



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Sisältö

Suomi hyötty eurojärjestelmän arvopaperiostoista

3

Suomi hyötyy eurojärjestelmän arvopaperiostoista

10.6.2015 11:00 • EURO & TALOUS 3/2015 • TALOUDEN NÄKYMÄT, RAHAPOLITIikka • ELISA NEWBY, SEPPO ORJASNIEMI

Eurojärjestelmän laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman vaikutukset näkyvät jo rahoitusmarkkinoilla. Nämä ohjelman saavutukset ovat keskuspankin kannalta kuitenkin vain välitavoitteita, joiden kautta osto-ohjelma kanavoituu realitalouteen ja hintoihin. Suomen kaltaiseen pieneen avotalouteen ohjelman vaikutukset välittyvät etenkin alempien markkinakorkojen ja heikomman valuuttakurssin kautta. Suomen Pankissa tehtyjen laskelmien mukaan osto-ohjelma vauhdittaa Suomen bruttokansantuotteen kasvua 0,2 prosenttiyksikköä ja inflaatiota 0,3 prosenttiyksikköä vuonna 2015.



Sysäys keskuspankin taseeseen

Suomen Pankki alkoi maaliskuussa 2015 ostaa jälkimarkkinoilta Suomen valtion liikkeeseen laskemia valtionlainoja. Ostoilla Suomen Pankki toteuttaa eurojärjestelmän julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmaa, jossa EKP ja kansalliset keskuspankit ostavat valtioiden, valtiosidonnaisten laitosten ja eurooppalaisten ylikansallisten instituutioiden joukkovelkakirjoja. Eurojärjestelmä oli jo syksyllä 2014 alkanut ostaa pankkien liikkeeseen laskemia katettuja joukkolainoja ja omaisuusvakuudellisia arvopapereita. Kaikkia näitä arvopapereita eurojärjestelmä ostaa yhteensä 60 mrd. eurolla kuukaudessa vähintään syyskuuhun 2016 asti. Tästä Suomen Pankin toteuttamia julkisen sektorin ostoja on noin 700 milj. euroa.

Rahapoliittisten arvopaperiostojen välitön seuraus on se, että keskuspankin tase ja keskuspankkirahan määrä kasvavat. Kun eurojärjestelmä ostaa joukkovelkakirjan pankilta, kirjataan velkakirja keskuspankin taseeseen vastaavaa-puolelle ja keskuspankki hyyttää pankin keskuspankissa sijaitsevalle sekkitilille elektronista keskuspankkirahaa.

Tätä osto-ohjelman ensimmäistä vaikutusta, rahaperustan välitöntä kasvua, voidaan kutsua sysäysvaiheeksi (impact phase).^[1]

Pankkijärjestelmän keskuspankkirahan tai likviditeetin kasvu ei kuitenkaan tarkoita sitä, että yritysten ja kotitalouksien hallussa oleva rahan määrä kasvaisi. Likviditeetin lisääntyminen kanavoituu reaalityönteeseen vain, jos pankit kasvattavat luotonantoaan. Ostoilla eurojärjestelmä ei siis pysty suoraan pirstämään lainamarkkinoita ja sitä kautta kasvattamaan kokonaiskysyntää tai -tarjontaa. Toisin kuin osto-ohjelman sysäysvaihe, välittymisvaihe on pitkäkestoinen. Lisäksi monet välittymiseen vaikuttavat tekijät, kuten kansantalouden rakenteet tai yksityisen sektorin velkaantuneisuus, ovat keskuspankin toimista riippumattomia.

Tässä artikkelissa tarkastellaan eurojärjestelmän osto-ohjelman vaikutusten välittymistä rahoitusmarkkinoilta reaalityönteeseen ja hintoihin. Eri välittymiskanavien tärkeyttä arvioidaan niin euroalueen kuin Suomenkin kannalta – ottaen kuitenkin huomioon, että ostojen onnistumista arviotaessa on syytä keskittyä koko euroalueen kehitykseen, sillä EKP:n neuvosto on asettanut ohjelman tavoitteet euroalueen tasolla.

