

Rahapolitiikan toteuttaminen nollakorkorajalla – ja sen alapuolella

3.9.2014

Eurojärjestelmä toteuttaa rahapolitiikkaa tällä hetkellä hyvin erilaisissa oloissa kuin finanssi- ja velkakriisin alkuvuosina.

EKP:n neuvosto on harjoittanut elvyttävää rahapolitiikkaa ja laskenut keskuspankin ohjauskorot nollan tuntumaan, joten mahdollisuudet alentaa odotettua reaalkorkoa perinteisten rahapolitiikan välineiden avulla ovat pienet. Reaalkorkoa nostavat eurojärjestelmän hintavakaustavoitetta vähäisemmät inflaatio-odotukset. Tässä artikkelissa tarkastellaan rahapolitiikan epätavanomaisia välineitä, joiden avulla eurojärjestelmä on nollakorkorajoitteesta huolimatta pystynyt ohjaamaan markkinakorkoja ja vahvistamaan odotuksia kevyen rahapolitiikan jatkumisesta.

Euroalueen rahoitusmarkkinat ovat vakautuneet viime vuosien aikana. Esimerkiksi Espanja ja Italia voivat lainata rahaa markkinoilta kohtuullisella korolla. Irlanti ja Portugali ovat irrottautuneet kansainvälisestä tukiohjelmasta ja myös Kreikka on tehnyt osittaisen paluun kansainvälisille lainamarkkinoille.

Rahoitusmarkkinoiden vakautumisesta huolimatta rahapolitiikan toimintaympäristö on edelleen vaikea. Vaikka euroalueen rahapolitiikka on ollut erittäin elvyttävää jo pitkään, alueen BKT on edelleen pienempi kuin ennen kriisiä ja inflaatio on jatkanut hidastumistaan. Lisäksi rahapolitiikan välittymismekanismi toimii euroalueella edelleen epäyhtenäisesti.

Tässä artikkelissa tarkastellaan yksinkertaisen korkohypoteesin avulla rahapolitiikan vaihtoehtoja nollakorkorajalla. Keskuspankki voi ohjata reaali-

korkoja ohjaamalla odotuksia tulevista koroista, vaikka korkopolitiikan liikkumavara on käytetty. Vuonna 2013

EKP:n neuvosto ohjasi markkinoiden korko-odotuksia ensimmäisen kerran ennakoivalla viestinnällä, ja kesäkuussa 2014 se ilmoitti merkittävistä rahapolitiittisista toimenpiteistä, joilla tuetaan rahapolitiikan välittymistä. Artikkelin lopussa tarkastellaan, miksi eurojärjestelmä ei toistaiseksi ole ottanut käyttöön kaikkia epätavanomaiseen rahapolitiikkaan lukeutuvia vaihtoehtoja, vaikka niiden käytöstä on muiden päätalousalueiden keskuspankeilla kokemusta.

Finanssikriisi mullisti eurojärjestelmän rahapolitiikan toteutuksen

Eurojärjestelmän rahapolitiikan toimeenpano perustui ennen finanssikriisiä korkopolitiikkaan ja siitä erilliseen likviditeettipolitiikkaan.¹ Korkopolitiikkaa ohjasi hintavakaustavoite: korkopäätöksellään EKP:n neuvosto reagoi ensisijaisesti inflaationäkymien muutoksiin, ei esimerkiksi pankkien välisten markkinakorkojen heilahteluihin. Likviditeettipolitiikalla eli säätelämällä pankkijärjestelmässä olevan keskuspankkirahan määrää eurojärjestelmä puolestaan ohjasi lyhyitä rahamarkkinakorkoja lähelle politiikkakorkoa.²

¹ Alanen, Tom – Välimäki, Tuomas (2008) Keskuspankkien toiminta euroalueen, Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian rahamarkkinoilla. Euro & talous 1/2008. Artikkelissa kuvataan EKP:n ja muiden suurten keskuspankkien rahapolitiikan toimeenpanoa ja korkojen ohjausta sekä käydään läpi finanssikriisin aikana käyttöön otettuja ensimmäisiä epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia.

² Bordes, Christian – Clerc, Laurent (2012) The ECB's separation principle: does it 'rule OK'? From policy rule to stop-and go. Oxford Economic Papers (65) i66–i91.



*Minna Kuusisto
diileri/markkina-
analyttikko
pankkitoimintaosasto*



*Elisa Newby
toimistopäällikkö
pankkitoimintaosasto*

Syksyllä 2008 alkanut finanssi-kriisi pakotti eurojärjestelmän sopeuttamaan rahapolitiikan toteutusperiaatteitaan.

