

Rahapolitiikan määrällinen keventäminen

21.2.2012

Vuosien 2007–2009 aikana useat keskuspankit laskivat ohjaukorkojaan voimakkaasti torjuessaan deflaatiota eli hintojen laaja-alaista laskua ja tukeakseen reaali-talouden kehitystä. Korkojen laskettua lähelle nollassa keskuspankit turvautui-
vat epätavanomaisiin politiikkatoimenpiteisiin. Näitä epätavanomaisia toimia ovat olleet mm. pitkäaikainen sitoutuminen alhaisiin korkoihin, keskuspankin taseen kasvattaminen lisäämällä keskuspankkirahaa talouteen (ns. määrällinen keventäminen) ja keskuspankin taseen rakenteen muuttaminen esimerkiksi ostamalla pitkäaikaisia velkapapereita ja myymällä lyhytaikaisia. Tässä artikkelissa keskitytään tarkastelemaan määrällisen keventämisen rahapolitiikkaa ja siitä saatuja kokemuksia.

Keskuspankit toteuttavat rahapolitiikkaa ja ohjaavat korkoja pääasiassa ns. takaisinosto eli repo-operaatioiden avulla. Tällöin ne hankkivat (ostavat ja sopivat myyvänsä takaisin) liikepankeilta esimerkiksi valtion joukkovelkakirjalainoja ennalta sovituksi ajaksi. Liikepankkien lainaaman ja takaisin maksetun rahasumman erotus vastaa keskuspankin politiikkakorkoa, ja kohteena oleva joukkovelkakirjalaina toimii operaatioissa vakuutena. Rahapolitiikkaa voidaan harjoittaa repo-operaatioiden lisäksi myös myymällä tai ostamalla pysyvästi joukkovelkakirjalainoja (tai muita arvopapereita). Esimerkiksi Yhdysvaltojen Federal Reserve (Fed) toimii näin korkotavoitteensa saavuttamiseksi. Kun ostettavaa määrää kasvatetaan yli tavanomaisen korko-ohjauksen edellyttämän tason, puhutaan ns.

määrällisen keventämisen politiikasta (Quantitative Easing, QE).

Määrällinen keventäminen vaikuttaa talouteen pääosin pitkien korkojen kautta, mikä pohjautuu kolmeen keskeiseen vaikutuskanavaan. Ensimmäinen ja ehkä eniten tutkimuskirjallisuudessa tutkittu vaikutuskanava on ns. portfoliovaikutuksen¹ kautta tuleva pitkäaikaisten velkapapereiden hintojen nostava vaikutus. Se pienentää lyhyiden ja pitkien korkojen välistä riskilisää. Toiseksi jo pelkästään ilmoitus määrällisestä keventämisestä lisää velkapapereiden kysyntää ja niiden likviditeettiä kriisitilanteessa, jossa markkinoiden heikentynyt likviditeetti on kasvattanut tuottovaatimusta. Tämän kanavan kautta erityisesti vähiten likvidien velkakirjojen tuotot pienenevät. Kolmanneksi ilmoitus määrällisestä keventämisestä osoittaa keskuspankin sitoutuneen keveään rahapolitiikkaan ja heikentää siten odotuksia ohjaukorkon tulevasta kehityksestä. Tämä puolestaan laskee pitkiä korkoja (jos inflaation ei odoteta nopeutuvan).

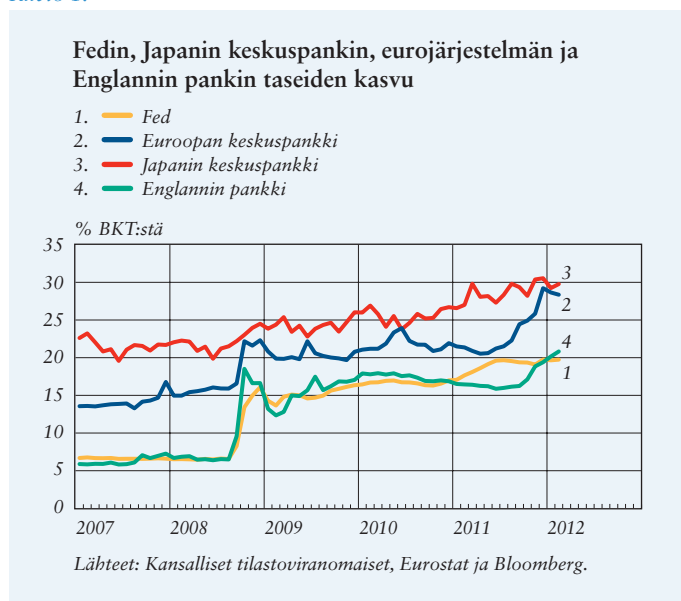
Finanssikriisin aikana sekä Yhdysvaltojen keskuspankki että Englannin pankki aloittivat määrällisen keventämisen rahapolitiikan. Myös Japanin keskuspankki käynnisti uudelleen vuosituhannen alussa lopettamansa ohjel-



