



OULUN YLIOPISTO
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

Niko Heikkinen

EPÄTAVANOMAINEN RAHAPOLITIIKKA NOLLAKORKOJEN AIKANA

Kandidaatintutkielma

Kauppätieteet

Joulukuu 2019

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	4
2	EUROOPAN KESKUSPANKKI JA RAHAPOLITIikka	6
2.1	Rahapolitiikka	6
2.1.1	Rahapolitiikan tavoite	7
2.1.2	Hintavakauden merkitys.....	8
2.1.3	Rahapolitiikan välitysmekanismi	8
2.2	Rahapolitiikan välineet	10
2.2.1	Avomarkkinaoperaatiot.....	10
2.2.2	Maksuvalmiusjärjestelmä.....	10
2.2.3	Vähimmäisvarantovelvoite	11
3	EPÄTAVANOMAINEN RAHAPOLITIikka	12
3.1	Likviditeettiloukku	12
3.2	Ennakoiva viestintä	13
3.3	Laadullinen keventäminen	14
3.4	Määrällinen keventäminen	15
4	EPÄTAVANOMAINEN RAHAPOLITIikka NOLLOKORKOJEN AIKANA	17
4.1	Ennakoivan viestinnän vaikutus nollakorkojen aikana	17
4.2	Laadullisen keventämisen vaikutus nollakorkojen aikana	20
4.3	Määrällisen keventämisen vaikutus nollakorkojen aikana	21
4.4	EKP:n rahapolitiikan normalisointi	24
5	YHTEENVETO	26
	LÄHTEET	27

KUVIOT

Kuvio 1 Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden EURIBOR (Suomen pankki, 2019).	7
Kuvio 2 IS-LM-malli (mukaillen Hicks, 1937)	13
Kuvio 3 Hajonta kolmen kuukauden rahoitusalan yrityksen arvopaperin ja kolmen kuukauden valtion velkakirjan korkojen välillä (Blinder 2010).	22
Kuvio 4 Moody'sin luokittelman Baa-luottoluokituksen saaneen yrityksen velkakirjan ja 10 vuoden maturiteetin omaavan valtion velkakirjan korkojen välinen hajonta (Blinder 2010).	23
Kuvio 5 EKP:n taseen koon ja rakenteen muutos EKP:n aloitettua osto-ohjelmansa vuonna 2014 (Suomen Pankki, 2018).	24

1 JOHDANTO

Vuonna 2008 puhkesi maailmanlaajuinen finanssikriisi, joka sai alkunsa Yhdysvalloista. Talouden kasvuvauhti oli hiipunut jo muutaman vuoden ajan, ja maan keskuspankki (Fed) vastasi tähän tavanomaisilla rahapolitiikan toimilla, joilla pyrittiin elvyttämään talouden hiipunutta kasvuvauhtia. Kun merkittävä investointipankki Lehman Brothers ajautui syksyllä 2008 yrityssaneeraukseen, rahamarkkinat romahtivat Yhdysvalloissa, ja pian vaikutukset heijastuivat koko maailmantalouteen. Finanssikriisi sysäsi maailmantalouden taantumaa, jonka vaikutukset näkyvät vielä tänäkin päivänä.

Keskuspankkien rahapolitiikan toimet joutuivat kovan paineen alle niiden elvyttäessään rahamarkkinoita finanssikriisin jäljiltä. Taistelussa taantumaa vastaan joutuivat nämä jo käytössä olevat tavanomaisen rahapolitiikan keinot kyseenalaistetuiksi, koska taloudentila heikkeni entisestään. Keskuspankkien laskiessa rajusti ohjauskorkojaan löysivät keskuspankit itsensä harvinaisesta taloudentilasta. Ohjauskorot olivat painuneet ennätysellisen alhaisiksi, aina nolларajaan asti, mutta taloudentila oli edelleen huonossa kunnossa. Krugmanin (1998) mukaan nolларajassa keskuspankkien tavanomaista rahapolitiikkaa voi verrata siihen, kuin yrittäisit työntää langalla. Keskuspankkien tärkein rahapolitiikan työkalu eli ohjauskoron muuttaminen osoittautui yksistään tehottomaksi nolларajassa, joten keskuspankit ympäri maailman joutuivat turvautumaan epätavanomaisiin rahapolitiikan keinoihin, joita ne harjoittavat vielä tänäkin päivänä, yli kymmenen vuotta myöhemmin.

Tutkielmassa käsitellään keskuspankkien käyttöönotettavia epätavanomaisia rahapolitiikan keinoja ja aiheesta tehdyn tutkimuskirjallisuuden perusteella tehdään havaintoja niiden vaikuttavuudesta ja tehokkuudesta. Tutkimuskysymykset, joita kandidaatintutkielmani käsittelee:

- 1 Mitä on epätavanomainen rahapolitiikka?
- 2 Kuinka epätavanomaisen rahapolitiikan keinot vaikuttavat ja kuinka tehokkaita ne ovat nollakorkojen tilassa?

Aihe on ajankohtainen, sillä vuoden 2018 joulukuussa Euroopan Keskuspankki (EKP) lopetti arvopaperien osto-ohjelmansa (Quantitative Easing) ja on viestinyt tiukentavansa edelleen rahapolitiikkaa ohjauskorkojen kautta, mikäli talouskasvu, ja sen indikaattorit osoittavat tarvittavaa vahvuutta (EKP:n kokous, 24.1.2019). Euroalueen huonontuneen taloudentilan seurauksena päätöksentekijät ja EKP:n pääjohtaja Mario Draghi ovat kannattaneet euroalueen budjetoinnin siirtämistä jäsenvaltioilta enemmän EKP:lle, millä pyritään elvyttämään koko euroaluetta eikä pelkästään yksittäistä jäsenvaltiota (Vihriälä, 2019).

Epätavanomaisista keinoista ennakoivalla viestinnällä, määrällisellä keventämisellä ja laadullisella keventämisellä keskuspankit pystyvät elvyttämään taloutta ja pyrkimään kohti hintavakaustavoitettaan nollakorkojen aikana. Nämä kolme epätavanomaista rahapolitiikan keinoa ovat tehokkaimmillaan yhdessä käytettynä, kuin yksistään.

Seuraavassa luvussa esitellään EKP:n ja miten keskuspankit harjoittavat rahapolitiikkaansa talouden normaalitilassa. Samassa luvussa käsitellään EKP:n rahapolitiikan tavoitteet ja niiden merkitys. Tutkielman kolmannessa luvussa esitellään epätavanomainen rahapolitiikka ja miten keskuspankit harjoittavat sitä. Neljännessä luvussa aiemman tutkimuskirjallisuuden avulla käsitellään keskuspankkien ja etenkin EKP:n epätavanomaiset rahapolitiikan keinot nollakorkojen tilassa.

2 EUROOPAN KESKUSPANKKI JA RAHAPOLITIikka

Keskuspankki on itsenäinen viranomainen, joka harjoittaa rahapolitiikkaa, säätelee pankkeja ja tarjoaa markkinoille rahoituspalveluita. Keskuspankki vastaa yksittäisen maan tai kokonaisen maaryhmän valuutasta ja säätelee rahan määrää eli sitä, kuinka paljon rahaa taloudessa on. Keskuspankkien päätavoite on ylläpitää hintavakautta. Tämän lisäksi joidenkin maiden laki velvoittaa keskuspankkia edistämään maan työllisyyttä. (EKP, 2019.)

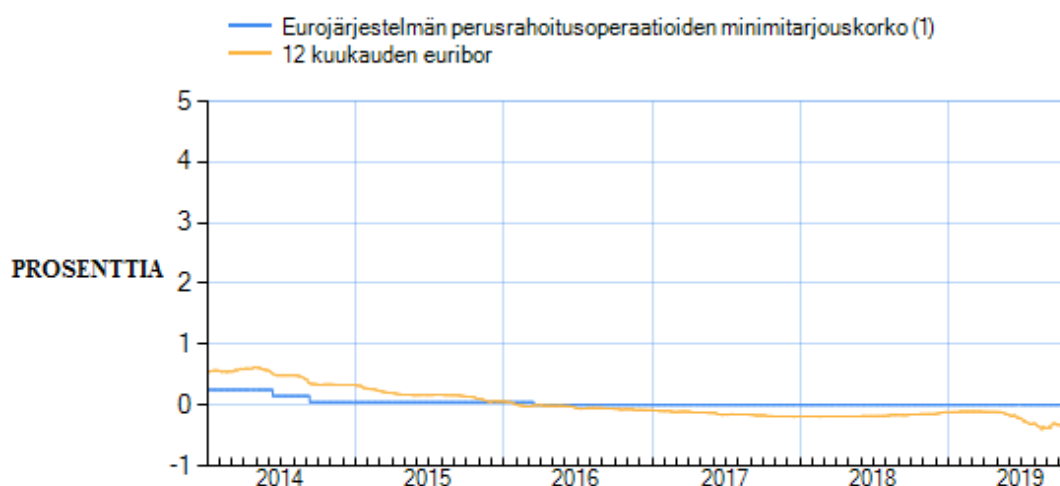
Tutkielmani keskittyy käsittelemään euroaluetta ja näin ollen Euroopan Keskuspankkia sekä sen harjoittamaa epätavanomaista rahapolitiikkaa. EKP on perustettu 1.1.1999 harjoittamaan ja vastaamaan euroalueen rahapolitiikasta. Euroopan keskuspankkijärjestelmän muodostavat EKP ja kaikkien EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit riippumatta siitä, ovatko jäsenvaltiot ottaneet euron käyttöön. Euroalueen muodostavat EU:n jäsenvaltiot, joilla on valuuttana euro. (EKP, 2019.)

