

# Finanssikriisi muutti rahapolitiikan välineitä mutta ei tavoitteita

25.3.2015 – Euro & talous 1/2015 – Rahapolitiikka

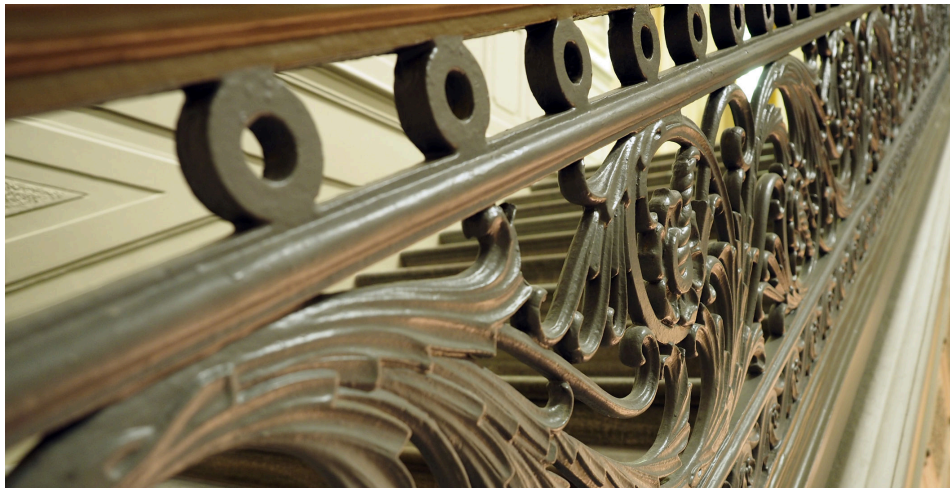


Jarmo Kontulainen  
Johtokunnan neuvonantaja



Tuomas Välimäki  
Johtokunnan jäsen

Keskuspankkien toimet rahapolitiikan keventämiseksi ovat olleet voimakkaita. Normaalin korkopolitiikan liikkumavaran loputtua käyttöön on otettu epätavanomaisia välineitä. Sitoutuminen keveään rahapolitiikkaan on sitä tärkeämpää, mitä alempana korot ovat ja mitä kauempänä inflaatio-odotukset ovat tavoitteesta, sillä rahapolitiikan odotuskanavan merkitys on keskeinen, kun tavoitteena on inflaatio-odotusten kasvu ja taloudenpitäjien luottamuksen koheneminen. Eurojärjestelmän laajennettu arvopapereiden osto-ohjelma on esimerkki uusista rahapolitiikan välineistä ja osoitus EKP:n neuvoston tahdosta palauttaa hintakehitys tavoitteen mukaiseksi.



## Rahapolitiikan keventäminen finanssikriisin alkuvaiheessa

Yhdysvalloissa talous alkoi hiipua vuosien 2007 ja 2008 aikana. Maan keskuspankki vastasi tähän aluksi laskemalla ohjauskorkoaan asteittain. Kun investointipankki Lehman Brothers ajautui syksyllä 2008 selvitystilaan, epävarmuus kasvoi niin suureksi, että pankit eivät enää olleet halukkaita lainaamaan likviditeettiä toisilleen ja rahamarkkinakorot nousivat pääatalousalueilla merkittävästi korkeammiksi kuin ohjauskorot. Keskuspankit joutuivat turvautumaan epätavanomaisiin toimiin.

Eurojärjestelmä siirtyi rahamarkkinalikviditeetin hallinnassa nk. täyden jaon

politiikkaan, jossa keskuspankki asettaa tarjoamalleen rahoitukselle kiinteän hinnan ja hyväksyy kaikki pankeilta saamansa tarjoukset tällä korkotasolla. Rahapolitiikan mitoituksessa siirryttiin tuolloin aiempaa korostuneemmin keskuspankkirahan määrän sijasta sen hinnan ohjaukseen. Tätä politiikkaa on sittemmin sovellettu kaikissa rahapolitiikan luotoissa. Tästä syystä pankkien keskuspankkirahan kysyntä on vuodesta 2008 määrittänyt eurojärjestelmän taseen kokoa enemmän kuin eurojärjestelmän omat päätökset. Tämän vastapainona eurojärjestelmä on pitänyt rahamarkkinakorot tarkassa ohjauksessa.

