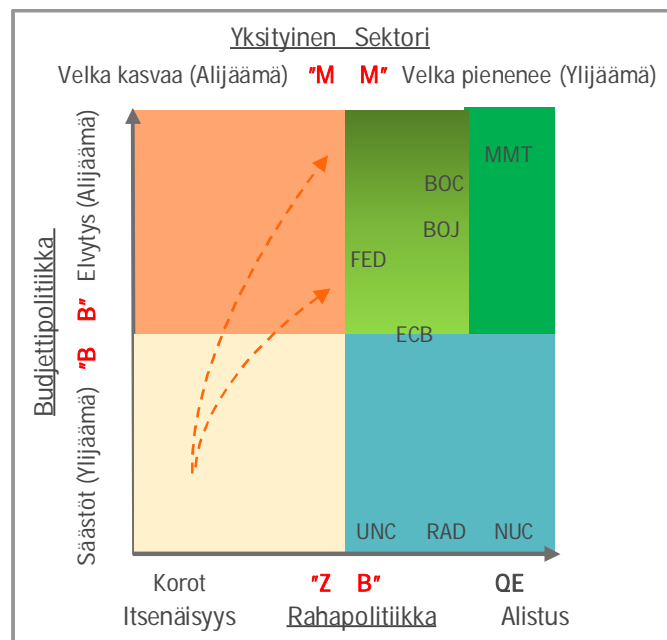
## 5. MISSÄ KUKIN ON FISKAALI-MONETAARI KEHIKOSSA

Talouksien liikkuminen kehikossa on ollut systemaattista ja ennustettavaa. Pitkään jatkunut kevyt rahapolitiikka on laskenut korot nolnaan (ZB), ja yksityisen sektorin velkaantuminen on saavuttanut ennätyksellisen korkean tason (MM). Julkinen sektori on tukenut kasvua, jolloin julkisen sektorin velkaantuminen on kasvanut. (kuvio 8)

Aikajänteellä on merkitystä. Jos talouspolitiikassa eletään vain nykyistä suhdannetta ja pitkän aikavälin kehitys jätetään huomioimatta, lopputulos on väijäämättä nykyisen kaltainen.

Nykyisestä talousmallista käytetään termiä "Sound Finance". Termi tarkoittaa tiukkaa rahoituskuria, jota muun muassa reiting-talot valvovat. Tässä mallissa yksityinen sektori ei voi palata vasemmalle puolelle, koska julkisen sektorin velkaantuneisuus on jo valmiiksi niin korkealla tasolla, että julkinen sektori ei voi elvyttää.

Kuvio 8: Missä kukin on budjetti- ja rahapolitiikan suhteen



### Euroopan malli (ECB)

Eurooppa ei ole suvereeni valtio. Ilmeisesti juuri tästä syystä euroalue on lähimpänä liukua siniselle alueelle. EKP on laskenut korot syvällä negatiivisella alueella, mutta euroalueen yhdistetty budjetti on lähes tasapainossa. Tämä kuvastaa sitä, että rahapolitiikka on yhteinen, mutta jokaisella maalla on oma fiskaalipolitiikkansa, jota säätelevät Maastrichtin kriteerit.

Maastrichtin sopimusta rakennettaessa yksityisiä säästöjä ei ajateltu vaan ainoastaan julkista velkaa. Sopimus estää yksityisen sektorin säästöjen käytön julkisen sektorin investointien rahoitukseen, jolloin ne ohjautuvat talouden kierron ulkopuolelle. Korkojen ollessa nollassa budjetin alijäämän (/BKT) voi antaa kasvaa yli 3 %:n, jos yksityisen sektorin säästöt ovat vastaavasti yli 3 %:n.

Yhden valuutan (yhteinen rahapolitiikka) ja usean velkamarkkinan (itsenäinen fiskaalipolitiikka) malli estää yksityisen sektorin säästöjen automaattisen kanavoitumisen julkiselle sektorille. Euroriski on ongelman ytimessä. Euroriskin takia kriisiin ajautuneen maan korot nousevat, vaikka niiden pitäisi laskea, ja turvasatama Saksan korot laskevat, vaikka niiden ei pitäisi laskea. Kriisiin ajautunut eurovaltio ei voi hyödyntää poikkeuksellisen matalia korkoja investointiensa rahoittamiseen euroriskin takia.

