

Alustavia arvioita EKP:n määrällisen keventämisen vaikutuksista

Hanna Freystätter

EKP on vastannut pitkittyneeseen hitaan inflaation vaiheeseen ottamalla käyttöön uusia rahapolitiikan epätavanomaisia toimia. Tässä artikkelissa käydään tutkimuskirjallisuuden pohjalta läpi arvioita siitä, miten kesän 2014 jälkeinen rahapoliittinen toimenpidekokonaisuus on vaikuttanut. Alustavien tutkimustulosten perusteella arvopapereiden osto-ohjelma, eli niin sanottu määrällinen keventäminen, ja siihen kytketty ennakoiva viestintä ovat merkittäväällä tavalla nostaneet kysyntää ja voimistaneet inflaatiota. Vaikutusten arviointiin liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta. Lisäksi empiirisiä tutkimustuloksia eurojärjestelmän uusimpien toimien vaikutuksista on toistaiseksi melko vähän, sillä toimenpiteet ovat olleet käytössä vasta muutaman vuoden ajan.

EKP:n neuvosto on vastannut pitkittyneeseen hitaan inflaation vaiheeseen ottamalla käyttöön uusia rahapolitiikan epätavanomaisia toimia vuoden 2014 kesästä lähtien.¹ Keskeisin näistä on vuoden 2015 tammikuussa tehty päätös aloittaa laaja arvopapereiden osto-ohjelma eli niin sanottu määrällinen keventäminen.

Uusimmat toimet muodostavat kokonaisuuden, joka koostuu matalista, jopa negatiivisista koroista, laajoista arvopaperiostoista sekä ennakoidusta viestinnästä. Ennakoivan viestinnän avulla keskuspankki kertoo tulevasta politiikastaan ja vaikuttaa siten tulevia korkoja koskeviin odotuksiin.

Epätavanomaisten toimien tarkoituksena on palauttaa kuluttajahintainflaatio kestävästi EKP:n hintavakaustavoitteen mukaiseen nou-

suvauhtiin ja pitää inflaatio-odotukset ankkuroituneina sen mukaisesti. EKP:n tavoitteena on pitää kuluttajahintojen nousuvauhti keskipitkällä aikavälillä lähellä kahta prosenttia, mutta hieman sen alapuolella.

Tässä artikkelissa käydään tutkimuskirjallisuuden pohjalta läpi alustavia arvioita siitä, miten tämä toimenpidekokonaisuus on vaikuttanut.² Myös EKP on tehnyt omia arvioitaan. Koska uusimmat toimet ovat olleet käytössä vasta muutaman vuoden ajan, empiirisiä tutkimustuloksia eurojärjestelmän uusimpien toimien vaikutuksista on toistaiseksi melko vähän. Alustavien tutkimustulosten perusteella arvopaperiosto-ohjelmalla sekä siihen kytketyllä ennakoivalla viestinnällä on merkittävä kysyntää ja inflaatiota voimistava vaikutus. Epäta-

¹ *Suvanto ja Kontulainen (2016) esittävät yksityiskohtaisen kuvauksen EKP:n rahapolitiikasta kriisin aikana.*

² *Honkapohja (2015) on aiemmin käsitellyt samaa aihetta.*

vanomaisten rahapoliittisten toimien vaikutusten arviointiin liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta.

1. Epätavanomainen rahapolitiikka toimenpidekokonaisuutena

Tammikuussa 2015 EKP:n neuvosto päätti käynnistää laajan arvopapereiden osto-ohjelman. Tämän ohjelman puitteissa eurojärjestelmä ostaa kaikkien euroalueen valtioiden velkاپapereita suhteessa maan kokoon niin sanotun pääoma-avaimen mukaisilla painoilla.³ Arvopaperiostojen kooksi päätettiin 60 miljardia euroa kuukaudessa. Ostot aloitettiin maaliskuussa 2015. Näihin ostoihin luettiin myös edellisenä syksynä käynnistetyt yksityisten arvopapereiden ostot (pankkien katetut joukkolainat sekä omaisuusvakuudelliset arvopaperit). Niiden osuus ostetusta määrästä on kuitenkin melko pieni.