Rahapolitiikassa tultiin kansainvälisesti uuteen vaiheeseen, kun rahapoliittiset korot saavuttivat nollarajan. Samanaikaisesti taloudet olivat yhä niin huonossa kunnossa, että toimittaessa normaalien rahapolitiikan mitoituksista kuvaavien sääntöjen (kuten ns. Taylor-sääntö<sup>[1]</sup>) mukaan korkoja olisi ollut laskettava edelleen. Nimelliskorkojen nollarajoitteen vuoksi reaalkorkojen alentaminen keskuspankin lyhytaikaista antolainauskorkoa laskemalla ei kuitenkaan enää ollut mahdollista.<sup>[2]</sup>

Keskuspankit joutuivat kehittämään uusia epätavanomaisia välineitä, joilla keventää rahapolitiikkaa. Näitä ovat poikkeuksellisen suuret arvopaperiostot, juoksuajaltaan erittäin pitkäkestoiset luotto-operaatiot, pankkien omaisuuserien aiempaa laajempi hyväksyntä keskuspankkirahoituksen vakuudeksi ja rahapolitiikan ennakoiva viestintä sekä siihen kiinteästi liittyvän keveään politiikkaan sitoutumisen aktiivinen käyttö.

Useimmille epätavanomaisille politiikkatoimille on yhteistä siirtyminen lyhyiden korkojen ohjauksesta pidempien korkojen ohjaukseen. Normaalisti keskuspankki lähes asettaa markkinoilla vallitsevan lyhyen riskittömän koron tason omalla ohjauskorollaan. Pitemmät korot puolestaan muodostuvat keskuspankkikoron tulevien odotusarvojen ja erilaisten riskipreemioiden summaksi. Kun lyhyitä korkoja ei voida laskea nollian alle, rahapoliittista kevennystä voidaan hakea joko vaikuttamalla lyhyitä korkoja koskeviin odotuksiin tai alkamalla käydä kauppaa suoraan pitempimaturiteettisillä arvopapereilla.

Eri valuutta-alueet käyttivät vuosina 2008–2011 huomattavasti toisistaan poikkeavia rahapolitiikan välineitä pitempikestoisten korkojen alentamiseen. Euroalueella, jossa pankkien asema rahoituksen välityksessä on erityisen merkittävä, keskeisimpänä toimena oli keskuspankin luotto-operaatioiden juoksuajan pidentäminen ja luottojen vakuuksina käytettävien arvopapereiden kriteerien höllentäminen. Tämän lisäksi eurojärjestelmä pyrki ylläpitämään pankkien markkinaehtoisia rahoituskanavia ryhtymällä ostamaan pankkien liikkeeseen laskemia katettuja joukkolainoja. Yhä pitempi (kiinteäkorkoinen) keskuspankkirahoitus sekä katettujen joukkolainojen osto-ohjelmat kevensivät pankkien pidemmän aikavälin rahoituskustannuksia ja laskivat siten yleisemminkin euroalueen pitkiä korkoja. Näillä toimilla pyrittiin myös yhdenmukaistamaan yhteisen rahapolitiikan välittymistä, kun maakohtaiset erot rahapolitiikan välittymisessä olivat kasvaneet suuriksi.

---

1. Taylor-säännön mukaan ohjauskoron muutokset riippuvat toteutuneen ja tavoitellun inflaation ja tuotannon eroista. Tavoiteltu inflaatio asetetaan keskuspankin hintavakaustavoitteen ja tavoiteltu tuotanto potentiaalisen tuotannon tasolle.

2. Keskuspankki ei käytännössä voi laskea antolainauskorkoaan merkittävästi alle nollian, koska käteisestä muodostuisi tällöin riskitöntä realituottoa tuottava sijoituskohde.

Pääomamarkkinat ovat pankkirahoitusta keskeisemmässä asemassa rahoituksen välittymisessä Yhdysvalloissa, jossa keskuspankki ryhtyi jo varhaisessa vaiheessa laajamittaisiin arvopaperiostoihin. Niillä sekä valtion takaamien kiinteistövakuudellisten arvopapereiden ostoilla kevennettiin oleellisesti rahoitusoloja ja tuettiin hiipuvaa kulutus- ja investointikysyntää. Yhdysvalloissa ryhdyttiin myös määrätietoisiin toimiin pankki- ja rahoitusjärjestelmän vakavaraisuuden ja toiminnan korjaamiseksi. Euroalueella – varsinkin kriisimaissa – valtion ja pankkijärjestelmän rahoitusaseman välinen yhteys hidasti luotonantoa pitkään. Vasta pankkiunionin perustamisen myötä vuonna 2014 pankkien ja valtioiden toisiinsa nivoutumisen kiertestä alettiin päästä eroon.