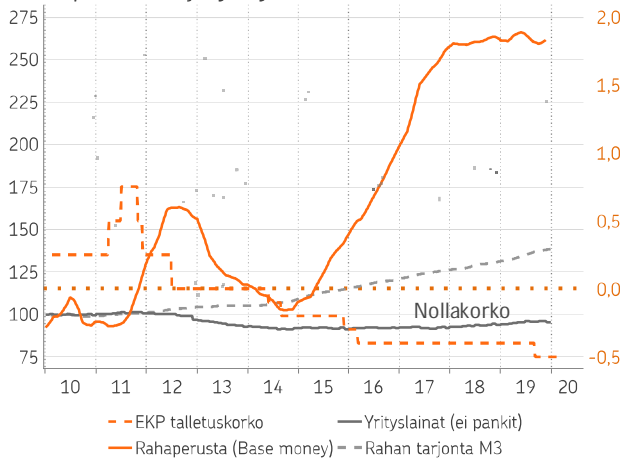
Kuvio 9 kertoo Euroopan ongelman. Kuviossa vasemmalla on rahapolitiikka: ohjauskorko ja likviditeetti (QE) eli rahaperusta (monetary base). Ultrakevystä rahapolitiikasta huolimatta yritysten lainat eivät ole kasvaneet. Kun investointimahdollisuuksia ei ole, lainaa ei oteta. Rahapolitiikka on ollut tehotonta.

Kuviossa oikealla puolella on nettorahoitukset sektoreittain. Julkisen sektorin nettorahoitus kuvaa fiskaalipolitiikkaa. Kun sektorit summataan yhteen, saadaan suljetussa taloudessa nolla ja avoimessa taloudessa vaihtotase. Kuvassa "tili" on plussalla nollan yläpuolella (säästetään) ja miinuksella nollan alapuolella (velkaannutaan).

Euroalueella yksityinen sektori (kotitaloudet + yritykset) on säästännyt finanssikriisin jälkeen 2 % / BKT. Samaan aikaan julkinen sektori on pienentänyt elvytystään - 7 %:sta - 1 %:iin. Koska kotimainen kysyntä on ollut heikkoa, kasvu on perustunut muiden kysyntään, eli vaihtotase on kasvanut. Euroopan ongelma on edelleen heikko kotimainen kysyntä, mikä ei ole yllätys Euroopan mittavan sisäisen devalvaation jälkeen.

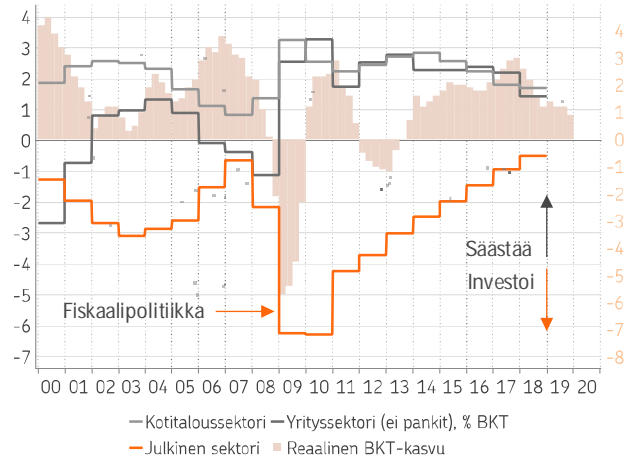
Kuvio 9: Euroopassa fiskaalipolitiikka on ollut alasajossa ja rahapolitiikka on ollut tehotonta

Rahapolitiikka ja yrityslainat, Euroalue



Lähde: Macrobond

Nettorahoitus sektoreittain, Euroalue



Lähde: Macrobond

Lagarden ajatus keskuspankin roolista ilmaston muutoksen torjumisessa kuuluu epätavanomaisen rahapolitiikan piiriin. Tämä ehdotus voi olla myös Euroopan ulospääsy nykyisestä ahdingosta. Käytännössä ehdotus tarkoittaa sitä, että EKP ostaa vihreitä lainoja taseeseensa, eli "rahoittaa" vihreitä investointeja. Rahoitukseen liittyvä ongelma voitaneen sivuuttaa tässäkin tapauksessa.

**QE-malli:** Jos EKP ostaa vihreitä lainoja markkinoilta, QE:tä jatketaan loputtomasti. Pääomamarkkinat eivät palaa vapaaseen markkinamalliin, vaan pääoman tehon allokoituminen jatkuu. QE-mallissa keskuspankin pitää analysoida ja hinnoitella vihreä riski kuten mikä tahansa riski. Tälle alueelle keskuspankin ei kannata tulla, koska markkinat analysoivat ja hinnoittelevat riskin ylivoimaisesti tehokkaimmin.

**MMT-malli:** Toinen vaihtoehto on valtioiden budjettien ulkopuolisen eurooppalaisen vihreän työkalun perustaminen, jonka lainoja EKP ostaa. Kun eurokriisin aikaan perustettiin monetaarivakausväline ESM (European Stability Mechanism), niin nyt perustetaan fiskaalivakausväline. Tämä on tehokas malli, koska se perustuu investointeihin eli fiskaalipolitiikkaan. Jotta vihreillä investoinneilla on merkitystä euroalueen talouden kannalta, mittakaavan pitää olla iso.

### Yhdysvaltain malli (FED)

Yhdysvaltain ohjauskorko on nyt sitten 0 %, kun normaalisti taantumien torjuntaan tarvitaan 5 %-yksikköä. FED ampui kaikilla mahdollisilla keinoilla koronaa vastaan: ohjauskorko, QE, repo, reservit ja dollarilikviditeetti. Markkinat eivät reagoineet, koska rahapolitiikka on jo pitkään ollut tehotonta.