2.1 Rahapolitiikka

EKP:n rahapolitiikan vaikutus euroalueen talouteen perustuu siihen, että sillä on yksinoikeus rahaperustan luomiseen. Se laskee liikkeeseen seteleitä ja tarjoaa pankeille keskuspankkirahoitusta. EKP:llä on monopoliasema ja se pystyy vaikuttamaan rahamarkkinaolosuhteisiin ja ohjaamaan lyhyitä markkinakorkoja (EKP, 2011.)

Rahapolitiikka perustuu rahan määrään, johon vaikutetaan supistamalla tai lisäämällä rahan määrää euroalueella. Rahan määrään EKP ei voi suoraan vaikuttaa, vaan se toimii epäsuorasti pankkijärjestelmän välityksellä. Pohjolan (2014) mukaan voi keskuspankki säätelemällä omia velkojaan ja saamisiaan talletuspankkeihin nähdessä vaikuttaa pankkijärjestelmässä olevaan rahan määrään ja talletuspankkien lainanantoon. Keskuspankin talletuspankeille tarjottavan vakuudellisen lainan korkoa kutsutaan ohjauskoroksi. Ohjauskorolla voidaan vaikuttaa epäsuorasti taloudessa olevaan rahanmäärään talletuspankkien myöntämien lainojen myötä. EKP:n laskiessa ohjauskorkoansa luotonanto lisääntyy alentuneen korkotason seurauksena.

Talletuspankit voivat hankkia rahoitusta rahamarkkinoilta tai lainaamalla keskuspankista kasvaneen luotonannon seurauksena. Ohjauskoron noustessa kallistuu lainanottaminen keskuspankista tai rahamarkkinoilta ja näin luotonanto vähentyy ja tarvittavan rahoituksen määrä vähenee. Ohjauskoron avulla keskuspankki voi kasvattaa tai vähentää rahan tarjontaa rahamarkkinoilla. Ohjauskorko vaikuttaa rahamarkkinoilla määräytyviin korkoihin, kuten EURIBOR-korkoihin, koska keskuspankkirahoitus toimii yhtenä vaihtoehtona lisärahoituksen hankkimisessa. EKP:n ohjauskoron muutoksien vaikutusta vallitseviin markkinakorkoihin havainnollistetaan kuviossa 1. Ohjauskoron muutoksilla EKP pystyy vaikuttamaan rahoitusmarkkinoilla olevan rahan hintaan. (Pohjola, 2014.)



Kuvio 1 Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden EURIBOR (Suomen pankki, 2019).

2.1.1 Rahapolitiikan tavoite

EKP:n rahapolitiikan ensisijainen tavoite on ylläpitää hintavakautta euroalueella. Hintavakaus on tila, jossa yleisen hintatason muutoksia ei tarvitse ottaa huomioon tehtäessä kulutus- ja investointipäätöksiä. Tässä tilanteessa inflaatio eli rahan arvon laskeminen on maltillista ja keskuspankit pystyvät ennakoimaan sen muutoksia. Inflaatio tarkoittaa, että kaikkien palvelujen ja hyödykkeiden yleinen hintataso nousee eli rahan ostovoima pienenee. Inflaatiossa tietyllä rahamäärällä saa aiempaa vähemmän palveluja ja tuotteita kuin aikaisemmin. Inflaation takia myös kuluttajien säästöt menettävät arvoaan. (Suomen Pankki, 2018.) EKP on määritellyt

hintavakaustavoitteeksi, että euroalueen yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin vuotuinen nousu pysyisi lähellä kahta prosenttia, mutta sen alapuolella. (EKP, 2011.)

Lyhyellä aikavälillä EKP pystyy rahamarkkinakorkojen välityksellä epäsuorasti vaikuttamaan taloudellisiin tekijöihin kuten hintoihin ja tuotantoon. Tätä vaikutusta kutsutaan rahapolitiikan välittymismekanismissa. Pitkällä aikavälillä rahan määrän kasvu vaikuttaa vain hintatason nousuun eikä muihin talouden tekijöihin. Rahan neutraalisuuden mukaan reaaliset ja rahataloudelliset tekijät eivät ole riippuvaisia toisistaan ja rahan määrän muutos pitkällä aikavälillä vaikuttaa kääntäen rahan arvoon. (Pohjola, 2014.)

2.1.2 Hintavakauden merkitys

Empiiriset tutkimukset ja talousteoriat osoittavat, että hintavakaus lisää talouskasvua, työllisyyttä ja yleistä taloudellista hyvinvointia (Bordes & Christian, 2007; Schwartz, 1998). Inflaatiolla ja deflaatiolla on huomattavia kustannuksia, joita voidaan ehkäistä luotettavalla hintavakauteen pyrkivällä järjestelmällä. Luotettavalla hintavakauden säilyttämisellä voidaan pienentää luotonantajien pyytämää inflaatoriskipremiota, jolloin investointien kannattavuus paranee. Markkinat pystyvät allokoimaan resurssejaan tehokkaammin suhteellisten hintojen vertailun parantuessa, ja pystytään ehkäisemään nopeasta inflaatiosta johtuvaa suojautumista, jossa haalitaan reaaliomaisuutta inflaatoriskin takia. Hintavakaudella pystytään ehkäisemään verotus- ja etuusjärjestelmissä syntyvien kannustinloukkujen aiheuttamia vääristymiä taloudessa. (EKP, 2011.)

Epävakaana finanssikriisin aikoina 2007–2008 EKP:n selkeä hintavakaustavoite pohjusti päätöksentekoa ja markkinoiden odotusten ohjausta. Kestävän rahapolitiikan strategian ja EKP:n uskottavuuden myötä hintavakaus säilytettiin tuona aikana. (EKP, 2011.)

2.1.3 Rahapolitiikan välitysmekanismi

Keskuspankin tekemät rahapoliittiset päätökset välittyvät talouteen ja hintatasoon rahapolitiikan välitysmekanismien avulla. Keskuspankki toteuttaa rahapolitiikkaansa

epäsuorasti muiden toimijoiden ja monien mekanismien avulla, joten rahapoliittisten päätöksien välittyminen talouteen on hidas prosessi. Rahapolitiikan harjoittamista ja määrittämistä hankaloittavat erilaiset sokit, jotka vaikuttavat talouskehitykseen eri tavoilla. Sokit voivat liittyä esimerkiksi raaka-aineiden hintoihin, jolla voi olla vaikutuksia inflaatiiovauhtiin tai äkillisiä muutoksia rahoitusvarallisuuksien hinnoissa. Välitysmekanismien monimutkaisuuden ja äkillisten sokkien takia, EKP:n täytyy aina olla tietoinen hintakehitykseen vaikuttavista tekijöistä. (EKP, 2011.)

Rahapolitiikan vaikutuskanavia ovat korkokanava, valuuttakanava, luottokanava, riskinottokanava ja odotuskanava. Korkokanava on EKP:n tärkein rahapolitiikan vaikutuskanava. Korkokanavassa EKP:n tekemät muutokset ohjauskorkoon vaikuttavat vallitseviin rahamarkkinakorkoihin. Muutokset rahamarkkinakoroissa välittyvät liikepankkien kautta kotitalouksille ja yrityksille myönnettyihin lainoihin, jolloin rahoituksen kustannukset muuttuvat. Ohjauskorkoa alentamalla keskuspankki pystyy vaikuttamaan rahan hintaan rahamarkkinoilla. (EKP, 2011.)