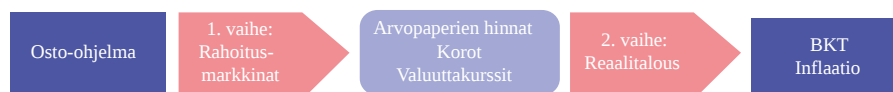
Osto-ohjelman vaikutukset on otettu huomioon Suomen Pankin uudessa, 10.6.2015 julkaistavassa [kokonaistaloudellisessa ennusteessa](#). Suomen Pankin yleisen tasapainon ennustemallilla osto-ohjelman vaikutuskanavia ei kuitenkaan voida analysoida yksityiskohtaisesti.

Ostoilla monta välittymiskanavaa markkinoilla

Tyypillisesti osto-ohjelmien vaikutuksia on analysoitu arvioimalla markkinoiden reaktioita keskuspankkien ilmoituksiin ohjelmien alkamisesta, mikä on suhteellisen suoraviivaista. Rahoitusmarkkinat reagoivat nopeasti muutoksiin rahoitusmarkkinoiden hintanäkymissä, sillä markkinat ovat reaaliaikaiset ja niillä toimii suuri joukko ostajia ja myyjiä.^[2] Osto-ohjelman vaikutukset näkyvätkin ensin rahoitusmarkkinoilla ja vasta myöhemmin reaalityönteessä ja hinnoissa, koska esimerkiksi palkat ja hinnat sopeutuvat hitaasti (kuvio 1). Siten eurojärjestelmän osto-ohjelmasta ei ole vielä julkaistu tutkimuksia joitakin markkinareaktioihin keskittyviä analyseja lukuun ottamatta.

Kuvio 1.

Osto-ohjelman välittymisen vaiheet ja kanavat



10.6.2015
eurojatalous.fi

1. Joyce – Tong – Woods (2011).

2. Glick – Leduc (2012) ja Krishnamurthy – Vissing-Jorgensen (2011).

Osto-ohjelman ilmoituksen välittömät markkinavaikutukset

Rahoitusmarkkinat odottivat jo vuoden 2014 jälkipuoliskolla eurojärjestelmän laajentavan katettujen joukkolainojen ja omaisuusvakuudellisten arvopapereiden osto-ohjelmaa julkisen sektorin velkapapereihin. Odotuksia vahvistivat hidastuva inflaatio ja hintavakaustavoitetta vähäisemmät inflaatio-odotukset. Lisäksi EKP:n pääjohtajan Mario Draghi sanoi marraskuussa 2014, että eurojärjestelmän tavoite on kasvattaa tasettaan noin 1 000 mrd. eurolla. Markkinat arvioivat, että senhetkiset epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet eivät olleet määrällisesti riittäviä tavoitteen saavuttamiseksi. Kevyt rahapolitiikka sekä odotukset sen keventämisestä edelleen heikensivät euron dollarikurssia liki 17 % ja pienensivät Saksan valtion 10-vuotisen joukkovelkakirjan tuottoa 1,4 prosentista noin puoleen prosenttiin kesäkuun 2014 alusta vuoden loppuun.

Markkinat reagoivat voimakkaasti EKP:n neuvoston 22.1.2015 antamaan ilmoitukseen osto-ohjelman alkamisesta. Euron dollarikurssi heikkeni heti 1,4 %. Vastaavasti Euro STOXX -osakeindeksi nousi prosentin ja Saksan ja Espanjan juoksujaltaan 10-vuotisten valtionvelkakirjojen tuotot heikkenivät 0,25 prosenttiyksikköä. Suomen 10-vuotisen valtionlainan tuotto heikkeni puolestaan 0,13 prosenttiyksikköä jo valmiiksi matalalta tasoltaan. Markkinareaktiot olivat lähes yhtä suuria maaliskuun 5. päivänä, kun neuvosto tarkensi rahapolitiikkakokouksessaan osto-ohjelman ehtoja ja ilmoitti ostojen lähes välittömästä alkamisesta.