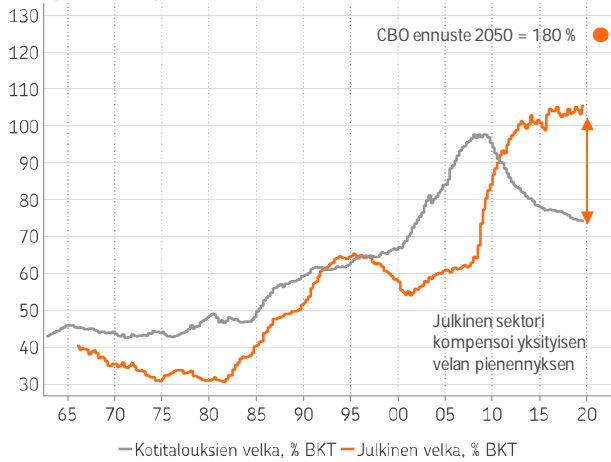
FED aloitti syksyllä 2019 lyhyiden valtion lainojen ostamisen, jolla se kasvattaa markkinoiden dollarilikviditeettiä. FED:n mukaan kyseessä ei ole QE4. Kun QE1-QE3:ssa tuettiin pitkiä lainaajia, NOT-QE4:ssä tuetaan lyhyitä lainaajia. Osakemarkkinat näyttävät reagoivan lyhyiden lainojen ostamiseen samalla tavalla kuin pitkien lainojen ostamiseen, joten sillä ei ole väliä, miten elvytystä kutsutaan.

Kun katsoo kuvion 10 vasenta laitaa, Yhdysvallat on toiminut aivan oikein. Julkinen sektori on kompensoinut kotitaloussektorin velkaantumisen pienentämisen, jolloin kasvu on voinut jatkua. Kuvion oikea laita näyttää ongelman.

Yhdysvaltain budjetin alijäämä (/BKT) on 5 %, vaikka työttömyys on ennätysalhaalla 3,5%:ssa. Budjettipolitiikka on kevyttä, mutta suhteessa talouden tilaan se on erittäin kevyttä. Tällä raha- ja budjettipolitiikan yhdistelmällä saavutetaan 2 %:n talouskasvu. Seuraavassa taantumassa alijäämä nousee yli 10 %:n ja julkisen sektorin velkaantuminen kiihtyy, kuten CBO (Congressional Budget Office) on ennustanut. Raja budjettikurin ja MMT:n välillä on jo hämärä, mutta sitä ei enää ole seuraavassa taantumassa.

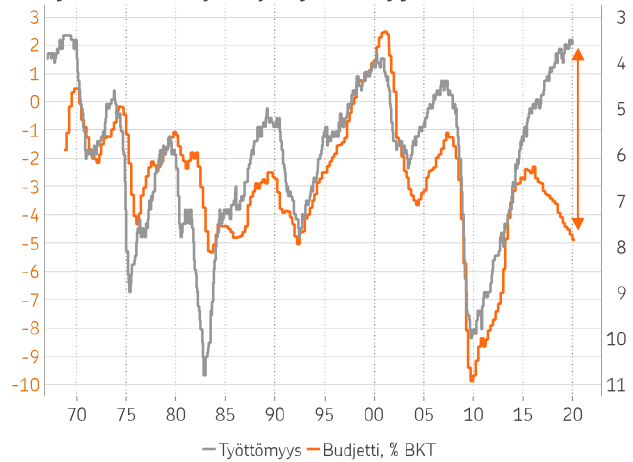
Kuvio 10: Yhdysvalloissa fiskaalipolitiikkaa käytetään mutta väärässä tilanteessa

Yhdysvallat julkinen ja kotitalouksien velka



Lähde: Macrobond

Yhdysvallat budjetti ja työttömyys



Lähde: Macrobond

## Japanin malli (BOJ)

Japanissa valtio laskee liikkeelle lainoja, joita keskuspankki ostaa markkinoilta. Pitkä korko on kiinnitetty nollarajalle. Koska lainoja ei ole tarkoitus myydä takaisin markkinoille ja niissä ei ole korkoa, lainat ovat käytännössä rahaa (money) ja operaatio on valtion rahoittamista nollakorolla (monetizing).

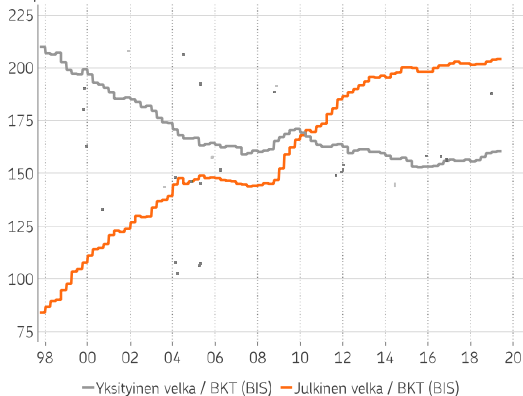
Japanissa budjetin alijäämä on alhainen, vain 2 %. Valtio kerää budjettiinsa rahaa kulutusveroa nostamalla, mutta toisaalta fiskaalielvytyksellä kompensoidaan välittömästi veronkorotuksen vaikutus talouteen. Tämä kompensatio tehdään laskemalla liikkeelle lainoja, jotka keskuspankki ostaa.

