Analyysi

Pandemian aikaiset rahapoliittiset toimet ovat elvyttäneet euroalueen taloutta

Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka | 16.09.2021 |

Jaakko Nelimarkka, Olli-Matti Laine

KIRJOITTAJAT



Jaakko Nelimarkka
Vanhempi ekonomisti



Olli-Matti Laine
Vanhempi ekonomisti

Koronapandemian aikana rahapolitiikan arvopaperiostot sekä pankkien lainanantoa tukeva politiikka ovat auttaneet välttämään syvemmän laman ja deflaation euroalueella. Arvopaperiostojen ansiosta kokonaistuotanto on kasvanut mallilaskelmien perusteella noin 2 prosenttiyksikköä nopeammin vuodessa ja inflaatio on ollut noin 0,5 prosenttiyksikköä nopeampaa vuosien 2020 ja 2021 aikana. Vastaavasti pandemian aikaiset pankkien luotonantoa tukevat rahoitusoperaatiot ovat voimistaneet kokonaistuotannon vuosikasvua noin 0,5 prosenttiyksikköä ja inflaatiota noin 0,2 prosenttiyksikköä. Ilman arvopaperiostoja kokonaistuotanto olisi jäänyt vuoden 2021 lopussa noin 3,5 % pienemmäksi ja kuluttajahinnat noin prosentin alemmiksi. Rahoitusoperaatiot ovat kasvattaneet vuoden 2021 loppuun mennessä kokonaistuotantoa noin prosentin ja nostaneet kuluttajahintoja noin 0,3 %.



Koronakriisin puhjettua EKP kevensi rahapolitiikkaansa useilla eri toimilla, joilla on pyritty vakauttamaan rahoitusmarkkinoita, tukemaan pankkien luotonantoa ja ylläpitämään keveitä rahoitusoloja. Merkittävimpiin toimiin on kuulunut osto-ohjelmien ja pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden laajentaminen. Maaliskuussa 2020 EKP kasvatti jo vuodesta 2014 saakka käynnissä ollutta omaisuuserien osto-ohjelmaansa (APP) ja aloitti uuden pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP), jota on pandemian aikana edelleen laajennettu. Lisäksi EKP on tehnyt muutoksia kohdennettuihin pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin (TLTRO) helpottaakseen pankkien lainanantoa. (Artikkeli pohjautuu kirjoittajien BoF Economics Review'n julkaisuun The effects of the ECB's pandemic-related monetary policy measures.)

Miten epätavanomaiset toimet vaikuttavat talouteen?

EKP:n pandemian aikana hyödyntämät työkalut ovat kaikki luonteeltaan erilaisia, minkä vuoksi myös niiden vaikutukset poikkeavat toisistaan. Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot alentavat pankkien rahoituskustannuksia ja lisäävät lainanantoa yksityiselle sektorille.[1] Näiden rahoitusoperaatioiden kautta pankit saavat keskuspankista lainaa, jonka korko riippuu pankin lainanannosta yrityksille ja kotitalouksille (pl. asuntolainat). Jos lainatut määrät ylittävät asetetun tavoitteen, keskuspankin myöntämän lainan korko laskee. Korko voi alimmillaan olla −1 %.

Osto-ohjelmat puolestaan alentavat erityisesti pitkiä korkoja ja edelleen rahoituskustannuksia useilla markkinoilla. Kun keskuspankki ostaa pitkän juoksuajan velkakirjoja, niiden saatavuus markkinoilla vähenee. Kun sijoittajat eivät näe muita omaisuuslajeja yhtä hyvinä vaihtoehtoina, ostettavien velkakirjojen hinta nousee ja korko laskee. Pitkien ja lyhyiden velkakirjojen tuottoero näin ollen kapenee. Edelleen keskuspankin arvopaperiostot ja alemmat pitkien velkakirjojen korot

johtavat siihen, että sijoittajat allokoivat uudelleen sijoitussalkkujaan pitempiin ja riskisempiin velkakirjoihin saadakseen parempaa tuottoa. Sijoittajat vaativat tällöin pienempää preemiota pitkän velkakirjan omistamisesta, eli osto-ohjelmat poistavat duraatioriskiä markkinoilta. Kasvava kysyntä pienentää riskilisiä useissa omaisuuslajeissa, vähentää rahoituskustannuksia kauttaaltaan ja tekee investoimisesta houkuttelevampaa.

