



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Rahapolitiikan toteutus, elokuu 2023

Euro & talous 3 • 2023

Julkaisupäivä 29.8.2023

31. vuosikerta

Julkaisu ilmestyy kuusi kertaa vuonna 2023.

Päätoimittaja

Olli Rehn

Toimitusneuvosto

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Matti Hellqvist

Niko Herrala

Esa Jokivuolle

Helinä Laakkonen

Markku Lehmus

Meri Obstbaum

Petri Uusitalo, sihteeri

Toimitus

Suomen Pankin kielipalveluryhmä ja viestintäyksikkö

Uutiskirjeiden tilaukset

eurojatalous.fi

Analyysipaketti rahapolitiikan toteutuksesta korkojen noustessa ja keskuspankin taseen pienentyessä on laadittu Suomen Pankin markkinaoperaatiot-osastolla toimistopäällikkö Niko Herralan johdolla.

Kirjoittajat

Niko Herrala

Matti Ilmanen

Katri Järvinen

Juha Niemelä

Alexi Paavola

Kristian Tötterman

Vesa-Ville Virtanen

Tuomas Välimäki

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkójulkaisu)

Sisältö

Euroopan keskuspankki pohtii, miten ohjata korkoja tulevaisuudessa	3
<hr/>	
Onko vanhaan paluuta – rahapolitiikan toteutus ohjauskorkojen noustessa ja eurojärjestelmän taseen pienentyessä	7
<hr/>	
Rahapolitiikan yrityslainaostojen hiilijalanjälki pienenee	18
<hr/>	
Miten Euroopan keskuspankki ohjaa korkoja tulevaisuudessa?	26
<hr/>	
Eurojärjestelmän tase pienenee rahapolitiikan kiristyessä	37
<hr/>	



LYHYESTI SANOTTUNA

Euroopan keskuspankki pohtii, miten ohjata korkoja tulevaisuudessa

29.8.2023 – Lyhyesti sanottuna – Rahapolitiikka

EKP kiristää tai keventää rahoitusoloja ensisijaisesti nostamalla tai laskemalla ohjauskorkoa. Ohjauskorot vaikuttavat suoraan lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin, sillä EKP säätelee ohjauskoroilla keskuspankkiluottojen ja -talletusten korkoja. Viime vuosina EKP:n arvopaperiosto-ohjelmien ja pankeille myönnettyjen luottojen myötä EKP:n talletuskorosta on tullut keskeisin ohjauskorko. Kun osto-ohjelmat ja luotot hiljalleen vähentyvät, EKP pohtii, miten se ohjaa lyhyitä rahamarkkinakorkoja tulevaisuudessa. EKP:n tulee myös miettiä, miten se huomioi ilmastonmuutoksen rahapolitiikan toteutuksessa.

- Ohjauskorko teki paluun rahapolitiikan välineeksi. Talletuskorko on EKP:n tärkein korko.
- Eurojärjestelmän tase pienenee asteittain ja ennakoitavasti.
- Nyt on oikea aika pohtia, miten korkoja ohjataan tulevaisuudessa ja miten ilmastonmuutos huomioidaan.



Rahapolitiikan tehokas välittyminen talouteen edellyttää, että keskuspankki pystyy

ohjaamaan ohjauskoroillaan lyhyet rahamarkkinakorot tavoittelemalleen tasolle.

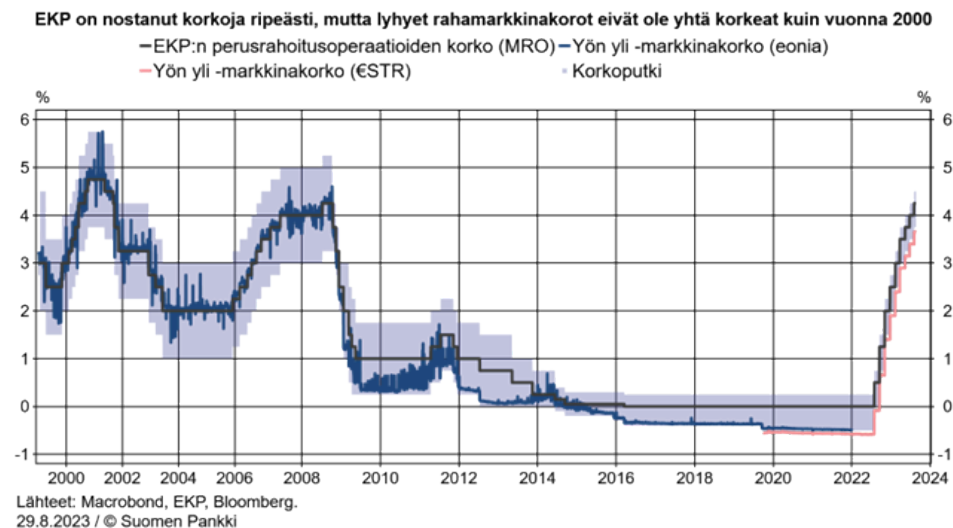
EKP:llä on kolme ohjauskorkoa: maksuvalmiusluoton korko, perusrahoitusoperaation korko ja talletuskorko.

Maksuvalmiusluoton korko ja talletuskorko muodostavat lyhyiden rahamarkkinakorkojen ylä- ja alarajan eli niin sanotun korkoputken. Maksuvalmiusluoton korolla pankit voivat lainata keskuspankista ja talletuskorolla tallettaa rahaa (reservejä) keskuspankkiin joka päivä. Perusrahoitusoperaation korolla pankit voivat lainata rahaa viikoksi keskuspankista.

Ennen vuoden 2008 finanssikriisiä EKP rajoitti reservien tarjontaa ja siten ohjasi lyhyet rahamarkkinakorot perusrahoitusoperaation koron tasolle. Viimeisten 15 vuoden aikana euroalueen talous ja rahoitusmarkkinat ovat kohdanneet monia kriisejä, kuten euroalueen velkakriisin ja pandemian. Inflaatio oli pitkään hidas. Hintavakauden ylläpitämiseksi EKP laski korot niin alhaiseksi kuin mahdollista, jopa negatiivisiksi. Tämä ei kuitenkaan riittänyt. Keventääkseen rahoitusoloja lisää EKP osti runsaasti etenkin valtioiden velkakirjoja sekä myönsi pankeille edullisia pitkiä luottoja. Toimien seurauksena pankkien reservit kasvoivat merkittävästi. Pankit tallettivat ylimääräiset reservit keskuspankkiin. Tämä johti siihen, että lyhyet rahamarkkinakorot laskivat perusrahoitusoperaation koron tasolta EKP:n talletuskoron tasolle.

Pandemiasta toipuminen ja Venäjän aloittama hyökkäyssota ovat kiihdyttäneet inflaatiota syksystä 2021 alkaen. EKP on reagoinut tähän nostamalla ohjauskorkoja ripeästi. Keskeisin ohjauskorko eli talletuskorko on nyt 3,75 %, kun vielä kesäkuussa 2022 se oli -0,5 %. Lyhyet rahamarkkinakorot eivät kuitenkaan ole euroajan huipussaan. Vuonna 2000 lyhyet rahamarkkinakorot seurasivat perusrahoitusoperaation korkoa, joka oli tuolloin 4,75 %. Nyt ne seuraavat talletuskorkoa.

Kuvio 1.



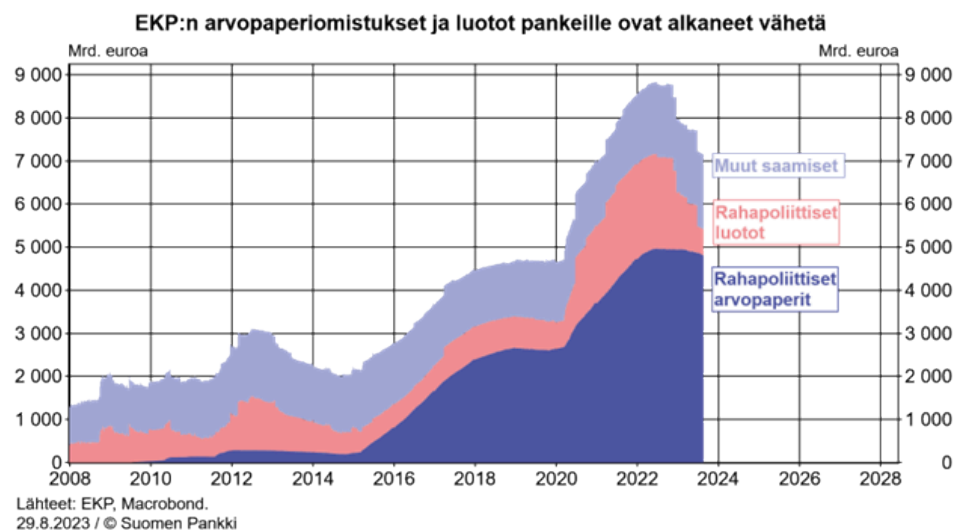
Ohjauskorkojen noston lisäksi EKP:n arvopaperiomistukset ja luotot pankeille ovat vähentyneet viimeisen vuoden aikana. Omaisuuserien osto-ohjelmasta (APP) erääntyviä arvopaperiomistuksia ei enää sijoiteta takaisin markkinoille. Lisäksi pankeille myönnetty

edulliset pitkät luotot (TLTRO) ovat jo suurelta osin erääntyneet tai maksettu ennaikaisesti takaisin. Pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP) erääntymisten uudelleensijoituksia on tarkoitus vielä jatkaa ainakin vuoden 2024 loppuun.