Lauri Vilmi
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

¹ Portfoliovaikutuksella tarkoitetaan sitä, että eri velkakirjat eivät ole toistensa täydellisiä vaihtoehtoja, vaan sijoittajalla on jokin syy pitää juuri tiettyä velkakirjaa salkussaan. Tällaisia velkakirjojen välisiä eroja ovat esim. erilainen maturiteetti eli juoksu-aika, inflaatoriski ja luottoriski. Jos määrällisen keventämisen politiikalla ostetaan maturiteetiltaan pitkiä velkapapereita, niiden tuotot pienenevät (hintojen noustessa) ja siten pitkien ja lyhyiden velkapapereiden välinen riskilisa vähentyy. Tämä saattaa rauhoittaa markkinoita ja lisätä edelleen riskillisten velkapapereiden kysyntää.

Kuvio 1.



man.² Ostojen myötä keskuspankkien taseet ovat suurentuneet merkittävästi (kuvio 1). Lisäksi liikepankkien vapaasti käytettävissä olevan likviditeetin määrä on kasvanut vastaavasti, sillä määrällisen keventämisen politiikassa velkapapereiden ostojen seurauksena lisääntyntä keskuspankkirahan määrää ei pyritä kumoamaan ns. sterilointien avulla.

² Toisin kuin muut tärkeimmät keskuspankit eurojärjestelmä (EKP ja euroa käyttävien maiden kansalliset keskuspankit) ei ole turvautunut valtionpaperi-ostojen toteuttamiseen määrälliseen keventämiseen. Ns. velkakirjamarkkinaohjelmassa suoritettavat ostot on steriloitu, eli niiden rahan määrää lisäävä vaikutus on kumottu keräämällä liikepankeilta vastaava määrä talletuksia. Eurojärjestelmän tase samoin kuin euro-määräisen keskuspankkirahan määrä on kasvanut merkittävästi, mutta se on tapahtunut pääosin liikepankeille suunnattujen repo- eli lainaoperaatioiden avulla.

Taulukko 1.

Yhdysvaltain ja Ison-Britannian määrällisen keventämisen ohjelmat

Yhdysvalloissa	
25.11.2008	Keskuspankki ilmoittaa ostavansa 600 mrd. dollarilla asuntolainapapereita
1.12.2008	FEDin pääjohtaja Bernanke sanoo puheessaan pitkien valtionpapereiden osto-ohjelman olevan mahdollinen
16.12.2008	Keskuspankki vihjaa pitkien valtionpapereiden oston mahdollisuuteen
28.1.2009	Keskuspankki ilmoittaa olevansa valmis laajentamaan asuntolainapapereiden osto-ohjelmaa
18.3.2009	Keskuspankki ilmoittaa ostavansa 850 mrd. dollarilla asuntolainapapereita ja 300 mrd. dollarilla valtionpapereita
10.8.2010	Keskuspankki ilmoittaa sijoittavansa osto-ohjelmasta vapautuvat varat valtionvelkakirjoihin
27.8.2010	Fedin pääjohtaja Bernanke ilmoittaa valtionvelkakirjojen lisäoston olevan tehokasta ja mahdollista
21.9.2010	Keskuspankin 10.8. ilmoitettua ohjelmaa jatketaan
15.10.2010	Fedin pääjohtajan Bernanken puhe: keskuspankki valmis lisätoimiin, jos tarvitaan
3.11.2010	Keskuspankki ilmoittaa 600 mrd. dollarin valtionvelkakirjojen osto-ohjelmasta
Isossa-Britanniassa	
11.2.2009	Keskuspankki ilmoittaa määrällisen keventämisen ohjelman olevan todennäköinen
5.3.2009	Keskuspankin 75 mrd. punnan valtionvelkakirjojen osto-ohjelma
7.5.2009	Keskuspankin osto-ohjelman laajennus 125 mrd. puntaan
6.8.2009	Keskuspankin osto-ohjelman laajennus 175 mrd. puntaan
5.11.2009	Keskuspankin osto-ohjelman laajennus 200 mrd. puntaan
6.10.2011	Keskuspankin osto-ohjelma laajennetaan 275 mrd. puntaan
9.2.2012	Keskuspankin osto-ohjelma laajennetaan 325 mrd. puntaan

Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian keskuspankkien määrällisen keventämisen ohjelmat ovat olleet suuria. Yhdysvalloissa osto-ohjelmien koko on yhteensä n. 20 % ja Isossa-Britanniassa peräti 29 % ostettujen arvopapereiden koko markkinoista. Maiden brutto-kansantuotteisiin suhteutettuna ohjelmien koot ovat olleet lähes 20 %. Suhteutettuna BKT:hen Japanin aikaisemman ohjelman suuruus oli vain 7 %. Japanin ohjelma kesti yli viisi vuotta, eli vuosittain käytetty rahasumma oli huomattavasti pienempi kuin muissa maissa.