Osto-ohjelman ensimmäisten kuukausien aikana raha- ja valtionlainamarkkinoiden korot laskivat edelleen nopeasti, joten markkinat eivät olleet hinnoitelleet kaikkia vaikutuksia etukäteen. Markkinoiden reaktiot keskuspankkien ilmoituksiin osto-ohjelmista ovat olleet hyvin samansuuntaisia Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa.^[3]

Osto-ohjelma viestitti rahapolitiikan jatkumisesta keveänä

Keskuspankin ilmoitus osto-ohjelmasta signaloi rahapolitiikan keventämisestä, sillä sitoutumalla pitkäkestoiseen osto-ohjelmaan keskuspankki vähentää epävarmuutta tulevasta rahapolitiikasta. Eurojärjestelmä on tehostanut osto-ohjelman signalointivaikutuksen tehoa ennakoivalla viestinnällä eli kertomalla, millaista rahapolitiikkaa se tulee harjoittamaan. Pääjohtaja Draghi ilmoitti tammikuussa 2015, että eurojärjestelmä jatkaa ostoja ”ainakin vuoden 2016 syyskuun loppuun saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiiovauhdin palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiseksi eli hieman alle kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä”. Mikäli markkinat tulkitsisivat osto-ohjelman olevan vain väliaikainen toimenpide, ohjelma ei laskisi laaja-alaisesti pitkiä korkoja. Epätavanomainen rahapolitiikka – kuten arvopapereiden suorat ostot – alentaa pitkiä korkoja vain, jos rahapolitiikan mitoitusta tuetaan ennakoivalla viestinnällä.^[4]

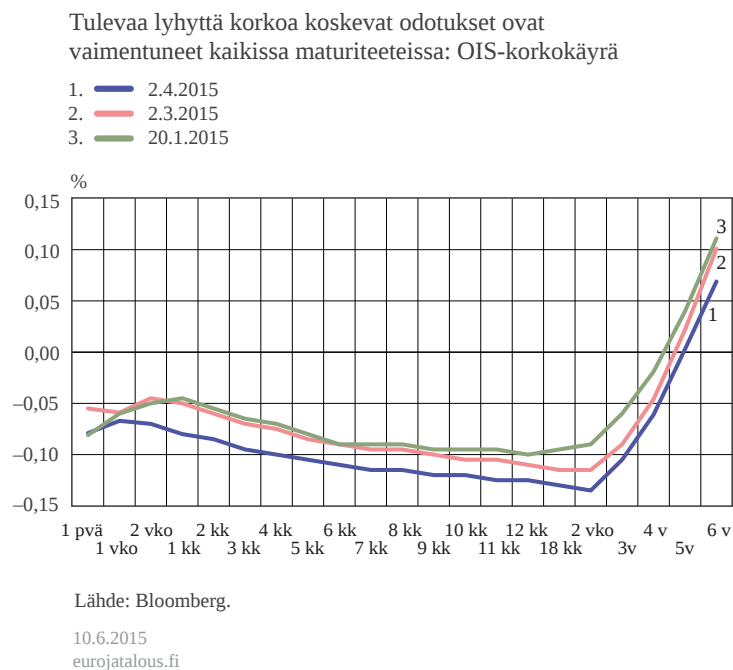
Jos eurojärjestelmä pystyy uskottavasti vaikuttamaan markkinoiden odotuksiin tulevasta rahapolitiikasta, tulisi lyhyiden rahamarkkinakorkojen laskea ja odotusten näiden korkojen tulevasta tasosta vaimentua. Markkinatoimijoiden odotuksia keskuspankin rahapolitiikan virityksestä mittaa EKP:n ohjauksen muutoksia heijastava yli yön

3. Glick – Leduc (2012).

4. Eggertson – Woodford (2003).

-koronvaihtosopimus (overnight indexed swap, OIS) (kuvio 2). Esimerkiksi kolmen kuukauden OIS-korko tulkitaan markkinoiden odotukseksi keskimääräisestä eoniakorosta seuraavan kolmen kuukauden aikana, joten OIS-koron muutokset kuvaavat siten yön yli -korkoja koskevia odotuksia. OIS-korko laski marraskuun 2014 alusta 0,05 prosenttiyksikköä –0,10 prosenttiin maaliskuun 2015 loppuun mennessä. Pitkiä rahamarkkinakorkoja koskevat odotukset heikkenivät vieläkin enemmän: kolmen vuoden OIS-korko laski yli puoli prosenttiyksikköä eli –0,11 prosenttiin. OIS-korkokäyrä laski siis tasaisesti, mikä kuvastaa eurojärjestelmän rahapolitiikan tehoa ja uskottavuutta. Korkokäyrän laskua ei tässä tapauksessa selitä tavanomainen korkopolitiikka, sillä EKP:n neuvosto laski ohjaukorkoiaan viimeksi syyskuussa 2014, yli 5 kuukautta ennen osto-ohjelman alkamista.