Samanaikaisesti keskuspankit pyrkivät saamaan markkinat ja taloudenpitäjät vakuuttuneiksi, että kevyt rahapolitiikka jatkuu odotettua pidempään. Yhdysvaltain keskuspankki (Federal Reserve Bank, Fed) otti käyttöön ennakoivan viestinnän joulukuussa 2008 viestittämällä, että korot pysyvät tuolloin saavuttamallaan erittäin alhaisella tasolla jonkin aikaa. Fed siirtyi kalenteripohjaisesta ennakoivasta viestinnästä joulukuussa 2012 viestintään, joka on sidottu taloudellisten muuttujien, kuten inflaation ja työttömyyden kehitykseen.<sup>[3]</sup>

Ennakoivan viestinnän avulla keskuspankki yhtäältä kertoo tavallista pitempikestoisen näkemyksensä talouskehityksestä sekä toisaalta avaa tapaansa reagoida tuleviin muutoksiin näkymässä. Keskuspankki siis täsmentää rahapolitiikan reaktiofunktioitaan ja pyrkii vaikuttamaan taloudenpitäjien odotuksiin tulevasta rahapolitiikasta.

Muut merkittävät keskuspankit seurasivat Fedin esimerkkiä rahapolitiikan viestinnässä. EKP alkoi viestiä tulevasta rahapolitiikastaan aiempaa selkeämmin kesäkuussa 2013. Tuolloin euroalueen korot alkoivat – vastoin eurojärjestelmän tavoittelemaa rahapoliittista mitoitusta – nousta Yhdysvaltain korkokehityksen mukana. EKP:n ilmoitus sai aikaan toivotun reaktion: eurokorkojen kehitys erkaantui selvästi dollarikorkojen liikkeistä.<sup>[4]</sup>

## **Euroalueella velkakriisi johti räätälöityihin keskuspankkitoimiin**

Eräät euroalueen maat ajautuivat vuoden 2010 alkupuolella valtioiden velkakriisiin.<sup>[5]</sup> Euroalueen ensimmäisen vuosikymmenen aikana rahoitusmarkkinat olivat hinnoitelleet eri euromaiden valtionlainat liki yhdenmukaisesti. Kriisioloissa erot maiden talouskehityksessä ja erityisesti julkisen sektorin velkatasossa ja kestävyysnäkymissä kuitenkin alkoivat korostua. Markkinareaktiot siirtyivät äärilaidasta toiseen. Aiemmin kooltaan mitättömät valtioiden väliset riskipremiot nousivat lopulta kautta linjan, mikä puolestaan pahensi julkisen sektorin tilaa. Tämän kehityksen myötä euroalueen keskimääräiset rahoitusolot kiristyivät huomattavasti tilanteessa, jossa talous ei vielä ollut kypsä kiristymiseen.

---

3. Williams, J. C. (2013) Will Unconventional Policy Be the New Normal? FRBSF Economic Letter 2013-29, 7 October.

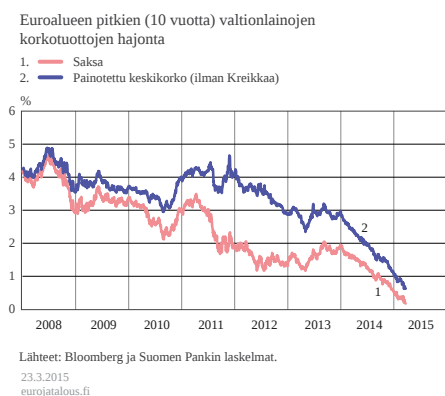
4. ECB Monthly Bulletin (April 2014) The ECB's Forward Guidance.

5. Tilanne oli hankalin ns. GIIPS-maissa (Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja).

Rahapolitiikan itsenäisyyden varmistamiseksi EU:n keskuspankeilta on kielletty julkisen sektorin rahoittaminen. Tämä korostaa euromaiden vastuuta taloudenpidostaan ja estää EKP:tä toimimasta eurovaltioiden hätärahoittajana. Eurovaltioiden akuuttien kriisien oikaisuissa Euroopan komission ja IMF:n sopeutusohjelmilla sekä eurovaltioiden takaamalla rahoitusjärjestelyillä on ollut keskeinen asema.

Velkakiisin akuuteimmassa vaiheessa kesällä 2012 markkinat kyseenalaistivat koko eurojärjestelmän kestävyys. Tuolloin EKP:n neuvosto käynnisti rahapoliittisten suorien kauppojen ohjelman, jonka tavoitteena oli ehkäistä haitat, joita perusteettomat, euron pysyvyyteen liittyvät riskipreemiot aiheuttivat yhteisen rahapolitiikan toimintamahdollisuuksien kannalta.