Määrällisen keventämisen ohjelmat alkoivat Fedissä loppuvuodesta 2008 ja Englannin pankissa alkuvuodesta 2009 (taulukko 1). Fedin ohjelma jaetaan tavanomaisesti kahteen osaan, ns. QE1- ja QE2-ohjelmaan. Näistä ensin mainittu käynnistettiin marraskuussa 2008 asuntolainamarkkinapapereihin kohdistuneella 600 mrd. dollarin suuruisella osto-ohjelmalla. Määrällisen keventämisen toinen vaihe, ns. QE2-ohjelma, alkoi elokuussa 2010, jolloin Fed ilmoitti sijoittavansa edellisestä ohjelmasta vapautuvat varat uudelleen valtion velkakirjoihin.

Japanin keskuspankki oli turvautunut määrällisen keventämiseen vuosina 2001–2006. Tuona aikana keskuspankin taseeseen kertyi valtion pitkäaikaisia velkakirjoja 35 biljoonan jenin arvosta. Suurimpana erona Japanin ja muiden keskuspankkien määrällisen politiikan keventämisen välillä oli koon lisäksi ohjelman ilmoittamistapa. Japanin keskuspankki ei ilmoittanut ohjelmansa kokoa eikä kestoja etukäteen, vaan sitoutui jatkamaan ohjelmaansa,

kunnes kuluttajahintaindeksillä laskettu pohjainflaatio olisi palannut vakaasti nollan yläpuolelle. Finanssikriisin myötä vuosina 2010 ja 2011 Japanin keskuspankki ilmoitti uudesta määrällisen keventämisen ohjelmasta, jonka päätavoitteena oli hillitä jenin vahvistumista.

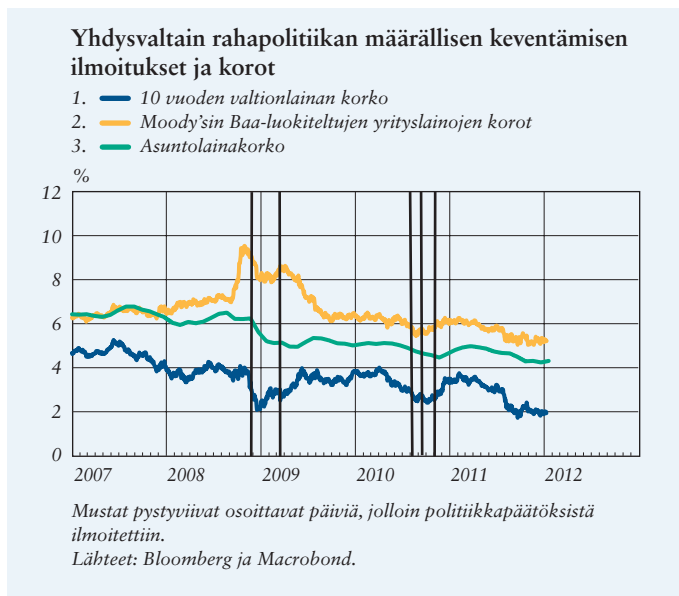
Kuinka määrällisen keventämisen politiikka on tehonnut?

Koska epätavanomaisen rahapolitiikan menetelmistä on niukasti kokemuksia, keskuspankit joutuivat turvautumaan tähän politiikkaan tuntematta sen vaikutuksia yhtä hyvin kuin tavanomaisen rahapolitiikan seurauksia. Luotettavien ja yleistettävissä olevien tulosten löytäminen määrällisen keventämisen politiikan vaikutuksista on edelleenkin haastavaa. Olemassa olevassa tutkimuskirjallisuudessa on pitkälti keskitytty tutkimaan vaikutuksia tapaustutkimuksen menetelmällä, jossa tarkastellaan markkinoiden reaktioita politiikka-ilmoituksiin. Lisäksi on sovellettu tilasto- ja taloustieteelliseen analyysiin pohjautuvia menetelmiä, joissa ensin historiallisten tietojen avulla estimoidaan malli (VAR tai DSGE) ja mallin avulla simuloidaan erilaisten politiikkamuutosten vaikutusta.