Kuvio 2.



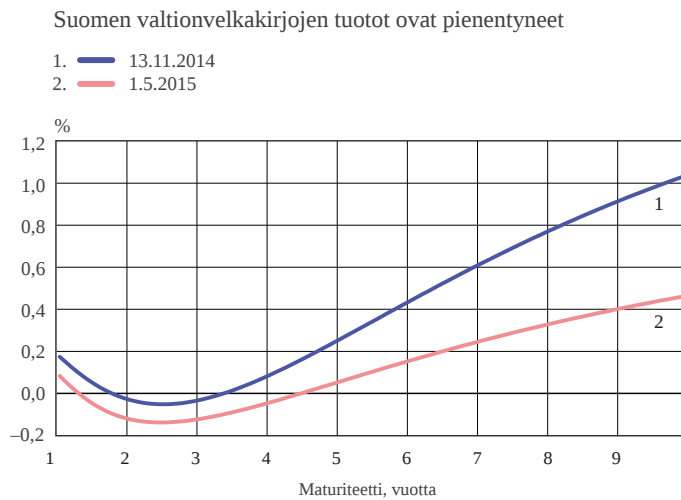
Rahamarkkinakorkojen lasku pienentää pankkien omia rahoituskustannuksia. Pankkien vähittäislainojen hintoihin pankkien välisten markkinoiden koronlasku välittyy kahdella tavalla. Ensiksi pankkien yleisölle tarjoaman rahoituksen hinnan täytyy kattaa pankin omat rahoituskustannukset. Toiseksi pankkien välisten markkinoiden korot näkyvät viitekoroissa, kuten euriboreissa.^[5] Viitekoron lasku pienentää yksityisen sektorin lainanhoitokustannuksia Suomessa: asuntolainojen ja yrityslainojen yleisin viitekorko, 3 kuukauden euribor, laski vuoden 2014 alusta noin 0,10 prosenttiyksikköä ja oli huhtikuun 2015 lopussa nollassa. Tätäkin enemmän on laskenut 12 kuukauden euribor: 0,15 prosenttiyksikköä eli 0,17 prosenttiin huhtikuun loppuun mennessä.

5. Euroalueen yritysten (pl. rahoituslaitokset) lainoista 56 % ja kotitalouksien lainoista 40 % on sidottu euriboreihin. Lainasopimuksia oli maaliskuussa 2012 avoinna noin 4 700 mrd. euron arvosta. Markkinakorkojen laskun kautta osto-ohjelma välittyy myös Suomeen. Euriboreihin sidottujen vaihtuvakorkoisten lainojen osuus lainakannasta on Suomessa euroalueen suurin: 83 % yrityslainoista ja 94 % kotitalouksille myönnettyistä lainoista on sidottu eripituisiin euriboreihin.

Osto-ohjelma muuttaa sijoitussalkkujen rakennetta

Tavanomaisilla rahapoliittisilla huutokaupoilla keskuspankki säätelee lyhyitä rahamarkkinakorkoja, joiden muutokset välittyvät pitkiin korkoihin odotuksien kautta. Keskuspankin tavanomainen korkopoliittikka on kuitenkin tehotonta, mikäli lyhyet korot ovat jo nollassa mutta inflaationäkymät edellyttävät rahapoliittista lisäkevennystä. Kun eurojärjestelmä ostaa suuren määrän valtionvelkakirjoja – myös juoksuajaltaan pitkiä valtionvelkakirjoja – näiden määrä markkinoilla vähenee samalla kun valtionvelkakirjojen kysyntä kasvaa. Jos keskuspankki ostaa ennen kaikkea juoksuajaltaan pitkiä velkakirjoja, markkinoilla olevien velkakirjojen keskimääräinen juoksu-aika eli duraatio lyhenee. Juoksuajaltaan lyhyiden ja pitkien velkakirjojen tuottoeron supistuminen kannustaa sijoittajia ostamaan entistä pidempiä velkakirjoja.^[6] Tällöin sijoittajat vaativat pitkistä joukkovelkakirjoista aiempaa pienempää keskimääräistä aikapreemiota, jolloin niiden korko laskee (kuvio 3).

Kuvio 3.