Samalla EKP:n neuvosto sovelsi ennakoivaa viestintää kertomalla jatkavansa arvopaperiostoja vähintään syyskuun 2016 loppuun saakka ja joka tapauksessa siihen asti, että inflaatio on kestäväällä tavalla lähentymässä kahden prosentin tavoitettaan. Ennakoivan viestinnän mukaisesti neuvosto pidensi joulukuussa 2015 osto-ohjelman kestoja puolella vuodella vuoden 2017 maaliskuuhun. Maaliskuussa 2016 ostomäärää kasvatettiin 60 miljardista 80 miljardiin euroon. Samalla ostoihin lisättiin uusi arvopaperiluokka eli yksityisten yritysten jouk-

³ Kunkin kansallisen keskuspankin osuus EKP:n pääomasta riippuu kyseisen maan osuudesta EU:n väestöstä sekä bruttokansatuotteesta (tasapainoin). Kun euromaiden pääomaosuuksia oikaistaan euroalueen ulkopuolisten EU-maiden osuuksilla, saadaan rahapoliittisten ostomäärien tarkastelun kannalta oleellinen pääoma-avain. Tämän mukaan Suomen Pankin osuus ostoista on 1,7849 %.

kovelkakirjalainat, joiden ostot aloitettiin ke-
säkuussa 2016.

Tässä yhteydessä EKP:n neuvosto piti arvopaperiostojen koskevan ennakoivan viestinnän muodon ennallaan korostamalla, että arvopaperiostojen tarkoitus jatkaa vähintään vuoden 2017 maaliskuuhun saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes inflaatio on kestävästi polulla kohti tavoitettaan. Maaliskuussa 2016 neuvosto kuitenkin täsmensi korkoja koskevaa ennakoivaa viestintää ilmoittamalla, että korot pysyvät nykytasollaan tai matalampina vielä sen jälkeenkin, kun arvopaperiostojen ei enää tehdä.⁴ EKP:n neuvosto otti korkoja koskevan ennakoivan viestinnän käyttöönsä vuoden 2013 kesällä, kun euroalueen korkotaso näytti vastoin EKP:n neuvoston tarkoitusta kohoavan Yhdysvaltain korkotason perässä.

Eurojärjestelmässä on lisäksi käytössä negatiivinen talletuskorko, joka tehostaa muiden toimien vaikutuksia. Kun rahan säilyttämistä keskuspankin tilillä pitää maksaa, tämä kannustaa pankkeja etsimään tuottavampia kohteita sen sijaan. Talletuskorko alennettiin negatiiviselle alueelle ensimmäisen kerran kesällä 2014.

Tämän lisäksi eurojärjestelmä tukee pankkien edullista varainhankintaa kohdennettujen pitkien rahoitusoperaatioiden avulla (*Targeted Long-Term Refinancing Operations - TLTRO*). TLTRO II-ohjelmassa pankit voivat kesäkuun 2016 ja maaliskuun 2017 välillä saada neljäksi vuodeksi rahoitusta, jonka korko on korkeintaan perusrahoitusoperaatioiden korko ja alim-

⁴ Joulukuussa 2015 EKP:n neuvosto ilmoitti, että arvopaperiostojen päätyttyä osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen, ja näin jatketaan niin kauan kuin on tarpeen.

millaan talletuskorko.⁵ Korko on sitä matalampi, mitä enemmän pankki on lisännyt erityisesti yrityksille suunnattua luotonantoaan.

Eurojärjestelmän vuoden 2014 puolivälissä käynnistämät epätavanomaiset toimet muodostavat kokonaisuuden, jonka ytimenä ovat matalat korot, laaja arvopapereiden osto-ohjelma ja ennakoiva viestintä. EKP:ssa on arvioitu tämän toimenpidekokonaisuuden vaikutuksia. Keskeiset vaikutuskanavat ovat a) suoran välittymisen kanava, b) portfoliokanava ja c) signaalintikanava (Praet 2016).

Suoran välittymisen kanava toimii siten, että pankkien luotonantoa tukevat toimet (kohdennetut pitkät rahoitusoperaatiot sekä pankkien katettujen joukkolainojen ja omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ostot osana laajaa osto-ohjelmaa) alentavat suoraan pankkien varainhankinnan kustannuksia. Vaikutukset välittyvät näin suoraan pankkien antolainauskorkoihin ja luottoehtoihin.

Julkisen sektorin liikkeeseen laskemien arvopapereiden ostot vaikuttavat erityisesti portfoliokanavan kautta. Kun keskuspankki tekee arvopaperiostoja, sen ostamien arvopapereiden hinta nousee ja tuotto laskee. Kun vähäriskisen arvopaperin keskuspankille myynyt sijoittaja ostaa tilalle portfolioonsa korkeamman tuoton ja pidemmän juoksuajan arvopapereita, myös näiden tuotot laskevat (portfoliokanava). Lisäksi keskuspankin ilmoitus arvopaperiosto-ohjelman aloittamisesta, ja sen toteuttaminen, viestii keskuspankin sitoutumisesta hintava-

kauden ylläpitämiseen ja pidentää samalla matalan korkotason kestoa (signaalintivaikutus).

