

Keskuspankit jatkavat taseidensa supistamista

Keskuspankit ympäri maailman ovat nostaneet riva-
kasti ohjauskorkojaan hillitäkseen nopeasti nousevaa
hintatasoa. Euroopan keskuspankin (EKP) keskeinen
ohjauskorko on tällä hetkellä 4,5 prosentissa ja Yhdys-
valtain keskuspankki Federal Reserve (Fed) on ollut
vieläkin hanakampi nostettuaan heinäkuussa ohjaus-
korkonsa 5,25 prosenttiin (kuvio 1). Viimeaikaiset kor-
ronnostot ovat ymmärrettävästi keränneet runsaasti
huomiota, sillä näillä toimilla on välittömiä vaikutuksia
kotitalouksien kulutusmahdollisuuksiin muun muassa
nousseiden asuntolainojen hoitokustannusten takia.
Tämä pätee etenkin Suomessa, jossa asuntolainat
ovat sidottu pääasiassa kolmen tai 12 kuukauden Euri-
bor-korkoon, koska nämä reagoivat nopeasti korkoympä-
ristön vaihteluihin.

Vähemmälle huomiolle ovat kuitenkin jääneet kes-
kuspankkien inflaation taltuttamiseksi toteuttamat
muut toimet, joihin kuuluu niin kutsuttu määrällisen
elvyttämisen (engl. *quantitative easing*, QE) vaiheittai-
nen päättäminen. Määrällinen elvyttäminen käsittää
keskuspankin arvopaperiostot velkakirjamarkkinoilta,
ja sen tavoitteena on muun muassa saada keskipitkät
korot laskuun. Vuoden 2022 alusta lähtien keskuspan-
kit ovat kasvattamisen sijaan ryhtyneet supistamaan
taseitaan. Näiden epätavanomaisten rahapolitiikkatoi-
mien arviointi on tärkeää tilanteessa, jossa keskuspan-
keilla on korostunut rooli hintavakauden saavuttami-
sessa korkean inflaation vuoksi.

MÄÄRÄLLISEN ELVYTTÄMISEN TAUSTAT JA VAIKUTUKSET

Epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet, kuten määrälli-
nen elvyttäminen, ovat olleet keskuspankkien keskeisiä



Kuva: Ian Keefe, Unsplash.

työkaluja vuoden 2008 finanssikriisistä saakka. Taustal-
la oli tarve vastata rahoitusmarkkinoiden häiriöihin tai
tarve elvyttää taloutta aikana, jolloin lyhyet korot olivat
laskeneet noltaan tai jopa hieman sen alapuolelle, eikä
perinteisillä korkoinstrumenteilla ollut enää riittävää te-
hoa. Ensimmäinen näkyvä muutos keskuspankkien ta-
seissa ajoittuu vuoden 2008 loppupuolelle (kuvio 2), jol-
loin keskuspankit reagoivat finanssikriisin aiheuttamiin
häiriöihin taloudessa. Seuraava näkyvä muutos EKP:n
taseessa on nähtävillä vuonna 2012, jolloin Euroopan
keskuspankki auttoi velkakriisiin ajautuneiden valtioi-
den velkakirjalainoista maksettavia korkoja lähemmäs
euroalueen keskitasoa. Tähän ajanjaksoon liittyy myös
EKP:n entisen pääjohtajan Mario Draghin tunnetuksi
tullut puhe, jossa hän vakuutti EKP:n tekevän kaikkensa,
jotta euroalue ei hajoaisi.

Vuonna 2015 EKP käynnisti laajamittaisen omaisuus-
erien osto-ohjelman (engl. *asset purchase program*, APP),
jolla se liittyi selvemmin Yhdysvaltain ja muiden suurten
keskuspankkien rintamaan määrällisen elvyttämisen
puolestapuhujana. Tämä näkyy EKP:n taseen kasvami-
sena noin nelinkertaiseksi tammikuuhun 2008 verrattu-
na. Tällöin taustalla oli vaimean inflaation ja talouskas-
vun kiihdyttäminen. Viimeinen keskeinen muutos EKP:n

ja Fedin taseissa ajoittuu koronapandemian alkuun, jolloin keskuspankit vastasivat pandemian aiheuttamaan talouden pysähtymiseen. Tämän jälkeen keskuspankkien taseet ovat supistuneet ja ovat tällä hetkellä Euroopassa noin kuusin- ja Yhdysvalloissa yhdeksänkertaiset tammikuun 2008 lähtötasoon verrattuna.

