Tutkimusnäyttöä rahapolitiikan välittymisestä

Olli-Matti Laine

Finanssikriisiä seurannut vuosikymmen toi rahapolitiikalle uusia haasteita. Vaikka keskuspankit asettivat ohjauskorkonsa nollaan tai negatiiviseksi, inflaatio pysytteli sinnikkäästi tavoiteltua hitaampana. Tämän vuoksi keskuspankit ottivat käyttöönsä uusia epätavanomaisia politiikkatyökaluja. Euroalueella keskeisiä uusia välineitä olivat kohdennetut pitempiaikaiset jälleenrahoitusoperaatiot (TLTRO) sekä arvopaperiostot.

Väitöskirjani koostuu yhteenvetoluvusta sekä kolmesta yksin toteutetusta osatyöstä, joissa kaikissa tarkastellaan empiirisesti Euroopan keskuspankin (EKP) rahapolitiikan vaikutuksia. Osatöistä kaksi on julkaistu ja yksi hyväksytty julkaistavaksi tieteellisissä aikakauslehdissä.

Ensimmäisessä artikkelissa (Laine, 2023) tarkastellaan rahapolitiikan vaikutusta osakeriskipreemioiden aikarakenteeseen.[1] Riskipreemioiden aikarakenteeseen päästään käsiksi uudenlaisella menetelmällä, jossa hyödynnetään osakeanalyytikoiden osinko-odotuksia yhdessä osinkofutuurien kanssa. Menetelmässä lasketaan osinkojen nykyarvokaavaa hyödyntäen sijoittajien epäsuorasti vaatimat riskipreemiot eri diskonttaushorisonteilla. Menetelmä ei ota kantaa siihen, ovatko nämä riskipreemiot rationaalisia vai eivät. Tulokset osoittavat, että rahapolitiikka vaikuttaa eri diskonttaushorisonttien riskipreemioihin eri tavoin. Rahapolitiikan keventäminen alentaa lyhyen horisontin riskipreemiota ja nostaa kaukaisten horisonttien riskipreemioita. Vaikutus keskimääräiseen riskipreemioon on positiivinen. Tulokset koskien vaikutusta lähitulevaisuuden riskipreemioihin ovat linjassa esimerkiksi Bernanken ja Kuttnerin (2005) tulosten kanssa. Sen sijaan tulokset koskien pitkän horisontin riskipreemioita ovat jossain määrin yllättäviä. Tutkimus osoittaa, että rahapolitiikan vaikutus osakkeiden hinnoitteluun on paljon monisyisempi kuin talouslehdistön ja markkinakommentaattorien kirjoitusten perusteella voisi olettaa.

Toisessa osatyössä (Laine, 2021) tarkastellaan TLTRO:n vaikutusta pankkien luoton-

[1] *Ks. myös väitöskirjan ulkopuolinen artikkeli: Laine (2022).*

Kirjoitus perustuu Tampereen yliopistossa 9.9.2022 tarkastettuun taloustieteen väitöskirjaan *Evidence about the transmission of monetary policy*. Vastaväittäjänä toimi professori Juha Junttila Jyväskylän yliopistosta ja kustoksena tohtori Hannu Laurila Tampereen yliopistosta. KTT Olli-Matti Laine (olli-matti.laine@bof.fi) työskentelee ekonomistina Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosastolla. Artikkelissa esitetyt näkemykset ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin näkemyksiä.

antoon.[2] Tulokset viittaavat siihen, että kohdennetut operaatiot kasvattavat pankkien luotonantoa yrityksille. Mielenkiintoinen havainto on myös se, että operaatiot näyttävät jopa vähentäneen pankkien taseissa olevien valtionlainojen määrää. Tässä mielessä operaatiot näyttävät onnistuneen kuten EKP suunnitteli. Positiivisesta vaikutuksesta kotitalouslainanantoon ei kuitenkaan löydy näyttöä, vaikka operaatiot olivat kohdennettuja yrityslainojen lisäksi tähänkin lainakategoriaan. Tämä odottamaton tulos tarkoittaa, että jatkotutkimuksille lienee vielä syytä.

Kolmannessa artikkelissa (Laine, 2020) tarkastellaan tavanomaisen rahapolitiikan vaikutuksia vuoden 2008 finanssikriisin ja äärimmäisen alhaisten korkojen aikana. Useassa aiemmassa tutkimuksessa on tultu tulokseen, että tavanomaisten rahapolitiikkasokkien vaikutukset pysyivät lähes ennallaan koko finanssikriisin ajan ja sen jälkeen. Tutkimuksessani tarkastellaan kysymystä uudelleen. Tulokset viittaavat siihen, että teollisuustuotannon ja työttömyyden impulssivastefunktiot muuttuivat voimakkaasti finanssikriisin jälkeen.

Väitöskirjassani rahapolitiikan välittymistä tarkastellaan siis sekä osakkeiden hinnoittelun, pankkien lainanannon että reaalitalouden näkökulmasta. Tulokset ovat osin yllättäviä ja osoittavat, että rahapolitiikan välittymisessä riittää vielä tutkittavaa. □

Kirjallisuus

Bernanke, B. ja Kuttner, K. N. (2005), "What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy?", *The Journal of Finance* 60: 1221–1257.

Laine, O.-M. (2020), "The effect of the ECB's conventional monetary policy on the real economy: FAVAR-approach", *Empirical Economics* 59: 2899–2924.

Laine, O.-M. (2021), "The effect of targeted monetary policy on bank lending", *Journal of Banking and Financial Economics* 1: 25–43.

Laine, O.-M. (2022), "The term structure of equity premia and the macroeconomy: Some results", *Economics Letters*, 110606.

Laine, O.-M. (2023), "Monetary Policy and Stock Market Valuation", *International Journal of Central Banking,* hyväksytty julkaistavaksi.

Nelimarkka, J. ja Laine, O.-M. (2021), "The effects of the ECB's pandemic-related monetary policy measures", *BoF Economics Review* 4/2021.

[2] *Operaatioiden makrovaikutuksia käsitellään väitöskirjan ulkopuolisessa artikkelissa: Nelimarkka ja Laine (2021).*