EKP:n omien arvioiden mukaan kesäkuun 2014 jälkeinen rahapoliittinen toimenpidekokonaisuus kiihdyttää bruttokansantuotteen kasvuvauhtia vuosina 2015–2018 kumulatiivisesti reilu puolitoista prosenttia (Praet 2016; Constâncio 2016). Inflaatiota nämä toimet kiihdyttävät vuosina 2016–2018 keskimäärin puoli prosenttiyksikköä kunakin vuotena. Vaikutukset painottuvat erityisesti vuoteen 2016, jolloin kasvu ilman toimia olisi ollut 0,7 prosenttiyksikköä ja inflaatio 0,8 prosenttiyksikköä hitaampaa (Constâncio 2016). Näissä arvioissa on huomioitu rahapoliittiset päätökset vuoden 2016 maaliskuuhun saakka.

2. Mitä tutkimustulokset kertovat arvopaperiosto-ohjelman vaikutuskanavista ja vaikutuksista?

Arvopaperiosto-ohjelmia eli määrällistä keventämistä koskevissa tutkimuksissa on käytetty erilaisia menetelmiä ja aineistoja. Yleisin tutkimuskohde on ollut keskuspankin arvopaperiosto-ohjelman ilmoituksen välitön rahoitusmarkkinavaikutus. Näiden tutkimusten perusteella voidaan yleisesti sanoa, että arvopaperiosto-ohjelmilla on ollut merkittävä vaikutus erityisesti pitkiin korkoihin. Andrade ym. (2016, 60–61) ovat koonneet yhteen osto-ohjelmien korkovaikutukset euroalueella, Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa. Tulosten mukaan euroalueella vaikutus 10 vuoden korkoihin on ollut noin 30–60 peruspistettä, eli 0,3–0,6 prosenttiyksikköä, kun osto-ohjelman koko on vakioitu 10 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Esimerkiksi Yhdysvalloissa vastaavankokoinen arvopaperiosto-ohjelma on

⁵ Perusrahoitusoperaatioiden korko on se korko, jolla eurojärjestelmä lainaa rabaan pankeille viikoittaisissa luottooperaatioissaan. Talletuskorko on se korko, jonka eurojärjestelmä maksaa pankeille niiden keskuspankkijärjestelmässä pitämistä yöalletuksista. Perusrahoitusoperaatioiden korko on maaliskuusta 2016 lukien ollut 0,00 prosenttia ja talletuskorko kesäkuusta 2014 lähtien negatiivinen.

alentanut pitkiä korkoja 20–180 ja Isossa-Britanniassa 30–100 peruspistettä.

Arvopaperiosto-ohjelman vaikutuksia reaali-talouteen, kuten bruttokansantuotteeseen ja inflaatioon, on huomattavasti vaikeampi tutkia kuin välittömiä rahoitusmarkkina-vaikutuksia. Näitä arviota on tyypillisesti tehty siten, että arvopaperiosto-ohjelman rahoitusmarkkinavai-ikutukset syötetään makrotaloutta kuvaavaan malliin.⁶ Arviot vaikutuksista reaali-talouteen ovat kuitenkin tärkeitä, sillä keskuspankin tavoitteena on nimenomaan kysynnän vahvistaminen ja inflaation kiihdyttäminen arvopape-reiden osto-ohjelman avulla. Näissä tutkimuk-sissa keskeistä on vaikutusten suuruusluokan lisäksi arvioida kanavia, joiden kautta laaja arvopapereiden osto-ohjelma vaikuttaa talou-teen. Tyypillisiä vaikutuskanavia ovat suorien vaikutusten kanava sekä jo edellä mainitut portfoliokanava sekä signaalintikanava. Vaiku-tuskanavista ja niiden merkityksestä käydään kuitenkin yhä keskustelua, ja tutkimustulokset tukevat myös mahdollisia uusia kanavia.⁷

EKP:n arvopaperiosto-ohjelma on ollut käynnissä vajaat kaksi vuotta, joten käytettävissä on vasta alustavia tutkimustuloksia osto-ohjelman vaikutuksista. Sen sijaan Yhdysval-loista ja Isosta-Britanniasta on selvästi enem-män tutkimustuloksia määrällisen keventämi-sen vaikutuksista. Näissä maissa keskuspankit käynnistivät laajoja arvopaperiosto-ohjelmia pian finanssikriisin kärjistyttyä vuonna 2008 (esim. Weale ja Wieladek 2016). Tässä artikkelissa kuitenkin keskitytään erityisesti niihin

tutkimuksiin, joissa arvioidaan EKP:n epäta-vanomaisen rahapolitiikan välittymiskanavia ja vaikutuksia sekä tuotantoon että kuluttaja-hintainflaatioon.