Näin suuri taseiden kasvattaminen nostaa esiin perustellun kysymyksen toimien vaikuttavuudesta, johon empiirinen tutkimuskirjallisuus on kiinnittänyt runsaasti huomiota viime vuosina (ks. esim. Rossi, 2021). Voidaan kysyä, ovatko keskuspankkien osto-ohjelmat olleet tehokkaita talouden elvyttämisessä vai onko kasvanut likviditeetti vain nostanut erilaisten omaisuuserien arvoa ilman reaalityöntekijöiden vaikutuksia.

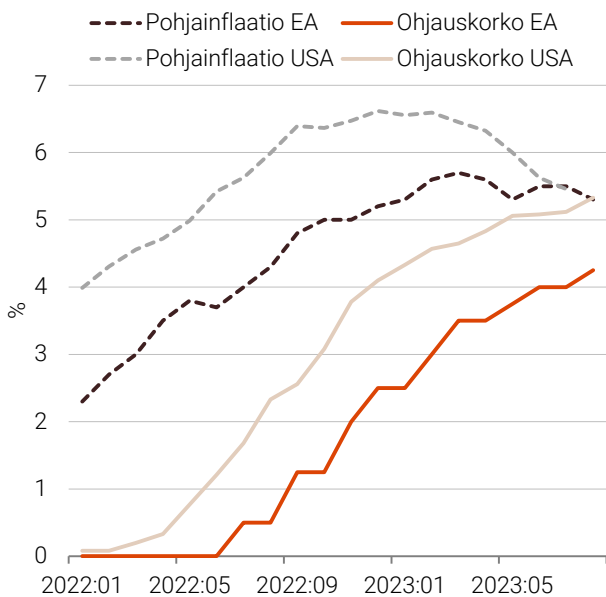
Yhden näkökulman tarjoaa tuore Suomen Pankin tutkimus, jossa tarkastellaan rahapolitiikan välittymistä tulo- ja varallisuuseroihin Suomessa (Mäki-Fränti ym., 2022). Tutkimuksen mukaan epätavanomainen rahapolitiikka nostaa kiinteistöjen arvoja, mikä kytkeytyy suoraan varallisuuserojen muutoksiin. Tutkimuksen keskeinen tulos on se, että kiinteistöjen arvon nousu kasvattaa varallisuutta tämän jakauman molemmissa päissä. Tarkastelun kohteena oleva nettovarallisuus kasvaa enemmän pienissä

varallisuusluokissa suhteessa suuriin varallisuusluokkiin, kun asuntolainan nimellisarvo säilyy samana. Lisäksi tulokseen vaikuttaa se, että Suomessa asunto-omaisuus muodostaa suuren osan kokonaisvarallisuudesta. Laajemmin tarkasteltuna voidaan taas tehdä johtopäätös, että epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet ovat olleet keskeinen tekijä pitkien korkojen madaltamisessa aikoina, jolloin lyhyet korot ovat olleet lähellä nollakorkorajaa (Bernanke, 2020). Tässä yhteydessä on toki muistettava, että epätavanomaisten rahapolitiikkatoimien vaikutusten arviointi on vaikeaa, ja tuloksiin liittyy merkittävää epävarmuutta, sillä näiden päätösten vaikutusten eristäminen muista talouteen vaikuttavista sokeista on monimutkainen tutkimuskysymys.