EKP on valmis reagoimaan haitallisiin jännitteisiin valtionlaina- tai rahamarkkinoilla, mutta ainakin toistaiseksi rahapolitiikan kiristäminen on ollut sujuvaa rahoitusmarkkinoilla. Myös Suomen Pankin arvopaperiomistukset, jotka painottuvat Suomen valtion velkakirjoihin, ja luotot suomalaisille pankeille ovat vähentyneet.

Kun eurojärjestelmän arvopaperiomistukset ja luotot pankeille pienentyvät, pankkien keskuspankkitalletukset vähenevät. Vähentymisen jatkuessa riittävästi lyhyet rahamarkkinakorot alkavat nousta talletuskoron tasolta kohti perusrahoitusoperaation korkoa. Ennen kuin tämä tapahtuu, EKP pohtii, miten korkoja halutaan tulevaisuudessa ohjata.

Kuvio 2.



Eri maissa sovelletaan erilaisia toimintatapoja ohjata lyhyitä rahamarkkinakorkoja. EKP pohtii, mikä tapa ohjata korkoja soveltuu parhaiten euroalueelle sen erityispiirteet huomioiden. Tällaisia ovat esimerkiksi pankkikeskeinen rahoitusjärjestelmä ja euroalueen alttius korkojen eriytymiselle eri jäsenmaissa.

Korkojen ohjaustavan valinta vaikuttaa eurojärjestelmän varojen ja velkojen määrään sekä koostumukseen. Joka tapauksessa eurojärjestelmän tase tulee olemaan selvästi suurempi kuin ennen finanssikriisiä, sillä setelistö ja muut velat ovat kasvaneet. Tämän vuoksi EKP:n tulee harkita rakenteellisen arvopaperisalkun perustamista. Sen koostumuksessa voitaisiin huomioida myös EKP:n ilmastostrategian tavoitteet.

Kuvio 3.

Euroopan keskuspankki pohtii miten ohjata korkoja tulevaisuudessa



Ohjaukorko teki paluun
rahopolitiikan välineeksi.
Talletuskorko on EKP:n
tärkein korko.



Eurojärjestelmän tase
pienenee asteittain ja
ennakoitavasti.



Nyt on oikea aika pohtia,
miten korkoja ohjataan
tulevaisuudessa ja miten
ilmastonmuutos
huomioidaan.

© Suomen Pankki

[SIIRRY LUKEMAAN KOKO ARTIKKELI](#)



ANALYYSI

Onko vanhaan paluuta – rahapolitiikan toteutus ohjauskorkojen noustessa ja eurojärjestelmän taseen pienentyessä

29.8.2023 – Analyysi – Rahapolitiikka



Juha Niemelä
Osastopäällikkö



Tuomas Välimäki
Johtokunnan jäsen

Kahden viime vuoden aikana inflaatio on kiihtynyt voimakkaasti. Tähän vastauksena EKP on kiristänyt rahapolitiikkaansa merkittävästi: ohjauskorkoja on nostettu 4,25 prosenttiyksiköllä ja arvopaperiomistusten ja pankeille myönnettyjen luottojen määrään on annettu supistua huomattavasti. Rahapolitiikan normalisoitumisen myötä EKP on käynnistänyt arvioinnin siitä, miten rahapolitiikkaa toteutetaan jatkossa. Ohjataanko rahoituksen hintaa jatkossakin talletuskoron avulla? Entä kuinka paljon eurojärjestelmän taseen annetaan supistua? Eurojärjestelmän taseen aikaisempaa suurempi koko mahdollistaa ilmastotekijöiden huomioimisen myös tulevaisuudessa.



Rahapolitiikan ohjauksen ”vanha normaali”

Hintavakauteen tähtäävä rahapolitiikka perustuu lähtökohtaisesti siihen, että keskuspankki mitoittaa politiikkansa eli asettaa ohjauskorkonsa tasolle, jonka vallitessa se arvioi inflaation asettuvan keskipitkällä aikavälillä tavoitteensa mukaiseksi. Rahapolitiikan toimeenpano puolestaan koostuu niistä järjestelyistä ja toimista, joilla lyhyet rahamarkkinakorot pyritään ohjaamaan politiikkakoron mukaisiksi.

Rahapolitiikan tehokas välittyminen edellyttää, että keskuspankki pystyy ohjaamaan markkinakorot politiikkatavoitteensa mukaiselle tasolle ja että markkinakorkoihin liittyvät riskipremiot ovat riittävän vakaat. Tässä suhteessa euroalueen rahapolitiikka ja sen toimeenpano olivat erittäin tehokkaita aina vuoden 2008 kansainväliseen finanssikriisiin saakka.^[1]

Pitämällä pankkien keskuspankissa olevien reservien määrä niukkana kyettiin lyhyet rahamarkkinakorot^[2] ohjaamaan tehokkaasti perusrahoitusoperaation koron tasolle^[3] ja minimoimaan eurojärjestelmän taseen koko.^[4] Rajaamalla taseen kokoa haluttiin minimoida keskuspankin jalanjälki markkinoilla ja keskuspankkeihin kohdistuvat markkinariskit.

1. Ks. esim. Papadia ja Välimäki 2018.

2. Aiemmin euroalueen keskeisin yön yli -markkinakorko oli eonia. Eonian korvasi lokakuussa 2019 €STR-korko.

3. Ennen finanssikriisiä eurojärjestelmän korkojen ohjaus pohjautui *korkoputkeen*. Putken katon asetti maksuvalmiusluottojen korko ja lattian pankkien reserveille maksettava yön yli -talletusten korko. EKP pyrki lainaamaan pankeille putken keskelle asetetulla perusrahoitusoperaatioiden korolla sellaisen määrän reservejä, että pankeilla oli yhtä suuri todennäköisyys joutua päivän päätteeksi tallettamaan rahaa keskuspankkiin tai lainaamaan reservejä maksuvalmiusluottoina täyttääkseen vähimmäisvarantovelvoitteensa keskimäärin pitoperiodin aikana.

4. Käytännössä tasetta ei kasvatettu suuremmaksi kuin keskuspankin luonnolliset velkaerät (mm. setelistö ja omat pääomat) edellyttävät.

Miten talletuskorosta tuli EKP:n tärkein ohjauskorko

Euroopan keskuspankki muutti rahapolitiikan toimeenpanoan merkittävästi finanssikriisin jälkeen vastauksena erinäisiin rahoitusmarkkinakriiseihin ja pitkittyneen hitaan inflaation ja hitaan kasvun ajanjaksoon.

Keskuspankit eivät voi laskea nimelliskorkojaan kovin negatiivisiksi, koska silloin rahapolitiikan kielteiset sivuvaikutukset voisivat paisua huomattaviksi. Tällaisen korkolattian efektiivisyydestä kriisiaikoina kertovat mm. Taylor-sääntöön ja varjokorkoihin pohjautuvat analyysit. EKP aloitti vuonna 2014 laajat arvopaperiostot, joiden avulla vaikutettiin sekä suoraan että välillisesti odotusten kautta pidempiin korkoihin ja parannettiin rahoitusmarkkinoiden kykyä välittää rahoitusolojen keventyminen reaalityönteeseen.

Eurojärjestelmä osti huomattavan määrän arvopapereita markkinoilta. Arvopaperiostot rahoitetaan kasvattamalla pankkien keskuspankkitalletusten (reservien) määrää. Kun keskuspankkirahaa on järjestelmässä runsaasti, pankit eivät enää lainaa eurojärjestelmältä rahaa, vaan tallettavat ylimääräiset reservit kansallisiin keskuspankkeihin. Tämä on näkynyt myös Suomen Pankin taseen huomattavana kasvuna.

Reservien määrän kasvun seurauksena EKP:n keskeisin rahamarkkinoiden ohjauskorko vaihtui pankeilta veloittavasta perusrahoitusoperaatioiden korosta pankeille maksettavaan yön yli -talletusten korkoon. Tämä käytännössä olosuhteiden pakosta johtunut muutos ei heikentänyt keskuspankin politiikkakoron välittymistä rahamarkkinakorkoihin esimerkiksi korkojen volatiilisudella mitattuna. Viime vuosien aikana euron lyhyt yön yli -rahamarkkinakorko €STR on seurannut tarkoin EKP:n talletuskorkoa.