Kriisimaiden toimet, euromaiden myöntämä rahoitustuki ja EKP:n rahapoliittisten suorien kauppojen ohjelma – jossa ei edelleenkään ole toteutettu kauppia – ovat onnistuneet pienentämään huomattavasti euroalueen rahoitusolojen eriytyneisyyttä (kuvio 1). Lisäksi eurojärjestelmän pankeille suuntaamat pitkät rahoitusoperaatiot, pankkijärjestelmän vakautustoimet ja ennakoiva viestintä toimivat tavoitellusti. Kaikkien näiden toimien yhteisvaikutuksesta euroalueen pankkijärjestelmän rahoitusolot vakiintuivat ja alueen pitkät korot laskivat erittäin mataliksi. Tästä huolimatta euroalueen talouskehitys ei ole vahvistunut toivotulla tavalla. Kahden viime vuoden aikana alueen inflaatio sekä inflaationäkymät ovat vaimenneet voimakkaasti ja deflatorisen kehityksen todennäköisyys on kasvanut erittäin huolestuttavasti.



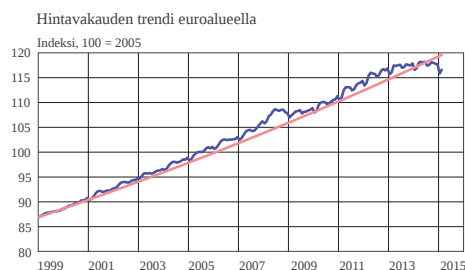
Kuvio 1

## Laajennetut ostot vastauksena inflaatio-odotusten hiipumiseen

Rahapolitiikan tavoite on euroalueella määritelty siten, että vuotuisen YKHI-inflaation tulee olla keskipitkällä aikavälillä alle 2 prosentin, mutta lähellä sitä. Keskuspankin toissijainen tavoite on tukea EU:n yleistä talouspolitiikkaa, kunhan hintavakaustavoitteen saavuttaminen ei vaarannu.

Eurojärjestelmä on saavuttanut hintavakaustavoitteensa erittäin hyvin pitkällä aikavälillä. Keskimääräinen inflaatiovauhti on ollut lähellä, mutta hieman alle 2 prosentin euroaikana. Euroalueen hintataso on pysynyt koko ajan muutaman indeksipisteen etäisyydellä urasta, jonka jatkuvasti 2 prosentissa pysytellyt inflaatiovauhti olisi tuottanut (kuvio 2). Sen sijaan lyhyellä aikavälillä inflaatiovauhti on

vaihdellut ajoittain huomattavastikin hintavakaustavoitteen ympärillä. Erityisesti näin oli finanssikriisin alla vuonna 2008, kun inflaatiovauhti oli kovimmillaan yli 4 %, sekä vain noin vuotta myöhemmin, kun kansainvälinen talous investointipankki Lehman Brothersin konkurssin jälkimainingeissa sakkasi ja inflaatio hidastui hetkellisesti jopa melko selvästi alle nollan (kuvio 3).



Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankin laskelmat.

23.3.2015  
eurojalous.fi

Kuvio 2



Lähde: Eurostat.

23.3.2015  
eurojalous.fi

Kuvio 3

Viime ajat ovat olleet hintavakauden kannalta vaikeita. Inflaatiovauhti on jo toista vuotta jäänyt selvästi alle 1 prosentin, ja ennusteiden mukaan sen myös odotetaan pysyvän tavoiteltua hitaampana vähintään seuraavat kaksi vuotta. Inflaatio on hidastunut euroalueella sekä sisäisistä että ulkoisista syistä. Ylivelkaantuminen ja sen seurauksena pitkään jatkunut heikko kysyntä ovat vähentäneet hintojen nousupaineita ja yritysten mahdollisuuksia viedä kustannusten kasvu täysimääräisesti hintoihin.

Kilpailukykyongelmat ovat vähentäneet palkkapaineita useissa maissa, ja eräissä euromaissa palkat ovat jopa laskeneet etenkin julkisella sektorilla. Lisäksi kansainvälisten raaka-aineiden ja energian hinnan laskut ovat merkittävästi hidastaneet globaalia hintakehitystä, kun samanaikaisesti sekä polttoaineiden hinnat että elintarvikkeiden tuotantokustannukset ovat alentuneet.

Vuoden 2014 loppua kohden euroalueen hintanäkymät heikkenivät entisestään. Kehitystä korosti inflaation painuminen joulukuussa negatiiviseksi. Tämä oli pitkälti seurausta siitä, että hintakorissa merkittävän painoinen öljyn hinta romahti. Kuitenkin myös energian ja ruoan hinnan vaihteluista puhdistettu ns. pohjainflaatio on viime aikoina ollut poikkeuksellisen vähäinen, ja sen trendi on ollut hidastuva, mikä osaltaan kertoo vaimean hintakehityksen laaja-alaistumisesta (kuvio 4).