Andrade ym. (2016) tutkivat EKP:n tammi-kuussa 2015 ilmoittaman arvopaperiosto-ohjel-man vaikutuksia. Heidän arvionsa mukaan vaikutukset bruttokansantuotteeseen ja inflaa-tioon vastaavat noin yhden prosenttiyksikön ohjauskoron laskua. Vaikutukset ovat suurim-millaan noin kahden vuoden päästä, jolloin inflaatio on 0,4 prosenttiyksikköä ja tuotanto noin prosentin korkeammalla kuin ilman osto-ohjelmaa. Nämä vaikutukset tulevat pääosin kahden kanavan kautta. Ensinnäkin kun pankkien taseissa olevien valtioiden velkakirjojen arvo kohoaa, pankkien vakavaraisuus kohenee (varallisuusvaikutus). Toiseksi arvopaperiostot pitävät inflaatio-odotukset ankkuroituneina keskuspankin inflaatio- tai hintavakaustavoit-teeseen, mikä hillitsee odotuksia rahapolitiikan kiristämisestä. Jos taloudenpitäjien käsitys keskuspankin tavoittelemasta inflaatiovauhdista alenisi jonkin sokin seurauksena, myös to-teutunut inflaatio pysyisi keskuspankin tavoitteen alapuolella, koska eteenpäin katsovat ta-loudenpitäjät odottaisivat koronnostojen alka-essa aiempaa kireämpää rahapolitiikkaa. Tämä vaimentaisi kysyntää ja hintojen nousua. Pitä-mällä inflaatio-odotukset ankkuroituneina arvopapereiden osto-ohjelman avulla keskuspankki estää odotukset aiempaa kireämmästä rahapolitiikasta. Andrade ym. korostavat myös yksityisen sektorin arvopapereiden merkitystä osana EKP:n osto-ohjelmaa sekä ennakoivan viestinnän merkitystä.

Wieladek ja Pascual (2016) tutkivat EKP:n määrällisen keventämisen ensimmäisen vaiheen vaikutuksia. Ensimmäinen vaihe tarkoittaa tammikuun 2015 päätöstä laajennetun ar-

⁶ Ks. Chung ym. (2012) *rakenteellisia malleja käyttävistä tutkimustuloksista* ja Kapetanios ym. (2012) *BVAR- menetelmää käyttävistä tutkimustuloksista*.

⁷ Ks. esim. Kaplan ym. (2016) *miten oletus heterogeenis-ta agenteista muuttaa rahapolitiikan välittymistä*.

vopapereiden osto-ohjelman aloittamisesta yhdistettynä jo edellisenä syksynä vällinneisiin odotuksiin. Tulosten mukaan osto-ohjelma kasvattaa bruttokansantuotetta 1,3 prosenttia ja kiihdyttää inflaatiota 0,9 prosenttiyksikköä verrattuna tilanteeseen, jossa osto-ohjelmaa ei olisi aloitettu.⁸ Heidän mukaansa keskeisiä vaikutuskanavia ovat portfoliokanava, signaalointi, pankkien luotonannon koheneminen sekä valuuttakurssikanava. Näistä portfoliokanava osoittautui tärkeimmäksi.

Wieladek ja Pascualin mukaan vaikutukset reaaliatalouteen ovat euroalueella kuitenkin noin 2/3 vaimeammat kuin Yhdysvalloissa tai Isossa-Britanniassa. Syynä tähän he pitävät sitä, että ilman rakenteellisia uudistuksia ja pankkisektorin kuntoon saattamista maa ei hyödy täysimääräisesti määrällisestä keventämisestä. Heidän mukaansa tämä tilanne on erityisesti Italiassa. Samalla he korostavat, että koska EKP:n toimenpidepakettiin on samaan aikaan arvopaperiosto-ohjelman kanssa kuulunut myös pankkien kohdennetut pitkät rahoitusoperaatiot (TLTRO) ja negatiivinen talletuskorko, heidän tuloksensa voivat yliarvioida arvopapereiden osto-ohjelman vaikutusta.

Vertailun vuoksi esimerkiksi Chung ym. (2012) arvioivat Fedin kahden ensimmäisen osto-ohjelman kasvattaneen Yhdysvaltain bruttokansantuotteen tasoa kolmen prosentin verran ja kiihdyttäneen inflaatiota yhden prosenttiyksikön verrattuna arvioituun kehitykseen ilman osto-ohjelmia. Vastaavasti Joyce ym. (2011) arvioivat Englannin pankin ensimmäisen osto-ohjelman nostaneen bruttokansan-

tuotteen tasoa suurimmillaan 1,5–2 prosenttia ja kiihdyttäneen inflaatiota 0,75–1,5 prosenttiyksikköä. Euroaluetta koskevia tuloksia arvioidaessa on kuitenkin hyvä pitää mielessä, että EKP:n neuvosto on tammikuun 2015 alkupe- räisen osto-ohjelmaa koskevan päätöksen jälkeen pidentänyt osto-osto-ohjelmaa puolella vuodella joulukuussa 2015 sekä kasvattanut ostomäärää 60 miljardista 80 miljardiin euroon 2016 maaliskuussa. Näiden muutosten vaikutuksia ei ole huomioitu edellä käsitellyissä euroaluetta koskevissa tutkimuksissa.