Paluu korkojen ohjaukseen

Kahden viime vuoden aikana taloustilanne ja hintanäkymät ovat muuttuneet oleellisesti. Ensin pandemia sekoitti talouden kysyntä- ja tarjontatekijät, ja myöhemmin Venäjän aloittama laiton hyökkäyssota kiihdytti edelleen inflaatiota nopeasti ja voimakkaasti.

Vuoden 2022 aikana euroalueen inflaatio nopeutui pahimmillaan jopa yli 10 prosenttiin, ja huomattavasta hidastumisesta huolimatta se ylittää edelleen 2 prosentin tavoitetason selvästi.

Tässä muuttuneessa ympäristössä eurojärjestelmä alkoi kiristää rahapolitiikkaansa.^[5] Rahapoliittiset arvopapereiden netto-ostot on lopetettu kokonaan, erääntyvien omistusten uudelleensijoituksista on valtaosin luovuttu^[6], ja pankeille pandemian aikana myönnetty matalakorkoiset luotot vähentyvät nopeassa tahdissa.^[7] Keskuspankin

5. Ks. tarkemmin Ilmasen, Järvisen ja Paavolan liiteartikkelista [Eurojärjestelmän tase pienenee rahapolitiikan kiristytessä](#) tässä Euro & talous -julkaisussa.

6. Eurojärjestelmän rahapoliittisten osto-ohjelmien uudelleensijoitukset päättyivät heinäkuussa 2023 pandemian aikaista PEPP-ohjelmaa lukuun ottamatta. Sen osalta EKP:n neuvosto aikoo jatkaa uudelleensijoituksia joulukuuhun 2024 asti.

ohjauskorkojen nostot ovat siten palanneet rahapolitiikan mitoituksen keskiöön.

Monet talouden ja rahoitusmarkkinoiden toimintamekanismit ovat muuttuneet oleellisesti viimeisten 15 vuoden aikana. Ei ole selvää, että finanssikriisiä edeltänyt tapa ohjata korkoja olisi tulevaisuudessa tehokas tai edes mahdollinen. Muutoksia ovat aiheuttaneet mm. talouskehityksen tasapainottavan reaalikorkotason lasku, talouden kaikkien sektoreiden velkaantuneisuuden merkittävä kasvu, euroalueen alttius valtioiden ja pankkien rahoituskustannusten eriytymiseen ja rahoitusmarkkinoiden, erityisesti pankkien, säätelyn kiristyminen. Lisäksi keskuspankkien taseet ovat kasvaneet ja niiden koostumus on muuttunut verrattuna viidentoista vuoden takaiseen tilaan.

Muuttuneen toimintaympäristön vuoksi pankkien kyky ja halu jakaa keskenään likviditeettiä vakuudettomilla rahamarkkinoilla on pienentynyt merkittävästi, eikä se välttämättä enää palaudu tasolle, johon korkojen ohjaus pohjautui ennen finanssikriisiä. Muun muassa likviditeettiin liittyvän epävarmuuden vuoksi pankkien kannattaa pitää taseessaan aiempaa enemmän likvidejä varoja (reservejä).

Keskuspankin ei nykyoloissa ole enää mahdollista arvioida tarkasti koko pankkijärjestelmän reservien kysyntää oman taseensa kehitystä ennakoimalla. Tehokkaasti toimivat rahamarkkinat ja reservien kysynnän ennakoitavuus olivat keskeisiä aiemman keskuspankkireservien määrän säätelyyn pohjautuneen toimeenpanomallin tehokkuuden kannalta. Eurojärjestelmän onkin syytä analysoida, minkälaiseen tapaan ohjata korkoja haluamme ”normalisoida” toimeenpanomallimme tilanteessa, jossa tase pienenee ja korkojen ohjaus on jälleen rahapolitiikan mitoituksen perusta.^{[8][9]}

Rahapolitiikan toimeenpano tulevaisuudessa

Rahapolitiikkaa joudutaan jatkossakin toteuttamaan suuren epävarmuuden vallitessa. Tämän vuoksi siinä käytettyjen järjestelyjen tulee ensisijaisesti olla joustavia. Eurojärjestelmän tulee kyetä kiristämään ja keventämään rahoitusoloja kaikenlaisissa tilanteissa hintavakaustavoitteen edellyttämällä tavalla.

Tärkeimmät tavoitteet rahapolitiikan toteutuksessa ovat yhä rahamarkkinakorkojen ohjaus ja korkotason välittyminen reaalityökaluteen. Käytännössä keskuspankki joutuu kuitenkin punnitsemaan korkojen tarkan ohjauksen ja keskuspankin markkinajalanjäljen (taseen koon) välillä.

Kun tarkastellaan kriiseistä seuranneita keskuspankkien taseiden muutosta ja meneillään olevaa palautumista, voidaan yhtäältä kysyä, edellyttääkö rahapolitiikan normalisointi ja tehokas korkojen ohjaus paluuta kriisiaikoja edeltäneeseen tapaan mitoittaa keskuspankkien taseet. Toisaalta onko paluu edes tavoiteltava vaihtoehto keskuspankkien nykyinen taseiden koko ja korkojen ohjauksen voima huomioiden?

7. Avoimena olevien TLTRO-luottojen määrä on supistunut alle vuodessa yli 2 000 mrd. eurosta noin 600 mrd. euroon.

8. Ks. [Herralan ja Töttermanin artikkeli](#).

9. EKP:n neuvosto ilmoitti [joulukuussa 2022](#) arvioivansa järjestelyjä, joilla EKP:n neuvosto ohjaa lyhyiden korkojen kehitystä.

Eurojärjestelmä pystyy kontrolloimaan lyhyiden korkojen muodostumista sekä keskuspankkiluottoihin että talletuksiin perustuvalla mallilla. Viime vuosien kokemukset puoltavat yhä periaatetta, jonka mukaan keskuspankin tahatonta ajanjälkeä markkinoilla tulee välttää taseen niukalla mitoituksella.

Toisaalta on selvää, että hintavakaus ja rahoitusvakaus saattavat aika-ajoin edellyttää aktiivista keskuspankin kädenjälkeä eli markkina- ja luotto-operaatioita, jotka kasvattavat eurojärjestelmän saatavia ja pankkien reservejä huomattavissa määrin. Tärkeää on ymmärtää keskuspankin korkojen ohjauksen ja taseen hallinnan välistä vuorovaikutusta.

Jos rahapolitiikan mitoitus ei jatkossa edellytä uusia taseeseen merkittävästi vaikuttavia toimia, nykyinen talletuskorkoon pohjautuva korkojen ohjauksen ns. lattiamalli toiminee muutaman vuoden tehokkaasti. Toisin sanoen rahamarkkinakorot muodostuvat keskuspankin talletuskoron pohjalta ilman tarpeetonta korkovolatiilisuutta.

Tilanne muuttuu aikaa myöden eurojärjestelmän aiemmin hankkimien arvopapereiden erääntyessä ja pankkien ylimääräisten reservien huetessa kohti pankkien niihin kohdistamaa puskurikysyntää. Tuolloin kasvaa todennäköisyys sille, että pankit alkavat jälleen osallistua yhä enemmän keskuspankin perusrahoitusoperaatioihin.

Tällaisessa tilanteessa EKP:n perusrahoitusoperaatioiden koron (luottokorko) ja talletuskoron paino keskeisimpänä rahamarkkinoita ohjaavana korkona voi vaihdella lyhyessäkin ajassa, ja markkinakorkojen päivittäinen vaihtelu saattaa voimistua merkittävästi. Tämä puolestaan voi hankaloittaa rahapolitiikan mitoituksen viestintää ja arviointia oleellisesti.

Eurojärjestelmällä on useita mahdollisuuksia ehkäistä tällaisen tilanteen muodostuminen. Se voi pyrkiä heikentämään korkojen reagoitua pankkien reservien määrissä tapahtuviin muutoksiin esimerkiksi pienentämällä pankkeihin soveltamiensa luotto- ja talletuskorkojen välistä eroa (*korkoputki*) tai varmistamalla sen, että pankkijärjestelmän ylimääräiset reservit jatkossakin ylittävät käytännössä aina pankkien siihen kohdistaman kysynnän (*rakenteelliset operaatiot*).^[10]

Kohti kapeaa korkoputkea?