Lähde: Bloomberg.
10.6.2015
eurojatalous.fi

Sijoittajat joutuvat myös etsimään korvaavia sijoituskohteita eurojärjestelmälle myymilleen valtionlainoille, koska valtionlainojen määrä markkinoilla on pienempi sekä niiden hinnat korkeammat ja tuotot vähäisemmät kuin aikaisemmin. Sijoitussalkkujen sopeuttaminen näkyy muissa sijoituskohteissa kuten yritysten liikkeeseen laskemissa joukkolainoissa tai osakkeissa. Kun sijoitusvirrat kanavoituvat näihin vaihtoehtoisiin sijoituskohteisiin, myös niiden hinnat nousevat ja tuotot supistuvat. Tällä on kaksi positiivista vaikutusta reaalitalouteen. Yrityslainojen tuottojen pieneneminen vähentää yritysten rahoituskustannuksia, mikä puolestaan helpottaa uusien investointien ja yritysten käyttöpääoman rahoittamista. Toisaalta arvopaperien hintojen nousu lisää niiden omistajien varallisuutta, mikä lisää kulutusta.

6. Käteinen ja lyhytmaturiteettiset velkakirjat ovat toisiaan korvaavia sijoituskohteita etenkin silloin, kun taloudessa vallitseva korkotaso on hyvin matala. Tämän vuoksi eurojärjestelmä onkin rajannut juoksuajaltaan alle kahden vuoden velkakirjat osto-ohjelman ulkopuolelle.

Portfoliokanavan teho riippuu osittain siitä, kuinka halukkaita tai kykeneviä sijoittajat ovat myymään valtionvelkakirjojaan ja sijoittamaan muihin arvopapereihin. Monet institutionaaliset sijoittajat, kuten henkivakuutus- ja eläkeyhtiöt, eivät voi sijoitustoimintaa rajoittavien sääntöjensä vuoksi siirtää sijoituksiaan valtionvelkakirjoista riskillisempiin sijoituskohteisiin.^[7] Suomalaisten rahoituslaitosten hallussa on noin 40 mrd. euron arvosta euroalueen valtionlainoja, ja tästä hiukan yli puolet on eläkevakuutuslaitosten, eläkerahastojen sekä vakuutusyhtiöiden taseessa. Nämä institutionaaliset sijoittajat saattavat olla pankkeja ja rahastoyhtiöitä haluttomampia myymään valtionlainojaan. Lisäksi vakuutusyhtiöiden ja pankkien myyntihalukkuutta vähentävät vakavaraisuus- ja likviditeettisäännöt, jotka pakottavat ne pitämään taseessaan euroalueen korkean luottoluokituksen maiden valtionlainoja. Ostohjelma ei välity Suomeen vain Suomen Pankin ostojen kautta, sillä yli 90 % Suomen valtion joukkolainoista on ulkomaisten sijoittajien hallussa. Sen sijaan suomalaiset rahoituslaitokset omistavat merkittäviä määriä euroalueen joukkolainoja, jotka ovat yhtä lailla euroalueen ostojen kohteena ja joiden arvon kasvusta niiden omistajat ja Suomen kansantalous hyötyvät.

Ulkomaille suunnatut sijoitukset heikentävät euroa

Eurojärjestelmän ostohjelma lisää eurojen tarjontaa suhteessa muihin valuuttoihin, mikä heikentää euron kurssia muiden tekijöiden pysyessä ennallaan. Euron kurssi heikentyy myös silloin, kun eurojärjestelmälle valtionlainoja myyneet pankit sijoittavat saamansa eurot ulkomaisiin arvopapereihin. Esimerkiksi moni institutionaalinen sijoittaja saattaa pitää Yhdysvaltain ja Ison-Britannian valtionvelkakirjoja substituutteina euroalueen korkean luottoluokituksen maiden velkakirjoille valuuttakurssiriskistä huolimatta. Ostaakseen velkakirjat sijoittajan täytyy ensin vaihtaa saamansa eurot dollareiksi tai punniksi. Näiden valuuttojen kysyntä kasvaa, ja vastaavasti eurojen tarjonta lisääntyy valuuttamarkkinoilla, jolloin euron kurssi heikkenee.