Japanin valtio on toiminut oikeaoppisesti 1990-alun kuplan puhkeamisen jälkeen. Valtio on kompensoinut omalla velkaantumisellaan yksityisen sektorin velkaantuneisuuden pienentämisen, jolloin kasvu on voinut jatkua (BKT/capita). Epätavanomainen elvytys sitä vastoin ei ole tehonnut. Rahaperusta on kasvanut jyrkästi, mutta lainojen määrä ei ole kasvanut eikä inflaatio kiihtynyt (kuvio 11). Missään päin maailmaa ei ole näyttöä siitä, että QE olisi toiminut.

Kun julkisen sektorin velka on 240 %/BKT, raja budjetti- ja MMT-rahoituksen välillä on veteen piirretty viiva. Keskuspankin uusi tavoite näyttää olevan velkaongelman ratkaisu, johon pyritään klassisella repressiolla. Korot pidetään nollassa ja nimelliskasvun toivotaan vähitellen hoitavan velkaongelman. Strategia on toiminut heikosti, koska keskuspankki omistaa jo 44 % valtionlainoista. Japani jatkaa tällä strategialla, koska sillä ei ole muita vaihtoehtoja.

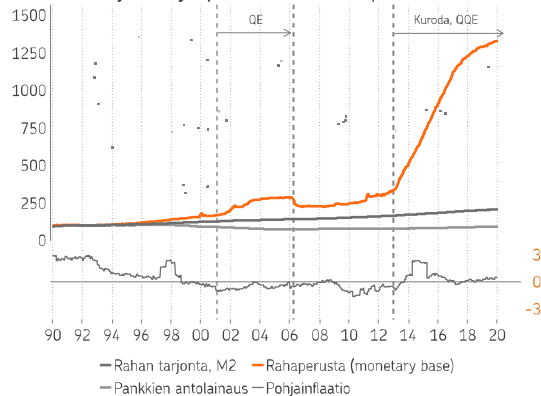
Kuvio 11: Japanissa fiskaalipolitiikka on tehokasta, rahapolitiikka ei

Japanin velka



Lähde: Macrobond

Rahan tarjonta ja pankkilainat, Japani



Lähde: Macrobond

## Kiinan malli (BOC)

Kiinan keskusjohtoinen malli on jo perusteiltaan hyvin lähellä MMT:tä. Kiinassa päävastuun elvytyksessä kantaa fiskaalipolitiikka, minkä takia talouspolitiikka on ollut niin tehokasta. Tämä on yksi syy, miksi Kiinassa on positiiviset korot. Vaikka Kiinassa on positiiviset korot, sen rahapolitiikka on alisteista fiskaalipolitiikalle.

Jos julkinen sektori tekee suuressa mittakaavassa investointeja, sillä täytyy olla ammattimainen investointiorganisaatio. Kiinan julkinen sektori on ratkaissut tämän ongelman ulkoistamalla suuren osan investointipäätöksistään. Päätöksenteko on hajautettu valtio-omisteiselle pankkijärjestelmälle, joka tekee ainakin jollain tasolla investointien riskianalyysejä.

Kun muualla maailmassa rahapolitiikan rajat ovat tulleet vastaan, Kiinassa rajat ovat tulleet vastaan fiskaalipolitiikassa. Viimeisen kymmenen vuoden aikana Kiinassa on rahoitettu kannattamattomia investointeja, mikä näkyy konkreettisesti Kiinan yrityssektorin velkaantumisessa. Ajatus riskianalyysin vastuuttamisesta valtion pankeille on hyvä, mutta se ei ole toiminut.

Valtion pankit rahoittavat valtion yrityksiä, jolloin yksityisen sektorin yritykset syrjäytyvät. Elvytyksen käynnistyessä (2016, 2019) valtion yritysten investoinnit kiihtyivät ja yksityisten yritysten hidastuivat (kuvio 12). Se, että yksityisen sektorin investoinnit olisivat laskeneet joka tapauksessa, kuten ne laskivat, ei ole tässä tapauksessa todennäköistä.