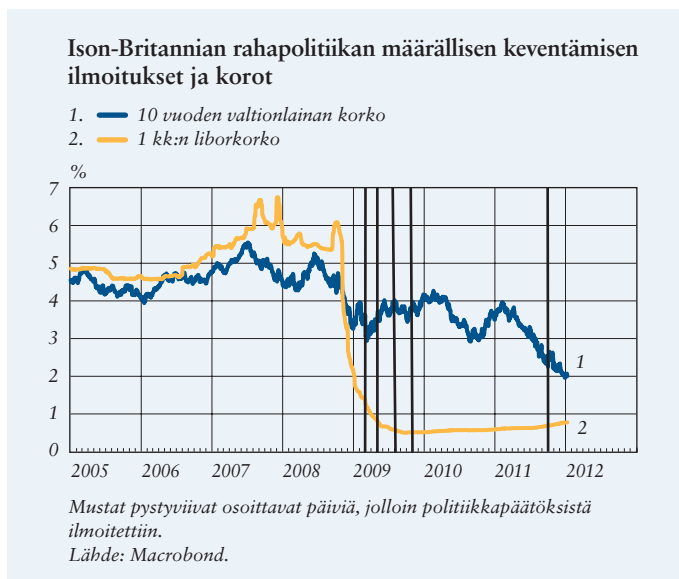
Välittömien (päivän tai kahden sisällä ilmenevien) reaktioiden tutkimista voidaan perustella ns. täydellisten markkinoiden hypoteesilla, jonka mukaan markkinat reagoivat uutiseen välittömästi ja oikein. Tämän mukaan korkoreaktion tulisi olla välitön ja täysimääräinen. Välittömän markkinareaktion tarkastelu saattaa kuitenkin johtaa ohjelmien saavutusten yliarviointiin, jos markkinatoimijat eivät todellisuudessa

välittömästi täysin ymmärräkään poikkeuksellista politiikkatoimenpidettä. Toisaalta jos markkinat ovat odottaneet kyseistä politiikkatoimintaa jo ennen keskuspankin ilmoitusta, se on jo hinnoiteltu korkoihin, jolloin tilastollinen analyysi aliarvioi toimen vaikutukset.

Kuvio 2.



Kuvio 3.



Tilastolliseen analyysiin pohjautuvien menetelmien heikkoutena on, että syy- ja seuraussuhteet on estimoitu normaaliaikojen aineistolla. Finanssikriisin oloissa nämä normaaliaikoina havaitut riippuvuussuhteet eivät välttämättä ole enää voimassa. Kriisioleissa markkinoiden riskilisät (erityisesti pitkien ja lyhyiden korkojen välillä) kasvoivat poikkeuksellisen suuriksi, ja määrällisen keventämisen politiikalla saattoi siten olla mallituloksia suurempia vaikutukset riskilisien pienenemisen ja markkinoiden rauhoittamisen kautta.

Määrällisen keventämisen vaikutukset korkotasoon

Kun tarkastellaan korkojen muutoksia Yhdysvalloissa ja Ison-Britanniassa politiikkailmoitusten yhteydessä, havaitaan erityisesti yrityslainojen korkojen nousseen Yhdysvalloissa korkealle tasolle ennen ensimmäistä politiikkailmoitusta syksyllä 2008 (kuviot 2). Kuviosta nähdään, että QE1-ilmoituksen jälkeen yrityslainojen korot laskivat selvästi ja samoin myös asuntolainojen korot. Näiden osalta määrällinen keventäminen näyttää rauhoittaneen markkinoita ja laskeneen korkoja pysyvämmiin. Valtioiden velkojen koroissa politiikkailmoitusten vaikutusten pysyvyys ei näytä silmämääräisesti yhtä selvältä, mutta myös niissä välitön markkinareaktio näyttää olleen korkoja laskeva.

Tapaustutkimuksissa on havaittu määrällisen keventämisen ensimmäisessä vaiheessa toteutettujen yhteensä 1 750 mrd. dollarin arvopaperiostojen alentaneen merkittävästi korkoja ja erityisesti kaventaneen pitkien ja lyhyiden

korkeiden eroja. Useiden tapaustutkimusten perusteella QE1-ilmoitukset näyttävät laskeneen 10 vuoden valtionlainojen korkoja yhteensä n. 1 prosenttiyksikön. Gagnonin ym. (2011a ja b) estimointien mukaan keskuspankin toimet pienensivät tätä ns. aikapreemiota n. 0,35–0,60 prosenttiyksikköä eli hie-man tapaustutkimuksissa havaittua vähemmän. D’Amico ym. tutkivat, mitä vaikutuksia korkoihin oli pelkästään Fedin avomarkkinakomitean (FOMC) 18.3.2009 antamalla ilmoituksella ostaa 300 mrd. dollarilla valtion velkapapereita. D’Amicon ym. mukaan tuottokäyrä laski ilmoituksen seurauksena keskimäärin 0,30 prosenttiyksikköä, jolloin korot olisivat laskeneet 0,01 prosenttiyksikköä jokaista käytettyä 10 mrd. dollaria kohden.