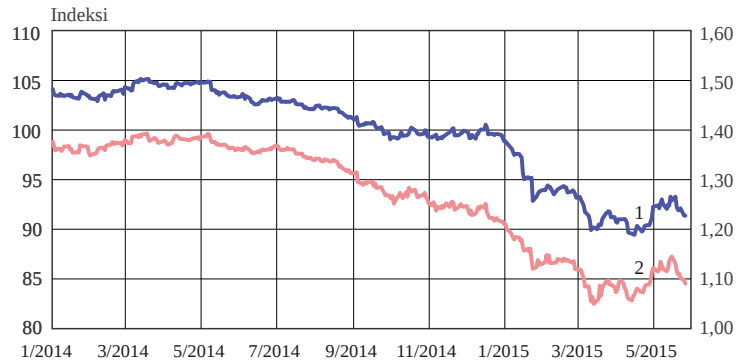
Euron nimellinen dollarikurssi on heikentynyt alkukesästä 2014 alkaen merkittävästi eli noin 20 % (kuvio 4). Jo kesä- ja syyskuussa 2014 EKP:n neuvosto laski ohjauskorkoja ja otti käyttöön uusia epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia. Euron dollarikurssia heikentävät myös Yhdysvaltain euroaluetta ripeämpi talouskasvu ja inflaatio sekä korkeammat korot. Suhteessa laajaan valuuttakoriin euron kurssi on heikentynyt vähemmän eli 13 %.

7. Thornton (2014).

Kuvio 4.

Euron kurssi on heikentynyt kesäkuun 2014 jälkeen

1. Euron efektiivinen valuuttakurssi (vasen)
2. EUR/USD



Lähde: Bloomberg.

10.6.2015
eurojatalous.fi

Euron arvon heikentyminen parantaa euroalueen – myös Suomen – ulkoista kilpailukykyä. Suomen viennistä noin 65 % suuntautui vuonna 2014 euroalueen ulkopuolelle.

Osto-ohjelman vaikutukset Suomen talouteen

Osto-ohjelman sisällyttäminen ennusteeseen

Suomen Pankin kokonaistaloudellisessa ennusteessa otetaan nyt ensimmäistä kertaa huomioon eurojärjestelmän laajennettu osto-ohjelma. Vaikka rahoitusmarkkinat edellä kuvatulla tavalla odottivat EKP:n neuvoston keventävän rahapolitiikkaa, finanssi- ja rahapoliittiset toimenpiteet sisällytetään ennusteeseen vasta, kun päätöksentekijät ovat ne hyväksyneet.

Suomen Pankki laatii ennusteensa osana eurojärjestelmän asiantuntijoiden kokonaistaloudellista arviota euroalueen tulevasta talouskehityksestä. Ennusteen taustalla olevat oletukset esimerkiksi raaka-aineiden hintakehityksestä ja arviot kansainvälisen talouden tulevasta kehityksestä ovat siten yhtenevät eurojärjestelmän asiantuntijaennusteen kanssa (ks. [ennusteen oletukset](#)). Suomen Pankin ennuste kuvaa arviointihetkellä todennäköisintä talouskehitystä eli on ns. piste-ennuste.

Ennusteessa oletetaan korkojen kehittyvän rahoitusmarkkinoiden odotusten mukaisesti ja valuuttakurssien pysyvän muuttumattomina ennustejakson aikana. Osto-ohjelma on vaikuttanut edellä kuvatun kaltaisesti viimeaikaiseen valuuttakurssien ja korkojen kehitykseen sekä markkinoiden odotuksiin tulevasta korkokehityksestä, joten osto-ohjelma sisältyy erottelemattomasti ennusteen oletuksiin.

Koko eurojärjestelmän laajuinen osto-ohjelma piristää myös Suomen kauppakumppanien kokonaiskysyntää. Näillä ns. toisen kertaluvun vaikutuksilla voi olla merkittävä vaikutus Suomen pienen avotalouden tapauksessa. Osto-ohjelman

vaikutus Suomen vientimarkkinoiden kasvuun tulee huomioiduksi ennusteessa kansainvälisen talouskehityksen ja euroalueen kasvuennusteen kautta.

