



Vastaavatko markkinaodotukset EKP:n ennakoivaa viestintää?

28.9.2017 – Analyysi – Rahapolitiikka



Tomi Kortela



Maria Eskelinen

Keskuspankki voi elvyttää taloutta lupaamalla pitää korot matalina tulevaisuudessa. Tätä kutsutaan ennakoivaksi viestinnäksi. Ennakoivan viestinnän tehokkuutta voidaan arvioida sen perusteella, kuinka viestintä vaikuttaa markkinoiden korko-odotuksiin. Tässä artikkelissa analysoidaan, kuinka hyvin EKP:n ennakoiva viestintä on onnistunut ohjaamaan markkinaodotuksia. Tarkastelu osoittaa, että EKP:n viimeaikainen ennakoiva viestintä on ollut erityisen tehokasta silloin, kun se on suoraan kytketty omaisuuserien osto-ohjelman kesto.



Ennakoiva viestintä rahapolitiikan välineenä

Ennakoiva viestintä voidaan määritellä keskuspankin ilmoitukseksi rahapolitiikan tulevasta mitoituksesta. Perinteisemmin se on viestintää ohjuskoron tulevasta kehityksestä. Ennakoiva viestintä voi olla tehokas rahapolitiikan väline talouskasvun vahvistamiseksi erityisesti tilanteessa, jossa korkojen efektiivinen alaraja rajoittaa lyhyiden korkojen laskua. Tämän politiikan tehokkuus pohjautuu siihen, että talouden

kehitykseen vaikuttavat niin lyhyiden korkojen nykyhetken taso kuin niiden tuleva urakin, sillä investointi- ja kulutus päätökset perustuvat myös odotuksiin korkojen tulevasta kehityksestä.^[1]

Ennakoivan viestinnän tehokkuus perustuu keskuspankin kykyyn vaikuttaa markkinoiden odotuksiin lyhyiden korkojen tulevasta kehityksestä. Jos keskuspankki pystyy laskemaan lyhyiden korkojen odotettua uraa ennakoivan viestinnän avulla, se pystyy alentamaan myös pitkiä korkoja, sillä ne muodostuvat osaltaan lyhyiden korkojen perusteella. Jos ennakoiva viestintä ei vaikuta markkinoiden odotuksiin, sen vaikutukset jäävät rajallisiksi.

Tässä artikkelissa tarkastellaan, ovatko markkinaodotukset EKP:n neuvoston ennakoivan viestinnän mukaiset. Etenkin analysoidaan markkinoiden odotuksia koronnoston ajoituksesta eli päivämäärästä, jona EKP:n odotetaan nostavan ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran. Näitä odotuksia verrataan EKP:n ennakoivaan viestintään. Erityisesti tarkastellaan, kuinka EKP:n omaisuuserien osto-ohjelma on vaikuttanut odotuksiin lyhyiden korkojen kehityksestä.

Tarkastelun perusteella markkinoiden odotukset osoittautuvat EKP:n ennakoivan viestinnän mukaisiksi. Ennakoiva viestintä, jossa koronnoston ajoitus kytketään omaisuuserien netto-ostojen lopettamiseen, näyttää osoittautuneen tehokkaaksi välineeksi vaikuttaa markkinoiden odotuksiin korkojen tulevasta kehityksestä.

Delfoilainen tai odysseialainen ennakoiva viestintä

Ennakoiva viestintä voidaan jakaa kahteen alatyypin: delfoilaiseen ja odysseialaiseen.^{[2], [3]} Delfoilainen ennakoiva viestintä on keskuspankin avoimesti ilmaisema ennuste tai odotus talouden tulevasta tilasta tai rahapolitiikan tulevasta mitoituksista. Delfoilainen ennakoiva viestintä on tehokasta, jos markkinoilla on käsitys, että keskuspankillä on muita parempaa tietoa talouden tai rahapolitiikan kehityksestä. Delfoilainen ennakoiva viestintä ei kuitenkaan koskaan sitouta keskuspankkia toimiin – se on ainoastaan ennustus. Tyypillinen esimerkki delfoilaisesta ennakoivasta viestinnästä löytyy Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitean joulukuussa 2008 antamasta lausunnosta^[4], jossa todetaan, että ”avomarkkinakomitea *odottaa*, että heikko taloustilanne todennäköisesti edellyttää ohjauskoron (federal funds) pitämistä poikkeuksellisen alhaisena jonkin aikaa.”

Delfoilaisen ennakoivan viestinnän mahdollinen ongelma on sitoutumisen puute. Ennakoivan viestinnän tehokkuus perustuu sen kykyyn vaikuttaa markkinoiden odotuksiin rahapolitiikan tulevasta mitoituksista. Ilman sitoutumista tiettyihin tuleviin

1. Toinen vaikutuskanava on inflaatio-odotusten kasvu, joka laskee reaalisia korkoja, mikä taas kannustaa lisäämään kulutusta nykyhetkenä. Tarkemmin, ks. Eggertsson – Woodford (2003).