Lisäksi vaikuttaa siltä, että velkapapereiden osto-ohjelmat pienensivät eniten niiden papereiden tuottoja, joita ohjelmassa ostettiin. Esimerkiksi Krishnamurthy ym. mukaan Fedin avomarkkinakomitean ilmoitukset määrällisen keventämisen ensimmäisestä vaiheesta laskivat eniten 10 vuoden valtionvelkakirjojen korkoja sekä valtiontakauksella toimivien asuntoluottotajien joukkovelkakirjalainojen ja asuntolainavakuudellisten arvopapereiden korkoja noin 1 prosenttiyksikköä. Korkovaikutukset eivät kuitenkaan jääneet vain ostettuihin papereihin, vaan levisivät myös muihin velkapapereihin, kuten yrityslainoihin. Neelyn (2011) mukaan myös kiinteäkorkoisen 30 vuoden asuntolainan tuotto pieneni ensimmäisen vaiheen aikana, joskin vähemmän eli vain n. 0,30 prosenttiyksikköä.

Useimpien tutkimusten mukaan Yhdysvaltojen määrällisen keventämisen toisella vaiheella on ollut huomattavasti ensimmäistä kierrosta pienemmät vaikutukset korkoihin. Krishnamurthy ym. havaitsivat toisen vaiheen ilmoitusten alentaneen esimerkiksi 10 vuoden valtionlainan korkoa vain 0,30 prosenttiyksikköä. Toisen vaiheen ilmoitusten vaikutukset näyttävätkin olleen huomattavasti pienemmät kuin ensimmäisen vaiheen kaikissa arvopaperiluokissa. Yksi mahdollinen syy tähän on se, että ensimmäisen vaiheen toteutus ajoitui keskelle pahinta taantumaa, jolloin riskilisät olivat poikkeuksellisen suuret, kun taas toisen vaiheen aikaan vuonna 2010 talous oli kääntynyt jo elpymisvaiheeseen. Toinen mahdollinen selitys on, että myöhemmässä vaiheessa markkinat odottivat elvyttävää politiikkaa, jolloin ohjelman vaikutukset oli jo ennakoitu. Glick ym. (2011) osoittavatkin, että jos politiikan yllätyksellisyys otetaan huomioon, ohjelmat ovat olleet suunnilleen yhtä tehokkaita.

Joycen ym. (2010) löytämät Englannin pankin ohjelman vaikutukset ovat hyvin samankaltaiset kuin Yhdysvalloissa. Valtion velkapapereiden korko näyttää laskeneen n. 0,50–1,00 prosenttiyksikköä riippuen tutkimuksessa valitusta ajanjaksosta. Investointiluokan yrityslainojen korot laskivat hie-man vähemmän, n. 0,70 prosenttiyksikköä. Joycen ym. mukaan suurin osa tästä vaikutuksesta tulee portfoliovaikutuksen kautta. Myös Isossa-Britanniassa markkinat odottivat myöhemmin ilmoitettuja osto-ohjelmia, jolloin näiden vaikutukset oli jo hinnoiteltu korkoihin. Kaiken kaikkiaan korko-

Rahapolitiikan määrällinen keventäminen on tehokkainta kriisitilanteissa.

Kuvio 4.



Kuvio 5.



reaktiot ovat kahdessa maassa hyvin samanlaiset.

Japanissa keskuspankin määrällisen keventämisen politiikan suorien vaikutusten on havaittu aiheuttaneen vain pieniä ja tilastollisesti merkitsemättömiä vaikutuksia valtioiden velkakirjojen tuottoihin. Luottoluokitukseltaan hyvien yritysten velkakirjoihin tällä toimenpiteellä oli kuitenkin pieni tuottoja pienentävä vaikutus. Sen sijaan tulevan alhaisen korkouran signaloinnista johtuvat toimenpiteen vaikutukset olivat merkittävämpiä, sillä kolmen ja viiden vuoden valtionvelkakirjojen korot alentuivat n. 0,15–0,20 prosenttiyksikköä käytettyä 10 biljoonaa jeniä kohden. Japanissa valuuttakurssin, osakkeiden hintojen ja heikomman luottoluokituksen yritysten korkojen ei ole havaittu reagoineen ohjelmiin. Suurimmat hyödyt Japanissa vaikuttavatkin tulleen sitoutumisesta alhaisen koron politiikkaan pidemmäksi aikaa.