Keskuspankit ovat valmiita ehkäisemään laaja-alaista, itseään toteuttavaa hintojen laskukierrettä eli deflaatiota kaikin käytettävissään olevin keinoin. Vaikka hintataso on laskenut muutamassa euromaassa, euroalue kokonaisuudessaan ei ole ajautunut laaja-alaiseen deflaatioon. Lyhytkestoista tai vain suppeasta tuotejoukosta (kuten öljy) aiheutunutta hintojen laskua ei voida pitää taloudelle erittäin haitallisena deflaationa. Tästä huolimatta vaarallisen hintakehityksen merkit lisääntyivät loppuvuodesta 2014. Esimerkiksi Kansainvälinen valuuttarahasto arvio syksyn 2014 ennusteessaan, että euroalueen todennäköisyys ajautua deflaatioon oli jo liki 30 %.

Eteenpäin katsovan rahapolitiikan ja hintavakauden näkökulmasta on olennaisempaa arvioida inflaationäkymiä kuin toteutunutta inflaatiokehitystä. Inflaatio-odotusten merkitys korostuu kahdesta syystä. Ensiksikin markkinaehtoisessa rahapolitiikan toimeenpanossa muutokset politiikan mitoituksessa eivät heti vaikuta vallitseviin hintoihin. Normaalioloissa rahapolitiikka välittyy hintakehitykseen noin 18–24 kuukaudessa. Hintojen satunnaisvaihtelun ja politiikkaviipeen takia EKP tavoitteleeekin hintavakautta nimenomaan keskipitkällä aikavälillä.

Toisekseen taloudenpitäjät arvioivat tulevaa hintakehitystä taloudellisia päätöksiä tehdessään. Tämä vaikutus korostuu taloudellisten sopimusten pituuden mukana. Esimerkiksi monivuotisten palkkatkaisujen reaalisten vaikutusten arvioinnissa odotetulla inflaatiolla on keskeinen merkitys. Odotetun inflaation nopeus kasvattaa palkkavaateita, ja nousevat palkat puolestaan kiihdyttävät inflaatiota. Tällaisen inflaatio-odotusten itseään toteuttavan ominaisuuden vuoksi odotusten ankkuroiduminen hintavakaustavoitteen mukaisiksi on rahapolitiikan kannalta keskeistä.

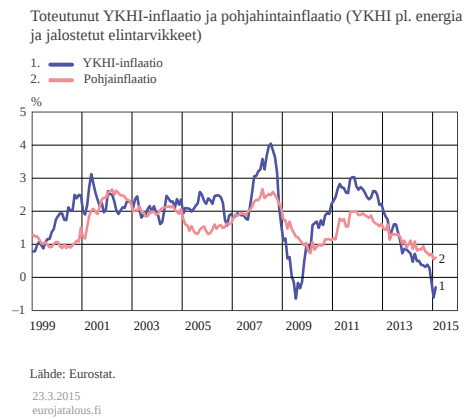
Toteutuneen inflaation hidastuminen nollan tuntumaan ei ole keskuspankin näkökulmasta huolestuttavaa, jos se voitaisiin selittää puhtaasti väliaikaisilla tekijöillä, kuten esimerkiksi energian hinnan laskulla. Suhteellisten hintojen muutosten vaikutukset inflaatioon ovat yleensä tilapäisiä. Nämä muutokset eivät vaikuta inflaatio-odotuksiin, eikä keskuspankki politiikkaviipeensä takia edes ehtisi reagoida niihin.<sup>[6]</sup> Talousnäkymien heikkous, pitkään erittäin hitaana jatkunut inflaatio ja rahapolitiikan nollakorkorajoitteen realisoituminen ovat kuitenkin painaneet sekä lyhytettä pitkäkestoisia inflaatio-odotuksia jo usean kuukauden ajan euroalueella (kuvio 5). Inflaation hitautta ei euroalueella siten koettu enää vain tilapäiseksi ilmiöksi. Vuoden 2014 loppupuolella markkinat alkoivat jo hinnoitella negatiivista inflaatiota seuraavaksi vuodeksi (kuvio 6). Lisäksi inflaatio oli eri toimijoiden laatimissa ennusteissa jäänyt pidemmäksi aikaa alle hintavakaustavoitteen, mikä alkoi selvästi vaimentaa myös pisimpiä markkinatiedoista laskettavia inflaatio-odotuksia kuvaavia indikaattoreita.