Ennen finanssikriisiä eurojärjestelmä tarjosi pankeille likimain sen verran likviditeettiä, että pankkijärjestelmä kokonaisuutena pystyi juuri ja juuri täyttämään vähimmäisvarantovaateensa kullakin varantojenpitoperiodilla. Likviditeettiylijäämät pankit lainasivat tarvittaessa niille pankeille, jotka olivat likviditeettialijäämisiä. Keskuspankin talletus- ja maksuvalmiusjärjestelmä toimii siten, että mikäli pankkijärjestelmässä on varantojen täyttöperiodin viimeisenä päivänä likviditeettialijäämä, pankit voivat hakea maksuvalmiusluottoa keskuspankista. Vastaavasti likviditeettiylijäämän tapauksessa pankit voivat tehdä yötalletuksen keskuspankkiin. Ennen kriisiä yötalletuskorko ja maksuvalmiusluoton korko olivat yhtä kaukana EKP:n ohjauskorosta eli korosta, jolla pankit saivat lainata vakuudellista rahaa viikoksi. Siten yötalletuskorko ja maksuvalmiusluoton korko muodostivat niin kutsutun korkoputken, jonka keskellä oli ohjauskorko. Kun EKP ohjasi likviditeettiä kohti määrää, jolla pankkijärjestelmä keskimäärin pystyi juuri ja juuri täyttämään reservivelvoitteen, oli varantojen täyttöperiodin viimeisenä päivänä yhtä todennäköistä, että pankit käyttävät joko yötalletusmahdollisuutta tai hakevat maksuvalmiusluottoa. Siten markkinakorot asettuivat varantoperiodin viimeistä päivää lukuun ottamatta lähelle EKP:n ohjauskorkoa.

Kun rahoitusmarkkinahäiriö syksyllä 2008 ryöstäytyi täysimittaiseksi kriisiksi, eurojärjestelmä joutui sopeuttamaan rahapolitiikan toteutusperiaatteitaan. Eurojärjestelmä luopui määrärajoitteista luotto-operaatioissaan syksyllä 2008, minkä jälkeen pankit ovat saaneet lainata keskuspankkirahoitusta haluamansa määrän kiinteällä korolla riittäviä vakuuksia vastaan (niin kutsuttu täyden jaon likviditeettipolitiikka).³ Lisäksi eurojärjestelmä pidensi kriisin aikana luotto-operaatioidensa juoksu-aikaa jopa kolmeen vuoteen asti. Täyden jaon likviditeettipolitiikka yhdessä joulukuussa 2011 ja maaliskuussa 2012 järjestettyjen kolmen vuoden mittaisten luotto-operaatioiden kanssa kasvatti keskuspankista haettujen luottojen määrän suurimmillaan yli 1 000 mrd. euroon. Vastaavasti ylimääräinen likviditeetti eli pankkijärjestelmässä oleva pankkien reservivaatimukset ylittävä likviditeetin määrä kasvoi enimmillään yli 800 mrd. euroon.

Heinäkuussa 2012 EKP:n neuvosto laski perusrahoitusoperaatioiden koron alle 1 prosenttiin ja yötalletuskoron nolnaan, mikä pienensi korkopolitiikan liikkumavaraa entisestään ja viritti ensi kertaa julkisen keskustelun korkopolitiikan nollarajasta euroalueella. Toisaalta epätavanomaisen rahapolitiikan harjoittaminen oli tarpeellista jo ennen korkojen nollarajaa, sillä tavanomaisen rahapolitiikan teho väheni euroalueella rahapolitiikan välitysmekanismien heikentyessä. Epätavanomaisella rahapolitiikalla eurojärjestelmä on korjannut rahapolitiikan tärkeimmän välitysmekanismien, luottokanavan, toimintaa. Rahapolitiikan epätavanomaisiin välineisiin lukeu-

³ Välimäki, Tuomas (2014) Kaksi kärkeä yhdellä iskulla: korkojen ohjausta ja rahoitusvakautta eurojärjestelmän luotto-operaatioilla. Euro & talous 1/2014. Artikkelissa kuvataan täyden jaon likviditeettipolitiikan vaikutuksia rahamarkkinoiden kannalta ja tarkastellaan keskuspankin korkojenohjauksen haasteita runsaan likviditeettiylijäämän oloissa.

tuvat tyypillisesti määrällinen keventäminen (quantitative easing, QE), luotto-markkinoiden tukeminen joko suoriin ostoin tai pankkijärjestelmän välityksellä, keskuspankin erityispitkillä rahapoliittisilla luotoilla. EKP:n työkalupakissa rahapoliittisilla luotoilla on tärkeämpi merkitys kuin Yhdysvalloissa tai Isossa-Britanniassa, koska euroalueen rahoitusjärjestelmä on pankkikeskeisempi kuin näissä kahdessa maassa.