Määrällisen keventämisen vaikutukset inflaatioon, valuuttakurssiin ja tuotantoon

Määrällisen keventämisen politiikan vaikutukset korkotasoon ovat vain välitavoite, ja päätavoite liittyy inflaatioon (deflaation ehkäiseminen) ja edelleen tuotantoon (taantumun syvyyden pehmentäminen).

Kun tarkastellaan inflaatio-odotusten ja valuuttakurssin reaktioita määrällisestä keventämisestä annettujen ilmoitusten aikana (kuviot 4 ja 5), havaitaan politiikkatoimien kasvattaneen inflaatio-odotuksia sekä Yhdysvalloissa että Isossa-Britanniassa. Myös valuuttakurssissa näkyy lievä heikentyminen politiikan ilmoitusajankohtina.

Vaikka arviot vaihtelevat hieman, näyttää määrällisen keventämisen ohjelmalla olleen Yhdysvalloissa toistaiseksi vain rajallinen inflaatiota kiihdyttävä vaikutus. Neely (2011) laskee Yhdysvaltojen ohjelman ensimmäisen vaiheen kasvattaneen inflaatio-odotuksia inflaatiolta suojattujen valtion velkakirjojen (TIPS) avulla laskettuna 0,80 prosenttiyksikköä. Tämä on kuitenkin markkinoiden välitön reaktio politiikka-ilmoitukseen eikä osoita ohjelman pitkän ajan vaikutuksista inflaatioon. Mallipohjaisten arvioiden mukaan velkakirjojen osto-ohjelmat lisäsivät Yhdysvalloissa pohjainflaatiota 0,5–1 prosenttiyksikköä ja Isossa-Britanniassa peräti 2 prosenttiyksikköä. Vaikka tämä vaikutus on merkittävä, se ei ole kuitenkaan pysyvä, vaan ohjelmien vaikutusten hävitessä myös inflaatiovaikutus poistuu. Sen sijaan ohjelman toisen vaiheen inflaatiovaikutuksen arvioidaan jääneen hyvin pieneksi, vain noin 0,05 prosenttiyksikköön.

Ohjelmilla näyttää Neelyn, Meaningin ym. ja Glickin ym. mukaan olleen valuuttakurssia heikentävä vaikutus sekä Yhdysvalloissa että Englannissa. Yhdysvaltain dollari näyttää heikentyneen politiikkailmoitusten seurauksena 3–10 %, kun taas Englannissa punta heikkeni 2–4 % Englannin pankin ilmoitusten seurauksena.

Määrällisen keventämisen politiikan vaikutuksia BKT:hen on hankala arvioida luotettavasti. Tutkimustulokset määrällisen keventämisen ohjelman vaikutuksista Yhdysvaltojen tuotantoon vaihtelevat suuresti sen mukaan, mitä menetelmää tutkimuksessa käytetään. Arviot ohjelman positiivisista vaikutuk-

sista Yhdysvaltain reaalisen BKT:n kasvuun vaihtelevat välillä 0–4 prosenttiyksikköä.

Haittavaikutukset ja irtautumisstrategia

Määrällisen keventämisen ohjelmien mahdollinen haittapuoli on ennen kaikkea vaara, että keskuspankki menettää itsenäisyytensä ja uskottavuuttaan.

Uhka syntyy erityisesti, jos tulkitaan, että keskuspankin toimien tarkoituksena on rahoittaa valtion budjettialijäämiä. Suuret arvopapereiden osto-ohjelmat saattavat myös aiheuttaa häiriöitä rahoitusmarkkinoille ja muuttaa muiden markkinatoimijoiden käyttäytymistä. Alhaiset korot voivat johtaa epäterveeseen riskinottoon ja kannustaa liialliseen velkavivun käyttöön sekä vääristää tuottokäyrää vähentämällä likvidin valtionvelan tarjontaa.

Osto-ohjelmassa on tärkeää ostettavien velkapapereiden valinta, sillä epäonnistunut valinta saattaa johtaa osapuolten epätasa-arvoiseen kohteluun ja kilpailun vääristymiseen. Alhaiset korot voivat myös hidastaa välttämättömien sopeutumistoimien toimeenpanoa esimerkiksi hidastamalla yksityisen sektorin ylivelkaantuneisuuden purkua tai mahdollistamalla tehottomien yritysten lainansaannin pidempään kuten Japanissa mahdollisesti tapahtui.