2. Campbell ym. (2012).

3. Termit delfoilainen ja odysseialainen viittaavat Kreikan tarustoon. Ilmaus ”delfoilainen” liittyy taruston Delfoin oraakkeliin, ja käsitteellä ”odysseialainen” puolestaan viitataan erityisesti Odysseian kohtaan, jossa Odysseus antaa sitoa itsensä laivan mastoon, jotta kykenisi vastustamaan seireenien kutsua niin, että nämä eivät saisi häntä harhautumaan.

4. Avomarkkinakomitean lausunto 16.12.2008.

rahapoliittisiin toimiin ennakoiva viestintä ei kuitenkaan välttämättä vaikuta markkinoiden odotuksiin. Siksi delfoilainen ennakoiva viestintä ei ehkä ole kovin tehokasta. Keskuspankit voivatkin käyttää muuntyyppistä ennakoivaa viestintää, jolla annetaan vahvempi sitoumus tulevasta rahapolitiikasta.

Odyssseialainen ennakoiva viestintä sitouttaa keskuspankin julkisesti tiettyihin ennalta määriteltyihin rahapoliittisiin toimenpiteisiin ja voi siten olla tehokkaampaa kuin vastaava delfoilainen viestintä. Odyssseialainen ennakoiva viestintä saattaa kuitenkin kärsiä aikaepäjohdonmukaisuudesta: kun talous alkaa elpyä, keskuspankille voi tulla houkutus nostaa korkoja luvattua nopeammin. Jos markkinat odottavat keskuspankilta aikaepäjohdonmukaisia toimia, ennakoiva viestintä ei todennäköisesti vaikuta rahapolitiikan tulevaa mitoitusta koskeviin odotuksiin eikä sillä ole elvyttävää vaikutusta talouteen. Keskuspankit ovat pyrkineet lisäämään ennakoivan viestintänsä uskottavuutta käyttämällä viestinnässä erilaisia sidonnaisuuksia eli aika- ja tilasidonnaisuutta.

Aikaan sidottu odyssseialainen ennakoiva viestintä on selkeästi kytköksissä kalenteriin. Esimerkiksi Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitea totesi elokuussa 2011: ”Avomarkkinakomitea odottaa nyt, että taloustilanne...edellyttää ohjauskoron pitämistä poikkeuksellisen alhaisena *ainakin vuoden 2013 puoliväliin*”.^[5] Tilaan sidotussa odyssseialaisessa ennakoivassa viestinnässä sitä vastoin politiikkatoimet riippuvat talouden näkymistä tai tietyistä talouden muuttujista. Avomarkkinakomitea käytti tällaista viestintää joulukuussa 2012, jolloin se totesi lausunnossaan seuraavasti: ”avomarkkinakomitea...ennakoi tällä hetkellä ohjauskoron vaihteluvälin pysyvän poikkeuksellisen alhaisena ainakin niin kauan kuin *työttömyysaste on yli 6,5 %*”.^[6] Tehostaakseen ennakoivan viestintänsä uskottavuutta keskuspankki voi myös kytkeä siihen muita epätavanomaisia politiikkavälineitä.

Arvopaperiostot sitoutumisen välineenä

Ennakoivan viestinnän lisäksi keskuspankit voivat käyttää myös muita epätavanomaisia rahapoliittisia toimia tilanteessa, jossa korkojen alaraja rajoittaa ohjauskoron laskua. Tärkeimpiä epätavanomaisia toimia ovat keskuspankin laajamittaiset arvopaperiostot, joita kutsutaan myös määrälliseksi keventämiseksi. Määrällinen keventäminen vaikuttaa markkinoihin kahta kautta: portfolio- ja signaalintikanavan. Portfoliovaikutuksesta on kyse silloin, kun investojien edellyttämä korvaus riskipitoisten arvopaperin hallussapidosta pienenee, koska keskuspankki on ostanut riskillisiä erää sijoittajien salkuista. Tämän myötä riskipitoisten omaisuuserien – kuten pitkäaikaisten valtion joukkolainojen ja yrityslainojen – tuotot pienenevät, mikä laskee taloudessa vallitsevaa korkotasoa.