Reaalisten markkinakorkojen ohjaus nollakorkorajalla

Politiikkakorko on suoraviivaisin keino, jolla keskuspankki voi ohjata markkinakorkoja. Se ei kuitenkaan ole ainoa markkinoiden reaalkorkoja määrittävä tekijä, johon keskuspankki voi vaikuttaa. Yksinkertainen korkohypoteesimalli osoittaa, että keskuspankki voi ohjata markkinoiden reaalkorkoja useamman kanavan kautta, vaikka nimellisen politiikkakoron liikkumavara olisi käytetty. Keskuspankin ohjauskorolla ei kuitenkaan ole suoraa vaikutusta kotitalouksien kulutuspäätöksiin ja yritysten investointipäätöksiin, vaan niitä ohjaavat eri reaaliset markkinakorot, taloudenpitäjien odotukset reaalisista markkinakorosta ja reaalisten markkinakorkojen keskihajonta eli volatilititeetti.⁴

Reaalkorko r voidaan yksinkertaisimmillaan määrittellä keskuspankin ohjauskoron I ja inflaatio-odotusten π^e erotukseksi:

$$r = I - \pi^e \quad (1)$$

Kotitalouksien kulutuspäätökset ja yritysten investointipäätökset perustuvat rahoitusmarkkinoiden reaalkorkoihin kuten asuntolainojen tai yritysluottojen korkoihin. Staattinen reaalin markkinakorko voidaan esittää seuraavasti

$$R = (I - \pi^e) + \delta \quad (2)$$

Parametri δ kuvaa riskilisää ja likviditeettipreemioita, joka määrittää reaalisin politiikkakoron (1) ja markkinakoron (2) eron.

Markkinakorkojen maturiteettien kirjo on suuri, koska kulutusta ja investointeja rahoitetaan koroilla, joiden juoksuajat poikkeavat toisistaan. T -periodin reaalin markkinakorko on

$$R_t^T = \sum_{j=0}^{T-t} R_{t+j}^e + \tau \quad (3)$$

Tässä R_t^T on T -periodin reaalin markkinakorko ajankohtana t , R_{t+j}^e on odotettu yhden periodin reaalkorko ajankohtana $t+j$ ja τ on aikapremio (term premium). Vaihtelemalla juoksuajan eli T :n arvoja, voidaan yhtälön kautta määrittellä aikapremio τ .

Yhtälön (3) mukaan pitkät reaalkorot heijastavat siis lyhyiden korkojen kehitykseen liittyviä odotuksia. Tämän vuoksi lyhyet rahamarkkinakorot, kuten pankkien väliset yötalletuskorot, ovat avainasemassa rahapolitiikan välittymisen kannalta: niiden taso ja vaihtelu heijastuvat suoraan pidemmän juoksuajan korkoinstrumentteihin, kuten euriborkorkoihin, joita käytetään yleisesti esimerkiksi asunto- ja yritysluottojen viitekorkoina.

⁴ Esitetty malli on yksinkertaistettu versio dynaamisesta korkohypoteesimallista, joka on julkaistu kirjassa Walsh, Carl (2003) *Monetary Theory and Policy*. Kp 10, The MIT Press, Cambridge, Yhdysvallat.

Laskusuhdanteen aikana talousnäkymät saattavat olla niin heikot, että reaalikoron (2) painaminen negatiiviseksi olisi varteenotettava keino kiihdyttää taloudellista toimeliaisuutta. Mikäli inflaatio-odotukset ovat laskusuhdanteesta huolimatta ankkuroituneet esimerkiksi 2 prosenttiin, reaalinen politiikkakorko on negatiivinen, jos keskuspankki laskee ohjauskoron alle 2 prosentin. Finanssikriisin aikana EKP laskikin ohjauskorkoaan ripeästi. Inflaatio-odotukset π^e euroalueella hidastuivat kuitenkin samanaikaisesti, mikä vähensi EKP:n korkopolitiikan tehoa entisestään. Samoin finanssikriisi lisäsi epävarmuutta, jolloin parametrin δ kuvaamat riskilisät suurenevät voimakkaasti.

Kun politiikkakorko I on nolларajalla, yhtälöiden (2) ja (3) mukaan keskuspankki voi alentaa reaalista markkinakorkoa neljällä tavalla: 1) kiihdyttämällä inflaatio-odotuksia, 2) hillitsemällä odotuksia tulevista koroista R^e , 3) pienentämällä riskilisää δ ja 4) supistamalla aikapreemiota τ . Reaalikorkojen laskemisen lisäksi keskuspankki haluaa myös vähentää niiden keskihajontaa, sillä korkojen heilahtelulla on vaikutus rahapolitiikan välittymiseen. Korkohypoteesin (3) mukaan pitkät korot heijastavat tulevia lyhyitä korkoja koskevia odotuksia, mutta odotuksiin lyhyiden korkojen tasosta puolestaan vaikuttaa korkotasoon liittyvä epävarmuus. Lyhyiden korkojen R^e_{t+j} heilahtelut lisäävät tulevaan korkotasoon kohdistuvaa epävarmuutta, mikä puolestaan nostaa pitkiä korkoja. Siten esimerkiksi pankkien

välisen yön yli -koron, eonian, heilahtelu voi johtaa euriborkorkojen nousuun, mikä ei ole toivottua keskuspankin harjoittaman rahapolitiikan näkökulmasta.