Määrällisen politiikan toimien purkaminen vaatii yleensä aktiivista päätöksentekoa. Pitkäaikaisten arvopapereiden poistuminen taseesta niiden erääntymisen kautta jättäisi keskuspankin taseen ylisuureksi pitkäksi aikaa. Keskuspankin lyhyemmän maturiteetin luotto-ohjelmissa (Credit facili-

Määrällisen keventämisen vaarana on, että keskuspankki voi menettää itsenäisyytensä ja uskottavuuttaan.

Keskuspankin on suunniteltava määrällisestä keventämisestä irtautuminen huolella ja viestitettävä politiikka-muutoksista ajoissa markkina-osapuolille.

ty) tämä ongelma ei ole yhtä mutkikas, sillä ohjelmien käyttö vähenee automaattisesti, kun markkinatoimijat eivät enää halua niitä käyttää markkinoiden normalisoituessa. Irtautumisstrategian osalta oleellista on korostaa hintavakautta politiikan päämääränä samoin kuin se, että päämäärästä ja suunnitelmista tiedotetaan selvästi (Blinder 2010 ja Kozicki 2011).

On todennäköistä, että keskuspankkien taseet tulevat normalisoitumaan suurelta osin avomarkkinaoperaatioiden avulla. Tämä edellyttää keskuspankilta aktiivista päätöstä irtautumisstrategian toteuttamisen ajankohdasta ja nopeudesta. Rahapolitiikan syklisen kiristämisen oikea-aikainen ajoitus on aina haastavaa, mutta määrällisen kevennyksen jälkeiseen irtautumisstrategiaan liittyvät haasteet ovat monesta syystä tavanomaista suuremmat. Ensinnäkin määrällinen keventäminen liittyy käytännössä aina poikkeuksellisen vaikeaan taloustilanteeseen, jonka jälkeen elpyminen on tyypillisesti hauras ja epätasainen prosessi. Toiseksi, koska määrällisen keventämisen käytöstä on niukasti kokemuksia, ei myöskään keskuspankin taseen pienentämisen makrotaloudellisia vaikutuksia tunneta hyvin. Kolmanneksi määrälliseen keventämiseen liitetään helposti normaaliin korkopolitiikkaan kuulumattomia assosiaatioita ”setelien painamisesta valtion menojen katteeksi”. Tästä seuraa erityisiä riskejä keskuspankin uskottavuuden kannalta, mikä asettaa suuria haasteita keskuspankin toimien ajoitukselle ja viestinnälle.

Määrällisen keventämisen politiikan suurimmat riskit liittyvätkin siihen,

että irtautumisstrategia epäonnistuu tavalla, joka vaarantaa keskuspankin uskottavuuden ja johtaa inflaatio-odotusten kasvuun. Tämän takia on tärkeää suunnitella irtautumisstrategia hyvissä ajoin ja viestiä siitä jo etukäteen. Esimerkiksi Yhdysvalloissa (Bernanke 25.3.2010) Fed ei ole sitoutunut tiettyyn aikatauluun, vaan toteaa irtautumisen epätavanomaisista politiikkatoimista alkavan, kun taloudellisen tilanteen arvioidaan olevan tarpeeksi vahva, jotta saavutetaan hintavakaus ja hyvä työllisyystilanne.

Tärkeimpänä hintavakauden säätelijänä Fedin irtautumisstrategiassa on mahdollisuus säätää keskuspankkiin talletetuille reserveille maksettavaa korkoa, joka nostaisi markkinoilla lyhyitä korkoja. Fed on kehittänyt myös muita työkaluja, joilla voidaan vähentää pankkijärjestelmän suuria reserveja. Nämä toimenpiteet parantavat edellä kuvatun reserveille maksettavan koron tehokkuutta lyhyiden markkinakorkojen säätelijänä. Tämän mahdollistamiseksi Fed on lisännyt mahdollisten käännteisten repo-operaatioiden vastapuolien määrää ja luonut järjestelyt, joissa asuntolainavakuudellisia arvopapereita (MBS) voidaan käyttää vakuutena tällaisissa operaatioissa. Fed suunnittelee myös tarjoavansa pankeille määräaikaistalletuksia, joilla voidaan vähentää likviditeetin määrää. Kaikki nämä toimet mahdollistavat pankkisysteemin hallussaan pitämän likviditeetin nopean vähentämisen, mutta eivät vaikuta keskuspankin taseen kokoon. Taseen kokoa keskuspankki voi vähentää myymällä hankkimiaan arvopapereita avomarkkinaoperaatioissa.