Toista kanavaa eli signaalintikanavaa on joskus vaikea erottaa ennakoivasta viestinnästä.^[7] Sitoutumalla laajamittaiseen määrällisen keventämisen ohjelmaan, jonka kesto on tiedossa, keskuspankki voi signaaloida sitoumuksensa kevyempään

5. Avomarkkinakomitean lausunto 9.8.2011.

6. Avomarkkinakomitean lausunto 12.12.2012.

7. Ennakoivaa viestintää ja määrällisen keventämisen vaikutuksia tarkastellaan lähemmin teoksessa Krishnamurthy – Vissing-Jorgensen (2011).

rahopolitiikan mitoitukseen pidemmäksi aikaa eli vähintään ohjelman loppuun asti. Määrällinen keventäminen toimii sitoutumisen välineenä ennakoivassa viestinnässä, sillä koronnosto on melko epätodennäköistä ajanjaksona, jona keskuspankki harjoittaa määrällistä keventämistä. Näin ollen ennakoiva viestintä ja muut epätavanomaiset rahapolitiikan välineet voivat yhdessä vahvistaa rahapolitiikan mitoitusta.

EKP:n ennakoiva viestintä ja omaisuuserien ostojen kesto

EKP otti ennakoivan viestinnän käyttöön heinäkuussa 2013, jolloin EKP:n neuvosto totesi, että ”ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alemmina pidemmän aikaa”. Lausunnon tarkoituksena oli tuolloin ennen kaikkea suojata euroalueen rahamarkkinoita Yhdysvaltain markkinoiden volatiliteetilta eikä niinkään toimia aktiivisena välineenä talouden elvyttämiseksi.^[8] Tämän jälkeen ennakoiva viestintä on ollut tärkeä osa EKP:n rahapolitiikkaa. EKP:n ennakoiva viestintä on ajan mittaan muuttunut (taulukko 1). EKP:n neuvosto on myös ilmoittanut muutoksista omaisuuserien osto-ohjelman aiottuun vähimmäiskeston: ohjelma sekä ennakoiva viestintä ovat kytköksissä toisiinsa – erityisesti ennakoivan viestinnän myöhemmässä vaiheessa.

Taulukko 1.

8. Praet (2016) tarkastelee EKP:n ennakoivan viestinnän aloittamisen perusteluja.

EKP:n ennakoivan viestinnän keskeiset muutokset

Päivämäärä	Ennakoiva viestintä	EKP:n ilmoittama omaisuuserien osto-ohjelman aiottu vähimmäiskesto
4.7.2013	"EKP:n neuvosto odottaa EKP:n rahapoliittisten korkojen pysyvän nykyisellä tasollaan tai sitä alemmina pidemmän aikaa. "	–
22.1.2015	"EKP:n neuvosto päätti ennakoivan viestintänsä mukaisesti jättää EKP:n ohjauskorot ennalleen."	"Ostoja jatketaan ainakin vuoden 2016 syyskuun loppuun saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiovauhdin palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiseksi eli hieman alle kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä."
3.12.2015	"EKP:n neuvosto odottaa EKP:n rahapoliittisten korkojen pysyvän nykyisellä tasollaan tai sitä alemmina pidemmän aikaa. " ¹⁾	"Noin 60 miljardin euron kuukausittaisia ostoja on tarkoitus jatkaa ainakin vuoden 2017 maaliskuun loppuun asti ja tarvittaessa sen jälkeenkin."
10.3.2016	"Ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alemmina pidemmän aikaa ja vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin. "	"...päädettiin lisätä laajennetussa omaisuuserien osto-ohjelmassa tehtävien kuukausittaisten ostojen määrää nykyisestä 60 miljardista eurosta 80 miljardiin euroon. Ostoja jatketaan ainakin vuoden 2017 maaliskuun loppuun saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin"
8.12.2016	"Ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellä tasolla tai sitä alemmina pidemmän aikaa ja vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin. "	"Huhtikuusta 2017 lähtien ostoja tehdään 60 miljardin euron arvosta kuukaudessa. Näin on tarkoitus toimia joulukuun 2017 loppuun saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin"

1) Tarkasti ottaen joulukuun 2015 lausunto ei näytä sisältävän ennakoivaa viestintää korkojen tulevasta polusta sen jälkeen, kun talletuskorko oli laskettu –0,30 prosenttiin. Koska kuitenkin sekä loka- että tammikuun kokouksien jälkeinen ennakoiva viestintä sisälsi muotoilun "nykyisellä tasollaan tai sitä alemmina", jätetään tässä yksinkertaistamisen vuoksi huomiotta ennakoivan viestinnän muutos joulukuussa.

Lähde: Suomen Pankki.