Reservien kysyntään liittyvän epävarmuuden kasvun vuoksi EKP:llä voi nykyisellään olla huomattavia vaikeuksia arvioida, miten paljon reservejä tarvitaan rahamarkkinoiden tasapainottamiseksi. Halutessaan keskuspankki voi pienentää tästä aiheutuvaa korkovaihtelun kasvua suoraan kaventamalla korkoputkea. Ruotsin Riksbank on toiminut näin.^[11] Ruotsissa korkoputki on 0,2 prosenttiyksikköä, mikä on vain

10. Näiden tapojen lisäksi eurojärjestelmän alkuvuosina vähimmäisvarantojen pidon keskiarvoistaminen oli keskeinen tapa hillitä lyhyimpien korkojen vaihteluja. Tämä tapa toimi hyvin tilanteessa, jossa rahamarkkinat toimivat tehokkaasti, pankeilla ei ollut merkittävää reservien puskurikysyntää ja varantotalletuksille maksettiin markkinakorkoa vastannutta perusrahoitusoperaatioiden korkoa. Koska kaikki nämä tekijät ovat muuttuneet, eurojärjestelmän tulee osana korkojenohjausjärjestelmiensä uudelleen arviointia analysoida vähimmäisvarantojärjestelmän mielekkyys nykyoloissa.

11. Ks. tarkemmin [Herralan ja Töttermanin artikkelista](#).

kymmenesosa euroalueen ennen finanssikriisiä soveltamasta putken normaalileveydestä.

Nykytilanteessa, jossa pankkijärjestelmässä on paljon ylimääräisiä reservejä, lähes kaikki pankit tallettavat ylimääräisiä reservejä keskuspankkiin, joten putken leveydellä ei juurikaan ole merkitystä. Tällaisissa oloissa talletuskorko ohjaa rahamarkkinoita putken leveydestä riippumatta.

Kun pankkijärjestelmän ylimääräiset reservit aikanaan hupenevat kohti pankkien niihin kohdistamaa neutraalia kysyntää, enemmän reservejä kaipaavat pankit tulevat lainaamaan niitä keskuspankista samaan aikaan kun toiset pankit tallettavat ylimääräiset reservinsä kapean putken mukaisesti lähes samalla korolla keskuspankkiin.

Kapean korkoputken etujen (korkovaihtelun pieneneminen) kääntöpuolena on, että pankkien välisten rahamarkkinoiden toiminnalle jää vähän tilaa ja ainakin osa rahamarkkina-aktiiviteetista ”siirtyy” keskuspankin taseeseen. Tulevaa toimeenpanomallia harkitessaan EKP joutuu puntaroimaan tällaisten vaikutusten hyötyjä ja haittoja.

Rakenteelliset luotto-operaatiot korkojen ohjauksen ja rahoitusvakauden tukena

Rahapoliittisten arvopaperien erääntymisestä johtuvaa korkovaihtelun kasvua ja korkokontrollin tehon heikkenemistä voidaan myös ehkäistä rakenteellisilla operaatioilla. Niiden avulla varmistettaisiin, että pankkijärjestelmässä pysyy sellainen määrä reservejä, mikä käytännössä ankkuroi lyhyimmät rahamarkkinakorot nykyiseen tyyliin keskuspankin talletuskoron tasolle. Tällaiset toimet voivat koostua pitempikestoista luotto-operaatioista tai markkinoilla tehtävistä arvopaperiostoista.

Eurojärjestelmän pankeille myöntämä luotto on aina vakuudellista. Eurojärjestelmä hyväksyy vakuuksiksi huomattavasti yleistä repomarkkinaa laajemman joukon arvopapereita ja jopa pankkilainoja. Välttääkseen tarpeettomia riskejä eurojärjestelmä soveltaa näihin vakuuksiin erilaisia luottokelpoisuudesta ja likvidiydestä johdettuja markkina-arvon aliarvostuksia.

Koska rahoitusmarkkinat ovat euroalueella fragmentoituneet ja koska pankkeihin kohdistuvaa säätelyä on kiristetty, voidaan olettaa, että jatkossa aiempaa suurempi osa pankeista hakee rahoitusta keskuspankista ja pitää likviditeettipuskuria reservien muodossa.

Eurojärjestelmä voisi pyrkiä hyödyntämään lisääntyntä reservien kysyntää ja siten varmistamaan talletuskoron asema rahapolitiikan ohjauskorkona tarjoamalla pitempikestoista rahoitusta pankeille nykyistä hyvin laajaa vakuuskehikkoaan vastaan.

Pitempikestoisen rahoituksen tarjoaminen epälikvidejä vakuuksia vastaan kasvattaisi kysyntää keskuspankin rahoitusoperaatioissa, mikä puolestaan varmistaisi sen, että pankkijärjestelmässä on riittävän runsaasti reservejä. Tällöin keskuspankin talletuskorko toimii ohjauskorkona, joka asettaa rahamarkkinakorkojen lähtöpuoleen.

Jos rakenteelliset luotto-operaatiot toteutettaisiin vaihtuvakorkoisina ja EKP:n

asettaman enimmäismäärän puitteissa, tulisi markkinoita laajemman vakuusjoukon hyväksyminen ja perusrahoitusoperaation viikkoa pitempi maturiteetti huomioitua suoraan pankkien rahoituksen hinnassa. Se osaltaan kompensoisi keskuspankeille niiden kantamaa riskiä ja ehkäisisi operaatioiden ei-toivottuja vaikutuksia markkinoiden riskilisiin.

Rakenteelliset luotto-operaatiot olisivat niin haluttaessa myös mahdollista yhdistää kapeaan korkoputkeen. Keskuspankin kontrolli markkinakoroista vahvistuisi äärimmilleen, jos keskuspankki olisi valmis ottamaan vastaan talletuksia ja myöntämään lyhyitä rahapoliittisia luottoja politiikkakorolla.^[12] Jotta tiukka korkojen ohjaus ei johtaisi siihen, että rahoituksen välittyminen siirtyisi tarpeettoman voimakkaasti keskuspankin taseeseen ja pankkien likviditeettisääntelyn vaatimusten täyttämisen tukemiseen, tämä toimintatapa edellyttäisi sitä, että lyhyissä perusrahoitusoperaatioissa hyväksyttäisiin nykyistä selvästi suppeampi joukko vakuuksia. Käytännössä hyväksyttäisiin vain sellaisia arvopapereita, jotka hyväksytään yleisesti markkinoilla repojen vakuutena ja likviditeettisääntelyssä likvideinä varoina.^[13] Oikein kalibroituina rakenteellisten luotto-operaatioiden käyttö ja vakuuksien eriyttäminen operaatiolajeittain voisi olla omiaan sekä tiukentamaan markkinakorkojen ohjausta että vahvistamaan euroalueen pankkijärjestelmien rahoitusvakautta.

Rakenteellinen arvopaperisalkku voi parantaa korkojen ohjausta

Mikäli EKP:n korkojenohjausvoima ja kyky välittää rahapolitiikan mitoitus talouteen heikkenisivät rahapoliittisten arvopaperisalkkujen pienenemisen takia, suoraviivaisin vastaus eurojärjestelmältä tällaiseen kehitykseen olisi muodostaa rakenteellinen arvopaperisalkku rahapoliittisten ostojen sijaan. Rakenteellisen arvopaperisalkun avulla voitaisiin käytännössä varmistaa nykytyylin rahapolitiikan toimeenpanon jatkuminen aiempien omistusten erääntyessä. Tämä on toimintamalli, jota Yhdysvaltojen keskuspankki pyrkii soveltamaan nykyisessä korkojenohjaustavassaan.

Rakenteellisen salkun mitoitus ei olisi yksinkertaista pankkisektorin reservien puskurikysynnän epävarmuuden vuoksi. Liian pieni salkku ei ehkäisisi korkovaihtelun lisääntymistä, mutta toisaalta salkun tarpeettoman suuri koko kasvattaisi eurojärjestelmän vaikutusta markkinoihin rahapolitiikan tarpeita enemmän. Lisäksi rakenteellisen arvopaperisalkun muodostaminen ei euroalueella olisi yhtä suoraviivaista kuin Yhdysvalloissa, jossa rakenteellinen salkku koostuu vähäriskisistä liittovaltion liikkeeseen laskemista lyhyehköistä velkakirjoista.

Keskuspankkien määrällistä keventämistä eli laajamittaisia arvopaperiostoja on jälkikäteen kritisoitu niiden tuottamien tappioiden takia. Kun rahapolitiikkaa kevennettiin pitkittyneen tavoitteen alittaneen inflaation oloissa, pitkät korot olivat alimmillaan ja vastaavasti pitkien joukkolainojen hinnat korkeimmillaan. Tuollaisissa

12. Englannin keskuspankki otti viime vuonna käyttöönsä toimintamallin, jossa se tarjoaa pankeille reservejä samalla korolla, jolla se vastaanottaa talletuksia.

13. Likviditeettisääntelyssä (liquidity coverage ratio, LCR) hyväksytään likvideiksi varoiksi (high quality liquid assets, HQLA) ylimääräiset reservit keskuspankissa ja valtionvelkakirjat sekä tietyin rajauksin joitakin muita arvopapereita, kuten katettuja velkakirjoja, yritysvelkakirjoja ja omaisuusvakuudellisia velkakirjoja (asset backed securities, ABS).

oloissa keskuspankkioperaatioilla pyrittiin siirtämään korkoriskiä markkinoilta keskuspankin taseeseen. Rakenteellisten salkkujen osalta näin ei olisi, sillä ostoja tehtäisiin lähtökohtaisesti kaikissa korkoympäristöissä. Niiden korkoriskejä olisi myös helpompi hallita esimerkiksi hankkimalla juoksuajaltaan lyhyempiä joukkolainoja.