Odotuskanavassa keskuspankki pyrkii vaikuttamaan markkinoilla vallitseviin odotuksiin tulevista koronmuutoksista ja inflaatiosta. Taloudelliset päätökset riippuvat pitkän aikavälin odotuksista taloudesta. Vakaat inflaatio-odotukset markkinoilla helpottavat rahapolitiikan toteuttamista ja hintavakauden ylläpitämistä. Valuuttakanavan kautta valuuttakurssimuutokset vaikuttavat inflaatioon ja näin näkyvät suoraan tuontitavaroiden hinnoissa. Luottokanavassa korkojen muutokset vaikuttavat liikepankkien myöntämiin lainoihin ja etenkin niiden määrään. Luottokanavan tasekanavassa matalammat korot nostavat yritysten nettovarallisuutta, mikä nostaa varallisuuden vakuusarvoa ja parantaa yrityksen ja kuluttajan lainanottoa. Luottokanavan pankkien lainakanavassa matalammat korot vähentävät lainojen riskiä, mikä lisää lainantarjontaa. Rahapoliittiset päätökset välittyvät myös riskinottokanavan kautta, jossa omaisuuserien ja vakuuksien arvonnousu lisää lainanantoa. Pankit ovat valmiita ottamaan enemmän riskiä, koska matalien korkojen uskotaan olevan kestäviä. Matalat korot myös tekevät riskialttiimmista sijoituskohteista houkuttelevampia. (EKP, 2011.)

2.2 Rahapolitiikan välineet

EKP toteuttaa rahapolitiikkaansa ohjausjärjestelmällään, johon kuuluvat erilaiset rahapolitiikan välineet: avomarkkinaoperaatiot, maksuvalmiusjärjestelmä ja vähimmäisvarantovelvoitteet. Näillä rahapolitiikan välineillä EKP ohjaa euroalueen lyhytaikaisia rahamarkkinakorkoja, joilla vaikutetaan nimellisiin markkinakorkoihin. Ohjausjärjestelmän avulla pannaan täytäntöön EKP:n rahapoliittiset päätökset. (EKP, 2011.)

2.2.1 Avomarkkinaoperaatiot

Avomarkkinaoperaatioilla on tärkeä rooli markkinakorkojen ohjaamisessa, markkinoiden likviditeettihallinnassa ja rahapoliittisten linjausten implementoinnissa. Nämä avomarkkinaoperaatiot voidaan jakaa neljään eri tyhmään, joita ovat perusrahoitusoperaatiot, hienosäätöoperaatiot, rakenteelliset operaatiot ja pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot. (EKP, 2019.)

Tärkein EKP:n markkinaoperaatio on perusrahoitusoperaatio, jossa tarjotaan talletuspankeille likviditeettiä. Nämä perusrahoitusoperaatiot toteutetaan huutokauppoina, joihin voidaan hyväksyä vastapuoleksi mikä tahansa euroalueella sijaitseva luottolaitos. Huutokauppoja järjestetään kiinteä- tai vaihtuvakorkoisina. EKP määrittelee etukäteen koron kiinteäkorkoisessa huutokaupassa ja vastapuolet tekevät tarjouksia rahanmäärästä. Vaihtuvakorkoisessa huutokaupassa vastapuolet tekevät tarjouksia korosta ja rahanmäärästä. Nämä perusrahoitusoperaatiot ovat säännöllisiä ja niiden maturiteetti on yksi viikko. (EKP, 2019.)

2.2.2 Maksuvalmiusjärjestelmä

EKP:n maksuvalmiusjärjestelmä tarjoaa hyväksytyjen vastapuolten käyttöön kahta erilaista maksuvalmiusjärjestelyä, joiden avulla vaikutetaan lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin ja etenkin rajoitetaan korkojen heilahteluja. Maksuvalmiusluotolla tarjotaan yön yli -lainaa ja talletusmahdollisuudella tarjotaan yön yli -talletuksia. Nämä maksuvalmiusjärjestelmän korot muodostavat korkoputken, jonka sisällä yön yli -korot voivat vaihdella. Maksuvalmiusjärjestelmä on

hyväksytyjen vastapuolten oma-aloitteisessa käytössä. Maksuvalmiusluottojen korot eivät ole yhtä houkuttelevia, kuin vastaavat rahamarkkinakorot. Tämän takia talletuspankit ja luottoyhteisöt käyttävät maksuvalmiusjärjestelyjä, vain jos muita mahdollisuuksia ei ole. (EKP, 2011.)

Normaalioloissa maksuvalmiusjärjestelmän käyttö ei ole talletuspankeille kannattavaa. Finanssikriisin aikana 2008 maksuvalmiusjärjestelmän käyttö lisääntyi äkillisesti, koska pankit halusivat enemmän keskuspankkirahoitusta, kuin olisivat tarvinneet. Finanssikriisin aikana epävarmuuden ja luottamuksen puutteen takia pankit mieluummin käyttivät maksuvalmiusjärjestelmän talletusmahdollisuutta, kuin olisivat lainanneet ylijäämää muille pankeille. (EKP, 2011.)

2.2.3 Vähimmäisvarantovelvoite

Vähimmäisvarantojärjestelmä on EKP:n rahapolitiikan väline, jonka tarkoituksena on vakauttaa rahamarkkinakorkoja. Kaikki euroalueen luottolaitokset on veloitettu pitämään tietty prosenttiosuus asiakkaidensa talletuksista sijaintimaansa kansallisessa keskuspankissa, joita kutsutaan vähimmäisvarannoiksi. Luottolaitoksien vähimmäisvarantovelvoitteet asetetaan kuuden viikon jaksoille, joita kutsutaan pitoajoiksi. Luottolaitoksien on varmistettava, että ne täyttävät varantovelvoitteet keskimäärin pitoajanjakson aikana, joten heidän ei tarvitse pitää päivittäistä kokonaisuutena keskuspankin tilillä. Tämän keskiarvoistuksen avulla pankit voivat reagoida lyhytaikaisten markkinakorkojen muutoksiin, joissa pankit lainaavat toisilleen lisäämällä tai poistamalla varantoja keskuspankista. Tämä auttaa vakauttamaan korkoja, joita talletuspankit perivät toisiltaan lyhytaikaisista varoista. (EKP, 2011.)

Pitoajanjakson lopussa keskuspankki maksaa luottolaitoksien vähimmäisvarantotalletuksille perusrahoitusoperaation mukaista korkoa. Lyhimpiä markkinakorkoja vakautetaan keskiarvoisuuksien avulla. Tällä lisätään pankkijärjestelmän rakenteellista keskuspankkirahoituksen tarvetta muuttamalla varantovelvoitteen kokoa. (EKP, 2011.)

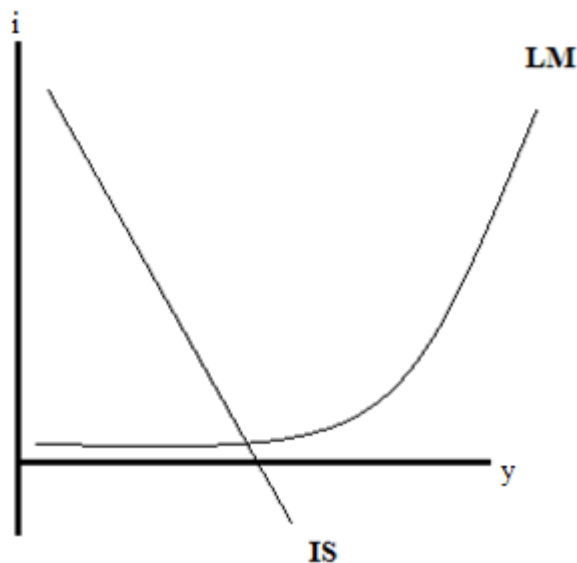
3 EPÄTAVANOMAINEN RAHAPOLITIikka

Epätavanomaiset rahapolitiikan keinot tulivat EKP:n käyttöön vuonna 2007 alkaneen finanssikriisin myötä. Finanssikriisin aikana epätavanomaisilla rahapolitiikan keinoilla pyrittiin tarjoamaan likviditeettiä talletuspankeille, luomaan luottamusta ja estämään rahoitusmarkkinoiden jäätyminen. Epätavanomaisten keinojen avulla EKP pyrki helpottamaan pankkien luoton myöntöä reaalitaloudelle ja säilyttämään rahapolitiikansa välitysmekanismin tehokkuuden. Finanssikriisin myötä moni keskuspankki joutui deflaatiolta suojautuessaan laskemaan ohjaukorkoansa huomattavasti. Nollatasossa keskuspankit joutuivat turvautumaan erilaisiin epätavanomaisiin rahapolitiikan keinoihin kuten ennakoiva viestintä (Forward Guidance), pitkäaikainen sitoutuminen alhaisiin korkoihin, taseen rakenteen muutokset ja määrällinen keventäminen. Finanssikriisistä elpymisen seurauksena syntynyt likviditeettiloukku loi esteitä tavanomaisen rahapolitiikan harjoittamiselle. Keskuspankit eivät voineet enää korkoja säätelämällä vaikuttaa rahan hintaan, vaan huomio oli siirtynyt keskuspankin taseen kasvattamiseen. (Vilmi, 2012.)