Korkohypoteesimallin neljästä reaalisia markkinakorkoja nollakorkorajalla alentavasta vaihtoehdosta eurojärjestelmä on tähän mennessä ottanut käyttöön lähinnä toisen ja kolmannen: ennakoivalla viestinnällä se on pyrkinyt ohjaamaan korko-odotuksia R^e_{t+j} ja alentamaan rahoitusmarkkinoiden riskilisiä δ vähentämällä lyhyiden korkojen vaihtelua. Lisäksi eurojärjestelmän epätavanomaiset likviditeettitoimet ovat vähentäneet rahoitusmarkkinoiden likviditeetti- ja luottoriskilisiä.

Ennakoivalla viestinnällä hillittiin korkojen heilahteluja

Kun EKP:n neuvosto kriisin aikana luopui likviditeetin määrän kontrollista ja pankit hakivat runsaasti keskuspankkirahoitusta, pankkijärjestelmään syntyi huomattava likviditeettiylijäämä. Pankkijärjestelmän likviditeettiylijäämä selittää sen, miksi lyhimmat markkinakorot painuivat ohjauskoron tasolta lähelle EKP:n yötalletuskoron tasoa. Vaikka pankit kävisivät kauppaa keskenään tai lainaisivat rahaa asiakkailleen, päätyy vaihdettu raha aina jonkin pankin tilille, eikä pankilla päivän päätteeksi ole muuta mahdollisuutta kuin tallettaa varat keskuspankkiin yötalletuskorolla. Keskuspankkirahoituksen huomattavaa kasvua pidetäänkin merkkinä siitä, etteivät pankkien väliset markkinat toimi kunnolla: ylijäämäpankit eivät lainaa alijäämäpankeille, jotka joutuvat siten turvautumaan kes-

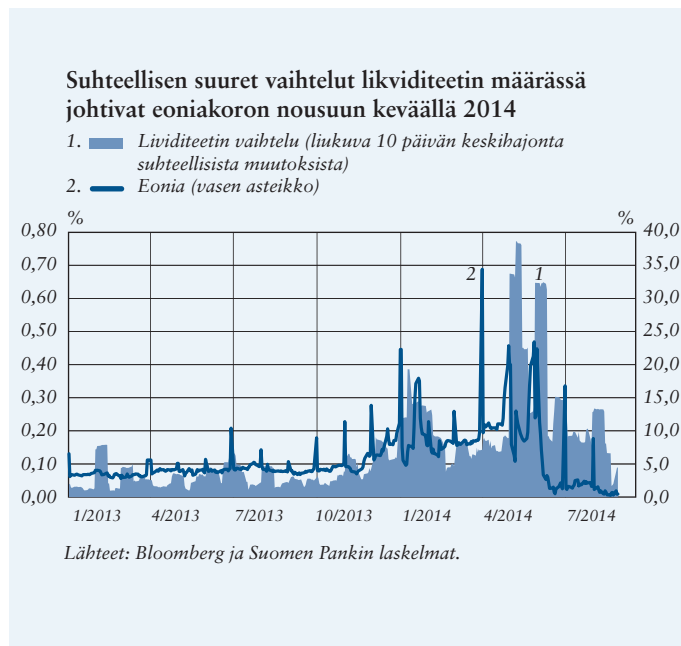
kuspankkirahoitukseen.⁵ Kriisin aikana keskuspankki onkin osittain korvannut rahamarkkinat: se lainaa rahaa alijäämäpankeille ja ottaa vastaan ylijäämäpankkien talletukset. Tästä syystä runsas likviditeettiylijäämä johti markkinoilla kriisin aikana paitsi korkotason laskuun myös kaupankäyntivolyymien pienentymiseen.

Vuoden 2012 aikana ohjaukskorkeiden laskut ja pankkijärjestelmän runsas likviditeettiylijäämä alensivat lyhyitä euroalueen rahamarkkinakorkoja ja rauhoittivat niiden vaihtelua väliaikaisesti. Lyhimmat markkinakorot alkoivat kuitenkin nousta hienoisesti, ja niiden vaihtelu voimistui jälleen vuoden 2013 aikana (kuvio 1), kun euroalueen pankkien oli mahdollista alkaa maksaa ennenaikaisesti takaisin hakemiaan kolmen vuoden keskuspankkiluottoja. Koska likviditeettipuskureiden kysyntä oli pankeissa edelleen suurempaa kuin ennen kriisiä, kaupankäynnin piirissä olleen likviditeetin määrä oli huomattavasti laskennallista likviditeettiylijäämää pienempi. Tästä syystä todennäköisyys, että likviditeettiylijäämäinen pankki joutuisi turvautumaan keskuspankin maksuvalmiusluottoon, kasvoi jo selvästi ennen kuin koko pankkijärjestelmän likviditeettiylijäämä lähes tyi nolaa.