Vaikka inflaatio-odotusten mittareihin sisältyykin epävarmuutta, rahapolitiikan näkökulmasta erityisen ongelmallista oli se, että myös 3–5 vuoden markkinahinnoista johdetut inflaatio-odotukset heikkenivät erittäin voimakkaasti kesän 2014 jälkeen. Tältä pohjalta tarkasteltuna voitiin tulkita, että markkinat eivät uskoneet inflaation palaavan hintavakaustavoitteen tuntumaan senkään jälkeen, kun jo toteutuneet energian hinnanlaskujen suorat ja epäsuorat vaikutukset olisivat poistuneet vuosi-inflaatiosta.

---

6. Suhteellisten hintojen muutokset voivat kuitenkin aikaansaada pysyvemmän inflaatiokierteen esimerkiksi tilanteessa, jossa muutoksille haetaan kompensatiota palkkaneuvotteluissa.

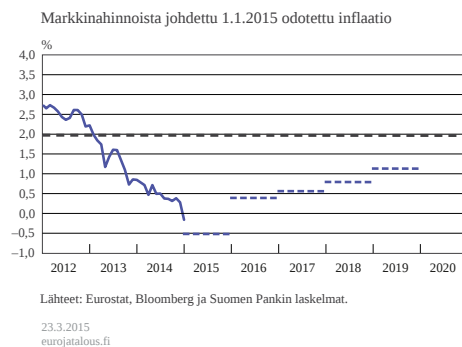
Pitempikestoisten inflaatio-odotusten hiipuminen oli EKP:n neuvostolle selkeä merkki hintavakaustavoitteen vaarantumisesta. Neuvosto täydensikin luottomarkkinoiden tukemiseksi aiemmin tähdättyjä rahapolitiikkatoimia laajennetuilla arvopaperiostoilla vastatakseen pitkittyvältä näyttäneeseen erittäin hitaaseen inflaatioon ja deflatorisen kehityksen uhkaan.



Kuvio 4



Kuvio 5



Kuvio 6

## Hintavakautta rahan määrää kasvattamalla

Nollakorkorajoitteesta juontuva keskuspankin korkoinstrumentin epäsymmetria voi periaatteessa tuoda alasuuntaista harhaa hintavakaustavoitteeseen. Keskimääräinen inflaatio voi jäädä tavoitetason alapuolelle, jos keskuspankki pystyy tehokkaasti hidastamaan hintojen nousuvauhtia nostamalla korkoa, mutta hintojen nousua ei voida nollarajoitteen vuoksi kaikissa oloissa kiihdyttää. Periaatteessa keskuspankki voisi kompensoida tämän vaikutuksen esimerkiksi sitoutumalla kevyeen rahapolitiikkaan riittävän pitkäksi aikaa ja sallimalla inflaation väliaikaisesti kiihtyä keskimääräistä tavoitetasoa nopeammaksi. Tällaisen politiikan toteuttaminen muuttaisi keskuspankin rahapolitiikan strategiaa osin inflaatiotavoitteesta hintatasotavoitteen suuntaan.<sup>[7]</sup>

Vaikka talous ei olisikaan varsinaisessa laajassa deflatorisessa kierteessä, jossa hinnat ja palkat laskevat, se voi nollakorkorajoitteen takia joutua pitkäaikaiseen erittäin hitaan inflaation tilaan, josta voi olla vaikea päästä pois erityisesti, jos inflaatio-odotukset ovat selvästi alle keskuspankin tavoitteen. Periaatteessa deflatorisen kierteen estämisen resepti on varsin yksinkertainen: rahapolitiikassa on sitouduttava rajoittamattomiin kevennystoimiin hintavakauden saavuttamiseksi ja inflaatio-odotusten kasvattamiseksi strategisen tavoitteen mukaisiksi. Esimerkiksi keskuspankkirahan määrää voidaan lisätä ostamalla omaisuuseriä tätä tarkoitusta varten luotavalla (elektronisella) rahalla. Tällaisessa keskuspankkitaseen kasvattamisessa rahapoliittisin arvopaperiostoin ei ole kyse vastikkeettomasta rahan painamisesta eli ns. helikopterirahasta.<sup>[8]</sup> Liikkeessä olevien rahamäärien kasvattamisen lisäksi kotimainen luotonanto olisi saatava kohenemaan ja finanssipolitiikan tulisi mahdollisuuksien mukaan tukea kysynnän kasvua.