3.1 Likviditeettiloukku

Nimelliskorkojen nollassa lähentelevää tilaa kutsutaan likviditeettiloukkuksi, jota kutsutaan myös nimityksillä lähes nollakorkotilanne (Zero Lower Bound, ZLB) tai nollakorkotilanne (Zero Interest Rate Policy, ZIRP). Nimelliskorkojen laskiessa nollassa tai lähelle sitä tavanomainen rahapolitiikka menettää tehonsa. Ekspanstiivisella rahapolitiikalla (rahatuotannon lisäämisellä) ei ole elvyttävää vaikutusta talouteen, koska valtion velkakirjat ja rahaperusta ovat yksityisen sektorin mielestä täydelliset substituutit. Tämä tarkoittaa sitä, että kuluttajat mieluummin tallettavat rahansa, kuin investoisivat tätä. Valtionvelkakirjat tuntuvat riskiltä, koska odotetaan, että korot nousevat ja näiden velkakirjojen hinnat laskevat. Likviditeettiloukussa lisääntyneellä rahatuotannolla ei saada stimuloitua taloutta, vaan lisätään talletettavan rahan määrää. (Krugman, 1998.)

Likviditeettiloukku kuvataan IS-LM-mallin avulla, jonka John Hicks esitti ensimmäisen kerran vuonna 1937. Kuviossa 2 havainnollistetaan IS-LM-mallia John Hicksin mukaan.



Kuvio 2 IS-LM-malli (mukaillen Hicks, 1937).

Tässä mallissa alaspäin suuntautuvaa käyrä IS kuvaa, kuinka alhaisemmat korot lisäävät kysyntää tavaroille ja palveluille ja siten nostaa todellista tuotantoa y . Ylöspäin suuntautuva LM-käyrä kuvaa tuotannon kasvua rahan kysynnän lisäämisellä, joka nostaa korkoa i . Rahapolitiikan muutokset vaikuttavat LM-käyrään, kun taas finanssipolitiikan muutokset vaikuttavat IS-käyrään. IS-LM-mallilla voidaan todentaa, että korkojen ollessa nollassa myös joukkovelkakirjojen ja rahan arvot muuttuvat tätä vastaaviksi. Tässä tilanteessa tavanomaisen rahapolitiikan keinot, joissa rahaa vaihdetaan joukkovelkakirjoihin avomarkkinaoperaatioissa, muuttuvat tehottomiksi. (Krugman, 2000.)

3.2 Ennakoiva viestintä

Ennakoiva viestintä on epätavanomainen rahapolitiikan väline, jolla keskuspankki pyrkii ohjaamaan markkinoiden odotuksia tulevasta koron muutoksista. EKP:n neuvosto käytti ennakoivaa viestintä ensimmäisen kerran heinäkuussa 2013, jolloin se ilmoitti odotuksensa korkojen säilymisestä pidemmän aikaa tasollaan tai tätä matalampina. Ennakoivalla viestinnällä EKP voi lisätä rahapolitiikkansa tehoa ja ohjata markkinoiden odotuksia korkotasosta keskipitkällä aikavälillä hintavakaustavoitteen mukaisesti. (Kuusisto & Newby, 2014.)

Ohjauskorkojen laskettua jo nollian tai nollian lähelle vaikeutuu rahapolitiikan toteuttaminen ohjauskoron laskemisen avulla ja tekee tästä tehotonta. Tässä tilanteessa rahapoliittisten toimien selkeä viestintä rahoitusmarkkinoille, yrityksille ja kuluttajille antaa varmuutta luotonoton kustannuksien kehityksestä ja auttaa talouden elvyttämisessä. (EKP, 2011.)

Rahapolitiikan teho ei riipu pelkästään lyhyen aikavälin markkinakoroista, joihin rahapolitiikan välitysmekanismeilla pystytään vaikuttamaan, vaan siihen liittyy myös kuluttajien, luottolaitosten ja yritysten tulevaisuuden näkymät korkojen muutoksista. Yleisön näkemykset lainanoton kustannuksista vaikuttavat taloudellisiin päätöksiin kuten investointi- ja kulutuspäätöksiin. Nämä päätökset vaikuttavat epäsuorasti työllisyyteen, tuotantoon ja hinnoitteluun. Ennakoivalla viestinnällä keskuspankki pystyy vaikuttamaan tulevien lyhytaikaisten korkojen odotuksiin, joiden avulla voidaan odotuksien maturiteettia pidentää keskipitkän aikavälin korkojen suhteen. Näin keskuspankki pystyy ohjaamaan odotuksia oikeaan suuntaan ja vahvistamaan rahapolitiikkansa vaikutusta talouteen. (EKP, 2014.)

Campbell et al. (2012) jakavat ennakoivan viestinnän kahteen alatyypin: delfoilaiseen ja odysseialaiseen. Odysseialaisessa ennakoivassa viestinnässä keskuspankki sitoo viestinnällään itsensä tuleviin rahapoliittisiin toimintatapoihin. Tällä keskuspankki pyrkii vaikuttamaan markkinoiden toimintaa nykyhetkessä sitoutumalla ekspansiiviseen rahapolitiikkaan tulevaisuudessa. Delfoilainen ennakoiva viestintä on keskuspankin ennusteita ja odotuksia tulevasta taloudentilasta tai rahapolitiikan toimenpiteistä. (Campbell et al. 2012.)

3.3 Laadullinen keventäminen

Laadullinen keventäminen (Qualitative Easing) tapahtuu arvopaperien suhteellisen tarjonnan muutoksilla rahoitusmarkkinoilla muuttamalla keskuspankin taseen koostumusta, jota kutsutaan myös luoton keventämiseksi (Credit Easing). Perusajatuksena nämä operaatiot muuttavat yksityisen sektorin hallussa olevien omaisuuserien suhteellisia hintoja, millä on vaikutuksia reaalityalouden toimintaan. Lisäämällä suorien pitkäaikaisten joukkovelkakirjalainojen ostoja, tämän odotetaan

vähentävän näiden arvopaperien tuottoja, ja tällä voidaan stimuloida taloudellista aktiivisuutta. (Morgan, 2009.)

Laadullinen keventäminen sisältää myös suoraa luotonantoa markkinaosapuolille, kun normaali siirtomekanismi ei toimi rahoitusmarkkinoilla. Näissä tapauksissa keskuspankki pyrkii luottoon liittyvien riskipremioiden vähentämiseen ja yksityisten luottojen toiminnan parantamiseen markkinoilla. Kuten määrällisessä keventämisessä, myös laadullinen keventäminen sisältää keskuspankin taseen koon kasvattamista, mutta laadullisessa keventämisessä keskitytään taseessa olevien omaisuuserien yhdistelmiin eikä pelkästään velkojen määrään. (Morgan, 2009.)

3.4 Määrällinen keventäminen

Määrällinen keventäminen (Quantitative Easing, QE) on keskuspankkien harjoittama epätavanomainen rahapolitiikan väline, jossa se kasvattamalla omaa tasettaan lisää keskuspankkirahaa talouteen (Vilmi, 2012). Määrällinen keventäminen on niin sanottu laaja arvopapereiden osto-ohjelma, koska siinä kasvatetaan liikepankeilta ostettavien velkاپapereiden määrää yli korko-ohjauksen mukaisen tason. EKP:n neuvosto aloitti määrällisen keventämisen kesällä 2014 vastatakseen hitaan inflaation vaiheeseen. (Freystätter, 2016.)

Määrällinen keventäminen yleensä sisältää suuren mittakaavan omaisuusluokkien ostoja, jotka rahoitetaan keskuspankin liikkeeseen laskemalla rahalla. Määrällisen keventämisen avulla keskuspankit pyrkivät vaikuttamaan suoraan omaisuuserien hintoihin muuttamalla aktiivisesti taseensa kokoa. Määrällisellä keventämisellä pyritään ennen kaikkea vaikuttamaan pitkän aikavälin omaisuuserien hintoihin, kuten valtion velkakirjojen hintoihin. (Vilmi, 2012.)

Määrällisellä keventämisellä on kolme keskeistä vaikutuskanavaa, joita ovat likviditeettikanava, portfoliokanava ja signaalintikanava. Likviditeettikanavassa luotonantoa tukevat keskuspankin toimet kuten omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ostot osana laajaa osto-ohjelmaa, ja kohdennetut pitkät rahoitusoperaatiot vaikuttavat alentavasti suoraan liikepankkien rahoituksen kustannuksiin. Likviditeettikanavassa keskuspankki vaikuttaa suoraan liikepankkien

lainanantokorkoihin ja niiden luottoehtoihin. Signaalintikanava perustuu keskuspankin viestintää osto-ohjelman aloittamisesta ja toteutuksesta, joka signaloi keskuspankin sitoutumisesta hintavakauden ylläpitämiseen ja pidentää matalan korkotason maturiteettia. Keskuspankin tekemien arvopaperien ostot vaikuttavat ostettavien arvopaperien hintoihin ja tuottoihin. Vilmi (2012) toteaa, että portfoliovaikutuksessa eri arvopaperit eivät ole toistensa täydellisiä substituutteja, vaan niiden pitämiseen sijoitusportfoliossa on joku syy. Näitä syitä ja eroja arvopaperien välillä ovat muun muassa pitempään juoksuaikaan liittyvä inflaatoriski ja luottoriski. Määrällisen keventämisen ostoilla pyritään laskemaan pidemmän maturiteetin arvopaperien tuottoja niiden hintojen noustessa, jolla vähennetään pitempi ja lyhyempi aikaisten arvopaperien välistä riskilisää markkinoilla. (Freystätter, 2016.)