Heinäkuun 2013 korkokokouksen yhteydessä EKP:n neuvosto käytti ensi kerran ennakoivaa viestintää ohjattakseen markkinoiden odotuksia tulevasta korkotasosta. EKP:n neuvosto tähdensi odottavansa korkojen säilyvän silloisel-

⁵ Paul Mercier (2014) käsittelee pankkijärjestelmän ylimääräisen likviditeetin käsitteeseen usein liittyviä ”väärää käsityksiä” artikkelissaan *The Eurosystem, the banking sector and the money market*.

Kuvio 1.

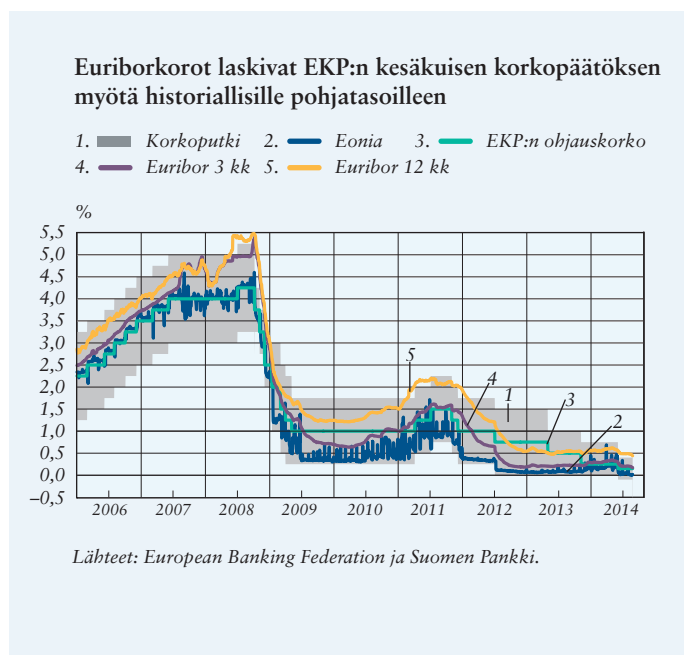


la tasollaan tai matalampina pidemmän aikaa. Jos odotukset korosta laskevat, korkohypoteesin mukaan reaalin markkinakorko alenee. Siten keskuspankki voi ennakoivalla viestinnällä lisätä rahapoliittisten päätönsä tehoa ja pyrkiä ankuroimaan markkinoiden odotuksia politiikkakoron urasta hintavakaustavoitteen mukaiseksi keskipitkällä aikavälillä. Ennakoivalla viestinnällä eurojärjestelmä onnistuikin väliaikaisesti vaimentamaan rahamarkkinakorkojen ensimmäiset nousupaineet, jotka keväällä ja kesällä 2013 johtuivat erityisesti odotuksista Yhdysvaltain keskuspankin Fedin rahapolitiikan vähittäisestä kiristymisestä.

Keväällä 2014 ylimääräisen likviditeetin väheneminen noin 100 mrd. euroon ja etenkin suuret päivittäiset heilahtelut likviditeetin määrässä johtivat kuitenkin siihen, että lyhyet

markkinakorot nousivat ja niiden vaihtelu lisääntyi jälleen. Samanaikaisesti pankkien välisten markkinoiden kaupankäyntivolyymit kasvoivat: euroalueen vakuudettomien yön yli -markkinoiden kaupankäyntivolyyymi on suurentunut vuoden alun 2014 noin 20 mrd. eurosta noin 30 mrd. euroon. Kaupankäyntiaktiivisuuden elpymistä keväällä 2014 pidettiin merkinä rahamarkkinoiden osittaisesta normalisoinnista ja siitä, että korkeampi korkotaso kannusti osaa ylijäämäpankeista lainaamaan muille pankeille sen sijaan, että ne tallettaisivat ylimääräiset varansa keskuspankkiin. Likviditeetin kiristymisestä rahamarkkinoille aiheutuneet paineet kuitenkin nostivat eoniakoron ajoittain jopa lähelle maksuvalmiusluoton korkoa (kuvio 2). Myös pidemmät korot, kuten euriborit, kohosivat.

Kuvio 2.



Kesäkuun rahapolitiikkapaketti rauhoitti rahamarkkinoita

Kesäkuussa 2014 odotukset EKP:n rahapolitiikan lisävennyksestä toteutuivat, kun neuvosto ilmoitti mittavista rahapolitiikan toimenpiteistä:

- 1) ohjauskorkojen lasku, jolla yötalletuskorko alennettiin negatiiviseksi,
- 2) uusi kohdennettu pitempiäaikainen avomarkkinaoperaatio,
- 3) täyden jaon likviditeettipolitiikan jatkaminen joulukuuhun 2016 asti,
- 4) viikoittaisten likviditeettiä kiristävien hienosäätöoperaatioiden eli pankkien eurojärjestelmään tekemien määräaikaistalletusten lakauttaminen,
- 5) omaisuusvakuudellisten arvopaperiostojen valmistelun tehostaminen,
- 6) muutokset vakuuskehikossa.