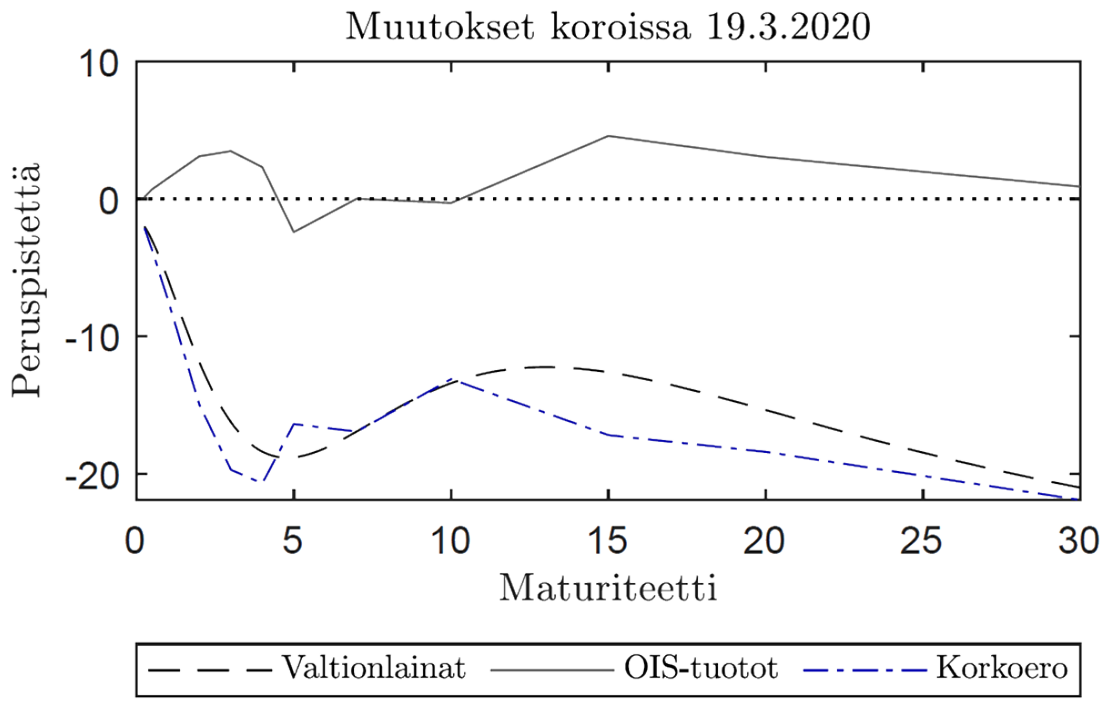
Edellä kuvattua vaikutusmekanismia kutsutaan portfoliokanavaksi, ja sitä voidaan pitää tärkeimpänä arvopaperiostojen – niin APP- kuin PEPP-ohjelman – vaikutuskanavana. Mekanismi perustuu siihen, että eri arvopaperilajit eivät ole täydellisiä substituutteja, vaikka niiden tuotto olisi samankaltainen. Tämä markkinoiden epätäydellisyys voi johtua esimerkiksi lainsäädännöllisistä ominaisuuksista tai sijoittajien näkemyksistä.[2]

Keskeinen ero aikaisemman osto-ohjelman APP:n ja uuden pandemiaan liittyvän osto-ohjelman PEPP:n välillä on se, että PEPP:ssä arvopaperiostot voidaan toteuttaa joustavasti yli ajan ja eri omaisuuseräluokkien sekä poikkeamalla valtionlainaostojen osalta tilapäisesti pääoma-avaimesta.[3] Tämän joustavuuden vuoksi PEPP-ostojen avulla on ollut mahdollista estää kohdennetummin euroalueen rahoitusmarkkinoiden eriytymistä ja epävakautta, mikä olisi voinut vaikeuttaa riskittömien markkinakorkojen tehokkaan välittymisen rahoitusmarkkinoille. Ohjelman voidaan nähdä kaventaneen myös euroalueen valtionlainojen korkoeroja, jotka kasvoivat merkittävästi epävarmuuden vallitessa rahoitusmarkkinoilla maaliskuussa 2020.[4]

