



BLOGI

Vaativa taloustilanne voi edellyttää epätavanomaisia rahapolitiikan keinoja

12.1.2015 • BLOGI • TUOMAS VÄLIMÄKI

Viimeisten vuosikymmenten aikana hintavakautta tavoittelevat keskuspankit ovat säädelleet keskuspankkirahan hintaa rahapolitiikan ohjauskorkoa muuttamalla ja siten vaikuttaneet yritysten ja kotitalouksien rahoituskustannuksiin sekä talouden yleiseen aktiivisuuteen. Keskuspankin ohjauskoron muutoksia onkin alettu pitää ”normaalina rahapolitiikkana”. Harvemmin käytetyistä ja eri tavoin kohdennetuista toimista on samanaikaisesti alettu puhua epätavanomaisena rahapolitiikkana.

Tällä tavoin muotoiltu jako tavanomaisiin ja epätavanomaisiin keskuspankin rahapoliittisiin toimiin riippuu kontekstista ja on ajassa muuttuva. Esimerkiksi Suomen Pankki toteutti rahapolitiikkaansa 1996–1998 kiinteäkorkoisten huutokauppojen muodossa joko myymällä pankeille Suomen Pankin sijoitustodistuksia tai lainaamalla pankeille rahaa vakuuksia vastaan. Näissä operaatioissa noudatettiin nk. täyden jaon -politiikkaa – sitä samaa toimintamallia, joka otettiin käyttöön lokakuussa 2008 koko euroalueella. Reilut kuusi vuotta myöhemmin tästä vuosia epätavanomaisena pidetystä toimintamallista on tullut osa normaalia eurojärjestelmän rahapolitiikan toteutusta – niin kuin se oli Suomessa jo liki 20 vuotta sitten.

Eurojärjestelmän kymmenen ensimmäisen toimintavuoden aikana rahapolitiikkaa toteutettiin yksinomaan antamalla luottoja ja keräämällä talletuksia pankeilta. Arvopapereiden ostot ja myynnit kuuluivat kuitenkin koko ajan eurojärjestelmän keinovalikoimaan. Ensimmäinen euroalueen rahapoliittinen osto-ohjelma (katettujen joukkolainojen osto-ohjelma, CBPP) käynnistettiin kesällä 2009 tilanteessa, jossa tämän markkinalohkon toimintakyky oli halvaantunut ja siten heikensi merkittävästi rahoituksen välittymistä Euroopassa.

Tätä sekä myöhemmin toteutettua arvopapereiden osto-ohjelmaa, jossa ostettiin yksinomaan valtioiden liikkeeseen laskemia velkapapereita (SMP), pidettiin hyvin epätavanomaisena rahapolitiikkana siitä huolimatta, että useiden keskeisten keskuspankkien rahapolitiikan toteutus oli vuosikymmenten ajan pohjautunut joukkolainoilla tehtyihin operaatioihin. Nykytilanteessa, viisi osto-ohjelmaa myöhemmin, arvopapereiden ostoja ei enää voitane pitää kovin evätavanomaisena rahapolitiikkana edes eurojärjestelmän oloissa.

Kun nimelliskorot ovat liki nollassa, ”normaalin rahapolitiikan” liikkumavara on kaventunut. Tämän johdosta mm. kolme suurta keskuspankkia (USA:n, Englannin ja Japanin keskuspankit) ovat turvautuneet määrälliseen keventämiseen (quantitative easing, QE). Tällä termillä viitataan yleisimmin laajamittaisiin valtionlainojen ostoihin, joilla kasvatetaan keskuspankkirahan määrää pankkijärjestelmässä.

Eurojärjestelmä puolestaan on tähän saakka harjoittanut omanlaistaan epätavanomaista rahapolitiikkaa. Siinä keskeisimpänä toimena on ollut pankeille myönnettyjen rahapoliittisten luottojen juoksuajan merkittävä pidentäminen muutamasta viikosta jopa neljään vuoteen. Euroalueella on ylipäättään korostettu pankkiluottokanavan toimivuuden merkitystä huomattavasti enemmän kuin esim. Yhdysvalloissa. Tämä johtuu pääosin rahoitusmarkkinoiden eroista – siinä missä Yhdysvalloissa 80 % rahoituksen välityksestä on kulkenut arvopaperimarkkinoiden kautta, euroalueella sama osuus rahoitusta on kiertänyt pankkien kautta.

Inflaatio-odotusten erkaantuessa yhä voimakkaammin EKP:n rahapolitiikan tavoitteesta ei ole poissuljettua, että eurojärjestelmäkin turvautuu rahapolitiikassaan keinoihin, jotka muistuttavat muiden keskuspankkien toteuttamaa määrällistä keventämistä. Kun tämä tapahtuu ensimmäistä kertaa, voidaan sitä pitää epätavanomaisena rahapolitiikkana.

Epätavanomaisiin toimiin ryhdytään, kun tavanomaisilla ja hyvin tunnetuilla toimilla ei enää päästä haluttuun lopputulokseen. Epätavanomaisten rahapolitiikkatoimien tekeminen ei siten ole tavoiteltavaa. Toisaalta tilanteessa, jossa hintavakautta ei pystytä varmistamaan tavanomaisilla toimilla, keskuspankin on ryhdyttävä epätavanomaisiin toimiin.

Keskuspankeilla on jokseenkin vähän kokemusta rahapolitiikan toteuttamisesta nollakorkorajalla ja epätavanomaisen rahapolitiikan vaikutuskanavien määrittely ja vaikutusten kvantifiointi onkin siksi huomattavan vaikeaa. Lisäksi on mahdollista, että tällaisilla toimilla on ennakoimattomia vaikutuksia rahoitusmarkkinoille tai talouteen, ja siksi kynnys aloittaa epätavanomaiset

toimet on tavallista korkeampi. Ensisijaisen tavoitteen eli hintavakauden varmistaminen on kuitenkin rahapolitiikan uskottavuuden kannalta olennaisinta.

Voiko määrällinen keventäminen tulla osaksi euroalueen rahapolitiikan normaalia kehikkoa? Toivottavasti ei, mutta sellaistaakaan mahdollisuutta ei ole syytä sulkea kokonaan pois. Rahapolitiikan mitoituksen määrittely ja muutoksista viestiminen on jokseenkin yksinkertaista silloin, kun tavoitteeseen pyritään ohjauskorkoa muuttamalla. Kun reaali kasvu on keskimäärin 2 % ja keskuspankin inflaatiotavoite liki 2 %, nimelliskorot pyöriivät keskimäärin 4 %:in ympärillä. Tällaisessa maailmassa ollaan kohtuullisen etäällä rahapolitiikan nollakorkorajoitteesta, ja ”normaali rahapolitiikka” riittää.

Jos ympäröivä maailma kuitenkin muuttuu (esim. väestönkasvun käännyttyä negatiiviseksi) ja reaali kasvu tulee jäämään oleellisesti aiempaa hitaammaksi, todennäköisyys nollakorkorajoitteeseen ajautumisesta kasvaa. Tällaisessa uudessa maailmassa siitä, mitä nykyisin pidetään epätavanomaisena rahapolitiikkana, voi tulla huomattavasti tavanomaisempaa.



KIRJOITTAJA

Tuomas Välimäki

Osastopäällikkö, rahapolitiikka- ja tutkimusosasto
EKPJ:n rahapolitiikan komitean jäsen

[Tuomas.Valimaki \(at\) bof.fi](mailto:Tuomas.Valimaki@bof.fi)

AVAINSANAT:

- [EKP](#)
- [Euroalue](#)
- [Keskuspankit](#)
- [Rahapolitiikka](#)
- [Suomen Pankki](#)