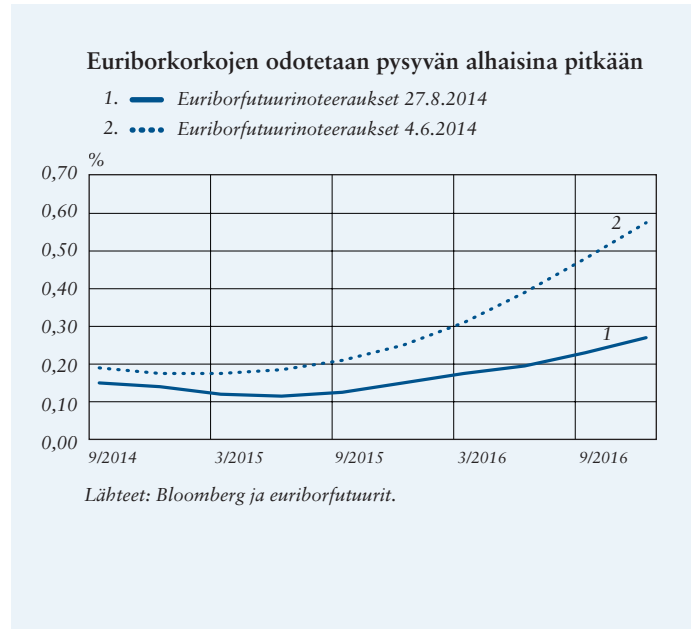
EKP alensi ohjauskorkoa, jolla pankit voivat hakea viikon mittaista rahoitusta, 0,15 prosenttiin, sekä maksuvalmiusluoton korkoa 0,40 prosenttiin. Yötalletuskorko oli 0 % ennen korkopäätöstä, ja jotta juuri piristyneiden pankkien välisten rahamarkkinoiden toiminta ei häiriintyisi liian kapean korkoputken vuoksi, neuvosto laski yötalletuskoron negatiiviseksi -0,10 prosenttiin.

EKP:n neuvoston mittavalla pakeilla oli välittömiä markkinavaikutuksia. Euron kurssi heikkeni, ja eonia-korko laski nopeasti lähelle nolaa eli reilun 0,10 prosenttiyksikön päähän uudesta negatiivisesta yötalletuskorosta. Korkojen myös odotetaan pysyvän matalalla tasolla pitkään (kuvio 3). Kolmen ja 12 kuukauden euriborit laskivat lähelle historiallisia pohjatasojaan. Koska vähittäislainat on sidottu euriborkorkoihin, koronlasku hyödytti

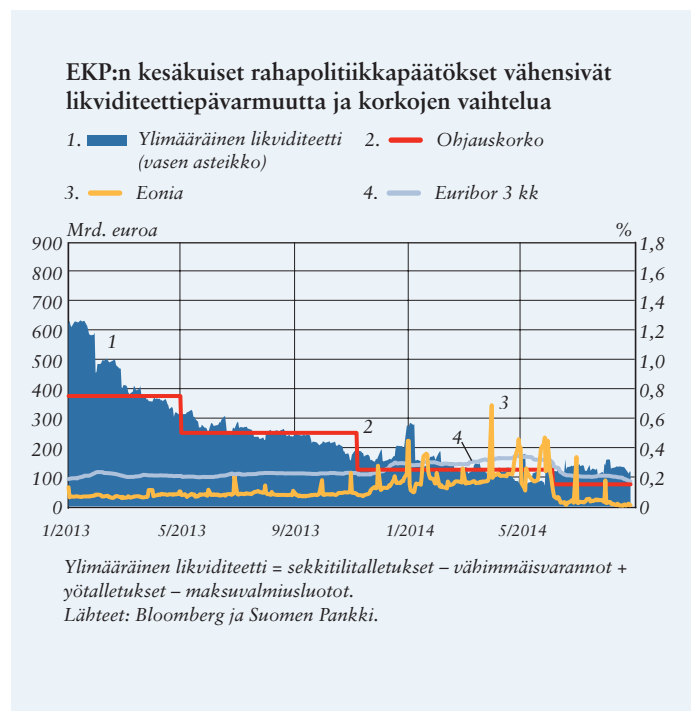
suoraan velallisia yrityksiä ja kotitalouksia. EKP kavensi myös korkoputkea 0,75 prosenttiyksiköstä 0,50 prosenttiyksikköön, joten lyhyiden markkinakorkojen mahdollinen vaihteluväli oli nyt aiempaa pienempi. EKP:n päätös lopettaa likviditeettiä kiristävät hienosäätöoperaatiot, joissa pankit olivat tuoneet määräaikaistalletuksia keskuspankkiin, sekä täyden jaon politiikan jatkuminen säännöllisissä rahoitusoperaatioissa aina vuoden 2016 loppuun saakka vähensivät pankkijärjestelmän likviditeettiepävarmuutta ja likviditeetin vaihtelusta rahamarkkinoille aiheutuvia jännitteitä. Korkojen vaihtelu onkin huomattavasti tasoittunut EKP:n politiikkapäätösten jälkeen samalla, kun korkotaso on laskenut (kuvio 4).