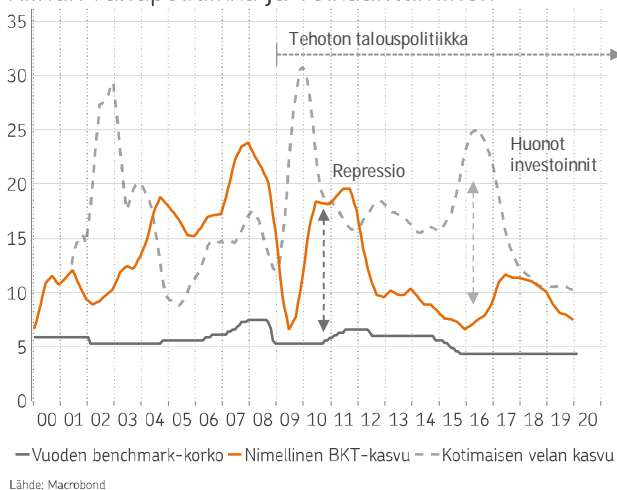
Kiinalla on rahapolitiikassa kapasiteettia laskea korkoa ja siten pienentää velanhoitokustannuksia. Asian voi nähdä myös niin, että korkoja on pakko laskea, jotta rahoituksellinen vakaus säilyy. Kiina ja Yhdysvallat kamppailevat seuraavan jäsenen paikasta nollakorkokerhoon.

Kun Kiina on tehnyt fiskaalielvitystä jo näin pitkään niin, miten on mahdollista, että inflaatio ei ole kiihtynyt. Vastaus on elvytyksen kohdentamisessa jatkuvasti vain yrityssectorille. Tämä on repressiivistä politiikka, joka näkyy kuviossa 10 nimelliskasvun ja koron positiivisena erotuksena. Velalliset eli yrityssektori hyötyvät ja säästäjät eli kotitaloussektori kärsivät nimelliskasvua matalammasta korosta.

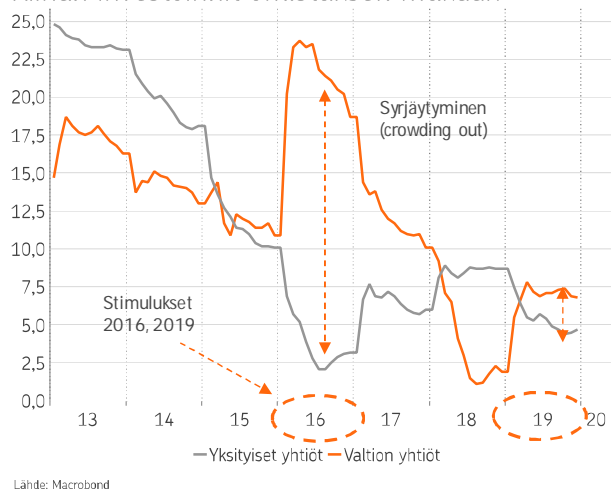
Kun yrityssektorin tukemista on jatkettu riittävän pitkään, lopputuloksen on ylikapasiteetti. Tästä selkeä merkki oli yritystalouden ajautuminen lähes viisi vuotta kestäneeseen tuottajahintadeflaatioon vuosina 2013 – 2016. Elvytyksen lopputuloksena voi siis olla inflaatio tai deflaatio riippuen siitä, kohdistetaanko elvytys kotitalous- vai yrityssectorille.

Kuvio 12: Kiinan talouspolitiikan ongelmat: huonot investoinnit, repressio ja syrjäytyminen

Kiinan rahapolitiikka ja velkaantuminen



Kiinan investoinnit omistuksen mukaan





Kiinassa velka ei ole valtion vaan valtio-omisteisten pankkien taseissa. Kiinalla on jo kokemusta talouden uudelleenkäynnistämisestä. 2000-luvun alussa pankkien huonot lainat siirrettiin valtion omistusyhtiöihin. Tuolloin "pretend and extend" -strategia toimi, koska nimelliskasvu hoiti velkaongelman. Tälläkin kertaa huonot lainat puhdistetaan pankkien taseista, mutta toisin kuin edellisellä kerralla heikko nimelliskasvu ei hoida velkaongelmaa.

## Väliaikainen ja pysyvä MMT

Ensimmäinen askel MMT-maailmaan on väliaikainen versio. Silloin ajatellaan, että kysyntäshokista toivuttuaan talous palautuu normaaliin "Animal Spirittien" maailmaan, jossa rahapolitiikalla on jälleen rooli tarjontashokkien torjunnassa. Väliaikainen MMT on nykyisen politiikan jatke, eikä siihen siirtymistä välttämättä edes huomaa. Keskuspankki jatkaa tuttuun tapaan valtion lainojen ostamista, joita vaan tulee vain entistä enemmän myyntiin.

Fiskaalielvytyksessä kasvaa velka. Ajan myötä, jos ei jo nyt, velka on sellaisella uralla, josta ei voida peruuttaa pois. Vaihtoehdot velkaongelman hoitoon ovat inflaatio, mutta samalla tuhoutuvat kotitalouksien säästöt, tai MMT, jossa julkiset velat muuttuvat yksityisen sektorin saamisiksi.

Mikään keskuspankki ei ole tunnustautunut MMT:n kannattajaksi, joten mikään keskuspankki ei ole täysverisessä MMT:ssä. Kun julkisuuteen on kommunikoitu selvästi, että raha ei ole este, veronmaksajan ei tarvitse varautua veronkorotuksiin ja se voi kuluttaa rauhassa. Näin varmistetaan, että yksityinen sektori tulee mukaan tukemaan kasvua.