EKP:n ennakoivassa viestinnässä voidaan hahmottaa kolme vaihetta. Ensimmäinen on delfoilainen avoimeksi jätetty ennakoivan viestinnän vaihe heinäkuusta 2013 ja tammikuuhun 2015. Toinen vaihe alkoi laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman käyttöönotosta tammikuussa 2015. Tuolloin ennakoivaan viestintään lisättiin aikaan ja talouden tilaan sidottu osa, joka koski ohjelman kestoa, mutta ennakoiva viestintä korkojen kehityksestä pysyi muuttumattomana. Tässä vaiheessa korkojen kehitystä koskevan ennakoivan viestinnän uskottavuutta vahvistettiin kuitenkin omaisuuserien osto-ohjelman signalointikanavan avulla. Maaliskuussa 2016 alkaneessa kolmannessa vaiheessa korkoja koskevaan ennakoivaan viestintään lisättiin selkeästi aikaan sidottu osa, kun EKP:n neuvosto totesi, että ohjauskorkoa ei nosteta ennen omaisuuserien ostojen päättymistä. Toisessa vaiheessa omaisuuserien osto-ohjelma ja korkoja koskeva ennakoiva viestintä olivat kytkettyinä toisiinsa ainoastaan osto-ohjelman signalointikanavan kautta. Sitä vastoin kolmannessa vaiheessa ostojen päättymisen ja koronnostojen ajoituksen kytkeminen toisiinsa tuo korkoja koskevaan ennakoivaan viestintään aikaan sidotun odysseialaisen elementin. Näin ollen omaisuuserien osto-ohjelma tukee korkojen kehitystä koskevaa ennakoivaa viestintää enemmän kolmannessa kuin toisessa vaiheessa. Kolmas vaihe sisältää myös delfoilaisen osan eli ennakoivan viestinnän korkojen kehityksestä osto-ohjelman päättymisen jälkeen, kuten käy ilmi muotoilusta ”vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin”.

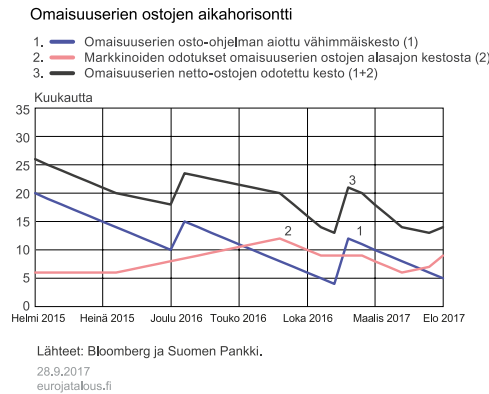
Yhtäläisenä piirteenä EKP:n ennakoivassa viestinnässä on, että se antaa ymmärtää korkojen olevan alemmalla tai nykyisellä tasolla vielä jonkin aikaa. Toisin sanoen ennakoivan viestinnän mukaan EKP ei ainakaan nosta korkoja vallitsevalta tasolta vähään aikaan. Ennakoivaa viestintää voi siten kuvailla koronnoston aikahorisontilla eli ajanjaksolla, jonka odotetaan kuluvan ennen kuin EKP nostaa ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran.

Ennakoivan viestinnän ensimmäistä vaihetta on vaikea kuvailla koronnoston aikahorisontin perusteella, sillä EKP:n neuvosto käytti avoimeksi jätettyä ennakoivaa viestintää. Yhdysvaltalaisen tutkimustulosten perusteella menestyksekkäs avoimeksi jätetty ennakoiva viestintä näyttäisi luovan markkinoilla odotuksia, että koronnoston aikahorisontti on noin 12–18 kuukautta.^[9] Ennakoivan viestinnän kahden muun vaiheen tapauksessa voidaan antaa tarkempi koronnoston ajankohta, sillä EKP:n neuvosto on ilmoittanut omaisuuserien osto-ohjelman aiottun vähimmäiskeston. EKP:n ennakoiva viestintä koronnostoista sisältää viittauksen ”omaisuuserien netto-ostot”, minkä vuoksi on analysoitava myös ostojen mahdollisen alasajon kesto.^[10] Bloombergin kyselytutkimusten tuloksia voidaan käyttää määrittäessä, kuinka alasajon kesto koskevat odotukset ovat kehittyneet.^[11] Näitä molempia osatekijöitä – omaisuuserien osto-ohjelman aiottua vähimmäiskestoja sekä markkinoiden odotuksia ostojen alasajon kestosta – sekä niiden summaa, joka on omaisuuserien netto-ostojen odotettu kesto, tarkastellaan oheisessa kuviossa (kuvio 1). Tämä mittari kuvaa EKP:n ennakoivan viestinnän perusteella pääteltävissä olevaa koronnostoa edeltävää vähimmäisajanjaksoa, kun omaisuuserien osto-ohjelma on ollut voimassa.

9. Ks. esim. Swanson – Williams (2014), Swanson (2017) ja Moessner (2013).

10. Alasajolla tarkoitetaan tässä ajanjaksoa, jona keskuspankki vähentää ostojen nettomäärän nolnaan.

11. Kaikkia ajanjaksoja koskevia Bloombergin kyselytietoja ei ole saatavissa, mutta puuttuvat arvot on korvattu interpoloimalla ja ekstrapoloimalla lineaarisesti.