Arvopaperiosto-ohjelman vaikutusten täsmälliseen suuruusluokkaan sekä erityisesti arvopaperiostojen vaikutuksiin makrotalouteen liittyy joka tapauksessa paljon epävarmuutta. Williams (2013; 2014) arvioi, että arvopaperiosto-ohjelmien makrotaloudellisten vaikutusten arviointiin liittyvä epävarmuus on ainakin kaksi kertaa niin suurta kuin tavanomaisen raho- politiiikan makrovaikutusten arvioinnissa. Arvopapereiden osto-ohjelman vaikutukset riip- puvat mm. taloustilanteesta sekä siitä, miten osto-ohjelma toteutetaan, mikä on osto-ohjel- man koostumus (julkisen ja yksityisen sektorin arvopapereiden osuus) ja kesto (ennalta päätet- ty vai päättymisajankohdaltaan avoin ohjelma). Bernanken (2016) mukaan sekä arvopapereiden osto-ohjelman mitoittaminen että siihen liittyvä viestintä on vaikeaa.

3. Mikä on ennakoivan viestinnän merkitys ja vaikutukset?

Globaalin finanssikriisin jälkeen useat keskus- pankit ovat käyttäneet ennakoivaa viestintää rahapolitiikan välineenä tavoitteidensa saavut- tamiseksi. Finanssikriisin seurauksena ohjau- skorot painettiin nopeasti alas. Ennakoivalla viestinnällä on merkitystä siinä tilanteessa, kun

⁸ *Osto-ohjelman vaikutuksia verrataan vaihtoehtoiseen kehityskulkuun, jossa osto-ohjelmaa ei olisi otettu käyttöön. Vaihtoehtoisen kehityskulun arviointiin liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta.*

ohjauskorot ovat alarajalla ja halutaan vaikuttaa taloudenpitäjien odotuksiin siitä, milloin korkoja nostetaan. Ennakoivan viestinnän avulla keskuspankki voi kertoa tulevasta rahapolitiikastaan tavoitteenaan joko selkiyttää reaktiofunktioita tai sitoutua niin sanottuun *lower-for-longer* -politiikkaan. Se tarkoittaa, että keskuspankki sitoutuu ennakoivan viestinnän avulla pitämään koron matalana pidempään kuin se tavallisesti talousnäkymien kohentuessa tekisi. Tutkimuskirjallisuudessa korostetaan elvyttävän vaikutuksen liittyvän nimenomaan siihen, että keskuspankki sitoutuu tällaiseen *lower for longer* -politiikkaan (Woodford 2012).

EKP käyttää ennakoivaa viestintää tehostamaan rahapoliittisten toimien vaikutusta. EKP:n arvopaperiostoja koskevassa ennakoivassa viestinnässä on sekä aikaan että tilaan sidottu osa. Aikaan sidotun osan avulla EKP:n neuvosto kertoo aiotun vähimmäisajan ostojen kestolle ja pyrkii poistamaan odotukset siitä, että ostot lopetettaisiin yllättäen (*”arvopaperiostoja on tarkoitus jatkaa vähintään vuoden 2017 maaliskuuhun”*). Talouden tilaan sidottu osa puolestaan varmistaa, että ostojen kesto (ja myös määrä sekä koostumusta) voidaan muuttaa, jos inflaation palauttaminen tavoitteen mukaiseksi niin vaatii (*”ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes inflaatio on kestävästi polulla kohti tavoitettaan”*).

Arvopaperiosto-ohjelman kesto vaikuttaa lisäksi siihen, miten kauan rahapoliittiset korot pysyvät matalina, sillä EKP:n neuvosto kertoi maaliskuussa 2016 korkojen pysyvän nykytasollaan tai matalampina vielä sen jälkeen, kun arvopaperiostoja ei enää tehdä. Toisin sanoen arvopaperiosto-ohjelman pidentäminen siirtää myös koronnostoa eteenpäin eli toimii samalla signaalina matalan korkotason kestosta.