Markkinariskien ohella tulisi kiinnittää huomiota rakenteellisen salkun luottoriskeihin. Eurojärjestelmän arvopaperiostot ovat perinteisesti kohdistuneet huomattavan laajaan joukkoon liikkeeseenlaskijoita. Tämä noudattaa eurojärjestelmän vakuuskehikossakin sovellettua periaatetta, jonka mukaan eurojärjestelmä ei saa suosia julkisen sektorin toimijoita yksityisten kustannuksella.

Julkisista ja yksityisistä liikkeeseenlaskijoista muodostettavan salkun koostumuksen pitäisi pystyä täyttämään monia osin ristiriitaisia vaatimuksia. Yhtäältä rakenteellisen salkun tulisi olla markkinaneutraali siten, etteivät arvopaperiostot haittaa velkakirjamarkkinoiden tehokasta toimintaa, vääristä hinnanmuodostusta, heikkennä kannustimia vastuulliseen taloudenpitoon tai heikkennä markkinoiden likviditeettiä. Toisaalta vuonna 2021 käyttöön otettu EKP:n uusi rahapolitiikan strategia nosti ilmastonmuutoksen vastaiset toimet merkittävään asemaan. Rakenteellisen arvopaperisalkun muodostamisen myötä EKP voisikin tehdä konkreettisia toimia, joilla voitaisiin pienentää eurojärjestelmän taseen ilmatoriskejä rahapolitiikan toimeenpanon hiilijalanjälkeä pienentämällä. Samalla voitaisiin tukea vihreän rahoituksen kehittymistä euroalueella. Artikkelin loppuosassa pureudutaankin juuri ilmatoriskien huomiointiin keskuspankin arvopaperiomistuksissa.

Ilmatoriskit voidaan huomioida myös taseen supistuessa

Eurojärjestelmän ensisijainen tehtävä on ylläpitää hintavakautta. Ilmatoriskeillä ja vihreällä siirtymällä on yhteys euroalueen yleiseen talous- ja hintakehitykseen ja siten rahapolitiikan toimintaympäristöön. Niinpä ilmastonmuutos vaikuttaa myös eurojärjestelmän taseen riskeihin ja varojen arvoon erityisesti pidemmällä aikavälillä.^[14]

Vaikka valtaosa eurojärjestelmän rahapoliittisista ostoista on kohdistunut euroalueen julkisen sektorin velkakirjoihin,^[15] rahapoliittisissa osto-ohjelmissa hankitun yrityslainasalkun koko on mittava, noin 390 mrd. euroa. Rahapoliittisten ostojen osalta eurojärjestelmän ilmatoriskien huomiointi kohdistuu tällä hetkellä näihin yrityslainoihin.^[16]

Yrityslainaomistukset ovat pääosin erääntymässä, mutta pandemian aikana käynnistetystä ohjelmasta (PEPP) erääntyviä arvopapereita sijoitetaan toistaiseksi uudelleen. Näin salkun absoluuttiset hiilipäästöt pienenevät nopeasti kuluvan

14. Ks. tarkemmin Virtasen artikkelista *Rahapolitiikan yrityslainastojen hiilijalanjälki pienenee* tässä Euro & talous -julkaisussa.

15. Euroalueen valtionlainojen, valtiosidonnaisten ja monikansallisten liikkeeseenlaskijoiden osuus on noin 85 % kaikista velkakirjaomistuksista.

16. Julkisen sektorin ostot on kohdennettu rahapoliittisin perustein. Pääosin ne pohjautuvat maakohtaisiin väkilukuun ja bruttokansantuotteeseen pohjautuviin pääoma-avaimiin. Ilmatoriskejä saatetaan tulevaisuudessa alkaa huomioida myös julkisen sektorin ostoissa aiempaa suuremmin (Virtanen, 2023).

vuosikymmenen loppuun mennessä. Kokonaishiilipäästöt eivät kuitenkaan kuvaa hyvin toiminnan ilmastovaikutuksia, minkä takia EKP on alkanut mitata näiden omaisuuserien hiili-intensiteettiä.

Lokakuuhun 2022 asti eurojärjestelmän rahapoliittisten yrityslainaostojen kohdentuminen riippui liikkeeseenlaskijan luottoluokituksen ohella pitkälti siitä, kuinka paljon yrityksillä oli osto-ohjelmien kriteerit täyttäviä velkakirjoja markkinoilla. Tuolloin yrityslainaostojen limiittien määrittämiseen lisättiin yrityskohtainen ilmastomittari, jonka kokonaisarvo riippuu yrityksen nykyisistä päästöistä, päästötavoitteiden kunnianhimoisuudesta ja yrityksen päästöraportoinnin laadusta. Tämä muutos on osoittautunut erittäin onnistuneeksi, tehokkaaksi ja nopeaksi tavaksi vähentää rahapoliittisten salkkujen hiili-intensiivisyyttä ja siten pienentää rahapoliittisten ostojen ympäristökuormitusta.¹²

Uusien rahapoliittisten ostojen huomattava pienentyminen, ja lopulta niiden päättyminen, hidastaa salkun hiili-intensiteetin pienenemistä. Samalla eurojärjestelmän kyky hallita salkkuun sisältyvää ilmatoriskia heikkenee. Vaikka rahapoliittisen yritysluottosalkun kehitys näyttää tällä hetkellä ilmaston näkökulmasta hyvältä, joissakin skenaarioissa näiden omistusten hiilipitoisuus ei ajan mittaan pysy sopuoinnussa Pariisin ilmastopimuksen päästötavoitteiden kanssa. Kuinka eurojärjestelmä voi ehkäistä tämän ja pitää salkun jatkossakin sopimuksen mukaisena?

Koska uusia velkakirjoja ei enää osteta PEPP:n uudelleensijoituksia lukuun ottamatta, on salkun ilmatoriskien kehitys pitkälti riippuvainen yritysten omista toimenpiteistä parantaa hiilijalanjälkeään. Tämän suhteen kehitys on viime aikoina ollut positiivista, mutta kehitystä ei voi jättää ainoastaan ulkopuolisten toimijoiden varaan.

Eurojärjestelmän olisi mahdollista muokata erääntyvän salkun omistuksia aktiivisesti ilmastomyönteisempään suuntaan. Tässä vaihtoehdossa olemassa olevan salkun profiilia muutettaisiin myymällä ns. ruskeiden yritysten lainoja ja ostamalla vihreiden yritysten lainoja salkun sisällä, esimerkiksi yrityskohtaisen ilmastomittarin perusteella. Lähestymistapaan liittyy kuitenkin avoimia kysymyksiä. Myytävien velkakirjojen liikkeeseenlaskijoiden rahoituskustannukset todennäköisesti nousisivat myyntien vuoksi. Keskuspankin kannalta onkin tärkeää arvioida, olisivatko vaikutukset merkitykseltään suhteellisuusperiaatteen mukaisia, pystyisivätkö yrityslainamarkkinat vastaanottamaan mahdollisesti myyntiin tulevat velkakirjat ilman ongelmia ja palvelisiko toimenpide vihreää siirtymää vaarantamatta rahapolitiikan tavoitteita.

Voidaan myös kysyä, onko ruskeiden yritysten rahoituskustannusten mahdollisesta noususta hyötyä vai haittaa itse vihreän siirtymän kannalta? Yritykset, jotka eivät tällä hetkellä täytä kestävä kehityksen kriteerejä, mutta joiden voidaan nähdä toimintatapojen muutoksen kautta siihen pystyvän, ovat keskeinen osa vihreää siirtymää ja siihen liittyvää rahoitustarvetta. Salkun kierrätys on kuitenkin huolellisella suunnittelulla toteutettavissa oleva vaihtoehto, ja sillä pystytään varmistamaan salkun pysyminen Pariisin sopimuksen tavoitteiden mukaisella uralla.

Eurojärjestelmän nykyisen yrityslainasalkun ilmastovaikutukset ovat määrääkäsia, kun taas ilmastonmuutos on pitkäaikainen ilmiö.^[17] Miten EKP voisi hillitä ilmastonmuutosta mandaattinsa puitteissa myös pidemmällä tähtäimellä?

Hintavakaus on käytännössä välttämätön ehto vihreän siirtymän onnistumiselle. EKP:n ehdottomasti tärkein ja merkittävin vaikutuskanava vihreän siirtymän tukemiseen ja ilmastomuutoksen hidastamiseen liittyy siis suoraan sen ensisijaiseen tavoitteeseen – hintavakauden ylläpitoon. Hintavakauden oloissa inflaatio, inflaatio-odotukset ja niiden vaihtelut ovat maltillisia ja ne eivät siten vaikuta häiritsevästi kuluttajien, yritysten tai julkisen sektorin kulutus- ja investointipäätöksiin.