Tällä hetkellä on vaikea nähdä, että velka unohdettaisiin kokonaan valtiontaloudessa ja budjetti olisi vain menokirjauksia varten. Todennäköisintä on, että fiskaali-monetaari -yhteistyö syvenee, ja raja budjetti- ja MMT-rahoituksen välillä hämärtyy.

Jos talouspolitiikkaa mitataan rahapolitiikan alisteisuuden ja valtion velkaantuneisuuden perusteella, Kiina ja Japani ovat tosiasiallisesti MMT:ssä. Molemmissa tapauksissa rahapolitiikka on käytännössä alistettu fiskaalipolitiikalle, ja ilman jatkuvaa elvytystä talous olisi sinisellä alueella.

Yhdysvallat menee samaan malliin seuraavassa taantumassa, mutta sitä kutsutaan QE5:ksi. Trump on jo kommentoinut budjettia tyyliin: "who cares about the budget". Euroopassa logiikka on ihan sama, mutta eurooppalainen MMT tapahtuu vihreän - tai koronan sateenvarjon alla.

## 6. MMT KRITIIKKI

MMT vaikuttaa lähes ilmaiselta lounaalta, koska nykyisissä olosuhteissa valtio voi kasvattaa fiskaalielvytystä kiihdyttämättä inflaatiota.

Fiskaalidominanssi näyttääkin toteutuvan pienin askelin. Tämä ei tarkoita sitä, etteivätkö asiat voisivat menne pahasti pieleen näin vahvan työkalun käytössä. Jäljennäissä kritiikissä oletetaan, että velkaantuneisuudella on merkitystä, mikä on se todennäköisin lähitulevaisuuden MMT:n muoto.

### Kiinan tapaus

Se, että Kiinan fiskaalielvytys on kanavoitu pankkijärjestelmän kautta, ei muuta Kiinan keskusjohtoista MMT-mallia muuksi. Kiinan viimeisen kymmenen vuoden talouskehitys kertoo, miten asiat voivat mennä pieleen MMT:ssä.

Kiinan talouden ongelmat liittyvät juuri niihin MMT:n ongelmakohtiin, jotka ovat olleet ennakkoon tiedossa: kannattamattomat investoinnit, ennätyksellinen velkaantuneisuus, hintojen epävakaous, heikko tuottavuus ja repressoitu kotitaloussektori. Vaikka sudenkuopat olivat ennakkoon tiedossa, niitä ei pystytty välttämään.

### 1. Holtittomuus

Tärkein argumentti MMT:tä vastaan on päättäjien holtiton rahankäyttö. Julkinen velkaantuneisuus on kasvanut kaikkialla maailmassa, vaikka velalla on ollut korko. Jos velka muuttuu rahaksi, jolla ei ole korkoa niin, kuinka kontrolloitua rahan käyttö on.



Toisaalta voidaan kysyä, kuinka vastuullista rahan käyttö on nyt. MMT:ssä rahat voidaan käyttää koulutukseen, sosiaalipalveluihin tai vihreisiin projekteihin, kun QE:ssä rahat käytetään omaisuusarvojen nostamiseen. Tällä hetkellä omistusten arvo on huipputasolla, kun samaan aikaan valtiot leikkaavat palvelujaan.

## 2. Poliittinen polarisaatio

Elvytyksen kohdistaminen taloudellisiin perusteisiin voi osoittautua mahdottomaksi. Kun raha ei ole este, houkutus kalastella äänestäjiä kaikenlaisilla lupauksilla kasvaa liian suureksi. Vaalien jälkeen voitto ulosmitataan nopeasti omille sidosryhmille, jolloin politiikka muuttuu tempoilevaksi ja populistiseksi.

Rajattoman rahakirstun päällä on hyvä istua. Jos vahvasti populistinen tai ideologisesti latautunut puolue saa lujitettua autoritäärisen aseman, lopputulema on jyrkästi jakautunut korruptoitunut yhteiskunta.

## 3. Velkaantuminen kasvaa

Koska huonotkin investoinnit kasvattavat BKT:tä, talous saadaan kasvamaan investoimalla lisää. Näin BKT muuttuu output-mittarista input-mittariksi. Tuottavuus tietenkin laskee, jolloin velkaantuneisuuskin kasvaa.

Kun investointien rajoite ei ole budjetti vaan positiivinen nykyarvo, investointien kannattavuutta ei voi tietää kuin vasta pidemmällä aikavälillä. Huonoja päätöksiä voidaan aina puolustella sillä, että tuotot ovat vasta tulossa tai talous olisi vielä heikompi ilman investointeja.

Velkaantuneisuuden kasvu on koko nykyisen ahdingon ytimessä. Jos velkaantuneisuus ei olisi niin korkea, kuin se nyt on, matala korko olisi houkutellut automaattisesti julkisen sektorin investoinnit esiin, eikä niitä tarvitsisi "pakottaa" MMT:n kautta.