EKP:n rahapoliittiset toimet muodostavat kokonaisuuden, jossa eri osien merkityksen arvioiminen ei ole aivan suoraviivaista. Ennakoiva viestintä on käytössä osana muita epätaivomaisia rahapolitiikkaa keventäviä toimia. EKP:n ennakoivan viestinnän merkitystä on kuitenkin arvioitu muutamassa tutkimuksessa.

Bletzinger ja Wielandin (2016) mukaan vuoden 2015 alussa tehdyt rahapoliittikatoimet alensivat korko-odotuksia selvästi sen alle, mikä olisi EKP:n aiemman historian perusteella reaktiofunktion mukaista. Tässä mielessä EKP:n politiikka on vuodesta 2015 eteenpäin ollut *lower for longer* -tyyppistä, eli EKP:n neuvosto on sitoutunut pitämään korot pidempään matalina kuin mitä se on tyypillisesti aiemmin tehnyt.

Myös Andrade ym. (2016) korostavat ennakoivan viestinnän merkitystä EKP:n politiikkapaketissa. Heidän mukaan arvopaperiosto-ohjelma signaloi sitä, että keskuspankki pitää rahapolitiikan kevyenä ja korot pysyvät matalina pitkään, mikä nostaa inflaatio-odotuksia. Osto-ohjelmaan pitää kuitenkin yhdistää ennakoivaa viestintää, sillä samalla, kun osto-ohjelma kohentaa tuotantoa ja inflaatiota koskevia odotuksia, myös odotukset rahapolitiikan kiristymisestä lisääntyvät. Osto-ohjelman vaikutus on siis suurempi, jos keskuspankki pystyy sitoutumaan pitämään ohjauskorot matalina, vaikka taloustilanne kohenee. Andrade ym. mukaan jos keskuspankki pystyy osto-ohjelman ilmoituksen yhteydessä ennakoivalla viestinnällä estämään koronnosto-odotusten aikaistumisen, tämä vaikutus kiihdyttää euroalueen inflaatiota 0,4 prosenttiyksikön päälle vielä hieman, 0,05 prosenttiyksikköä, lisää.

Ennakoivan viestinnän merkitystä on tutkittu myös Yhdysvalloissa. Esimerkiksi Campbellin ym. (2016) mukaan Fedin päätöksellä

ottaa käyttöön selvästi kalenteriin sidottu ennakoiva viestintä elokuussa 2011 (*"the fed funds rate will remain low at least through mid-2013"*) epämääräisemmän aikaan sidotun muodon jälkeen (*"the fed funds rate will remain low for an extended period"*) vaikutti voimakkaasti markkinoilla vallitseviin korko-odotuksiin. Korkofutuureista mitattuna rahapolitiikkakorkojen odotettiin pysyvän matalina selvästi aiempaa kauemmin. Makrotalouteen tämä päätös vaikutti Yhdysvalloissa niin, että se nopeutti tuotantokuilun umpeutumista ja inflaation palautumista lähelle tavoitettaan.

Aikasidonnainen ennakoivan viestinnän muoto on tutkimuskirjallisuudessa todettu vahvaksi silloin, kun se on täysin uskottava. Aikaan sidotun ennakoivan viestinnän heikkous on siinä, että jos talouden tilaan kohdistuu yläsuuntainen sokki, rahapolitiikka on liian kevyttä, ja jos sokki on alasuuntainen, rahapolitiikka on liian kireää. Erityisesti yläsuuntaisen sokin ja liian kevyen rahapolitiikan tilanteessa aikaan sidottuun ennakoivaan viestintään liittyy aikaepä johdonmukaisuuden ongelma, eli syntyy houkutus toimia toisin kuin on luvattu. EKP:n neuvosto on pitänyt kiinni siitä, että arvopaperiostoja jatketaan vähintään neuvoston ilmoittamaan ajankohtaan saakka. Arvopaperiosto-ohjelmaan liitetyn ennakoivan viestinnän tilasidonnaisen osasta on ollut hyötyä, sillä neuvosto on pystynyt vastaamaan uusiin hintanäkymiä vaimentaviin sokkeihin pidentämällä osto-ohjelmaa (2015 joulukuussa) ja kasvattamalla ostojen määrää (maaliskuussa 2016).⁹ Näin on varmistettu, että rahapolitiikka ei ole talouden tilaan ja näkymiin nähden liian kireää.

⁹ Esimerkiksi Boneva ym. (2016) käsittelevät tilasidonnais-
ta ennakoivaa viestintää.