PEPP-ostojen korkoeroihin vaikuttavaa luonnetta on havainnollistettu kuviossa 1, jossa on esitetty eri juoksuaikojen yön yli -korkoon liittyvien koronvaihtosopimusten (OIS) tuottojen, euroalueen BKT-painotettujen valtionlainojen keskikorkojen sekä näiden korkoerojen muutokset hetkenä, kun PEPP-ohjelman käynnistämisestä ilmoitettiin 18. maaliskuuta 2020.[5] Kuviosta havaitaan, että nimenomaan valtionlainojen korot laskivat ilmoitusta seuraavana päivänä, mutta riskittöminä korkoina pidetyt OIS-korot pysyivät liki muuttumattomina. PEPP-ohjelma siis kavensi aluksi ennen kaikkea korkoeroja.

Kuvio 1.

Ilmoitus PEPP-ohjelmasta 18.3.2020 laski selvästi pitkien valtionlainojen korkoa mutta ei riskitöntä pitkää korkoa



Lähde: Suomen Pankki.

Kuviossa näytetään euroalueen juoksuajaltaan erilaisten (x-akseli) valtionlainojen korkojen ja riskittömien OIS-tuottojen ensireaktio ilmoitukseen PEPP-ohjelmasta. Valtionlainat: keskimääräinen euroalueen valtionlainojen korko; OIS-tuotto: euroalueen riskittömien koronvaihtosopimusten mukainen eoniakoron ura; korkoero: valtionlainojen korko vähennettynä OIS-tuotolla. Lähteet: Bloomberg ja EKP.

Pandemiaan liittyvät arvopaperiostot ja kohdennetut rahoitusoperaatiot nopeuttivat kasvua ja inflaatiota

Pandemian aikaisten arvopaperiostojen ja TLTRO-operaatioiden kokonaistaloudellisia vaikutuksia voidaan mitata korkojen ja riskilisien kautta.[6] Osto-ohjelmat ovat todennäköisesti alentaneet euroalueella sekä valtionlainojen riskilisiä että riskitöntä pitkää korkoa. Laskelmassa oletetaan, että ilman kasvatettuja arvopaperiostoja (PEPP ja APP) euroalueen 10-vuotisten valtionlainojen

keskikorko olisi asteittain kasvanut 0,4–0,8 prosenttiyksikköä havaittua korkeammaksi. Valtionlainojen riskilisät ja pitkät valtionlainojen korot olisivat tällöin suurin piirtein samat kuin maaliskuussa 2020, jolloin epävarmuus rahoitusmarkkinoilla oli suurinta.[7] Vastaavasti oletetaan myös, että ilman ylimääräisiä TLTRO-operaatioita pankkien yrityksille myöntämien uusien lainojen keskikorko olisi ollut noin 0,1 prosenttiyksikköä korkeampi.[8] Näin ollen antolainauskorko olisi alkanut lievästi nousta tavoitellen alkuvuoden 2019 tasoa.

Kokonaistaloudelliset vaikutukset johdetaan rakenteellisesta vektoriautoregressiivisestä (SVAR) mallista siten, että politiikan vaikutukset korkoihin ja riskilisiin ovat edellä oletetun suuruisia. Makrotaloudellisten vaikutusten mittaaminen on tehty eristämällä mallin selittämättömästä osasta se vaihtelu, joka johtuu yllättävistä muutoksista rahapolitiikassa.[9] Nämä muutokset soveltuvat rahapolitiikan suorien vaikutusten mittaamiseen, sillä ne eivät heijasta sellaisia toimia, joissa keskuspankki reagoisi endogeenisesti muuttuvaan taloustilanteeseen, kuten tarjonta- ja kysyntäsokkeihin. Sen sijaan vaikutukset on mitattu keskuspankin yllättävistä, politiikkasäännöstä poikkeavista toimista, jotka eivät ole olleet linjassa markkinaodotusten kanssa ja heijastavat siten eksogeenista vaihtelua. Vaikutusten laskennassa huomioidaan lisäksi se, että keskuspankki on samanaikaisesti pitänyt tavanomaiset politiikkakorot muuttumattomana ja vahvistanut tätä ennakoivalla viestinnällään.

