



## BLOGI

---

# EKP:n laajennetun osto-ohjelman vaikutukset tutkimustiedon valossa

30.1.2015 • BLOGI • SEPPÖ HONKAPOHJA

Viime viikon torstaina 22.1.2015 Euroopan keskuspankki teki historiallisen päätöksen viime syksynä käynnistetyin omaisuuserien osto-ohjelmansa merkittävästä laajentamisesta. Eurojärjestelmä ryhtyy maaliskuusta 2015 alkaen ostamaan jälkimarkkinoilta euroalueen valtioiden, valtiosidonnaisten laitosten ja yleiseurooppalaisten laitosten arvopapereita. Aikaisemmin päätetyt ostot kohdistuvat ainoastaan katettuihin joukkolainoihin ja omaisuusvakuudellisiin arvopapereihin.

Päätöksen perusteena on inflaation merkittävä hidastuminen: useimpien indikaattoreiden mukaan toteutuva ja odotettu inflaatio ovat asteittain hidastuneet historiallisen alhaalle. Kun ottaa huomioon hitaan inflaation jatkovaikutukset hintojen ja palkkojen yleiseen kehitykseen, vaarana on keskipitkän aikavälin hintakehityksen heikkous. Tämä puolestaan vaatii päättäväisiä rahapoliittisia toimia.

Laajennetun ohjelman ostot tulevat olemaan yhteensä 60 miljardia euroa kuukaudessa, mikä sisältää katettujen joukkolainojen ja omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ostot. Ohjelmaa jatketaan ainakin vuoden 2016 syyskuun loppuun saakka ja tarvittaessa kauemminkin, kunnes EKP:n neuvosto arvioi euroalueen inflaatiovauhdin olevan kestävästi palautumassa tavoitteen mukaiselle hieman alle kahden prosentin inflaatiovauhdin tasolle.<sup>1</sup>

Keskuspankkien toteuttamat laajamittaiset arvopapereiden osto-ohjelmat ovat tuore lisä keskuspankkien rahapoliittiseen välineistöön. Ensimmäinen laaja valtion ja muiden velkapapereiden osto-ohjelma toteutettiin Japanissa 2000-luvun alussa. Globaalin finanssikriisin myötä nämä ohjelmat ovat yleistyneet lyhyiden korkojen laskettua alarajalleen nollan tuntumaan.

Yhdysvalloissa toteutettiin kolme laajaa osto-ohjelmaa vuosina 2008–2010, 2010–2011 ja 2012–2014. Britanniassa osto-ohjelma käynnistyi syksyllä 2009, ja sitä jatkettiin vuoteen 2012 saakka. Japanissa käynnistettiin uusi

arvopapereiden osto-ohjelma syksyllä 2010, ja sitä laajennettiin useassa vaiheessa, viimeksi syksyllä 2014.

Myös EKP:lla on ollut epätavanomaisia rahapoliittisia toimia finanssikriisin aikana. Ne on suurelta osin toteutettu tarjoamalla ylimääräistä likviditeettiä pankkisektorille. EKP on myös ostanut suoraan markkinoilta joitakin arvopaperilajeja, kuten vuonna 2009 käynnistetyt katettujen velkakirjojen ostot ja keväällä 2010 aloitetut valtion velkakirjojen ostot Kreikan kriisin pahentuessa.

Miten keskuspankin toteuttamat suorat arvopapereiden ostot vaikuttavat kansantalouteen? Aikaisemmat osto-ohjelmat eri maissa tarjoavat aineistoa näiden vaikutusten arviointiin. Tutkimuksissa on sovellettu sekä tapaustutkimuksen menetelmiä että erilaisia empiirisiä talouden malleja. Suuri osa tutkimuksista on kohdistunut Yhdysvaltojen Federal Reserve -järjestelmän toteuttamiin osto-ohjelmiin, mutta tuloksia on olemassa eräiden muiden ohjelmien vaikutuksista.

Keskuspankin laajamittainen arvopapereiden osto-ohjelma muuttaa merkittävästi muiden sijoittajien hallussa olevien arvopapereiden määriä. Sijoittajat joutuvat sopeuttamaan portfolioitaan, joiden muutokset heijastuvat muualle talouteen. Jos ostot kohdistuvat vain lyhyen maturiteetin arvopapereihin, ovat nämä vaikutukset hyvin vähäisiä. Tällaiset velkapaperit ja käteinen ovat sijoitussalkuissa lähes täysin toisiaan korvaavia ainakin jos korkotaso on hyvin matala. Viimeaikaiset osto-ohjelmat ovatkin välttäneet maturiteettiltaan lyhyitä velkapapereita.

Laajat valtion papereiden osto-ohjelmat vaikuttavat rahoitusmarkkinoihin paitsi tarjonnan mutta myös korkoriskin muutosten seurauksena. Ohjelma alentaa valtion velkakirjojen korkoja ja nostaa niiden hintoja, jolloin sijoittajat haluavat lisätä korkeampiriskisten sijoitusten osuutta sijoitussalkuissaan. Finanssikriisien aikana keskuspankin osto-ohjelma lisää likviditeettiä markkinoilla, mikä helpottaa rahoitusmarkkinoiden stressitilaa.