Negatiivisen yön yli -koron myötä kaikki ne eurojärjestelmän vastapuolet, joilla on vähimmäisvarantovaateen ylittäviä talletuksia keskuspankissa, joutuvat maksamaan talletuksistaan eurojärjestelmälle. Vaikka ylimääräistä keskuspankkirahaa on pankkijärjestelmässä edelleen yli 100 mrd. euroa, se on jakautunut epätasaisesti pankkien välille. Siten vähimmäisvarantovaateen ylittäviä talletuksia on erityisesti vahvoilla pankeilla. Finanssikriisin jälkeinen pankkien epäluulo toisiaan kohtaan luo edelleen kitkaa pankkien välisille markkinoille, mistä syystä ylijäämäiset pankit eivät lainaa alijäämäisille pankeille pankkien välisillä markkinoilla. Alijäämäiset – usein Etelä-Euroopassa sijaitsevat – pankit ovat riippuvaisia keskuspankkirahoituksesta, koska ne ovat saaneet rahoitusta alhaisemmalla korolla eurojärjestelmästä kuin toisista

Kuvio 3.



Kuvio 4.



pankeista ja myös keskuspankin hyväksymien vakuuksien joukko on ollut laajempi. Vakavaraiset pankit, joilla ei ole pulaa vakuuksista, puolestaan saavat edullisemmin lainaa markkinoilta kuin eurojärjestelmästä. Negatiivinen talletuskorko kasvattaa keskuspankitalletuksen vaihtoehtokustannusta pankkitalletuksen suhteen eli keskuspankitalletuksen kustannusta ylijäämäiselle pankille ja lisää pankkitalletuksen houkuttelevuutta alijäämäisessä pankissa.

Kohdennetussa pitempiaikaisessa rahoitusoperaatiossa (targeted longer-term refinancing operation, TLTRO) on elementtejä, jotka vaikuttavat reaalkorkoon monen kanavan kautta. Kohdennettu rahoitusoperaatio on kestoltaan neljä vuotta eli pidempi kuin muut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot, joten kesäkuuhun 2016 asti eurojärjestelmä on sitoutunut jakamaan pankeille erittäin matalakorkoista luottoa (operaatiohetkellä vallitseva perusrahoitusoperaation korko lisättyinä 0,10 prosenttiyksiköllä). Pitkä kesto ja matala korko vähentävät epävarmuutta ja keskuspankkiluoton kustannuksia, mikä laskee reaalkorkoa. TLTRO-rahoituksen määrä on sidottu pankin luotonantoon yksityiselle sektorille, jolloin pankeilla on kannustin tarjota luottoa yksityiselle sektorille.

Kahdessa ensimmäisessä eli syys- ja joulukuussa 2014 järjestettävissä operaatioissa pankit saavat eurojärjestelmästä rahoitusta 7 % yksityiselle sektorille myöntämiensä lainojen kannasta. Eurojärjestelmän vastapuolien yhteenlaskettu lainalimiitti on liki 398 mrd. euroa. Noin neljänneksen limiitis-

tä kattavat saksalaiset pankit ja ranskalaiset ja italialaiset pankit puolestaan noin viidenneksen. GIIPS-maiden osuus lainalimiitistä on vajaat 40 %, joten kohdennettu operaatio tukee luotonantoa myös näissä maissa.⁶

Maaliskuussa 2015 järjestettävässä operaatiossa ja tätä seuraavissa operaatioissa TLTRO-limiitit lasketaan vasta puolen nettolainanannon kehityksen perusteella (pl. rahoituslaitokset ja asuntoluotot). Mitä enemmän hyväksyttäviä lainoja vastapuoli myöntää toukokuun 2014 ja huhtikuun 2016 välillä, sitä runsaammin rahoitusta se voi saada kuudesta jälkimmäisestä operaatiosta. Nettoluotonantoon ennen toukokuuta 2014 supistanut pankki saattaa saada operaatiosta enemmän rahoitusta kuin nettoluotonantoon kasvattanut pankki. Mikäli pankit kasvattavat nettoluotonantoon operaation aikana yhtä nopeasti, on limiitti suurempi sellaiselle pankille, jonka nettoluotonanto oli negatiivinen toukokuun 2013 ja huhtikuun 2014 välillä, kuin pankille, jonka nettoluotonanto oli samana ajankohtana 0 tai positiivinen. Kohdennettu operaatio yhtenäistää rahoitusoloja euroalueella, koska monet nettoluotonantoon supistaneet pankit sijaitsevat GIIPS-maissa. Enimmäislainalimiitin laskentatapa kohdennetussa operaatiossa kohentaa GIIPS-maiden pankkien rahoituksen saatavuutta, ja operaation kohdennettu luonne kannustaa niitä rahoituksen välitykseen.

⁶ EKP ja Suomen Pankin laskelmat.