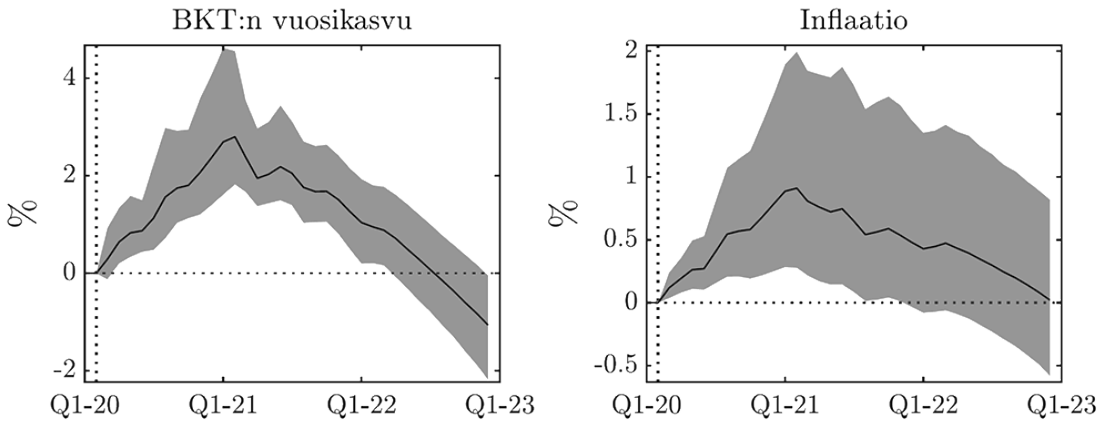
Kuviossa 2 ja 3 on esitetty mallin avulla lasketut arviot PEPP-ohjelmaan ja kohdennettuihin rahoitusoperaatioihin liittyvien politiikkamuutosten vaikutuksista inflaatioon ja reaaliseen bruttokansantuotteeseen (BKT). Kuvioista havaitaan, että sekä PEPP että TLTRO ovat nopeuttaneet BKT:n ja yleisen hintatason kasvua. Arvopaperiostojen ansiosta BKT:n vuosikasvu on ollut noin 2 prosenttiyksikköä ja inflaatio noin 0,5 prosenttiyksikköä nopeampaa vuosien 2020 ja 2021 aikana.[10] Vuoden 2021 lopussa BKT olisi noin 3,5 % suurempi ja yleinen kuluttajahintaindeksi noin yhden prosentin korkeampi kuin ilman tehtyjä politiikkatoimia.[11] Vastaavasti pandemian aikaiset TLTRO-operaatiot ovat kiihdyttäneet BKT:n vuosikasvua noin 0,5 prosenttiyksikköä ja inflaatiota noin 0,2 prosenttiyksikköä. Ilman näitä toimia BKT olisi jäänyt noin prosentin ja kuluttajahinnat noin 0,3 % alemmaksi vuoden 2021 lopussa.

Tulokset osoittavat, että rahapolitiikalla on onnistuttu lieventämään pandemian aiheuttamia taloudellisia menetyksiä ja tuettu EKP:n hintavakaustavoitteen toteuttamista. Erityisesti PEPP-ohjelmalla on ollut myönteisiä vaikutuksia talouteen. Arvopaperiostojen ja rahoitusoperaatioiden ansiosta rahoitusolot ovat pysyneet suotuisina niin joukkovelkakirjamarkkinoilla kuin pankkirahoituksessa, mikä puolestaan on tukenut reaalitaloutta esimerkiksi kasvaneen yrityslainanannon kautta. Lopulta politiikka on välittynyt inflaatioon ja kokonaistuotantoon ja siten auttanut syvän laman torjunnassa sekä deflaation välttämisessä. On myös syytä huomata,

että laskelmissa ei huomioida sellaista vaihtoehtoista kehityskulkua, jossa rahapoliittisten toimien puuttuminen pandemian alussa olisi johtanut euroalueen rahoitusmarkkinoiden tilanteen kärjistymiseen ja epävarmuuden huomattavaan kasvuun. Tällöin ohjelmien kokonaistaloudelliset vaikutukset olisivat huomattavasti merkittävämmät.