Käytännössä tällaisten politiikkatoimien toteuttaminen ei ole kuitenkaan helppoa. Keskuspankit eivät hevin sitoudu rajoittamattomiin operaatioihin, sillä pitkään ylikevenä jatkuva rahapolitiikka saattaa johtaa esimerkiksi omaisuusarvojen nopeaan ja perusteettomaan nousuun. Luottojen kysynnän lisääminenkin ei ole ongelmaton tilanteessa, jossa merkittävä osa taloudenpitäjistä on ylivelkaantuneita. Ylivelkaantuneisuuden liittyvät ongelmat voisivat tällöin heikentää keskuspankin mahdollisuuksia kiristää rahapolitiikkaa riittävän nopeasti sen tullessa ajankohtaiseksi. Kysyntää tukeva finanssipolitiikka ei välttämättä ole mahdollista tai järkevää, jos valtion budjetti on ollut pitkään alijäämäinen, veroasteet ovat korkeat ja pitkän aikavälin kasvunäkymät heikot. Rakenteelliset toimet kansantalouden tuotannon kasvupotentiaalin lisäämiseksi ovatkin korostuneet erityisesti maissa, joissa mahdollisuudet lisätä julkista kysyntää ovat rajalliset.

Kesäkuusta 2014 alkaen EKP:n antolainauskorko on ollut 0,05 %. Syykuussa 2014 keskuspankki lisäksi muutti korkoputkensa alarajaa, kun se laski talletuskorkonsa -0,20 prosenttiin. Eurojärjestelmä oli siten saavuttanut rahapolitiikan nollakorkorajan. Lisäksi EKP:n neuvosto päätti kesä-syyskuussa joukosta pankkien luotonantoa tukevia ja eurojärjestelmän tasetta kasvattavia toimia. Näistä toimista huolimatta luottojen kysyntä

7. Ks. Kilponen, J. – Kontulainen, J. – Suvanto, A. (2013) Financial crises and monetary policy targets. Bank of Finland Bulletin 1/2013, Vol.87.

8. Ks. Bernanke, B. S. (2002) Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here. Remark before the National Economists Club. Washington, D.C. November 21.



pysyi vaimeana ja inflaatio-odotukset hiipuivat edelleen loppuvuodesta.

Saavuttaakseen tasetavoitteensa ja turvatakseen hintavakauden EKP:n neuvosto päätti 22. tammikuuta 2015 kasvattaa merkittävästi syksyllä 2014 aloitettujen arvopaperiostojen määrää sekä laajentaa ostokohteet eurovaltioiden ja yhteiseurooppalaisten laitosten liikkeeseen laskemiin joukkolainoihin. Aiemmissa ohjelmissaan eurojärjestelmä hankkii sekä pankkien liikkeeseen laskemia katettuja joukkolainoja että omaisuusvakuudellisia arvopapereita. Kaikkien kolmen ohjelman yhteenlasketuiksi kuukausiostoiksi ilmoitettiin 60 mrd. euroa maaliskuusta 2015 syyskuun 2016 loppuun, mikä kumuloituu 1 140 mrd. euron kokonaisostoiksi. Lisäksi neuvosto ilmoitti valmiudestaan jatkaa ostoja, kunnes euroalueen inflaatio on kestäväällä polulla kohti rahapolitiikan strategista tavoitetta eli hieman alle 2 prosentin vuosivauhtia. Rahapolitiikan mitoituksessa ja viestinnässä otettiin näin selvä askel rahan hinnan asettamisesta rahan määrällä ohjaamiseen.

## Rahapolitiikan työkalupakki ei ole tyhjä

Taseen kasvattaminen ei ole eurojärjestelmälle itseisarvo, vaan sillä on hintavakauden lisäksi reaalityaloudellisia tavoitteita. Ostot kasvattavat liikkeessä olevan rahan määrää, mikä aikanaan näkyy euroalueen reaalityalouden kannalta rahoitusolojen helpottumisena ja rahoituksen saatavuuden paranemisena.

Rahan tarjonnan kasvattamisen taloudelliset vaikutukset toteutuvat useiden eri kanavien välityksellä. Toimet alentavat ostettavien velkakirjojen korkoja, mikä pienentää näiden papereiden liikkeeseenlaskijan rahoituskustannuksia. Valtionlainojen tuottoja käytetään rahoitusmarkkinoilla yleisesti viitekorkoina, joten korkovaikutukset koetaan huomattavasti valtiontaloutta laajemmin. Tätä siirtymää edesauttaa myös niin kutsuttu portfoliovaikutus, joka toteutuu, kun arvopaperin myyjä sijoittaa keskuspankilta saamansa rahat uusiin kohteisiin, mikä nostaa niiden hintaa ja alentaa rahoituskustannuksia. Lisäksi velkakirjojen hintojen nousu kasvattaa niiden omistajien varallisuutta ja omaisuserien arvoa vakuuskäytössä. Näin ostoista seuraa myös varallisuusvaikutus ja ostot helpottavat likviditeetinsaanniltaan rajoittuneiden toimijoiden mahdollisuuksia saada rahoitusta.