Eurojärjestelmän rahapolitiikka jatkuu keveänä

Eurojärjestelmä on vuoden 2014 aikana ottanut ennakkoluulottomasti käyttöönsä uusia epätavanomaisia keinoja, joilla se on pyrkinyt yhtenäistämään rahoitusoloja euroalueella. Keskuspankin kyky ohjata reaalisia markkinakorkoja ei ole kadonnut, vaikka sen ohjaukorot ovat painuneet lähelle nollarajaa tai sen alle. Viime kädessä EKP:n kesäkuisen paketin positiivisin vaikutus reaalitalouteen saattaa olla se, että kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) välityksellä EKP on sitoutunut löysään rahapolitiikkaan useaksi vuodeksi eteenpäin. Onnistuessaan nämä operaatiot käynnistävät positiivisen kierteen: pankkien vähäiset rahoituskustannukset alentavat kotitalous- ja yritysluottojen korkoja, mikä puolestaan piristää luottojen kysyntää. Kulutus ja investoinnit kasvavat, muu talouden toimeliaisuus vilkastuu ja lainojen kysyntä kasvaa edelleen. Operaation pitkä kesto tarjoaa mahdollisuuden tällaisen kierteen käynnistymiseen.

EKP:n neuvosto on kesäkuun jälkeinkin painottanut, että eurojärjestelmän keinot eivät ole lopussa. Artikkelissa esitetyn korkohypoteesin mukaan keskuspankki voisi alentaa reaalikorkoja pienentämällä korkojen aikapremiota esimerkiksi ostamalla taseeseensa runsaasti erimaturiteettisia arvopapereita.⁷ Määrällinen keventäminen heikentäisi arvopaperien tuottoja, lisäisi liikkeessä olevan rahan määrää ja stimuloi-

⁷ EKP:n neuvosto ilmoitti syyskuussa uusista rahapoliittisista toimista, joihin kuuluvat omaisuusvakuudellisiin arvopapereihin (ABS) ja katettuihin joukkovelkakirjoihin (CB) kohdistuvat suorat ostot.

si taloudellista toimeliaisuutta. Kuten edellä todettiin, suorien ostojen vaikutus euroalueella jäisi kuitenkin todennäköisesti vaatimattomammaksi kuin Yhdysvalloissa tai Isossa-Britanniassa. Euroalueen kotitaloudet tai yritykset eivät omista riittävän suuria määriä arvopapereita, jotta niiden hintojen nousun aiheuttama varallisuusvaikutus kulutukseen tai investointeihin olisi merkittävä.

Korkohypoteesin mukaan myös inflaatio-odotusten kiihtyminen laskisi reaalisia markkinakorkoja. Keskuspankki voi ohjata talouden toimijoiden inflaatio-odotuksia hyvinkin tehokkaasti, mikäli sen politiikka on riittävän uskottavaa. Uskottavuus puolestaan perustuu maineeseen, jonka rakentaminen on pitkäjänteinen prosessi. Keskuspankin inflaatiotavoitteen muuttaminen saattaisi olla myös hankala toteuttaa suhdannekäänteessä. Se voisi kuitenkin hitaan inflaation vallitessa viestittää, että se väliaikaisesti sietäisi hintavakaustavoitettaan nopeampaa inflaatiota ilman, että rahapolitiikkaa heti kiristetään. Keskuspankki perustelisi viestiään sillä, että nykyisen vaimean inflaation vastapainoksi nopealla inflaatiolla tulevaisuudessa saataisiin inflaation keskiarvo jonkin tietyn periodin aikana vastaamaan hintavakaustavoitetta.⁸

Epätavanomaiseen rahapolitiikkaan liittyy riskejä, jotka ovat herättäneet aiheellista huolta ja keskustelua. Pitkään matalana pysyttelevät korot ja runsas likviditeetti saattavat vääristää markkinatasapainoa. Keveä rahapoli-

⁸ Eurojärjestelmän tavoite on pitää inflaatiovauhti hieman alle 2 prosentissa keskipitkällä aikavälillä.

Keskuspankki voi ohjata talouden toimijoiden inflaatio-odotuksia hyvinkin tehokkaasti, mikäli sen politiikka on riittävän uskottavaa.

tiikka voi myös pienentää pankkien ja hallitusten motivaatiota toteuttaa epämiellyttäviä mutta välttämättömiä uudistuksia. Epätavanomaisen rahapolitiikan haittavaikutukset voivat myös tulla esiin vasta, kun keskuspankki haluaa palata tavanomaiseen rahapolitiikkaan. Eurojärjestelmän avoimella ja huolellisella viestinnällä sekä perinpohjaisella analyysillä on keskeinen asema epävarmuuden minimoimisessa siirtymävaiheessa, jonka lopputuloksena eurojärjestelmä ei enää toteuta rahapolitiikkaa nollakorkorajalla – vaan sen yläpuolella.

Asiasanat: epätavanomainen rahapolitiikka, korkohypoteesi, likviditeetti, ohjauskorot