Kuvio 2.

Osto-ohjelmien vaikutus tuotantoon ja inflaatioon on ollut selvästi positiivinen

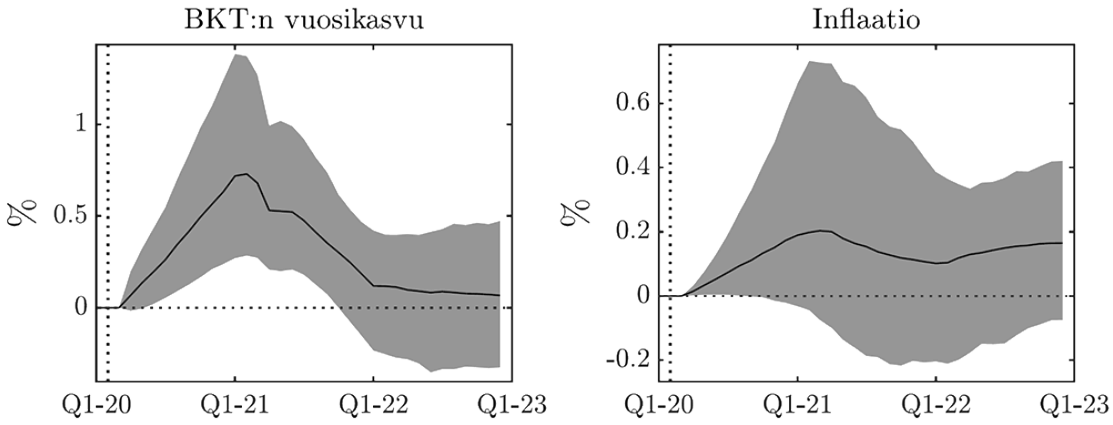


Lähde: Suomen Pankki.

Kuvioon on piirretty osto-ohjelmien vaikutus prosenttiyksikköinä muuttujiin verrattuna tilanteeseen, jossa pandemian aikaisia osto-ohjelmia ei olisi toteutettu. Laskelma on tuotettu SVAR-mallista siten, että vaihtoehtoisessa skenaariossa euroalueen pitkä korko olisi noin 0,6 prosenttiyksikköä korkeampi. Harmaat alueet kuvaavat mallin antamaa 68 prosentin luottamusväliä.

Kuvio 3.

Pandemian aikaiset TLTRO-operaatiot tukeneet lievästi talouden kasvua ja inflaatiota



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvioon on piirretty pandemian aikaisten pitempiaikaisten kohdennettujen rahoitusoperaatioiden (TLTRO) vaikutus prosenttiyksikköinä muuttujiin verrattuna tilanteeseen, jossa lisäoperaatioita ei olisi toteutettu. Vaihtoehtoisessa tilanteessa pankkien uusien yrityslainojen korko olisi noin 0,1 prosenttiyksikköä korkeampi. Harmaat alueet kuvaavat mallin antamaa 68 prosentin luottamusväliä.