Japanissa keskuspankki pienensi tasettaan nopeasti vain muutamassa kuukaudessa vuonna 2006, mikä Blinderin (2010) mukaan johtui keskuspankin inflaatiopelkojen kasvusta. Nopealla sopeutumisella ei ollut merkittävää negatiivista vaikutusta talouskasvuun. On kuitenkin luultavaa, että keskuspankin taseen sopeutuminen tulee kestävämpään Yhdysvalloissa pidempään, ja sinä aikana myös ohjauskorot tulevat nousemaan nolasta ja muuttumaan takaisin keskeiseksi politiikka-instrumentiksi.

Johtopäätökset

Määrällisen keventämisen rahapolitiikan on havaittu laskeneen Yhdysvalloissa ja Englannissa erityisesti pitkiä korkoja. On myös havaittu, että osto-ohjelmien teho on suurimmillaan silloin, kun markkinoilla on akuutti kriisi. Siten ohjelman ajoitus ja päätös siitä, mitä velkakirjoja ostetaan, ovat erittäin tärkeitä. Määrällisen keventämisen politiikalla aikaansaadulla korkotason alentumisella on havaittu olleen pieni tuotantoa elvyttävä vaikutus, joskin sen suuruuden arviointi on hyvin epävarmaa. Ohjelmat ovat myös saattaneet kiihdyttää inflaatiota lyhyellä aikavälillä, mutta pitkän ajan vaikutukset inflaatioon nähdään toistaiseksi vähäisiksi. Epäonnistuminen määrällisestä rahapolitiikasta irtautumisessa saattaisi kuitenkin pahimmassa tapauksessa johtaa keskuspankin uskottavuuden menettämiseen ja inflaation nopeutumiseen pidemmälläkin aikavälillä.

Tehtyjen tutkimuksen mukaan määrällisen keventämisen politiikan

teho perustuu portfoliovaikutuksen lisäksi paljolti myös siihen, että tällä politiikalla keskuspankki osoittaa sitoutuneensa alhaisiin korkoihin pitkäksi aikaa. Erityisesti Japanissa tämä vaikutus oli suuri. Luonteva kysymys onkin, voitaisiinko tämä sitoutuminen saada uskottavasti aikaan myös muilla keinoin, kuten esimerkiksi rahapoliittisella viestinnällä.

Tutkimuskirjallisuudessa on myös arvioitu mahdollisen eurooppalaisen määrällisen keventämisen politiikan vaikutuksia. Tulokset viittaavat siihen, että euroalueella määrällisen keventämisen ohjelman vaikutukset voisivat olla hyvin samankaltaisia kuin Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa.

Mahdollisen eurooppalaisen määrällisen keventämisen politiikan tehoa arvioitaessa on otettava huomioon, että Euroopassa talouden heikko tila johtuu pitkälti valtioiden velkakriisistä. Tällöin Euroopan keskuspankin täytyisi olla Yhdysvaltain ja Englannin keskuspankia huolellisempi ohjelmasta viestiesään, jotta sen ei tulkittaisi rahoittavan valtioiden velkaantumista uskottavuuden kustannuksella.

Asiasanat: epätavanomaiset politiikkatoimet, määrällinen keventäminen

Kirjallisuutta

- Blinder, A. (2010) Quantitative Easing: Entrance and Exit Strategies. Federal Reserve Bank of St. Louis Review. Marras-joulukuu 2010.
- D'Amico, S. – King, T. B. (2011) Flow and Stock Effects of Large-Scale Treasury Purchases. Manuscript.
- Gagnon, J. – Raskin, M. – Remache, J. – Sack, B. (2011a) The Financial Market Effects of the Federal Reserve's Large-Scale Asset Purchases. International Journal of Central Banking. Vol. 7 (1). Maaliskuu 2011.
- Gagnon, J. – Raskin, M. – Remache, J. – Sack, B. (2011b) Large-Scale Asset Purchases by the Federal Reserve: Did They Work? FRBNY Economic Policy Review. Toukokuu 2011.
- Glick, R. – Leduc, S. (2011) Central Bank Announcements of Asset Purchases and the Impact on Global Financial and Commodity Markets. Manuscript.
- Joyce, M. – Lasoosa, A. – Stevens, I. – Tong, M. (2010) The financial market impact of quantitative easing. Bank of England. Working Paper no. 393.
- Kozicki, S. (2011) Unconventional Monetary Policy: The International Experience with Central Bank Asset Purchases. Bank of Canada Review. Kevät 2011.
- Krishnamurthy, A. – Vissing-Jorgensen, A. (2011) The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. NBER Working Paper No. 17555.
- Meaning, J. – Zhu, F. (2011) The impact of recent central bank asset purchase programmes. BIS Quarterly Review. Joulukuu 2011.
- Neely, C. (2011) The Large-Scale Asset Purchases Had Large International Effects. Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2010-018C.