Muutokset ennusteen oletuksissa välittyvät ennusteen lopputulokseen Suomen Pankissa kehitetyn kokonaistaloudellisen mallin kautta. Teknisten oletusten lisäksi malliennusteeseen sisältyy laaja joukko muita talouskehitystä koskevia tietoja ja arvioita, jotka perustuvat esimerkiksi kansantalouden tilinpitoon ja Suomen talouden tuotantorakenteeseen. Suomen Pankin ennustemalli Aino mahdollistaa stokastisena yleisen tasapainon mallina osto-ohjelman kaltaisen koko makrotalouteen vaikuttavan politiikkatoimen analysoinnin, koska se huomioi toimen välittömät ja välilliset vaikutukset. Lisäksi ekonomistit arvioivat osto-ohjelman välittyvän reaalitalouteen noin 2–3 vuoden aikana, mikä vastaa myös ennustemallin aikahorisonttia. Sen sijaan malli ei pysty erittelemään sitä osuutta ennusteuran muutoksesta, joka johtuu osto-ohjelmasta. Seuraavassa kappaleessa esitettävät kasvuvaikutukset perustuvatkin teknisiin laskelmiin ja asiantuntija-arvioihin. Varovaisuusperiaatteen mukaisesti ensisijainen tarkastelu kohdistetaan osto-ohjelman välittämiin vaikutuksiin.

Osto-ohjelman vaikutuksen osuus ennusteen perusrasta

Suomen Pankin joulukuussa 2014 julkaistuun ennusteeseen sisältyneet rahamarkkinaoletukset perustuivat marraskuun puolivälin tilanteeseen. Tämän jälkeen odotukset vuosien 2015–2017 korkotasosta – 3 kuukauden euriborkorko – ovat heikentyneet noin 0,2 prosenttiyksikköä. Lisäksi Suomen kauppapainotettu valuuttakurssi on heikentynyt noin 4 %. Näistä odotusten muutoksista vain osan arvioidaan johtuvan eurojärjestelmän osto-ohjelmasta.

Osto-ohjelman voidaan arvioida heikentävän ennustejaksolla Suomen kauppapainotettua valuuttakurssia noin 1 prosentin verran (taulukko 1). Valuuttakurssin heikkeneminen parantaa Suomen vientiyritysten hintakilpailukykyä euroalueen ulkopuolisiin maihin verrattuna, mikä nopeuttaa viennin kasvua. Toisaalta hintakilpailukyvyyn paraneminen antaa kotimaisille vientiyrityksille mahdollisuuden nostaa hintojaan. Euron arvon heikentyessä tuontituotteiden hinnat nousevat, jolloin tuonnin määrä vähenee ja osa tuontihyödykkeiden käytöstä korvataan kotimaisessa tuotannossa kotimaisilla hyödykkeillä.

Mallissa kotitaloudet ja yritykset maksavat laskennallista lyhytaikaista korkoa, joka heijastaa yhtäältä kotimaisen rahoituksen hintaa ja toisaalta kansainvälisesti allokoitun sijoitusportfolion tuottoa. Toisin kuin monissa muissa euromaissa Suomen korkotasoa on ollut matala jo ennen osto-ohjelman aloitusta, jolloin ohjelman vaikutus kotimaisen lyhyen koron tasoon on pieni verrattuna euroalueen keskiarvoon. Korkotason lasku pienentää yritysten rahoituskustannuksia ja tuotannossa käytettävän pääoman hintaa. Siten korkotason lasku lisää investointeja ja pienentää myös yritysten tuotantokustannuksia. Korkotason laskiessa myös kotitalouksien lainanhoitokulut pienenevät, jolloin kotitaloudet lisäävät sekä kulutustaan että investointejaan esim. asuinrakentamisen kautta.

Valuuttakurssin heikentyminen ja korkotason lasku nopeuttavat kotimaisen ja ulkoisen kysynnän kasvua. Tämä lisää työvoiman ja tuotantokapasiteetin tarvetta, jolloin investointien kasvu kiihtyy hiukan lisää ja työvoiman määrä kasvaa. Kasvavan työvoiman

myötä koko kansantalouden palkkasumma suurenee, mikä mahdollistaa myös yksityisen kulutuksen kasvun kiihtymisen edelleen.

Sekä lopputuotteiden että tuotantopanosten kysynnän kasvu lisää talouden hintapaineita. Koska laskelmassa tuottavuuden odotetaan pysyvän muuttumattomana, yritysten on lisättävä tuotantokapasiteettiaan, jolloin tuotantokustannukset kasvavat. Tuotantokustannuksia kasvattaa myös tuotannossa tarvittavien ulkomailta tuotavien välituotteiden hintojen nousu. Toisaalta kysynnän vilkastuminen mahdollistaa myös hyödykkeiden hintojen nostamisen. Näin kokonaiskysynnän kasvu kiihdyttää inflaatiota ja hintataso nousee hiukan. Työn kysynnän kasvu ja hintatason nousu eivät juuri heijastu palkkakehitykseen ennustejakson aikana, joten osto-ohjelman vaikutus työvoimakustannuksiin jää hyvin pieneksi.