Rahamäärien kasvattaminen lisää valuutan tarjontaa suhteessa muihin valuuttoihin. Tämän pitäisi periaatteessa heikentää tarjontaa kasvattavan keskuspankin kotivaluutta. Euro on kelluva valuutta, ja sen arvo määräytyy markkinoilla. Euron arvoon vaikuttaa eurojärjestelmän oman rahapolitiikan lisäksi muiden maiden rahapolitiikka. Esimerkiksi odotukset Yhdysvaltojen rahapolitiikan kiristämisestä – ja siis korkeammista dollarikoroista tulevaisuudessa – ovat vaikuttaneet euron ja dollarin väliseen kurssiin euroa heikentävästi ja dollaria vahvistavasti. Rahapoliittisen keventämisen vaikutus valuuttakurssiin riippuu oleellisesti siitä, miten toimenpiteet muuttavat koti- ja ulkomaisten sijoittajien näkemystä euroalueen ja euromääräisten arvopapereiden tulevasta tuottokehityksestä.

Valuuttakurssin heikkeneminen parantaa valuutta-alueella tuotettujen tavaroiden ja palveluiden suhteellista kilpailukykyä, mikä vahvistaa vientiä. Lisäksi tuontihintojen nousu valuuttakurssin heikentyessä nopeuttaa inflaatiota.

Kaikkien eurojärjestelmän voimassa olevien päätösten odotetaan yhteisvaikutukseltaan vahvistavan vientiä, kulutusta ja investointeja, kohentavan kapasiteetin käyttöastetta sekä tukevan raha- ja luottomäärien kasvua, mikä auttaa palauttamaan inflaatiovahdin lähemmäksi kahta prosenttia. Näin euroalueen rahapolitiikka tukee osaltaan talouden elpymistä ja inflaation palautumista tavoitteen tuntumaan keskipitkällä aikavälillä. Tämä tavoite toteutuu sitä nopeammin, mitä enemmän taloudenpitäjien odotukset tulevaisuudesta muuttuvat positiivisiksi ja muu talouspolitiikka voi tukea Euroopan keskuspankin toimia.

Vaikka arvopaperiostojen vaikutusten suunta on suotuisa, on vielä liian varhaista arvioida vaikutusten lopullista voimakkuutta, kuten esimerkiksi sitä, kuinka paljon eri korot alenevat tai minkä omaisuuserien kysyntä kasvaa eniten. Vastaukset riippuvat paljolti keskuspankin ulkopuolisten tahojen päätöksistä, kuten siitä, mistä taseesta arvopapereita myydään tai mitä myyjät tekevät saamillaan rahoilla.

EKP:n neuvoston tammikuisten päätösten pohjalta on entistä selvempää, miten hintavakaustavoitteesta pidetään kiinni. EKP:n neuvosto on sitoutunut jatkamaan kevyttä rahapolitiikkaa, kunnes inflaation ura palautuu kestävästi tavoitteen mukaiseksi eli hieman alle 2 prosenttiin. Tämän pitäisi kasvattaa inflaatio-odotuksia, mikä onkin keskuspankkikorjojen nollakorkorajoitteen takia nykyoloissa ainoa tapa keskuspankille alentaa taloudessa vallitsevia odotettuja reaalikorkoja.

Sitoutuminen rajoittamattomaan keveään rahapolitiikkaan on sitä tärkeämpi ja tehokkaampi osa rahapolitiikkaa, mitä alempana korot ovat ja mitä kauempana inflaatio-odotukset ovat tavoitteesta. Euroalueella viime kuukausina vallinneissa oloissa rahapolitiikan odotuskanavan merkitys, inflaatio-odotusten kasvu ja taloudenpitäjien laajempi luottamuksen koheneminen korostuivat entisestään. Kevyeen rahapolitiikkaan sitoutumisena toteutettua ennakoivaa viestintää voidaankin pitää tammikuisten rahapolitiikkapäätösten keskeisimpänä osana. Laajennettu osto-ohjelma on uudenaikaisena toimenä merkittävä osoitus eurojärjestelmän tahdosta palauttaa hintakehitys tavoitteen mukaiseksi. On myös tärkeää ymmärtää, että rahapolitiikan työkalupakkia ei ole tyhjennetty. Mikäli tammikuussa päätetyt toimet eivät riitä hintavakaustavoitteen saavuttamiseen, EKP toteuttaa mandaattinsa mukaisesti uusia toimia.

## Avainsanat

[euroalue](#), [määrällinen keventäminen](#), [epätavanomainen rahapolitiikka](#), [rahapolitiikka](#), [inflaatio](#)