Rakenteelliseen eli pysyvään vihreää siirtymää tukevaan arvopaperisalkkuun liittyy monia jatkotutkimusta vaativia mutta houkuttelevia piirteitä. Rakenteellisella salkulla voitaisiin tulevaisuudessa ehkäistä ylimääräisten reservien supistumisesta aiheutuvaa korkovaihteluiden voimistumista, kuten edellä on esitetty. Samalla salkun koostumusta muuttamalla EKP voisi hallita keskuspankin varojen omaisuusluokkajakaumaa ja ilmastoparametrejä. Erillisen rakenteellisen salkun avulla EKP voisi halutessaan myös ottaa aktiivisemman roolin vihreän siirtymän tukemisessa ja ilmastomuutoksen hillinnässä.

Rakenteellisen salkun sisältö voitaisiin räätälöidä riskiparametreiltään hyvin joustavasti: salkun koko, salkun rakentaminen ja sen aikataulu, hyväksytyt omaisuusluokat ja instrumentit, maturiteetti- ja muut riskirajoitteet ovat määriteltävissä tavoitteiden ja riskipreferenssien mukaisesti. Esimerkiksi yrityslainoissa olisi luontevaa käyttää toimivaksi todettua yrityslohtaista ilmastomittaria ostojen kohdentamiseen. Suuntaamalla salkun ostot hyvän ilmastomittarin tunnusluvun saaneisiin yrityksiin voidaan alentaa näiden yritysten rahoituksen kustannusta. Näin yrityksille luotaisiin positiivinen kannustin (porkkana pikemmin kuin keppi) pyrkiä pienentämään hiilijalanjälkeään, asettamaan ilmastotavoitteita ja kertomaan julkisesti ilmatoriskeistään.

Yhteenveto

Inflaation kiihtyminen on palauttanut korkojen ohjauksen rahapolitiikan mitoituksen kiintopisteeksi. Kun eurojärjestelmä ei enää myönnä pankeille halpakorkoista rahoitusta eikä hanki arvopapereita rahapolitiikkansa tueksi, sen tase supistuu oleellisesti. Tämän vuoksi EKP:n on hyvä uudelleen arvioida, millaisilla rahapolitiikan järjestelyillä rahapolitiikan mitoitus halutaan jatkossa toteuttaa markkinoilla.

Rahapolitiikan normalisoituminen ei välttämättä tarkoita paluuta vanhaan rahapolitiikan toimeenpanokehikkoon. Toimintaympäristön muutoksista huolimatta korkojenohjausvoiman varmistaminen on jatkossakin keskeisin EKP:n toimeenpanokehikolta vaadittava ominaisuus. Tämä voidaan kuitenkin saavuttaa useanlaisilla järjestelyillä. Yksi tapa hillitä lyhyiden korkojen liiallista vaihtelua ja samanaikaisesti rajata pankkien kohtaamaa likviditeettiriskiä voisi olla yhdistelmä, jossa keskuspankin luotto- ja talletuskorkojen välistä korkoputkea kavennetaan huomattavasti ja samaan aikaan keskuspankkiluotoihin kelpaavat vakuudet eriytetään vakuuslajeittain.

Rahapoliittisten arvopaperisalkkujen supistuminen aiheuttaa tulevaisuudessa haasteen niiden yhteensopivuudesta Pariisin ilmastotavoitteitten kanssa. Eurojärjestelmä voisi

17. Ks. Mark Carney: [Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability](https://www.bis.org/press/20190701.htm) (bis.org)

vastata omistustensa näköpiirissä olevaan hiili-intensiteetin kasvuun rakenteellisella arvopaperisalkulla, jonka koko määriteltäisiin pankkien rakenteellisen likviditeettitarpeen pohjalta ja jonka koostumuksessa huomioitaisiin ilmastönäkökulma.

Avainsanat

€STR-korko, EKP, rahapolitiikka, rahapolitiikan toteutus



ANALYYSI

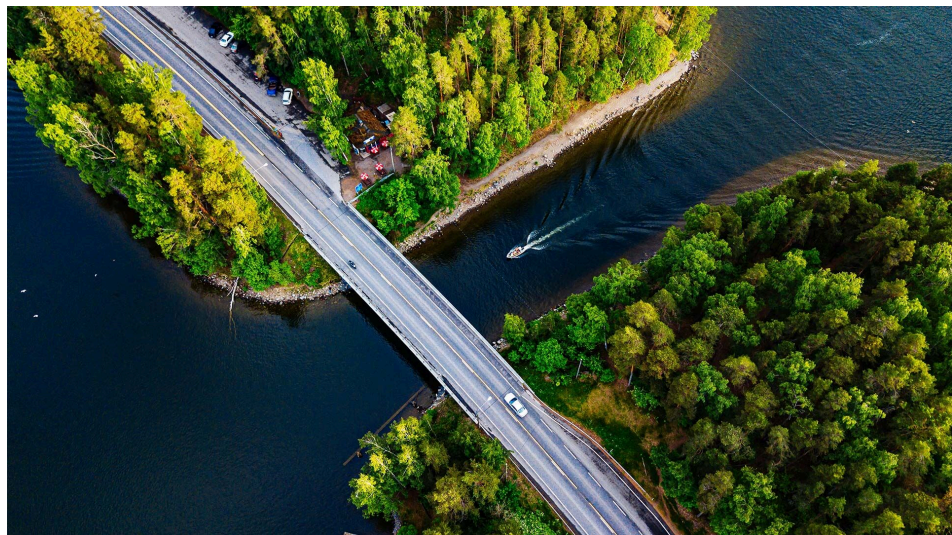
Rahapolitiikan yrityslainaostojen hiilijalanjälki pienenee

29.8.2023 – Analyysi – Rahapolitiikka



Vesa-Ville Virtanen
Vanhempi salkunhoitaja

Eurojärjestelmän rahapoliittisten yrityslainaostojen toteutuksessa on huomioitu ilmatoriskit lokakuusta 2022 lähtien. Tämä on jo pienentänyt yrityslainaostojen hiilijalanjälkeä, mutta valtionlainaostoissa ilmatoriskien arviointi ei ole yhtä suoraviivaista. Keskuspankkien työ ilmatoriskien vähentämiseksi jatkuu, vaikka velkakirjaostot ovat rahapolitiikan kiristämisen vuoksi tuntuvasti vähentyneet.



Ilmastonmuutoksen torjunta on suuri haaste – myös keskuspankeille

Eurojärjestelmän ensisijaiseksi tehtäväksi on EU:n perussopimuksessa määritelty hintavakauden ylläpitäminen euroalueella. Tämän lisäksi, hintavakaustavoitetta

vaarantamatta, eurojärjestelmän tulee tukea EU:n yleistä talouspolitiikkaa ja EU:n muiden tavoitteiden, kuten vihreän siirtymän ja hiilineutraalin talouden, saavuttamista.

Ilmastoriskeillä ja vihreällä siirtymällä on vaikutuksia euroalueen yleiseen talous- ja hintakehitykseen ja siten rahapolitiikan toimintaympäristöön. Ilmastomuutos vaikuttaa myös eurojärjestelmän taseen riskeihin ja varojen arvoon erityisesti pidemmällä aikavälillä. Vaikka valtioilla ja lainsäätäjillä on päärooli ja tehokkaimmat mahdollisuudet vaikuttaa ilmastomuutoksen torjuntaan, tulee myös eurojärjestelmän ottaa toiminnassaan huomioon ilmastonäkökohdat ja -riskit.

Vuonna 2014, kun eurojärjestelmän keskuspankit aloittivat laajamittaiset velkakirjaostot rahapolitiikan osto-ohjelmissa, Pariisin ilmastopimus oli vielä solmimatta^[1] ja euroalueella elettiin hyvin erilaisessa talous- ja inflaatioympäristössä kuin tänään. Edellisen vuosikymmenen lopussa puhjennut globaalinen finanssikriisi ja sitä 2010-luvun alussa seuranneet euromaiden velkakriisit vuoksi euroalueen talouskasvu ja inflaatio olivat heikentyneet haitallisen hitaaksi.