Keskuspankkien tekemien osto-ohjelmien yhteydessä annetaan usein informaatiota rahapolitiikan suunnasta tulevaisuudessa. Tämä ns. ennakoiva viestintä on tutkimuksissa todettu tärkeäksi osatekijäksi laajaa arvopapereiden osto-ohjelmaa toteutettaessa. Yksityiset taloudenpitäjät saattavat tulkita osto-ohjelman sitoutumiseksi keveään rahapolitiikkaan. Viimeisimmissä osto-ohjelmien julkistamisten yhteydessä, kuten EKP:n uudessa ohjelmassa, viestitetään suunnitellusta toimintalinjasta ja sen ehdollistamisesta tulevaan kehityskulkuun. (Ks. kolmas kappale yllä: ”...kunnes EKP:n neuvosto...”.)

Kuinka suuria ovat keskuspankin osto-ohjelmien vaikutukset pitkiin korkoihin? Tulokset vaihtelevat tutkimuksesta toiseen. Useimmissa tutkimuksissa osto-ohjelman vaikutus 10 vuoden valtionvelan korkoon Yhdysvalloissa on ollut suuruusluokaltaan suunnilleen välillä 0,3–1,0 prosenttiyksikköä. Vaikutuksen suuruutta voi havainnollistaa toteamalla, että pitkän koron 0,5 prosenttiyksikön lasku vaatisi suunnilleen 2 prosenttiyksikön ohjauskoron pudotusta.<sup>2</sup> Britanniassa vaikutuksien valtion velkapapereiden korkoihin arvioidaan olleen samaa suuruusluokkaa.

Valtion velkapapereiden korkojen lasku säteilee muihin korkoihin ja tuottoihin rahoitusjärjestelmässä. Isojen maiden osto-ohjelmilla on myös vaikutuksia kansainvälisesti. Eräiden tutkimusten mukaan Yhdysvaltojen osto-ohjelmat ovat muun muassa alentaneet pitkiä korkoja muissa maissa. Useissa tutkimuksissa on nimenomaan todettu, että osto-ohjelmaan liittyvä viestintä tulevasta rahapolitiikasta on merkittävä osa kokonaisvaikutuksesta.

Arvioita osto-ohjelmien vaikutuksista BKT:hen ja inflaatioon on toistaiseksi harvoissa tutkimuksissa. Niiden mukaan keskuspankin osto-ohjelma edistää talouskasvua ja nopeuttaa inflaatiota. Tulokset vaihtelevat suuresti tutkimusten välillä. Esimerkiksi Chun et al. (2012) päätyvät arviointiin, että Yhdysvaltojen kaksi ensimmäistä osto-ohjelmaa nostivat BKT:n tasoa 3 % ja inflaatiota 1 % suhteessa arvioituun kehitykseen ilman näitä toimia.<sup>3</sup> Vaikutukset ovat suunnilleen samat kuin jos ohjauskorkoa olisi voitu laskea 3 prosenttiyksikköä vuosina 2009–2012. Chen et al. (2012) päätyvät pienempiin vaikutuksiin. Heidän tulostensa mukaan Yhdysvaltojen toinen osto-ohjelma lisäsi BKT:n kasvua 0,4 prosenttiyksikköä kun taas vaikutus inflaatioon oli positiivinen mutta mitätön. Nämä tulokset vastaavat suunnilleen ohjauskoron 0,5 prosenttiyksikön alentamisen vaikutuksia.

Johtopäätöksenä on todettava, että eri tutkimukset antavat samansuuntaisia arvioita laajamittaisten osto-ohjelmien vaikutuksista rahoitusmarkkinoille. Valtionpapereiden pitkät korot laskevat, millä on suotuisia vaikutuksia myös muihin korkoihin ja tuottoihin rahoitusjärjestelmässä. Samoin vaikutukset reaalityönteon ovat suunnaltaan suotuisia: taloudellinen toimeliaisuus lisääntyy ja inflaatio nopeutuu. Tutkimusten antamat arviot vaikutusten suuruudesta vaihtelevat.

Tutkimuksen antaman tiedon valossa Euroopan keskuspankin laajennetun osto-ohjelman vaikutukset tulevat olemaan suotuisia ja ne tukevat EKP:n rahapolitiikan tavoitteita.

<sup>1</sup> Lue yksityiskohdista tarkemmin.

<sup>2</sup> Tällaista pudotusta ei tietenkään voitaisi toteuttaa jos keskuspankin ohjauskorko on hyvin lähellä nollaa.

<sup>3</sup> Tämä tuloksen mukaan Yhdysvallat vältti deflaation osto-ohjelmien avulla.

*Kirjallisuutta:*

*Chen, H., V. Cúrdia & A. Ferrero (2012), The Macroeconomic Effects of Large-Scale Asset Purchase Programs, The Economic Journal vol.122, ss.289-315.*

*Chun, H., J.-P. Laforte, D. Reifschneider & J.C. Williams (2012), Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?, Journal of Money, Credit and Banking, Supplement, vol.44, ss.47-82.*

*Gambacorta, L. B. Hofmann & G. Peersman (2014), The Effectiveness of Unconventional Monetary Policy at the Zero Lower Bound: A Cross-Country Analysis, Journal of Money, Credit and Banking, vol.46, ss.615-642.*

*Joyce, M., D. Miles, A. Scott & D. Vayanos (2012), Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – An Introduction, The Economic Journal vol.122, ss.271-288.*

*Woodford, M. (2012), Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound, teoksessa The Changing Policy Landscape, A Symposium Sponsored By Federal Reserve Bank of Kansas City. Saatavilla <http://www.kc.frb.org/publications/research/escp/archive.cfm>.*



KIRJOITTAJA

**Seppo Honkapohja**

Johtokunnan jäsen

[Seppo.Honkapohja \(at\) bof.fi](mailto:Seppo.Honkapohja@bof.fi)

AVAINSANAT:

- [EKP](#)
- [Rahapolitiikka](#)