4. Negatiivinen korko tehostaa arvopaperiosto-ohjelman vaikutusta

EKP:n neuvosto on muiden toimien ohella ottanut negatiiviset korot käyttöön tavoitteidensa saavuttamiseksi. Talletuskorko laskettiin ensimmäisen kerran negatiiviseksi kesäkuussa 2014. Tämän jälkeen neuvosto on alentanut talletuskorkoa asteittain: syyskuussa 2014 (-0,2 prosenttiin), joulukuussa 2015 (-0,3 prosenttiin) ja maaliskuussa 2016 (-0,4 prosenttiin). Neuvosto laski perusrahoitusoperaatioiden koron nolnaan maaliskuussa 2016. Kun pankkijärjestelmässä on erityisesti laajan arvopapereiden osto-ohjelman takia runsaasti ylimääräistä likviditeettiä, lyhyet rahamarkkinakorot seuraavat perusrahoitusoperaatioiden koron sijasta talletuskoron kehitystä. Negatiiviseksi laskettu talletuskorko on painanut lyhyet rahamarkkinakorot negatiivisiksi. Negatiivinen korko vaikuttaa myös pidempiä korkoja alentavasti, mikä tukee talouden elpymistä. Negatiivinen talletuskorko lisää myös ylimääräisten talletusten kiertonopeutta niin, että ylimääräinen likviditeetti ohjautuu niille pankeille, jotka tarvitsevat likviditeettiä ylläpitääkseen tai lisätäkseen luotonantoa. Pankeilla on siis kannustin siihen, että sen sijaan, että ne pitäisivät ylimääräisiä reservejään keskuspankissa, taseeseen pyritään hankkimaan paremmin tuottavia eriä. Pankit voivat siis lisätä luotonantoaan yksityiselle sektorille tai siirtä riskipitoisempiin ja pidemmän juoksuajan arvopapereihin, mikä puolestaan painaa niiden korkotasoa alaspäin (ns. portfoliovaikutus). Tätä kautta negatiivinen talletuskorko tehostaa arvopaperiosto-ohjelman vaikutusta ja on tärkeä osa EKP:n toimenpidekokonaisuutta.

Jobst ja Lin (2016) arvioivat, että negatiivisilla koroilla on ainakin toistaiseksi ollut myönteinen vaikutus euroalueen talouteen. Ne ovat alentaneet pankkien varainhankinnan kustannuksia ja nostaneet varallisuushintoja. Negatiivinen korko vahvistaa ennakoivaa viestintää eli EKP:n neuvoston sitoumusta pitää korot matalina. Lisäksi se vahvistaa arvopaperiosto-ohjelman portfoliovaikutusta, kuten edellisessä kappaleessa kuvattiin. Kaikki tämä tukee pankkien luotonantoa ja talouden elpymistä. Heidän mukaansa epäsuotuisat vaikutukset pankkien taseisiin ovat toistaiseksi pysyneet pieninä, mutta talletuskoron viemisestä yhä negatiivisemmaksi olisi aiempaa vähemmän hyötyä, sillä pankkien odotettu kannattavuus vähenisi, mikä taas supistaisi niiden luotonantoa.

5. Lopuksi

Eurojärjestelmän rahapolitiikan päättäjät ja valmistelijat ovat globaalista finanssikriisistä lähtien olleet tilanteessa, jossa EKP on ottanut käyttöön useita epätavanomaisia rahapolitiikkaa keventäviä toimia. Koska toimet ovat epätavanomaisia, niistä on päätöksentekohetkellä ollut käytössä hyvin vähän tai ei lainkaan empiiristä tutkimustietoa. Osa näistä toimista on sellaisia, että myös muutama muu keskeinen keskuspankki on niitä aiemmin käyttänyt. Tältä osin käytettävissä on ollut jonkin verran empiirisiä tutkimustuloksia muista maista. Muiden maiden kokemuksia ei kuitenkaan voi välttämättä suoraan soveltaa, sillä euroalue on koostumukseltaan erilainen, ja lisäksi vaikutukset voivat riippua taloustilanteesta, jossa kyseisiä rahapolitiikan toimia on käytetty.

Tässä artikkelissa on käyty tutkimuskirjallisuuden pohjalta läpi alustavia arvioita siitä,

miten kesän 2014 jälkeinen rahapoliittinen toimenpidekokonaisuus on vaikuttanut. Koska uusimmat toimet ovat olleet käytössä vasta muutaman vuoden ajan, empiirisiä tutkimustuloksia niiden vaikutuksista on vasta vähän. Euroaluetta koskevia tuloksia arvioitaessa on hyvä pitää mielessä, että EKP:n neuvosto on tammikuussa 2015 tehdyn osto-ohjelmaa koskevan päätöksen jälkeen pidentänyt ohjelman kestoa ja kasvattanut ostomäärää. Näiden muutosten vaikutuksista ei juuri vielä ole tutkimustuloksia.