Vuosien 2014 ja 2015 vaihteessa euroalueen inflaationäkymät heikkenivät entisestään ja rahapolitiikan ohjauskorkojen laskuvara oli käytännössä käytetty. Saavuttaakseen hintavakaustavoitteen EKP:n neuvosto päätti laajentaa rahapolitiikan työkaluvalikoimaansa ja aloitti omaisuserien osto-ohjelman (APP^[2]), joka sisältää erilliset julkisen sektorin (PSPP^[3]) ja yksityisen sektorin (CSPP, CBPP3, ABSPP)^[4] velkakirjojen osto-ohjelmat. Maaliskuussa 2020 EKP:n neuvosto käynnisti APP-ohjelman rinnalle pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP^[5]) rahoitusulojen keventämiseksi ja pandemiasta aiheutuvien talouden vaurioiden ehkäisemiseksi. Vuodesta 2022 lähtien EKP:n neuvosto on kiristänyt tuntuvasti euroalueen rahapolitiikkaa liian nopeaksi kiihtyneen inflaation hillitsemiseksi. Tämän seurauksena velkakirjojen ostot ovat APP-ohjelmassa kokonaan päättyneet ja PEPP-ohjelmassa toteutetaan ostoja enää vain erääntyvien velkakirjojen korvaamiseksi.

Velkakirjojen osto-ohjelmia aloitettaessa ilmastonäkökulmat eivät sisällyneet ostokriteereihin vielä yksiselitteisesti. Tämä kuitenkin muuttui vuonna 2021, kun EKP:n neuvosto päätti uudesta rahapolitiikan strategiasta. Siinä ilmastomuutos oli merkittävässä roolissa, ja EKP:n neuvosto hyväksyi uudistuksen yhteydessä toimintasuunnitelman^[6], jonka avulla ilmastotekijät huomioidaan entistä paremmin rahapolitiikan toteutuksessa. Toimintasuunnitelmaa kehitetään jatkuvasti, ja vuonna 2022 eurojärjestelmä otti ensimmäiset konkreettiset askeleet rahapolitiikan osto-ohjelmien hiilijalanjäljen pienentämiseksi EKP:n neuvoston päätettyä ilmastoriskien huomioimisen yksityiskohdista yrityslainaostoissa.

1. Pariisin ilmastopimus solmittiin 12. joulukuuta 2015.

2. Asset purchase programme (APP).

3. Public sector purchase programme (PSPP).

4. Corporate sector purchase programme (CSPP), Covered bond purchase programme 3 (CBPP3), Asset-backed securities purchase programme (ABSPP).

5. Pandemic emergency purchase programme (PEPP).

6. Ilmastomuutokseen liittyvä toimintasuunnitelma (europa.eu)

Miten ilmatoriskit huomioidaan rahapolitiikan yrityslainaostoissa?

Eurojärjestelmä on ostanut euroalueella sijaitsevien yritysten liikkeeseen laskemia ja osto-ohjelmien kelpoisuusehdot^[7] täyttäviä joukkovelkakirjalainoja rahapoliittisista syistä kesäkuusta 2016 lähtien. Ostot ovat kohdistuneet laajasti eri toimialoille, ja yhteensä eurojärjestelmän yrityslainaomistukset ovat CSPP- ja PEPP-ohjelmissa nousseet noin 385 miljardiin euroon. Yrityslainaostoja on toteutettu ostamalla velkakirjoja sekä suoraan liikkeeseenlaskuista ensimarkkinoilla että pankkien kautta muilta sijoittajilta jälkimarkkinoilla.

Lokakuuhun 2022 asti eurojärjestelmän yrityslainaostojen yrityskohtaiset enimmäismäärät riippuivat riskienhallinnallisten tekijöiden, kuten yrityksen luottoluokituksen, lisäksi pitkälti siitä, kuinka paljon yrityksillä oli osto-ohjelmien kriteerit täyttäviä velkakirjoja markkinoilla. Rahapolitiikan yrityslainaostot kohdistuivat lokakuuhun 2022 asti huomattavissa määrin pääomaintensiivisten, mutta samalla usein myös päästöintensiivisten yritysten velkakirjoihin. Tästä esimerkkinä ovat energia- ja kemianteollisuuden yritykset, jotka tarvitsevat liiketoiminnassaan ja investoinneissaan paljon vierasta pääomaa, mutta joiden välillä on myös merkittäviä eroja ilmastovaikutusten suhteen.

Yrityskohtaisia enimmäisostoja velkakirjojen määrän perusteella rajoittavalla limiittikehikolla eurojärjestelmä pyrki toteuttamaan yrityslainaostoja mahdollisimman markkinaneutraalisti ja siten minimoimaan ostojen epäsuhtaisia hintavaikutuksia eri yritysten velkakirjojen välillä, mutta ostolimiitit eivät ottaneet riittävästi huomioon yritysten ilmatoriskejä ja niiden vaikutusta eurojärjestelmän taseen riskiin sekä rahapolitiikan tavoitteisiin.

Lokakuusta 2022 lähtien eurojärjestelmä on käyttänyt rahapolitiikan yrityslainaostojen limiittien määrittämisessä edellä mainittujen tekijöiden lisäksi myös yrityskohtaista ilmastomittaria (climate score^[8]), jonka kokonaisarvo riippuu yrityksen nykyisistä päästöistä, päästötavoitteiden kunnianhimoisuudesta ja yrityksen päästöraportoinnin laadusta.

Ilmastomittari ohjaa rahapolitiikkaostoja ilmastoystävällisempien yritysten velkakirjoihin ja pienentää eurojärjestelmän taseen taloudellisia riskejä, sillä mittarin arvolla on merkittävä vaikutus ostolimiittien kokoon ja siihen, kuinka pitkällä tulevaisuudessa erääntyviä yrityslainoja eurojärjestelmä voi ostaa. Limiittien lisäksi ilmastonäkökulmilla on vaikutusta myös ensimarkkinaostoihin, sillä uusia yrityslainoja suoraan liikkeeseenlaskusta ostettaessa eurojärjestelmä asettaa etusijalle vihreät velkakirjat^[9] ja yritykset, joilla on parempi ilmastomittarin kokonaisarvo.

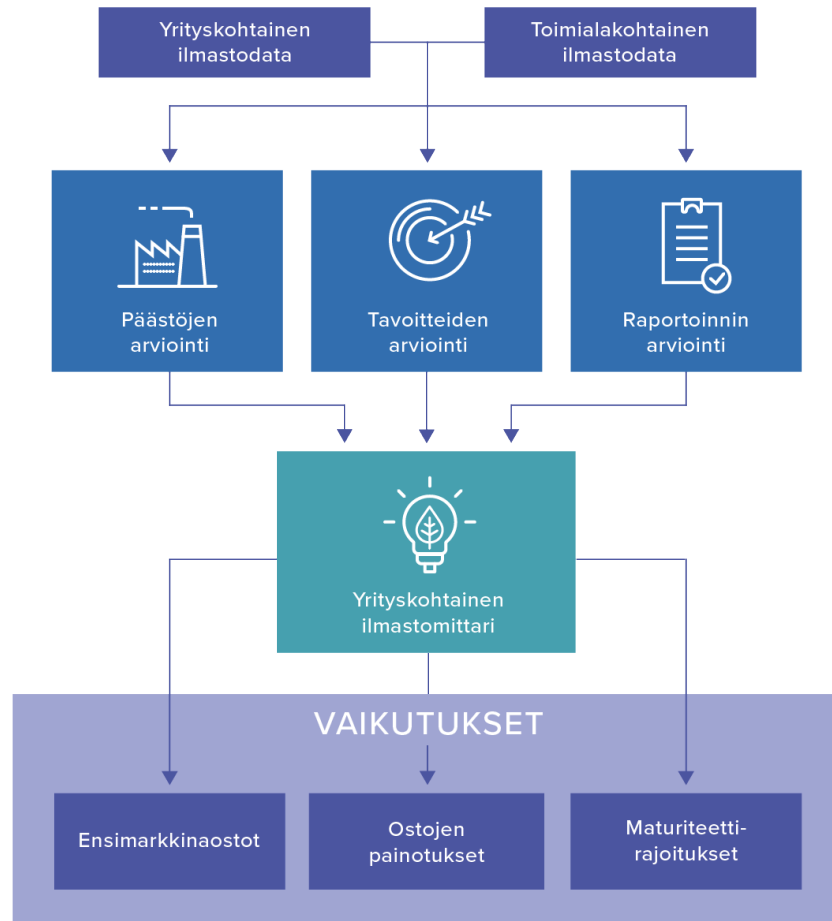
7. Yrityslainojen kelpoisuusehdot osto-ohjelmien ostoihin on kuvattu [EKP:n verkkosivuilla](#).

8. Lisätietoja: [FAQ on incorporating climate change considerations into corporate bond purchases \(europa.eu\)](#).

9. Lisätietoja vihreiden velkakirjojen määritelmästä eurojärjestelmän yrityslainaostoissa: [FAQ on incorporating climate change considerations into corporate bond purchases \(europa.eu\) \(Q8\)](#).

Kuvio 1.

Yrityskohtaisen ilmastomittarin koostumus ja soveltaminen rahapolitiikan velkakirjaostoihin



Lähde: Euroopan keskuspankki

© Suomen Pankki

Lähde: Euroopan keskuspankki.