Kuvio 1

Omaisuserien osto-ohjelman aiottu vähimmäiskesto on kasvanut kahteen otteeseen, kun EKP:n neuvosto on pidentänyt osto-ohjelmaa, ensin 6 kuukauden verran joulukuussa 2015 ja sitten 9 kuukauden verran joulukuussa 2016 (kuvio 1). Kasvuhypähdysten jälkeen osto-ohjelman aiottu vähimmäiskesto lyhenee lineaarisesti ajan kuluessa, koska ostojen päättymisen ilmoitettu päivä lähenee. Odotukset ohjelman alasajon kestosta ovat vaihdelleet 6 ja 12 kuukauden välillä ohjelman käynnistymisestä lähtien. Näiden kahden mittarin summa vastaa omaisuserien netto-ostojen odotettua vähimmäiskestoa. Muutokset osto-ohjelman aiotussa vähimmäiskestossa muuttavat merkittävästi omaisuserien netto-ostojen odotettua kestoja kuvaavaa sarjaa tarkastelujakson alkupuolella, sillä ohjelman aiottu vähimmäiskesto oli melko pitkä. Ostojen alasajoa koskevien odotusten tärkeys kuitenkin lisääntyy sitä mukaa kuin ilmoitettu aiottu vähimmäiskesto lyhenee. Erityisesti tarkastelujakson lopussa alasajon keston muutokset alkavat dominoida odotettua kestoja kuvaavaa mittaria.

Tulosten kannalta voi olla ongelmallista, että omaisuserien netto-ostojen odotetun keston mittari on osaltaan johdettu suoraan markkinoiden odotuksista. Tämä saattaa luoda yhteyden markkinoiden odotusten ja tässä johdetun ostojen keston mittarin välille. Tämä puolestaan voi aiheuttaa endogeenisyysongelmaa, sillä näitä mittareita verrataan toisiinsa. Ostojen odotettuun kestoan vaikuttaa kuitenkin myös osto-ohjelman vähimmäiskeston lyheneminen, joka on riippumaton ostojen alasajo-odotuksista. Lisäksi ostojen odotetun keston mittarin nousu tarkastelujakson lopussa osoittaa, että ajan mittaan muuttuvat ostojen alasajo-odotukset ovat tärkeä ostojen odotettuun kestoan vaikuttava tekijä, jolloin muuttumattoman ostojen lopettamisjakson käyttö (esimerkiksi 6 kuukautta) johtaisi harhaisiin tuloksiin. Tästä syystä päädytäänkin kontrolloimaan muuttuvia ostojen alasajo-odotuksia.

Omaisuserien netto-ostojen odotettu kesto toimii vertailukohtana koronnoston aikahorisontille, jonka pitäisi näkyä korkojen kehityksessä, jos markkinoiden odotukset ovat EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset. Jos markkinaodotukset toisin sanoen ovat EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset, markkinat odottavat, että koronnostoa edeltävä ajanjakso on yhtä pitkä tai pidempi kuin omaisuserien osto-ohjelman odotettu kesto. Omaisuserien odotetun keston mittaria verrataan siis markkinoiden odotuksiin koronnoston aikahorisontista. Ensin on kuitenkin analysoitava, kuinka markkinoiden koronnosto-odotuksia arvioidaan.

Koronnoston aikahorisontin arvioiminen

Markkinoiden käsitystä ennakoivasta viestinnästä voidaan (karkeasti) arvioida termiinikorkojen perusteella, koska termiinikorot heijastavat markkinoiden odotuksia lyhyen koron tulevasta kehitysurasta.^[12] Termiinikorko on tuleva korko, joka voidaan laskea nykyhetkessä korkojen aikarakenteen pohjalta.^[13] Markkinoiden koronnosto-odotus ajoittuu siihen päivään, jona termiinikorko ylittää tietyn raja-arvon. Koronnoston raja-arvoksi määritellään tässä EKP:n kulloisenkin talletuskoron ylitys 0,25 prosenttiyksikön verran.^[14]

Termiinikorko lasketaan usein suoraan havaituista tuotoista. Tähän menetelmään liittyy kuitenkin kaksi mahdollista heikkoutta. Ensinnäkään suoraan havaituista tuotoista mitattu termiinikorko ei riipu ainoastaan lyhyiden korkojen odotetusta kehitysurasta, vaan siihen vaikuttaa myös aikapalkkio. Aikapalkkio on sijoittajien vaatima kompensatio pitkäaikaisen velan hallussapidosta sen sijaan, että sijoitus tehtäisiin lyhytaikaiseen velkaan ja uusittaisiin. On huomattava, että EKP:n laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman vuoksi aikapalkkiot ovat saattaneet viime aikoina muuttua negatiivisiksi, mikä voi johtaa koronnoston ajankohdan yliarviointiin. Pelkästään markkinaodotuksia mittaavaa termiinikorkoa ei havaita suoraan, vaan se pitää estimoida. Tämän analyysin estimaatit perustuvat Kortelan esittämään korkojen aikarakennemalliin vuodelta 2016.^[15]