Tässä artikkelissa lyhyesti esitellyt alustavat tutkimustulokset herättävät paljon kysymyksiä, joihin odotetaan yhä lisää vastauksia. Miten eurojärjestelmän uusimpien epätavanomaisten toimien tehoa ja toimivuutta pitäisi mitata? Mikä on teoria niiden taustalla? Miten niiden vaikutuskanavat ja vaikutukset eroavat tavanomaisesta rahapolitiikasta, jossa keskuspankki muuttaa ohjaukorkojaan? Entä mikä on vastaus ehkä kaikkein vaikeimpaan kysymykseen eli miten arvioidaan vaihtoehtoinen kehityskulku? Mitä olisi tapahtunut, jos epätavanomaisia keinoja ei olisi otettu käyttöön? Selvää on, että rahapolitiikan tueksi tarvitaan lisää tutkimusta. □

Kirjallisuus

- Andrade, P., Breckenfelder, J., De Fiore, F., Karadi, P. ja Tristani, O. (2016), "The ECB's Asset Purchase Programme: an Early Assessment", ECB Working Paper 1956.
- Bernanke, B. (2016), "What tools does the Fed have left? Part 1: Negative interest rates", <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/18/what-tools-does-the-fed-have-left-part-1-negative-interest-rates> (viitattu 3.11.2016).

- Bletzinger, T. ja Wieland, V. (2016), "Forward Guidance and "Lower for Longer": The Case of the ECB", CEPR Discussion Paper 11117.
- Boneva, L., Harrison, R. ja Waldron, M. (2016), "Threshold-Based Forward Guidance: Hedging the Zero Lower Bound", https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20160418_ecb_workshop_on_non_standard_monetary_policy_measures_conf/s2_paper_Harrison.pdf (viitattu 3.11.2016).
- Campbell, J. R., Fisher, J. D. M., Justiniano, A. ja Melosi, L. (2016), "Forward Guidance and Macroeconomic Outcomes Since the Financial Crisis", teoksessa *NBER Macroeconomics Annual 2016, Volume 31*, University of Chicago Press.
- Chung, H., Laforte, J.-P., Reifschneider, D. ja Williams, J.C. (2012), "Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?", *Journal of Money, Credit and Banking, Supplement* 44: 47-82.
- Constâncio, V. (2016), "Securing sustained economic growth in the euro area", Speech at the G30 Meeting in Washington, 9 October 2016, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161009.en.html> (viitattu 3.11.2016).
- Honkapohja, S. (2015), "EKP:n laajennetun ostohjelman vaikutukset tutkimustiedon valossa", http://www.suomenpankki.fi/fi/suomen_pankki/ajankohtaista/blogiarkisto/seppo-honka-pohja/Pages/ekpn-laajennetun-osto-ohjelman-vaikutukset-tutkimustiedon-valossa.aspx (viitattu 3.11.2016).
- Jobst, A. ja Lin, H. (2016), "Negative Interest Rate Policy (NIRP): Implications for Monetary Transmission and Bank Profitability in the Euro Area", IMF Working Paper wp/16/172.
- Joyce, M., Tong, M. ja Woods, R. (2011), "The United Kingdom's quantitative easing policy: design, operation and impact", *Bank of England Quarterly Bulletin* 51:200-212.
- Kapetanios, G., Mumtaz, H., Stevens, I., ja Theodoridis, K. (2012), "Assessing the Economy-Wide Effects of Quantitative Easing", *The Economic Journal* 12: F316-F347.
- Kaplan, G., Moll, B., ja Violante, G.L. (2016), "Monetary Policy according to HANK", ECB Working Paper 1899.
- Praet, P. (2016), "Monetary Policy Transmission in the euro area", Policy address at the SUERF Conference "Global implications of Europe's Redesign", New York, 6 October 2016, <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2016/html/sp161006.en.html> (viitattu 3.11.2016).
- Suvanto, A. ja Kontulainen, J. (2016), *EKP ilmoitti tänään... Rahapolitiikka tyynessä ja myrskyssä*, Docendo.
- Weale, M. ja Wieladek, T. (2016), "What are the macroeconomic effects of asset purchases?", *Journal of Monetary Economics* 79: 81-93.
- Wieladek T. ja Pascual, A.G. (2016), "The European Central Bank's QE: A New Hope", CEPR Discussion Paper 11309.
- Williams, J.C. (2013), "A Defense of Moderation in Monetary Policy", *Journal of Macroeconomics* 38: 137-150.
- Williams, J.C. (2014), "Monetary Policy at the Zero Lower Bound: Putting Theory into Practice", Hutchins Center on Fiscal and Monetary Policy at Brookings.
- Woodford, M. (2012), "Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound", teoksessa *The Changing Policy Landscape, A Symposium Sponsored By Federal Reserve Bank of Kansas City*.