Viitteet

1. Ks. myös Kristian Töttermanin 11.3.2021 julkaistu blogikirjoitus Pankit nostaneet ennätyksellisen määrän edullisia kohdennettuja luottoja, Euro & talous. ↑
2. Tällaisia syitä voi olla esimerkiksi se, että institutionaaliset sijoittajat joutuvat sääntelyn vuoksi pitämään salkuissaan tietynlaisia arvopapereita tai että sijoittajat suosivat kotimarkkinoiden arvopapereita muiden markkinoiden sijoituskohteiden sijaan (home bias). Teoreettisesti epätäydellisyyksiä ovat tarkastelleet esim. Vayanos ja Vila (2009) A Preferred-Habitat Model of the Term Structure of Interest Rates, NBER Working Papers 15487. ↑
3. Pääoma-avain on kerroin, joka on laskettu euromaiden talouksien koosta ja väkiluvusta, ks. https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/capital/html/index.en.html. ↑
4. Ks. PEPP:n ilmoitushetken vaikutuksista eri rahoitusmarkkinamuuttujiin Moessner ja de Haan (2021) Effects of monetary policy announcements on term premia in the euro area during the Covid-19 pandemic, Finance Research Letters, tulossa. ↑
5. PEPP-ohjelmasta ilmoitettiin myöhään illalla 18.3.2020, joten kuvioon on piirretty 19.3.2020 tapahtunut päivämuutos koroissa. ↑

6. Eri ohjelmissa tehdyistä ostomääristä ja makrotaloudellisten vaikutuksista on vaikeampi vetää johtopäätöksiä. Tämä johtuu siitä, että ostomäärien vaikutus korkoihin riippuu esimerkiksi ohjelmien rakenteesta, rahapolitiikan uskottavuudesta ja markkinoilla olevien joukkovelkakirjojen määrästä. Ks. APP:n vaikutuksista tuottokäyrään Eser ym. (2019) Tracing the impact of the ECB's asset purchase programme on the yield curve, ECB Working Paper Series, 2293. ↑
7. Arvioidut vaikutukset korkoihin ovat linjassa muiden empiiristen tarkasteluiden kanssa, ks. esim. Aguilar ym. (2020) The ECB monetary policy response to the covid-19 crisis, Documentos Ocasionales 2026, Banco de España, ja EKP:n Talouskatsaus 5/2020, kehikko 3. Pandemiaa edeltävän APP-ohjelman on arvioitu laskeneen euroalueen 10-vuotista valtionlainakorkoa noin 1 prosenttiyksikön, ks. tarkemmin Rostagno ym. (2019) A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20, ECB Working Paper Series, 2346. ↑
8. Esimerkiksi ensimmäisen TLTRO-ohjelman on arvioitu laskeneen pankkien myöntämien yritysluottojen korkoa 0,2 prosenttiyksikköä, ks. Benetton ja Fantino (2021) Targeted monetary policy and bank lending behavior, Journal of Financial Economics, tulossa. Myös Rostagno ym. (2019) arvioivat TLTRO-operaatioiden alentaneen vuoteen 2019 mennessä antolainauskorkoa 0,2 prosenttiyksikköä. ↑
9. Malli sisältää euroalueen korkoja, rahoitusmarkkina- ja makrotalouden muuttujia, ja se on estimoitu bayesiläisillä menetelmillä kuukausitason aineistolla. SVAR-mallilla identifioidaan viisi erilaista politiikkasokkia, jotka vaikuttavat eri tavalla euroalueen korkoihin ja riskilisiin. Sokkien identifioinnissa on hyödynnetty nolla- ja merkkirajoitteita sekä tiheän aikavälin vaikutuksia niinä hetkinä, kun EKP on ilmoittanut rahapoliittisista toimistaan. Osto-ohjelmien vaikutuksia tarkastellaan sokeilla, jotka vaikuttavat riskittömään pitkään korkoon ja valtionlainojen riskilisiin. TLTRO-ohjelman vaikutuksia tarkastellaan sokilla, joka muuttaa antolainauskorkoa ja lainakantaa. ↑
10. Osto-ohjelmille estimoidut vaikutukset ovat hiukan positiivisemmat kuin esim. Aguilarin ym. (2020) ja EKP:n (2020) laskelmissa (alaviite 6). Tämä johtuu erilaisesta vaikutusten identifiointitekniikasta sekä ohjelmiin myöhemmin tehtyjen lisäysten huomioimisesta. ↑
11. Vaikutukset BKT:hen ovat väliaikaisia, ja BKT palautuu takaisin perusuralleen laskentahorisontin loppupuolella. ↑

Asiasanat

EKP, osto-ohjelmat, pandemiaan liittyvä osto-ohjelma (PEPP), rahapolitiikka, TLTRO, vaikutusarvio