TASEEN SUPISTAMISEN VAIKUTUKSET

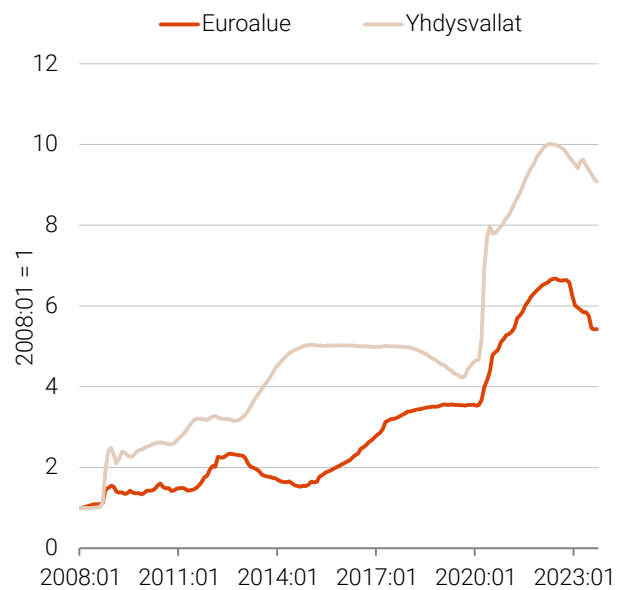
Keskeinen kysymys taseiden supistamisesta liittyy siihen, onko tällä päinvastainen vaikutus talouteen kuin elvytyksellä. Tähän kysymykseen vaikuttavat supistamisen nopeus ja suuruus. On odotettavissa, että keskuspankit supistavat tasetaan tasaisesti ja ennakoitavasti, mutta koronapandemiaa edeltäville tasoille on vielä pitkä

KUVIO 1. INFLAATIO JA OHJAUSKOROT EUROALUEELLA JA YHDYSVALLOISSA 2022:01–2023:08



Lähde: Eurostat, St. Louis FRED.

KUVIO 2. KESKUSPANKKIEN TASEIDEN KEHITYS SUHTEESSA TAMMIKUUN 2008 LÄHTÖTASOON 2008:01–2023:09



Lähde: EKP, St. Louis FRED.

matka. Nämä tekijät puoltavat supistamisen välittömien vaikutusten maltillisuutta verrattuna elvytykseen, johon yleensä ryhdytään nopeasti ja suurella volyymillä. Lisäksi määrällisen supistamisen vaikutukset voivat kuitenkin olla epäsymmetrisiä suhteessa elvytykseen, sillä on havaittu, että markkinat saattavat tulkita elvytyksen lopettamisen keskuspankin signaalina suotuisista suhdanne näkymistä (Andrade ja Ferroni, 2020).

Onkin uskottavaa, että keskuspankit ryhtyivät taseidensa supistamiseen myös muista syistä kuin niistä, joilla vaikutetaan talouteen lyhyellä aikavälillä. Yksi tällainen on parantunut valmius reagoida jatkossa talouden yllättämiin sokkeihin. Toinen syy liittyy keskuspankkien koronnostoihin. Keskuspankkien taseissa on juoksuajaltaan pitkiä valtioiden velkainakirjoja, joista keskuspankille maksetaan kiinteää korkotuloa, ja niitä on ostettu matalien korkojen aikana. Nämä ostot on rahoitettu keskuspankkitalletuksilla, joista keskuspankit maksavat liikepankeille vaihtuvaa talletuskorkoa, joka on puolestaan noussut ripeästi 2022 alusta lähtien. Näin keskuspankit ovat altistuneet korkoriskille nykyisessä korkoympäristössä. Tästä on myös muistutuksena Suomen Pankin tulos vuodelta 2022, joka oli täsmälleen nolla euroa. Vaikka korkoriski ei aiheuttaisi akuuttia ongelmaa, on sen vaikutusten minimointi välttämätöntä keskuspankkien riippumattomuuden turvaamiseksi. ■

KIRJALLISUUS

Andrade, P. & Ferroni, F. (2021), Delphic and odyssean monetary policy shocks: Evidence from the euro area, **Journal of Monetary Economics**, 117, 816–832.

Bernanke, B. S. (2020), The new tools of monetary policy, **American Economic Review**, 110(4), 943–983.

Mäki-Fränti, P., Silvo, A., Gulan, A. & Kilponen, J. (2022), Monetary policy and inequality in a small open economy, **Bank of Finland Research Discussion Paper**, 3/2022.

Rossi, B. (2021), Identifying and estimating the effects of unconventional monetary policy: How to do it and what have we learned? **The Econometrics Journal**, 24(1), C1–C32.

LISÄTIETOJA

JUHO KOISTINEN
tutkija

juho.koistinen@labore.fi

www.labore.fi