Velkikirjojen osto-ohjelma nopeuttaa Suomen BKT:n kasvua vuosina 2015 ja 2016 kumulatiivisesti noin 0,3 prosenttiyksikön verran ja inflaatiota 0,4 prosenttiyksikön verran. Laskelmassa ei ole otettu huomioon osto-ohjelman vaikutusta euroalueen talouskasvuun ja sen aiheuttamaa vientikysynnän kasvua. Tämä kanava on kuitenkin otettu huomioon ennusteen perusurassa, jossa se vauhdittaa vientimarkkinoiden kasvua. Tämä lisää osto-ohjelman kasvuvaiikutusta, mutta vaikutus jää suoraa vaikutusta selkeästi pienemmäksi.

Taulukko 1.

Osto-ohjelman vaikutukset Suomen talouteen

Vuosikasvu, %

	2015	2016	2017
Bruttokansantuote	0,3	1,2	1,3
osto-ohjelman vaikutus	0,2	0,1	0,0
YKHI-inflaatio	0,2	1,0	1,5
osto-ohjelman vaikutus	0,3	0,1	0,0
Yksityiset investoinnit	-2,5	2,7	2,2
osto-ohjelman vaikutus	0,8	0,3	-0,2
Yksityinen kulutus	0,2	0,4	0,7
osto-ohjelman vaikutus	0,2	0,2	0,1
Vienti	0,6	3,3	4,0
osto-ohjelman vaikutus	0,1	0,0	0,0

Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

Osto-ohjelman myötä talouskasvun piristyminen todennäköisempää

Ennusteita tehdään, koska tulevaisuus on epävarma, ja Suomen Pankin ennusteet sisältävätkin arvion ennusteen keskeisistä epävarmuuksista. Viime vuosien ennusteissa arvioitua heikomman kehityksen riskit ovat olleet suuremmat kuin ennustettua paremman kehityksen riskit ja myös lukumääriltään yleisimpiä, jolloin Suomen Pankki on arvioinut ennusteidensa perusuraa heikomman kehityksen olevan todennäköisempää kuin vahvemman kehityksen. Finanssikriisin jälkeisenä aikana ennusteuraa heikompi kehitys on usein toteutunutkin. Eurojärjestelmän laajennettu osto-ohjelma on yksi keskeinen syy siihen, miksi nyt julkaistavassa ennusteessa myös ennustettua parempi talouskehitys on aikaisempaa todennäköisempää.

Lähteet

Eggertsson, G. – Woodford, M. (2003) The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. Brookings Papers on Economic Activity, Economic Studies Program. The Brookings Institution, vol. 34(1), sivut 139–235.

Glick, R. – Leduc, S. (2012) Central bank announcements of asset purchases and the impact on global financial and commodity markets. *Journal of International Money and Finance*. Volume 31, Issue 8, sivut 2078–2101.

Joyce, M. – Tong, M. – Woods, R. (2011) The United Kingdom’s quantitative easing policy: design, operation and impact. *Quarterly Bulletin Q3/2011*. Bank of England.

Krishnamurthy, A. – Vissing-Jorgensen, A. (2011) The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy. Working Paper 17555. National Bureau of Economic Research.

Thornton, D. (2014) QE: Is There a Portfolio Balance Effect? (2014) *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*. First Quarter 2014, 96(1), sivut 55–72.

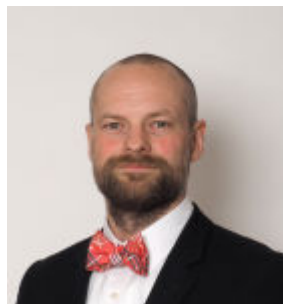
Avainsanat

- [rahopolitiikka](#)
- [ennuste](#)
- [yleisen tasapainon malli](#)
- [arvopaperiostot](#)

Kirjoittajat



Elisa Newby
Toimistopäällikkö
etunimi.sukunimi(at)bof.fi



Seppo Orjasniemi
Vanhempi ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi