



## BLOGI

---

# Vastuullisen rahapolitiikan ja setelirahoituksen eroista

11.8.2011 • BLOGI • TUOMAS SAARENHEIMO

EKP ilmoitti sunnuntaina 7.8. alkavansa toteuttaa velkapaperiohjelmaansa aktiivisesti markkinahäiriöiden korjaamiseksi ja rahapolitiikan välittymisen varmistamiseksi. EKP ei ole täsmentänyt, mitä arvopapereita se aikoo ostaa tai kuinka paljon. Markkinoilla viesti on tulkittu päätökseksi ryhtyä ostamaan markkinapaineiden kohteeksi joutuneiden Espanjan ja Italian valtionpapereita.

Julkisuudessa ja markkinoilla reaktiot ovat pääosin olleet myönteisiä, mutta myös huolestuneempia sävyjä on näkynyt. Esimerkiksi Helsingin Sanomien mukaan "päätös on keskuspankille vaikea, koska joukkolainojen osto kiihdyttää inflaatiota" (HS 8.8.2011). Lehti lainaa asiantuntijaa: "Jos keskuspankki ostaa jälkimarkkinoilta valtioiden velkapapereita, se samalla kasvat-  
taa liikkeellä olevan rahan määrää. Kansanomaisesti voi sanoa, että EKP alkaa painaa lisää rahaa." Tätä myös muualla esiintynyttä väitettä on syytä kommentoida.

Inflaatiohuolen taustalla ovat epäilemättä historian kokemukset siitä, miten valtion talouden rahoittaminen keskuspankkirahoituksella voi johtaa hyperinflaatioon. Tästä on runsaasti esimerkkejä - viimeisimpinä Argentiina 1980-luvulla ja Zimbabwe 2000-luvulla.

Tosin vastakkaisiakin esimerkkejä löytyy. Japanissa keskuspankki aloitti suurimittaiset valtionlainojen ostot vuonna 2001. Runsaan kymmenen vuoden aikana sen hallussa olevien Japanin valtionlainojen määrä on kasvanut 81 biljoonaan jeniin, eli nykykurssilla noin 740 miljardiin euroon. Määrä on kansantalouden kokoon suhteutettuna noin 25-kertainen suhteessa eurojärjestelmän arvopaperien osto-ohjelman tähänastiseen volyymiin. Tästä huolimatta Japanin keskimääräinen inflaatio on tuona aikana ollut negatiivinen, eli -0,2 prosenttia.

Yhdysvaltain Federal Reserve puolestaan käyttää rutiininomaisesti valtion liikkeeseen laskemien velkakirjojen ostoja ja myyntejä rahapoliittisen ohjauksen pääasiallisena välineenä. Vuoden 2008 marraskuusta Fed on lisäksi toteuttanut rahapolitiikkaa, jolla se nimenomaan pyrkii lisäämään rahan määrää taloudessa. Tämän määrällisen keventämisen aikana Yhdysvaltojen pohjainflaatio on ollut keskimäärin 1,4 prosenttia.

Ilmeistä siis on, että yhteys keskuspankin suorittamien valtionpapereiden ostojen ja inflaation välillä ei ole mekaaninen. Lopputulos riippuu siitä, miten ostot nivELYVÄT rahapolitiikan laajempaan toimintakehikkoon ja tavoitteenasetantaan.

Asian voi muotoilla lyhyesti näin: Jos keskuspankin valtionpapereiden ostojen tarkoitus on fiskaalinen ja ne mitoitetaan valtion menotarpeiden perusteella, inflaation riski on suuri. Euroalueella keskuspankeilta on tällainen toiminta kielletty. Jos taas keskuspankki käyttää valtionpapereiden ostoja johdonmukaisesti välineenä hintavakauden ja rahoitusmarkkinoiden vakauden saavuttamiseksi ja toimet mitoitetaan näiden tavoitteiden mukaisesti, ei inflaatiohuoleen ole syytä.

Eurojärjestelmän suorittamat arvopaperiostot kuuluvat jälkimmäiseen kategoriaan. EKP:n ja kansallisten keskuspankkien toteuttamien ostojen peruste on selkeän rahapoliittinen: eräissä euroalueen rahoitusmarkkinoiden osissa oli käynnistymässä itseään ruokkiva epäluottamuksen kierre, jonka katkaiseminen oli euroalueen rahaolojen vakauden näkökulmasta välttämätöntä. Entä sitten HS:n lainaaman asiantuntijan huoli liikkeellä olevan rahan määrän kasvusta? Eikö rahan määrän kasvu kiihdytä inflaatiota toimien perusteista riippumatta?

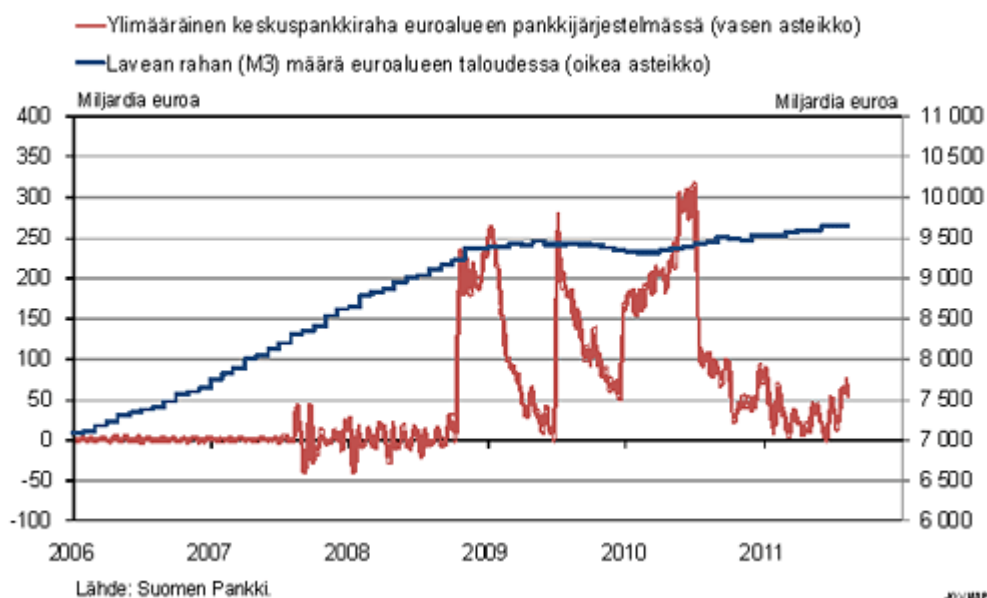
Asiantuntija on sikäli oikeilla jäljillä, että kun eurojärjestelmä ostaa arvopaperin markkinoilta, keskuspankkirahan määrä kasvaa (ainakin hetkellisesti) kauppasumman verran. Asialla ei kuitenkaan ole inflaation kannalta merkitystä. Tähän on useita syitä:

- Eurojärjestelmä steriloi arvopaperiostonsa. Eurojärjestelmä suorittaa viikoittain keskuspankkirahaa vähentävän operaation, jossa se poistaa pankkijärjestelmästä velkapaperiohjelmansa volyyymia vastaavan määrän keskuspankkirahaa.
- Keskuspankkirahan muutokset neutraloituvat myös automaattisesti. Syksystä 2008 lähtien EKP on luopunut keskuspankkirahan määrän

säätelystä ja noudattanut huutokaupoissaan ns. täyden jaon menettelyä. Tämä tarkoittaa, että pankit saavat lainata vakuuksia vastaan rajoittamattoman määrän keskuspankkirahaa. Jos eurojärjestelmä kasvattaa keskuspankkirahan määrää suorilla arvopaperiostoilla, pankkien huutokaupoissa hankkiman keskuspankkirahan määrä vähenee vastaavasti. Lopputuloksena keskuspankkirahan määrä ei muutu siitä mitä se olisi ollut ilman velkakirjojen ostamista.

- Keskuspankkirahan määrä ei ole inflaation kannalta olennainen. Talouden inflaatiokehityksen kannalta relevantti likviditeetin käsite ei ole keskuspankkiraha vaan talouden laaja likviditeetti, eli lähinnä yleisön talletusten ja luottojen kasvu. Finanssikriisistä lähtien euroalueen talletusten ja luottojen kasvu on - keskuspankkirahan ajoittain nopeastakin kasvusta riippumatta - ollut erittäin vaatimatonta ja väliin jopa negatiivista (ks. oheinen kuvio).

**Kuvio: Keskuspankkirahan ja lavean rahan kasvulla ei yhteyttä heikon talouskasvun olosuhteissa**



EKP:n ensisijainen väline euroalueen hintavakauden ylläpitämisessä on rahan hinta eli korkotaso. Jos talouden inflaatiopaineet kasvavat, EKP nostaa ohjauskorkojaan. Jos taas inflaatoriskit kääntyvät alasuuntaisiksi, EKP alentaa ohjauskorkojaan. Arvopaperiostot eivät häiritse tätä yksinkertaista perusasetelmaa.

Eurojärjestelmän arvopaperiostojen tavoitteena on markkinoiden vakauden ja toiminnan turvaaminen. Toimivat rahoitusmarkkinat ovat edellytys raha-

politiikan ennakoitavalle välittymiselle ja kansantalouden kasvulle. Arvopa-  
periostot eivät heikennä EKP:n korko-ohjausta vaan päinvastoin tukevat  
korko-ohjauksen tehoa ja sitä kautta myös EKP:n hintavakaustavoitetta.



#### KIRJOITTAJA

**Tuomas Saarenheimo** on rahapolitiikka- ja tutki-  
musosaston osastopäällikkö sekä EKP:n raha-  
politiikan komitean jäsen.

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

#### AVAINSANAT:

- Euroalue
- Korot
- Rahapolitiikka
- Velkakriisi