4 EPÄTAVANOMAINEN RAHAPOLITIikka NOLLOKORKOJEN AIKANA

Smaghin (2009) mukaan normaaliolosuhteissa keskuspankki ei osallistu suoriin lainanantoihin yksityiselle tai julkiselle sektorille eikä valtion obligaatioiden, yrityslainojen tai muiden velkainstrumenttien suoriin ostoihin. Talouden normaalitilassa ohjauskorkojen muutoksilla keskuspankki pystyy säätelemään rahamarkkinoiden likviditeettiä ja tavoittelemaan hintavakauden ylläpitämistä keskipitkällä aikavälillä. (Smaghi, 2019.)

Epänormaaleina aikoina tavanomaiset rahapolitiikan välineet voivat osoittautua riittämättömiksi keskuspankin tavoitteen saavuttamisen kannalta yleensä kahdesta syystä. Ensimmäiseksi taloudellinen sokki on niin voimakas, että ohjauskorot täytyy laskea nollarajaan asti. Tässä nollakorkojen tilassa ohjauskorkojen edelleen laskeminen ei ole mahdollista, joten talouden elvytystä voidaan toteuttaa vain turvautumalla epätavanomaisiin keinoihin. Toiseksi epätavanomaiset keinot voidaan ottaa käyttöön myös silloin, kun ohjauskorot ovat vielä yli, mutta lähellä nollaa, jos rahapolitiikan välitysmekanismi on merkittävästi heikentynyt. Nollakorkojen tilassa talouden elvytystä voidaan harjoittaa kolmella täydentävällä epätavanomaisella keinolla: ohjaamalla keskipitkän ja pitkän aikavälin korko-odotuksia (ennakoiva viestintä), muuttamalla keskuspankin taseen koostumusta (laadullinen keventäminen) ja laajentamalla keskuspankin taseen kokoa (määrällinen keventäminen). (Smaghi, 2009.)

4.1 Ennakoivan viestinnän vaikutus nollakorkojen aikana

Kuusiston ja Newbyn (2014) mukaan ohjauskoron ollessa nollarajalla, keskuspankki voi alentaa markkinakorkoa neljällä tavalla: kiihdyttämällä inflaatio-odotuksia, hillitsemällä odotuksia tulevista koroista, pienentämällä riskilisää tai supistamalla aikapremiota. Ennakoivalla viestinnällä keskuspankki pystyy hillitsemään markkinoiden odotuksia tulevista koronmuutoksista. Kuusisto ja Newby toteavat, että EKP:n käytettyä ennakoivaa viestintää vuoden 2013 korkokokouksen yhteydessä onnistui se väliaikaisesti hillitsemään rahamarkkinakorkojen nousupaineita euroalueella. Rahamarkkinakorkojen nousupaineet johtuivat Yhdysvaltain

keskuspankin Fedin tiukentuneesta rahapolitiikasta, johon euroalueella ei oltu vielä valmiita. Fedin rahamarkkinakorkojen nostaminen aiheutti epävarmuutta euroalueen rahamarkkinoilla, jota poistettiin EKP:n toteuttaman ennakoivan viestinnän avulla. Ennakoivan viestinnän avulla EKP pyrkii myös alentamaan rahoitusmarkkinoiden riskipreemiota viestimällä sitoutumisesta rahapolitiikkaansa ja hintavakauden ylläpitämiseen. (Kuusisto & Newby, 2014.)

Smith ja Becker (2015) huomasivat, että Federal Open Market Committeeen (FOMC) toteuttamalla ennakoivalla viestinnällä vuonna 2008 oli samanlaisia vaikutuksia talouteen kuin liittovaltion ohjauskorkojen muutoksilla. Kun FOMC signaloi, että liittovaltion ohjauskorko pysyy matalalla tasolla myös tulevaisuudessa, auttoi tämä työllisyyden ja hintojen nousua. Työllisyyden ja hintojen nousussa ennakoivan viestinnän ansiosta oli samanlainen huippu kuin ohjauskorkojen muutoksella, ennen kuin efektiivinen korko laski alle nollarajan. (Smith & Becker, 2015.)

Ennakoivan viestinnän uskotaan toimivan samalla tavalla, kuin korkokantakanava, mutta se ei vaadi muutoksia itse ohjauskorkoon. (Smith ja Becker, 2015). FOMC ilmoitti vuonna 2008, että korot pysyvät erittäin alhaalla tulevaisuudessa. Tällä FOMC pystyi vaikuttamaan kahteen eri komponenttiin, jotka vaikuttavat pitkänajan korkoihin: riskipreemioon ja korkojen suuntaukseen tulevaisuudessa. Ennakoiva viestinnän vaikutus riskipreemioon perustuu siihen, että se vähentää tulevaisuuden riskiä korkojen noususta, joka vastaavasti laskee markkinoiden riskipreemiota. Pienempi riskipremio nostattaa taloutta, koska se pienentää kuluttajien ja yritysten luottojen kustannuksia ja näin lisää kulutus- ja investointipäätöksiä. (Smith & Becker 2015.)

EKP:n (2014) mukaan ennakoiva viestintä on tehokas väline hallitsemaan markkinoiden odotuksia tulevaisuuden lyhytaikaisista koroista, kun taloudellinen epävakaus kasvaa. Keskuspankit ympäri maailman ovat turvautuneet talouden epävakaisissa olosuhteissa ennakoivan viestinnän johonkin muotoon. EKP tiedotti, että ennakoiva viestintä on parantanut mitattavasti rahamarkkinakorkojen hallintaa ja myötävaikuttanut siihen, että rahamarkkinaolosuhteet ovat vakaat. EKP kokee, että ennakoiva viestintä on tukenut onnistuneesti EKP:tä sen hintavakaistavoitteen ylläpitämisessä keskipitkällä aikavälillä. (EKP, 2014.)

Filardo ja Hofmann (2014) taas esittävät haasteita, joita liittyy korkojen ennakoivaan viestintään likviditeettiloukussa. Ennakoivalla viestinnällä keskuspankki voi altistaa itsensä maineriskille käyttäessään sitä markkinoiden ohjaukseen nollakorkojen tilassa. Tämä johtuu tilanteesta, jossa markkinat eivät täysin ymmärrä keskuspankin viestin ehdollisuutta ja viestiä ympäröivää epävarmuutta. Keskuspankin maine ja uskottavuus voi joutua riskin alaiseksi, jos annettua ohjeistusta joudutaan tarkistamaan useasti ja merkittävästi. Filardo ja Hoffman kertovat, että likviditeettiloukussa ennakoivan viestinnän ympäristö on monimutkaisempi, koska likviditeettiloukku luo rajoitteen koronmuutoksille ja näin luo enemmän painoarvoa sanavalinnoille ohjeistuksessa.

Filardon ja Hofmannin (2014) mukaan ennakoiva viestintä voi myös väärin ymmärrettyinä ja käytettynä aiheuttaa taloudellista epävakautta. Jos rahoitusmarkkinat keskittyvät liian suppeasti tiettyyn keskuspankin näkökulmaan, voi laajempi tulkinta talouden elvyttämisestä jäädä ilman huomiota ja tämä voi johtaa häiritseviin markkina reaktioihin. Yhdysvalloissa vuonna 2013 tämä häiritsevä reaktio johti siihen, että resurssit allokoituvat väärin osakemarkkinoilta korkomarkkinoihin ja tämä johti tiettyjen kehittyvien markkinoiden vaihtokurssien huomattavaan heikentymiseen. Toiseksi ennakoiva viestintä voi luoda rahoitusvakauteen liittyviä riskejä, jos rahapolitiikka keskittyy enemmän epäsuotuisiin markkinareaktioihin kuin itse rahapolitiikan toteuttamiseen. (Filardo & Hofmann, 2014.)

McKay, Nakamura ja Steisson (2015) esittävät, että ennakoiva viestintä menettää tehokkuuttaan nollakorkojen aikana, kun markkinoilla esiintyy epätäydellisyyttä. McKayn, Nakamuran ja Steissonin mukaan ennakoivan viestinnän vaikuttavuus laskee, kun markkinoilla sallitaan vakuuttamatonta tuloriskiä ja lainanottoa rajoitetaan. Täydellisillä markkinoilla keskuspankin ilmoitus ohjauskorkojen tulevaisuuden odotuksista ja muutoksista vaikuttaa saman suuntaisesti kulutukseen riippumatta siitä, koskiko ilmoitus lyhytaikaisia korkoja nyt vai korkoja viiden vuoden päästä. Kun markkinoilla esiintyy epätäydellisyyttä, kuten monopoleja tai oligopoleja, ilmoitus ohjauskoroista vähentää nykyistä kulutusta. Epätäydellisillä markkinoilla ennakoivan viestinnän vaikutus nykyiseen kulutukseen on 60 prosenttia vähemmän, kuin mitä se on täydellisillä markkinoilla. (McKay, Nakamura & Steisson, 2015.)

4.2 Laadullisen keventämisen vaikutus nollakorkojen aikana

Laadullisen keventämisen tutkimukset ja kirjallisuus ovat saaneet vähemmän huomiota kuin määrällisen keventämisen. Finanssikriisin jälkeen useat keskuspankit ottivat käyttöönsä määrällisen sekä laadullisen keventämisen elvyttääkseen rahoitusmarkkinoita ja estämästä niiden jääntymisen. Keskuspankkien osto-ohjelmien jakaminen laadulliseen ja määrälliseen keventämiseen on hankalaa, koska keskuspankin suorittamat osto-ohjelmat vaikuttavat taseeseen määrällisesti sekä laadullisesti. (Farmer, 2012.)

Farmer (2012) toteaa, että laadullisella keventämisellä keskuspankki pyrkii osto-ohjelmansa avulla siirtämään yksityisomistuksessa olevat epälikvidit ja riskialttiimmat varallisuuserät keskuspankin taseeseen ja korvaamaan nämä vähemmän riskisillä valtion velkakirjoilla. Farmerin mukaan keskuspankki ei pysty täydellisillä markkinoilla poistamaan riskiä rahoitusmarkkinoilta, mutta se voi osto-ohjelmansa avulla siirtää riskiä yksityissektorilta julkiselle sektorille.

Smaghin (2009) mukaan Yhdysvaltain keskuspankin Fedin lähestymistapa joulukuussa 2007 on ollut hyvä esimerkki luoton keventämisestä. Fed perusti useita luotto-ohjelmia likviditeetin lisäämiseksi ja keskeisten luottomarkkinoiden toiminnan parantamiseksi. Esimerkiksi optioiden ja termiinien huutokauppajärjestely auttoi varmistamaan, että rahoituslaitoksilla oli riittävät mahdollisuudet saada lyhytaikaisia luottoja, kun taas yritysten arvopaperijärjestely tarjosi takauksen markkinoilla oleville yrityksen arvopapereille. Smaghin mukaan Fedin laadullisen keventämisen toimien vaikuttavuudesta oli vielä 2009 liian aikaista määritellä. Laadullisen keventämisen vaikutusta yksistään on ollut hankala erottaa, koska Fed on elvyttänyt taloutta monilla epätavanomaisen rahapolitiikan keinoilla. Kuitenkin jo vuonna 2009 yritysten arvopaperien hintojen vaihteluväli pienentyi Fedin aloittaman arvopaperijärjestelyn myötä. (Smaghi, 2009.)

Morganin (2009) mielestä Fedin vuonna 2009 tekemillä laadullisen keventämisen toimilla näytti olevan merkittävä vaikutus erilaisten luottoriskien lieventämiseen. Esimerkiksi TED-hajonta, kolmen kuukauden valtion velkapaperin ja kolmen kuukauden LIBOR-koron erotus, oli korkeimmillaan yli neljä prosenttiyksikköä

marraskuussa 2008, mutta alkoi laskea nopeasti Fedin toimien jälkeen (Morgan, 2009). Gagnon (2012) taas huomauttaa, että Fedin vuonna 2008 aloittamat laadullisen keventämisen osto-ohjelmat vaikuttivat useiden eri omaisuuserien hintoihin eikä pelkästään osto-ohjelman kohteena olleiden joukkovelkakirjojen hintoihin.

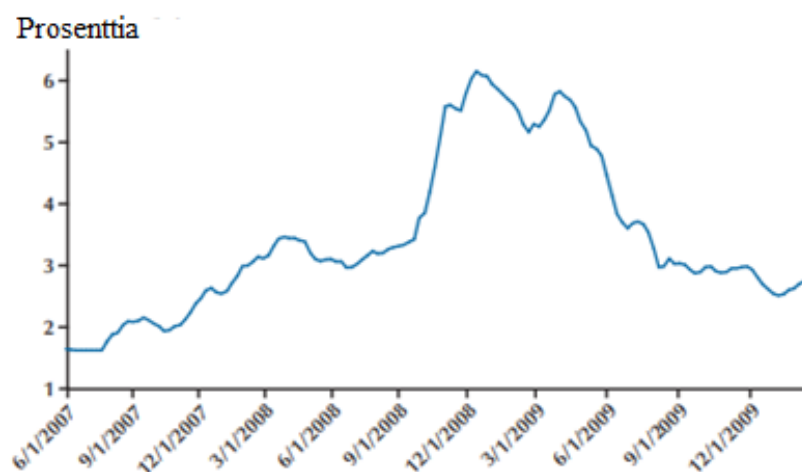
4.3 Määrällisen keventämisen vaikutus nollakorkojen aikana

Kun keskuspankki päättää laajentaa tasettaan määrällisen keventämisen osto-ohjelmilla, sen täytyy päättää mitä omaisuuseriä se ostaa taseeseensa. Määrällisessä keventämisessä pääsääntöisesti keskitytään ostamaan pitkän aikavälin valtion joukkovelkakirjalainoja suoraan pankeilta. Tälle on kaksi syytä. Ensimmäiseksi valtion velkapaperien tuotot toimivat vertailukohteena, kun arvostetaan riskisempiä arvopapereita. Valtion velkapapereiden ostojen seurauksena yksityisesti liikkeelle laskettujen arvopapereiden tuottojen odotetaan laskevan samanaikaisesti valtion joukkovelkakirjalainojen tuottojen kanssa. Toiseksi, jos pitkäaikaiset korot laskevat, tämä nostaa pitkäaikaisten investointien määrän kasvua ja siten nostaa kokonaisyksityntää, joka tukee hintavakautta. (Smaghi, 2009.)

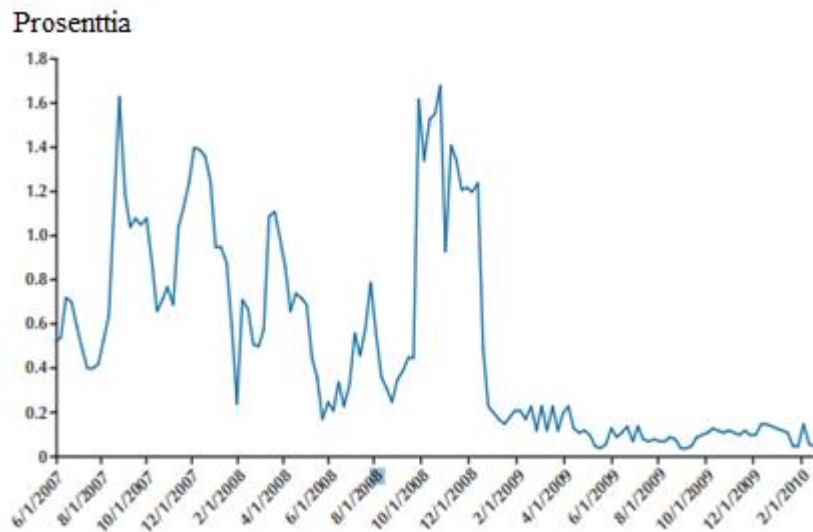
Vilmi (2012) esittää määrällisen keventämisen vaikutuksista Yhdysvalloissa erityisesti yrityslainojen korkoihin. Yhdysvalloissa yrityslainojen korot nousivat finanssikriisin jälkeen 6 prosentista aina yli 9 prosenttiin ennen kuin Fed oli ilmoittanut ensimmäisen osto-ohjelmansa (QE1) aloittamisesta. Fedin ilmoitettua QE1 aloittamisesta marraskuussa vuonna 2008 yrityslainojen ja asuntolainojen korot alkoivat laskea selvästi ja vuonna 2010 yrityslainojen korot olivat takaisin 6 prosentin luokkaa. Vilmin mukaan määrällisen keventämisen vaikutus valtion velkakirjojen korkoihin ei ollut yhtä selkeä kuin yrityslainojen ja asuntolainojen korkoihin. Yhdysvalloissa 10 vuoden valtionlainojen korot laskivat noin 1 prosenttiyksikön QE1 ilmoitusten seurauksena ennen Fedin aloittamaa määrällisen keventämisen toista vaihetta (QE2). Neelyn (2011) mukaan QE1 kiihdytti Yhdysvaltojen inflaatio-odotuksia, jotka kasvoivat 0,80 prosenttiyksikköä valtion velkakirjojen avulla laskettuna. Vilmin mukaan tämä ei osoita määrällisen keventämisen vaikutuksesta inflaatio-odotuksiin pitkällä aikavälillä, koska inflaatio-odotuksien kasvu Yhdysvalloissa oli seurausta markkinoiden välittömästä reaktiosta QE1 ilmoitusten jälkeen. Fedin suorittamien osto-ohjelmien arvioidaan kasvattaneen Yhdysvalloissa pohjainflaatiota 0,5-1

prosenttiyksikköä. Vilmin mukaan tämä vaikutus ei ole kuitenkaan pysyvää, vaan inflaatiovaikutus perustuu täysin osto-ohjelmiin, joiden loppuessa inflaatiovaikutus häviää niiden mukana. (Vilmi, 2012.)

Blinder (2010) lisää, että määrällisen keventämisen avulla keskuspankki pystyy käyttämään rahapolitiikkaansa tehokkaasti rahamarkkinoiden ollessa likviditeettiloukussa. Määrällisellä keventämisellä keskuspankki pystyy pienentämään korkomarkkinoiden vaihteluväliä vaikuttamalla laskevasti markkinakorkoihin liitettyihin riskipremioihin. Riskipremioita laskemalla keskuspankki onnistuu pienentämään vaihteluväliä lyhyiden ja pidemmän aikavälin korkojen välillä. Blinderin mukaan Fedin suorittamat määrälliset keventämiset olivat onnistuneita, koska se onnistui pienentämään korkojen välisiä eroja osto-ohjelmillaan. Alle olevat kuviot 4 ja 5 havainnollistavat eri korkojen välistä vaihteluväliä, joita Fed on pystynyt pienentämään vuonna 2009 aloitetuilla määrällisen keventämisen osto-ohjelmilla. Kuvio 4 esittää vaihteluväliä kolmen kuukauden rahoitusalan yrityksen arvopaperin ja kolmen kuukauden valtion velkakirjan korkojen välillä. Kuvio 5 esittää Moody'sin luokitteleman Baa-luottoluokituksen saaneen yrityksen velkakirjan ja 10 vuoden maturiteetin omaavan valtion velkakirjan korkojen välistä vaihteluväliä. (Blinder, 2010.)



Kuvio 3 Hajonta kolmen kuukauden rahoitusalan yrityksen arvopaperin ja kolmen kuukauden valtion velkakirjan korkojen välillä (Blinder 2010).



Kuvio 4 Moody'sin luokittelman Baa-luottoluokituksen saaneen yrityksen velkakirjan ja 10 vuoden maturiteetin omaavan valtion velkakirjan korkojen välinen hajonta (Blinder 2010).

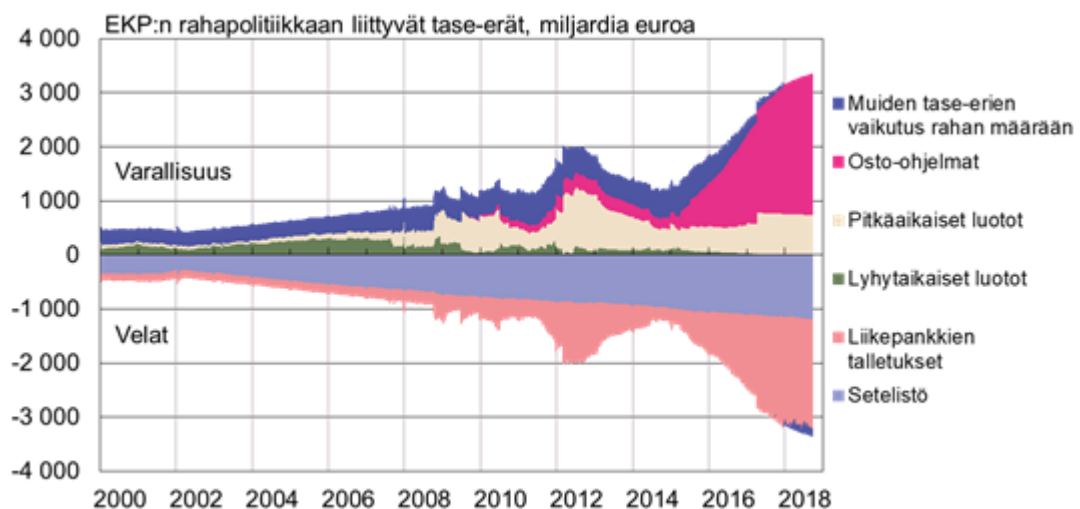
EKP tiedotti vuonna 2018, että arvopapereiden osto-ohjelma on heidän tärkein rahapoliittinen keinonsa, millä pystyttiin vakauttamaan rahoitusmarkkinoita korkojen ollessa ennätys matalalla. Negatiivinen korkopolitiikka on tukenut EKP:n osto-ohjelmaa portfoliokanavan välityksellä, millä pystyttiin rohkaisemaan liikepankkeja ennemmin lisäämään antolainausta eikä keräämään likviditeettiä. Osto-ohjelman signalointikanavan vaikutuksella tuettiin EKP:n ennakoivaa viestintää koskien korko-odotuksia. Omaisuuserien ostoilla annetaan rahoitusmarkkinoille vahvaa signaalia siitä, että ohjaukset tulevat pysymään matalalla tasolla vielä pidemmän aikaa. (EKP, 2018.)

Freystätter (2016) tarkentaa, että EKP:n laajamittaisilla arvopapereiden osto-ohjelmilla oli useiden tutkimusten perusteella merkittäviä vaikutuksia pidemmän aikavälin korkoihin euroalueella. Osto-ohjelmien alentava vaikutus yli 10 vuoden korkoihin oli ollut 30–60 korkopistettä, joka vastaa 0,3–0,6 prosenttiyksikön laskua koroissa. (Freystätter, 2016).

Suomen Pankki (2016) toteaa, että EKP:n suorittamilla laajennetuilla osto-ohjelmilla on ollut positiivinen ja merkittävä vaikutus Suomen talouden kehitykseen. Suomen Pankki arvioi, että joulukuun 2015 ja maaliskuun 2016 välisenä aikana tehtyjen EKP:n omaisuuserien osto-ohjelmien arvioidaan kasvattavan Suomen bruttokansantuotetta

(BKT) noin 0,5 prosenttia. Suoritetut osto-ohjelmat ovat myös kiihdyttäneet inflaatiovauhtia, mikä olisi ilman osto-ohjelmia jäänyt 0,3 prosenttiyksikköä hitaammaksi vuonna 2016. (Suomen Pankki, 2016.)

EKP:n neuvosto päätti joulukuussa 2018, että osto-ohjelmiin kuuluneet omaisuuserien ostot päättyvät vuoden loppuun mennessä. Samalla täsmennettiin ennakoivan viestinnän avulla, että EKP:n taseessa olevien omaisuuserien erääntyessä nämä saadut pääomat uudelleen sijoitetaan. Uudelleen sijoituksia tehdään pidemmän aikaa, vielä senkin jälkeen kun EKP alkaa nostamaan ohjauskorkojaan. Uudelleen sijoituksilla vahvistetaan likviditeettitilannetta ja tuetaan kasvua elvyttävää rahapolitiikkaa. (EKP, 2018.) Kuvio 6 havainnollistaa EKP:n taseen koon ja rakenteen muutosta EKP:n aloitettua osto-ohjelmansa vuonna 2014.



Kuvio 5 EKP:n taseen koon ja rakenteen muutos EKP:n aloitettua osto-ohjelmansa vuonna 2014 (Suomen Pankki, 2018).

4.4 EKP:n rahapolitiikan normalisointi

EKP:n vuoden 2018 tekemän ilmoituksen mukaan se lopettaa osto-ohjelmansa vuoden loppuun mennessä ja samalla ilmoitettiin, että osto-ohjelman kohteena olleista arvopapereista saadut pääomat uudelleen sijoitetaan. Tämä oli ensimmäinen askel kohti rahapolitiikan normalisointia jo kymmenen vuoden ajan kestäneen elvyttävän rahapolitiikan jälkeen. Rahapolitiikan normalisoinnissa on kyse rahapolitiikan kiristämisestä, missä luovutaan epätavanomaisen rahapolitiikan keinoista asteittain.

Normaaliolosuhteissa EKP kiristäisi rahapolitiikkaa nostamalla ohjauskorkoaan. Kuitenkin finanssikriisin jälkeen käyttöön otetut epätavanomaiset keinot ovat tiputtaneet ohjauskoron nollassoon ja lyhyet markkinakorot negatiivisiksi, joten kiristämistä ei voida toteuttaa ohjauskorkoa nostamalla. Normalisoinnissa täytyy ottaa huomioon, että rahapolitiikan tulee silti olla elvyttävää, jotta inflaatiövauhti kasvaa ja se tulee pysymään EKP:n tavoitetasossa eli lähellä kahta prosenttia. Tämä tarkoittaa sitä, että tavanomaisen rahapolitiikan keinojen tulee pystyä elvyttämään taloutta, jotta epätavanomaiset rahapolitiikan keinot voidaan purkaa. (Suomen Pankki, 2018.)

Epätavanomaisten rahapolitiikan keinojen purkaminen on pitkä prosessi, josta EKP tiedotti 12.9.2019 pidetyn kokouksen yhteydessä. EKP jatkaa jo lopetettua arvopapereiden osto-ohjelmaansa 20 miljardin kuukausivauhdilla. Vauhti on kuitenkin maltillisempi kuin vuoden 2018 osto-ohjelman volyymi. EKP ilmoitti, että osto-ohjelmaa jatketaan niin kauan kuin on tarpeen, jotta vahvistetaan ohjauskorkojen elvyttävää vaikutusta. Osto-ohjelma lopetetaan, kun EKP aloittaa ohjauskorkojen nostamisen. (EKP, 2019.)

5 YHTEENVETO

Epänormaalit talouden olosuhteet ovat seurausta vuonna 2008 alkaneesta finanssikriisistä, minkä vaikutukset näkyvät vielä tänäkin päivänä. Talouden elvyttäminen finanssikriisin jäljiltä on ajanut EKP:n ja muut keskuspankit laskemaan ohjauskorkojaan aina nollarajaan asti, mikä on tehnyt tavanomaisen rahapolitiikan toteuttamisesta yksistään tehotonta.

Keskuspankit ovat ennakoivan viestinnän, laadullisen keventämisen ja määrällisen keventämisen avulla nopeuttaneet inflaatiovauhtia, ja saavuttaneet tavoittelemansa hintavakaustavoitetta näinä talouden epävakaina aikoina. Nämä kolme epätavanomaista rahapolitiikan keinoa täydentävät toisiaan keskuspankkien käytössä ja yhdessä tuottavat paremman tuloksen kuin yksistään käytettynä. EKP ja Fed ovat tehostaneet osto-ohjelmiensa vaikuttavuutta ennakoivalla viestinnällä. Ennakoivan viestinnän avulla nämä keskuspankit ovat vahvistaneet laadullisen ja määrällisen keventämisen osto-ohjelmien vaikutuksia, jo ennen kuin omaisuuseriä on ostettu keskuspankkien toimesta.

EKP on viestinyt syksyllä 2019, että näitä epätavanomaisia rahapolitiikan keinoja jatketaan edelleen. Fed on aloittanut jo ohjauskorkojensa nostamisen ja pystynyt normalisoimaan rahapolitiikkansa toisin kuin EKP. Euroalueella vallitseva epävakaus ja hidastunut inflaatiovauhti estää EKP:n rahapolitiikan normalisoinnin aloittamista ja viestinnän mukaan vielä ei ole tietoa milloin epätavanomaisten rahapolitiikan keinojen käytöstä luovutaan.

LÄHTEET

- Blinder, A. S. (2010). Quantitative easing entrance and exit strategies Retrieved from <https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.gbv634537202>
- Bordes, C. (2007). Price stability and the ECB'S monetary policy strategy. IDEAS Working Paper Series from RePEc, Retrieved from <https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.proquest1698412083>
- Bowdler, C. (2012). Unconventional monetary policy: The assessment. Oxford Review of Economic Policy, 28(4), 603-621. doi:10.1093/oxrep/grs037
- Campbell, J. R. (2012). Macroeconomic effects of federal reserve forward guidance. Brookings Papers on Economic Activity, 2012(1), 1-80. doi:10.1353/eca.2012.0004
- Euroopan keskuspankki. (2011). EKP:N rahapolitiikka 2011. ([3. uud. p.] ed.). Frankfurt am Main: Euroopan keskuspankki: Eurojärjestelmä. Retrieved from <https://oula.finna.fi/Record/oula.1215282>
- Euroopan keskuspankki. (2014). The ECB's forward guidance.4(Monthly bulletin), 65-74. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201404en.pdf>
- Euroopan keskuspankki. (2018). Assessment of quantitative easing and challenges of policy normalisation. Retrieved from https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180314_2.en.html
- Euroopan keskuspankki. (2018). Monetary policy decisions. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181213.en.html>
- Euroopan keskuspankki. (2019). EKP, EKPJ ja eurojärjestelmä. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.fi.html>
- Euroopan keskuspankki. (2019). The eurosystem's instruments. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.fi.html>
- Euroopan keskuspankki. (2019). Monetary policy decisions. Retrieved from <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912~08de50b4d2.en.html>
- Farmer, R. (2012). Qualitative easing: How it works and why it matters. IDEAS Working Paper Series from RePEc, Retrieved from <https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.proquest1698261212>
- Filardo, A. (2014). Forward guidance at the zero lower bound. BIS Quarterly Review : International Banking and Financial Market Developments, 37-53. Retrieved from <https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.gbv782881688>

- Freystätter, H. (2016). Alustavia arvioita EKP:N määrällisen keventämisen vaikutuksista. Retrieved from https://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/wp-content/uploads/2016/12/kak-4_2016-freyst%C3%A4tter.pdf
- Gagnon, J. (2011). Large-scale asset purchases by the federal reserve: Did they work? Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review, 41. Retrieved from https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.gale_ofa256603212
- Hicks, J. R. (1937). Mr. keynes and the "classics" a suggested interpretation. Readings in Macroeconomics, 137-145. Retrieved from <https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.gbv487928172>
- Joyce, M. (2012). Quantitative easing and unconventional monetary policy – an introduction*. Economic Journal, 122(564), F271-F288. doi:10.1111/j.1468-0297.2012.02551.x
- Krugman, P. (1998). It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. Brookings Papers on Economic Activity, (2), 137. Retrieved from https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.gale_ofa54173802
- Krugman, P. (2000). Thinking about the liquidity trap. Journal of the Japanese and International Economies, 14(4), 221-237. doi:10.1006/jjie.2000.0458
- Kuusisto, M., & Newby, E. (2014). Rahapolitiikan toteuttaminen nollakorkorajalla - ja sen alapuolella. Retrieved from <https://helda.helsinki.fi/bof/handle/123456789/13330>
- Mckay, A. (2015). The power of forward guidance revisited. NBER Working Paper Series, 20882. doi:10.3386/w20882
- Morgan, P. (2010). The role and effectiveness of unconventional monetary policy. Korea and the World Economyformerly the Journal of the Korea Economy, 11(1), 55-102. Retrieved from https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.nurimedia_s1642514
- Pohjola, M. (2014). Taloustieteen oppikirja (11. uud. p. ed.). Helsinki: Sanoma Pro. Retrieved from <https://oula.finna.fi/Record/oula.1398685>
- Schwartz, A. J. (1998). Why financial stability depends on price stability. () Retrieved from <https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.gbv320974960>
- Smaghi, L.B. (2009). Conventional and Unconventional Monetary Policy. Frankfurt, Germany: European Central Bank
- Smith, A. (2015). Has forward guidance been effective? Economic Review - Federal Reserve Bank of Kansas City, 57-IV. Retrieved from <https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.proquest1750971751>

- Suomen Pankki. (2016). EKP:N laajennettu osto-ohjelma tukenut suomen talouskasvua.5 Retrieved from <https://www.eurojatalous.fi/fi/2016/5/ekp-n-laajennettu-osto-ohjelma-tukenut-suomen-talouskasvua/>
- Suomen Pankki. (2018). Rahapolitiikkaa normalisoidaan asteittain ja ennakoidusti. [Http://www.Eurojatalous.Fi](http://www.eurojatalous.fi), Retrieved from <https://helda.helsinki.fi/bof/handle/123456789/15916>
- Vilmi, L. (2012). Rahapolitiikan määrällinen keventäminen. Euro & Talous. Rahapolitiikka Ja Kansainvälinen Talous, Retrieved from <https://helda.helsinki.fi/bof/handle/123456789/13050>
- Woodford, M. (2013). Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound. The Changing Policy Landscape: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, Wyo., Aug.30 - Sept.1, 2012, 185-288. Retrieved from <https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.gbv767217284>
- Woodford, M. (2012). Unjustified skepticism on portfolio balance (a seriously wonky rebuttal). States News Service Retrieved from https://oula.finna.fi/PrimoRecord/pci.gale_ofa302600295