Toiseksi efektiivinen alaraja vaikeuttaa lyhyiden korkojen tulevan kehityksen arvioimista, koska termiinikoron jakauman arvot alarajan alapuolella vastaavat itse alarajaa, eli jakauma on rajoitettu alhaalta. Tällöin termiinikorkojakauman keskiarvoon perustuva termiinikorko ei tuota optimaalista ennustetta koronnoston ajankohdasta, koska se johtaisi koronnoston aikahorisontin aliarviointiin.^[16] Tästä syystä markkinoiden odottaman koronnoston aikahorisontin arvioimiseksi käytetään termiinikorkojakauman moodin antamaa uraa.^[17]

Seuraavaksi tarkastellaan termiinikoron kolmea kehitysuraa ja koronnoston raja-arvoa 31.7.2017 (kuvio 2). Termiinikorko ”markkinahinnat” perustuu havaittuihin tuottoihin, jolloin aikapalkkio voi vaikuttaa sen kehitysuriaan. Kaksi muuta termiinikorkoa eli ”odotukset, keskiarvo” ja ”odotukset, moodi” kuvaavat korkouria, joista on poistettu

12. Tässä analyysissä ei oteta huomioon Jensenin epäyhtälön vaikutuksia. Epäyhtälön termin vaikutus lyhyisiin korkoihin on tyypillisesti pieni.

13. Euroalueella rahapolitiikkaa koskevia markkinaodotuksia voidaan arvioida käyttämällä yön yli -indeksiswapkorkoja (overnight index swap rates, OIS), joista saadaan pankkien välisiin vakuudettomiin yön yli -lainoihin perustuvan eoniakoron aikarakenne.

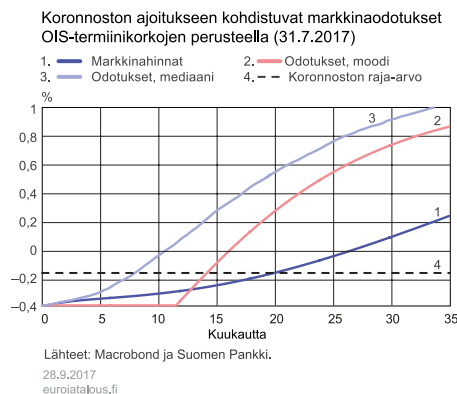
14. Tähän asti ohjauskoron noston suuruus on tavanomaisesti ollut 0,25 prosenttiyksikköä, ja EKP:n talletuskorko toimii ohjauskorkona silloin, kun pankkisektorilla on käytössään runsaasti ylimääräistä likviditeettiä.

15. Alhaisen korkotason vallitessa estimaateissa on otettava huomioon efektiivisen alarajan vaikutukset korkoihin. Muutoin tulokset voivat olla harhaisia. Tätä tarkoitusta varten aikarakennemalleissa käytetään yleisesti niin sanottuja varjokorkomalleja. Kortelan (2016) lisäksi ks. myös Lemke – Vladu (2016) ja Wu – Xia (2017).

16. Optimaalinen ennuste koronnoston ajankohdasta riippuu merkittävästi tappiofunktioista, jota käytetään ennusteiden tarkkuuden arvioinnissa. Tässä analyysissä käytetään absoluuttisen virheen tappiofunktioita.

17. Moodin antama kehitysura on hyvin lähellä koronnoston ajankohdan jakauman mediaania, joka on optimaalinen ennuste arvioituna absoluuttisen virheen tappiofunktion avulla. Koronnoston aikahorisontin estimoinnista tarkemmin, ks. Bauer – Rudebusch (2016).

aikapalkkion vaikutus. Keskiarvoon perustuva korkoura ei tuota optimaalista ennustetta toisin kuin moodiin perustuva korkoura. Tarkastelu (kuvio 2) osoittaa, että heinäkuun 2017 lopussa markkinat odottivat EKP:n neuvoston nostavan ohjauskorkoa efektiiviseltä alarajalta 14 kuukauden kuluttua eli syyskuussa 2018.



Kuvio 2

Tarkastelu tuo myös esiin kunkin termiinkoron ominaisuudet, joita jo edellä käsiteltiin (kuvio 2). Odotus koronnostosta voi yhtäältä tulla yliarvioituksi, jos se perustuu havaittuihin tuottoihin. Näin arvioituna korko nousisi 20 kuukauden kuluttua ("markkinahinnat" kuviossa 2). Toisaalta korkojen efektiivinen alaraja aiheuttaa termiinkoron kehitysuran jakaumaan epäsymmetriaa (keskiarvo on suurempi kuin moodi), mikä voi puolestaan johtaa koronnoston ajoituksen aliarviointiin. Tätä arviota käytettäessä korko nousisikin jo kahdeksan kuukauden kuluttua. Optimaalista ennustetta (arvioituna absoluuttisen virheen tappiofunktion avulla) kuvaa moodin antama ura, joka on siis 14 kuukautta, kuten aiemmin todettiin.