## 4. Inflaatio kiihtyy

Fiskaalielytys kasvattaa automaattisesti rahan määrää, jolloin inflaation riski kasvaa väistämättä. Likviditeettiä voidaan poistaa markkinoilta myymällä valtion lainoja, mutta korkojen ollessa säänneltyjä, yksityistä sektoria voi olla vaikea saada ostamaan lainoja. Kuivaamisoperaatiolla kerättyä rahaa ei voi palauttaa takaisin talouden kiertoon, koska se neutraloisi kuivaamisen.

## 5. Korot nousevat

Likviditeetin (ylimääräiset reservit) kuivaaminen on haastava tehtävä QE:ssä, mutta se on vielä haastavampaa MMT:ssä. MMT on huomattavasti tehokkaampi työkalu kuin QE, joten talouden toipuessa ylimääräinen likviditeetti pitäisi saada nopeasti putsattua. Jos keskuspankki myy lainoja markkinoille samaan aikaan, kun yksityinen sektori on taas halukas lainaamaan, korot lähtevät nopeaan nousuun.

Paluu normaaliin malliin, jossa yksityisen sektori rahoittaa valtiota, voi osoittautua mahdottomaksi. Yksityisen sektorin pitää ostaa myös valtion rullaamat lainat uudella rahalla, koska erääntyvien lainojen pääomat eivät palaudu markkinoille vaan häviävät keskuspankin taseeseen. Yksityiseltä sektorilta pitää löytyä säästöjä siis sekä uusiin että vanhoihin erääntyviin lainoihin siltä osin, kun se ovat keskuspankin taseessa.

QE:n lopettamisella, ei siis purkamisella, olisi nykyisillä keskuspankkien taseilla karkeasti sama vaikutus korkomarkkinoihin kuin valtion budjettien alijäämien kaksinkertaistumisella. Jos QE:n lopettaminen on osoittautunut vaikeaksi, niin MMT:n lopettaminen se vasta vaikeaa olisi. FED:n edellinen puheenjohtaja Yellen vertasi QE:n lopettamista märän maalin kuivumiseen - aika omituinen vertaus.



## 6. Korkomarkkinat häviävät

Velan kestävyys asettaa katon koroille. Koron ja talouskasvun välillä on yhteys, joka määrää velkakestävyuden. Jos korko ylittää talouskasvun, velkaantuneisuus kasvaa nopeasti. Rahan monopolina valtio voi asettaa koron halua-malleen tasolle, jolloin velkakestävyydestä ei tule ongelmaan. Kollikon toisella puolella korkomarkkinat häviävät, kun pitkästä korkomarkkinasta tulee säännelty kuten lyhyestä. Markkinoiden signaloinnin hävitessä talouden tilasta ei saa objektiivista tietoa, jolloin kukin voi kuvailla näkymiä oman agendansa mukaisesti.

## 7. Valuutat heikkenevät

Valuutan heikentämisestä talous saa etua vientimarkkinoilla, joten MMT:tä voidaan käyttää kuten QE:tä kilpailuedun tavoittelussa. MMT toimii parhaiten reservivaluuttojen tapauksessa, jolloin kontrolli valuutan arvoon säilyy parhaiten.

Jos ei-suvereeni valtio lähtee kokeilemaan MMT:tä, valuuttariski kasvaa välittömästi. Jotkin maat voivat tietenkin lähteä tavoittelemaan suvereniteettia, kun siihen näyttää liittyvän niin paljon etuja. Rajussa versiossa "wanna-be-suvereeni" valtio voi yrittää irtaantua ulkomaisista lainoista kertatehtäillä.

## 8. Osakemarkkinat kuplivat

MMT:ssä taantuman riski on olematon, jolloin osakkeiden arvostukset nousevat kuplivalle tasolle. Mitä kuplivammassa tilassa osakemarkkinat ovat, sitä vähemmän koroilla on tilaa nousta. Kun korot jäävät matalalle, korojen neutraali taso laskee myös, jolloin rahapolitiikan viritys kevenee. Osakkeet puolestaan reagoivat kevenevään rahapolitiikkaan kiipeämällä entistä kuplivammalle tasolle ja niin edelleen.

Rahapolitiikan kireys määräytyy siis osakemarkkinoiden riskin ei inflaation perusteella. Lopputulema on nykyisen kaltainen: korot ovat äärimmäisen matalalla ja osakkeet äärimmäisen korkealla.

## 9. Syrjäytyminen ja syrjäyttäminen

Julkiselle sektorille syntyy yrityksiä, joista tulee kansallisia johtavia yrityksiä, joita vastaan muiden kotimaisten yritysten on mahdoton kilpailla (national champions). Julkinen sektori tukee omia yrityksiä myös kansainvälisessä kilpailussa (international champions), jolloin kyse ei ole syrjäytymisestä vaan syrjäyttämisestä.