Ovatko markkinaodotukset EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset?

Tässä verrataan markkinoiden koronnosto-odotuksia vasten omaisuuserien ostojen odotettua kestoa sen selvittämiseksi, ovatko markkinaodotukset EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset. Jos markkinoiden odotukset koronnoston ajankohdasta vastaavat omaisuuserien ostojen odotettua kestoa tai ulottuvat sitä pidemmälle, markkinaodotukset eivät ole ristiriidassa EKP:n ennakoivan viestinnän kanssa. Tällöin täyttyy välttämätön edellytys, että odotukset ovat ennakoivan viestinnän mukaiset. Markkinaodotusten ja netto-ostojen odotetun keston kehitystä tarkastellaan seuraavaksi kolmessa vaiheessa edellä esitettyjen EKP:n ennakoivan viestinnän kolmen vaiheen mukaisesti (kuvio 3).



Kuvio 3

Ensimmäisessä vaiheessa heinäkuusta 2013 tammikuuhun 2015 EKP käytti avoimeksi jätettyä ennakoivaa viestintää. Yhdysvaltalaisen tutkimustulosten perusteella menestyksekkäs avoimeksi jätetty ennakoiva viestintä näyttäisi luovan markkinoilla odotuksia 12–18 kuukauden pituisesta koronnoston aikahorisontista. Koska markkinoiden odotukset pysyivät kutakuinkin tällä vaihteluvälillä, voidaan päätellä, että ensimmäisessä vaiheessa odotukset olivat EKP:n ennakoivan viestinnän mukaiset. Koronnosto-odotukset alkoivat vähitellen siirtyä myöhemmäksi vuoden 2014 aikana. Vaikka kehityksen tarkkoja taustatekijöitä ei voida määrittellä, kehitys voi viitata siihen, että odotukset määrällisen elvytyksen aloittamisesta alkoivat vahvistua erityisesti syksyllä 2014.

Ennakoivan viestinnän toisessa vaiheessa tammikuusta 2015 maaliskuun 2016 alkuun omaisuuserien netto-ostojen odotetun keston pitäisi muodostaa alaraja koronnoston ajankohtaa koskeville markkinaodotuksille signaalintikanavan kautta. Markkinoiden odotusten tulisi siis vähintään vastata tätä alarajaa. Näin kävikin alussa, kun markkinat odottivat koronnoston ajoittuvan jonkin verran omaisuuserien netto-ostojen odotettua kestoja myöhemmäksi. Keväällä 2015 inflaatio alkoi kuitenkin nopeutua ja talousnäkymät kohenivat, minkä myötä odotukset koronnoston ajoituksesta lähenivät ostojen odotetun keston alarajaa ja tilapäisesti jopa alittivat sen. Kun talousnäkymät jälleen heikkenivät, odotukset alkoivat voimakkaasti siirtyä myöhemmäksi. Markkinaodotukset olivat koronnostoa koskevan avoimeksi jätetyn ennakoivan viestinnän mukaiset myös toisessa vaiheessa, koska koronnoston aikahorisontti oli jatkuvasti yli 15 kuukautta. Aikahorisontti on jälleen siis linjassa aiempien yhdysvaltalaisen tutkimustulosten kanssa ja kutakuinkin sama kuin ennakoivan viestinnän ensimmäisessä vaiheessa. Aika ajoin markkinoiden odotukset koronnoston ajoituksesta kuitenkin alittivat omaisuuserien ostojen odotetun vähimmäiskeston, mikä viittaa siihen, että määrällisen elvytyksen signaalintikanava kykeni vain rajoitetusti kontrolloimaan lyhyen koron kehitykseen kohdistuvia odotuksia.

Maaliskuussa 2016 alkaneen ennakoivan viestinnän kolmannen vaiheen aikana EKP:n neuvosto ilmoitti, että ohjauskorot pysyvät nykyisellä tasolla tai sitä alemmina ”pidemmän aikaa ja vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin”. Viestimällä näin annettiin ymmärtää, että koronnosto ajoittuisi vasta EKP:n omaisuuserien ostojen päättymisen jälkeiseen aikaan. Ilmoitusta seuranneina kuukausina koronnosto-odotukset siirtyivät myöhemmäksi tulevaisuuteen osaksi talousnäkymien heikkenemisen

ja kesäkuussa 2016 pidetyn Britannian EU-kansanäänestyksen vuoksi. Tarkastelujakson lopussa ostojen odotettu kesto korreloi vahvasti markkinoiden koronnosto-odotusten kanssa ja näyttää muodostaneen odotuksille alarajan. Merkittävä havainto on, että toisen vaiheen aikana markkinoiden odotukset koronnoston ajoituksesta alittivat omaisuuserien ostojen odotetun keston, mutta kolmannen vaiheen aikana näin ei periaatteessa käynyt kertaakaan. Tämä viittaa siihen, että omaisuuserien osto-ohjelman keston kytketty aikaan sidottu ennakoiva viestintä kontrolloi tehokkaasti lyhyisiin korkoihin kohdistuvia markkinaodotuksia. Tulos on sopusoinnussa Yhdysvaltain keskuspankin ennakoivaa viestintää käsittelevien tutkimusten kanssa, sillä myös Yhdysvaltain keskuspankin aikasidonnaisen ennakoivan viestinnän on havaittu vaikuttaneen tehokkaasti markkinoiden odotuksiin.^[18]

Ennakoiva viestintä ollut menestyksekkäs osa epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia

Heinäkuusta 2013 lähtien EKP on soveltanut ennakoivaa viestintää tiedottaessaan korkojen tulevasta kehityksestä. Ennakoivaa viestintää voidaan pitää tehokkaana, jos se vaikuttaa tuleviin korkoihin kohdistuviin markkinaodotuksiin.

Analyysin perusteella markkinoiden odotukset EKP:n ensimmäisestä koronnostosta ovat olleet ennakoivan viestinnän mukaiset. Lisäksi analyysi osoittaa, että maaliskuusta 2016 lähtien sovellettu aikaan sidottu ennakoiva viestintä, jossa EKP:n ensimmäinen koronnosto on selkeästi kytketty omaisuuserien osto-ohjelman keston, on luonut tiukan alarajan koronnoston ajoitukseen kohdistuville markkinaodotuksille.

Vaikka euroalueen talouden elpyminen on vauhdittunut vuoden 2017 aikana, markkinoiden odotukset ensimmäisen koronnoston ajoituksesta eivät ole merkittävästi varhentuneet. Markkinaodotukset ovat jatkuvasti olleet sopusoinnussa EKP:n ennakoivan viestinnän mukaisen omaisuuserien ostojen keston kanssa. Ennakoivaa viestintää voidaan siis pitää onnistuneena osana euroalueella käyttöön otettuja epätavanomaisia rahapolitiittisia toimia.

Lähteet

Bauer, M. D. – Rudebusch, G. D. (2016) Monetary policy expectations at the zero lower bound. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(7), s. 1439–1465.

Bernanke, B. S. (2013) Communication and monetary policy. Speech at the National Economists Club Annual Dinner, Herbert Stein Memorial Lecture. Washington DC 9.11.2013.

Campbell, J. R. – Evans, C. L. – Fisher, J. D. – Justiniano, A. (2012) Macroeconomic effects of Federal Reserve forward guidance. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2012(1), s. 1–80.

Campbell, J. R. – Fisher, J. D. – Justiniano, A. – Melosi, L. (2017) Forward guidance and

18. Ks. esim. Cambell ym. (2017), Bernanke (2013) ja Femia ym. (2013).

macroeconomic outcomes since the financial crisis. NBER Macroeconomics Annual, 31(1), s. 283–357.

Eggertsson, G. B. – Woodford, M. (2003) Optimal monetary policy in a liquidity trap. NBER Working Paper No. 9968.

Femia, K. – Friedman, S. – Sack, B. (2013) The effects of policy guidance on perceptions of the Fed's reaction function. Staff Report No. 652. Federal Reserve Bank of New York.

Kortela, T. (2016) A shadow rate model with time-varying lower bound of interest rates. Bank of Finland Research Discussion Papers No. 19/2016.

Krishnamurthy, A. – Vissing-Jorgensen A. (2011) The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy. Brookings Papers on Economic Activity, s. 215–265.

Lemke, W. – Vladu, A. L. (2016) Below the zero lower bound: a shadow-rate term structure model for the euro area. Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 32/2016.

Moessner, R. (2013) Effects of explicit FOMC policy rate guidance on interest rate expectations. Economics Letters, 121(2), s. 170–173.

Praet, P. (2016) The ECB's monetary policy response to disinflationary pressures. Speech at ECB and Its Watchers XVII conference organised by Center for Financial Studies. Frankfurt 7.4.2016.

Swanson, E. T. (2017) Measuring the Effects of Federal Reserve Forward Guidance and Asset Purchases on Financial Markets. NBER Working Paper No. 23311.

Swanson, E. T. – Williams, J. C. (2014) Measuring the effect of the zero lower bound on medium-and longer-term interest rates. The American Economic Review, 104(10), s. 3154–3185.

Wu, J. C. – Xia, F. D. (2017) Time-varying lower bound of interest rates in Europe. Chicago Booth Research Paper No. 17-06.

Avainsanat

[markkinaodotukset](#), [ennakoiva viestintä](#), [EKP](#), [rahaspolitiikka](#)