Julkisen sektorin yritykset syrjäyttävät vähitellen yksityisen sektorin yritykset. Kehitys johtaa monopolistisiin valtion yrityksiin, jotka hallitsevat yhteiskuntaa valtion tuella autoritäärisen tyyliin. Monopolistisia yrityksiä ei voi pilkkoa, koska ne ovat strategisia aseita kansainvälisessä kilpailussa. Kansainvälisestä kilpailusta tulee leimallisesti valtioiden välistä. Sekä Kiina että Yhdysvallat ovat sanoneet suoraan, että suurilla teknologiayrityksillä on strategista merkitystä kauppasodassa.

## 10. Kotitalouksien rahoituksellinen repressio

Velkaantuminen pysyy kurissa vain, jos velan korko alittaa talouskasvun. Jotta valtio voi jatkaa elvytystä, sen on huolehdittava, että korko on kasvuvauhdin alapuolella. Tällaisissa olosuhteissa yritykset hyötyvät kotitalouksien kustannuksella. Kotitalouksien osuus suhteessa yritysten osuuteen BKT:ssä pienenee, eli kotitalouksien tulot kasvavat hitaammin kuin yritysten. Kuluttajan repressio on siis leivottu sisään MMT:hen, mikä voidaan neutraloida vain kotitalouksiin kallellaan olevalla fiskaalipolitiikalla.

Kiinan on esimerkki repressiosta. Siellä korkoa on pidetty epänormaalin matalalla tasolla suhteessa talouskasvuun, mikä on johtanut investointien suureen ja kulutuksen pieneen osuuteen taloudessa. Repression suuruudeksi on arvioitu pahimmillaan jopa 5 % BKT:stä. Tämän verran kotitaloudet ovat siis tukeneet yrityssektoria.



## 11. Työllisyyden laatu heikkenee

MMT:hen liittyy täystyöllisyyden tavoittelu (Job Guarantee). Täystyöllisyys ei ole eksakti luku vaan dynaaminen prosessi, joka riippuu olosuhteista. Yksioikoisessa täystyöllisyyden tavoittelussa julkinen sektori suoraan tai epäsuoraan syrjäyttää tehokkaita yksityisen sektorin työpaikkoja.

## 12. Animal Spiritit häviävät

Kaikki edelliset kohdat voidaan yhdistää yhden otsikon alle: yksityisen sektorin "Spirittien" alamäki. Verrattuna QE:hen MMT:ssä siirrytään reaalityöelämässä kauemmaksi mutta markkinoilla lähemmäksi markkinamallia.

Perusongelma ei poistu. Kasvua yritetään pitää kaikin tavoin yli potentiaalin, mistä syntyy ongelmia. Lopulta kasvu palaa alle potentiaalin. MMT voi siis olla vain uusi tapa potkaista kannua, vaikkakin nyt se lentää pitkälle. On vaikea löytää parempaa mallia kuin vanha kunnan markkinamalli, johon vaan ei näytä olevan paluuta.

## LOPUKSI

Tämä oli rahapoliittisen analyysin kolmas paperi. Ensimmäinen paperi käsitteli inflaatiota ja toinen QE:tä. Kasaan kaikki kolme paperia lähiaikoina yhteen. Kaikissa papereissa analysoidaan taloutta säästämisen, investointien ja korkojen yhteyden kautta. Tämä johtaa meidät kysyntäshokin mahdollisuuteen, jota perinteiset oppikirjat eivät tunne. Nämä paperit ovat juuri sitä, mitä LoH-papereissa tavoitellaan, uusia näköaloja.

Jussi Hyöty

OP Varainhoito

Lisätietoja OP Varainhoidosta ja sen tuottamista markkinainformaatioista

OP Varainhoito Oy (jäljempänä "OP Varainhoito") on OP Ryhmään kuuluva sijoituspalveluyritys, jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta. OP Varainhoito tarjoaa omaisuudenhoitopalveluita instituutioille ja muille yhteisöille sekä varakkaille yksityishenkilöille. OP Varainhoito voi toimia myös OP-Rahastojen salkunhoitajana.

Tämä OP Varainhoidon laatima materiaali on yleistä markkinainformaatiota, joka ei täytä riippumattoman sijoitustutkimuksen edellytyksiä. OP Ryhmässä riippumattonta sijoitustutkimusta tuottaa OP Yrityspankki Oyj. Materiaali on tarkoitettu vain OP Varainhoidon asiakkaiden yksityiseen käyttöön ja sen kopioiminen, julkaiseminen tai levittäminen ilman OP Varainhoidon kirjallista lupaa ei ole sallittua.

Esityksen perustuu julkisiin lähteisiin ja informaatioon, joita OP Varainhoito pitää luotettavana. Tämä ei kuitenkaan sulje pois mahdollisuutta, että esitetyt tiedot eivät kaikilta osin olisi täydellisiä ja virheettömiä. OP Varainhoito tai sen palveluksessa oleva henkilökunta eivät vastaa esityksestä ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita esityksestä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu.

Tätä esitystä ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena ostaa tai merkitä mitään arvopapereita, eikä kehotuksena yksittäisen sijoituksen toteuttamiseen.