Yksi ilmastomittarin osa-alueista on ilmastovaikutusten raportointi. Jotta yritys voi saada eurojärjestelmän ilmastomittarista parhaan mahdollisen kokonaisarvon, sen tulee raportoida kattavasti päästöistään ja raportoinnin tulee olla kolmannen osapuolen verifioimaa.

Eurojärjestelmä itse raportoi myös rahapolitiikan yrityslainaostojensa ilmastovaikutuksista ja -riskeistä. Yrityslainaomistuksia koskeva ilmastoraportti^[10] julkaistiin ensimmäistä kertaa maaliskuussa 2023, ja sen tarkoituksena on paitsi lisätä läpinäkyvyyttä eurojärjestelmän rahapolitiikan toimenpiteistä, myös edistää kattavampaa ilmastoraportointia markkinatoimijoiden keskuudessa.

10. Lisätietoja: [Climate-related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holdings for monetary policy purposes.](#)

Ilmastoraportti pohjautuu kansainvälisiin raportointisuositukseen^[11] ja käy läpi yrityslainaostojen hallintotavan, strategian, riskienhallinnan ja ilmastotunnusluvut. Ilmastoriskejä arvioidessaan eurojärjestelmä käyttää ilmastomittarin lisäksi stressitestausta, jolla arvioidaan siirtymä- ja fyysisten riskien vaikutusta eurojärjestelmän yrityslainaomistuksiin eri ilmastoskenaarioilla pidemmällä aikavälillä.

Yrityskohtainen ilmastodata ja sen kattavuus ovat olleet eurojärjestelmän ilmastoraportin näkökulmasta riittävällä tasolla vuodesta 2018 lähtien. Eurojärjestelmä käyttää raportissa neljää avaintunnuslukua arvioidessaan rahapolitiikan yrityslainaomistusten kautta rahoitettuja päästöjä. Tunnusluvut ovat yrityslainaomistusten painotettu hiili-intensiteetti (WACI), hiili-intensiteetti, absoluuttiset päästöt ja hiilijalanjälki^[12].

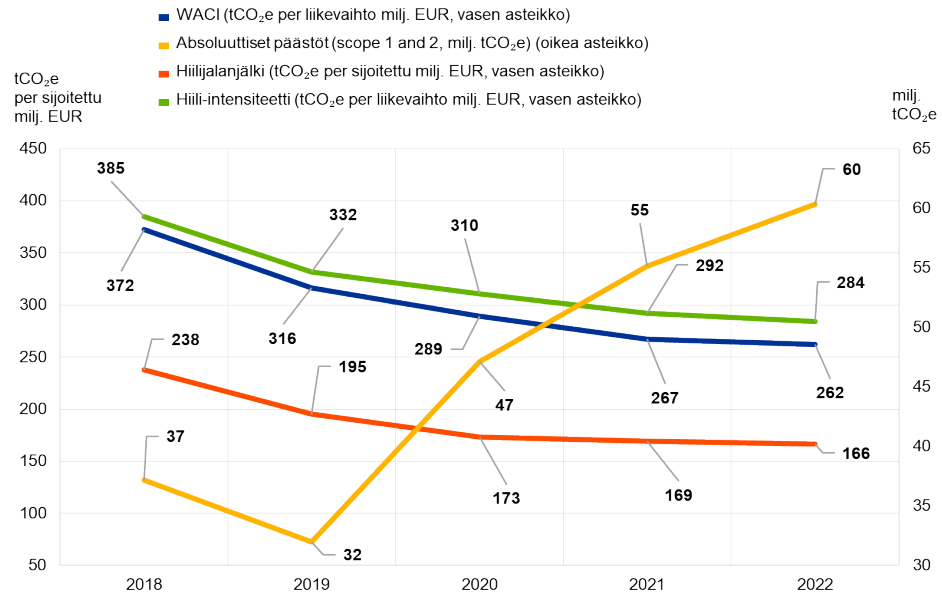
Ilmastoraportin tarkasteluajanjaksona eurojärjestelmän yrityslainaomistukset yli kaksinkertaistuivat vuosien 2019 ja 2022 välillä, ja tämä kasvatti merkittävästi omistusten absoluuttisia kokonaispäästöjä. Normalisoidut tunnusluvut yrityslainaomistusten hiili-intensiteetistä ja hiilijalanjäljestä ovat sen sijaan pienentyneet huomattavasti erityisesti tarkasteluajanjakson ensimmäisinä vuosina 2018–2019. Tämä selittyy pääasiassa yritysten todellisten päästöjen alenemisella, mutta normalisoituihin hiili-intensiteettilukuihin ovat vaikuttaneet myös muutokset yritysten liikevaihdossa erityisesti pandemiavuosina 2020 ja 2021.

11. Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), Network of central banks and supervisors for Greening the Financial System (NGFS), Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF).

12. Tunnuslukujen laskentakaavat: [Climate-related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holdings for monetary policy purposes](#).

Kuvio 2.

Eurojärjestelmän rahapolitiikan yrityslainaomistusten ilmastotunnuslukujen kehitys 2018-2023



29.8.2023 © Suomen Pankki Lähde: Euroopan keskuspankki

Lähde: Euroopan keskuspankki.

Rahapolitiikkaostojen painottaminen lokakuusta 2022 lähtien ilmastoa vähemmän kuormittavien yritysten velkakirjoihin on parantanut yrityslainaostojen ilmastotunnuslukuja. Ostojen keskimääräinen hiili-intensiteetti (WACI) oli ilmastomittarin käyttöönoton jälkeen vuoden 2022 viimeisellä vuosineljänneksellä runsaat 65 % pienempi kuin vuoden 2022 aiemmilla kvartaaleilla, jolloin mittaria ei vielä käytetty. Tunnuslukuihin vaikuttavat hyvin paljon eurojärjestelmän aiempien vuosien huomattavat ostomäärät, ja ilmastomittarin vaikutusten laajempaa arviointia rajoittaa myös suhteellisen lyhyt havaintohistoria mittarin soveltamisesta yrityslainaostoihin.

Miten ilmatoriskit voitaisiin huomioida julkisen sektorin ostoissa?

Merkittävin osa eurojärjestelmän rahapoliittisista ostoista on kohdistunut euroalueen julkisen sektorin velkakirjoihin, eli euroalueen valtionlainoihin sekä valtiosidonnaisten ja monikansallisten liikkeeseenlaskijoiden velkakirjoihin. Eurojärjestelmä on ostanut euroalueen valtionlainoja sekä valtiosidonnaisten ja monikansallisten liikkeeseenlaskijoiden velkakirjoja. Näiden osuus on noin 85 % kaikista velkakirjaomistuksista.

Eurojärjestelmä käyttää julkisen sektorin velkakirjaostomäärien kohdistamisessa ensisijaisesti maakohtaisia väkilukuun ja bruttokansantuotteeseen pohjautuvia pääoma-avaimia, joiden avulla pyritään varmistamaan rahapolitiikan mahdollisimman tasainen

välittyminen euroalueella.

Ilmastoriskien huomiointi ja ostojen painottaminen esimerkiksi Pariisin ilmastopimuksen tavoitteiden pohjalta tai muuten päästöperusteisesti ei ole julkisen sektorin velkakirjaostoissa^[13] yhtä yksiselitteistä kuin yrityslainaostoissa. Pääoma-avaimiin pohjautuvat ostomäärät asettavat tähän omat rajoitteensa, ja haasteena on myös valtioiden päästötavoitteiden ja ilmastodatan yhdenmukaisuus sekä yhteensovittaminen rahapolitiikan velkakirjaostoihin.

Vihreiden velkakirjojen ostot ovat näiden reunaehtojen puitteissa yksi vaihtoehto julkisen sektorin ostojen hiilijalanjäljen pienentämiseksi. Tällä hetkellä valtioiden ja monikansallisten liikkeeseenlaskijoiden vihreillä velkakirjoilla ei ole julkisen sektorin osto-ohjelmissa erityistä preferenssiasemaa, ja niitä kohdellaan samoin kuin muita ostokriteerit täyttäviä instrumentteja, mutta eurojärjestelmä on tästä huolimatta merkittävä vihreiden velkakirjojen omistaja.

Vihreät velkakirjamarkkinat kasvavat, ja erityisesti EU-elimet ovat hakeneet vihreiden velkakirjojen avulla rahoitusta ekologisesti kestävimpiin tarkoituksiin. Eurojärjestelmän ostojen näkökulmasta haasteena on silti tarjonnan niukkuus, jos markkinoiden kokoa vertaa eurojärjestelmän julkisen sektorin velkakirjaostoihin useamman vuoden havaintohistorialla. Tämä näkyy erityisesti valtionlainamarkkinoilla, joilla vihreiden velkakirjojen osuus on edelleen hyvin vähäistä, ja useat maat (mukaan lukien Suomi) eivät ole vielä laskeneet liikkeeseen vihreitä valtionlainoja.

Rakenteelliset ostot kirittäisivät eurojärjestelmän ilmastotoimia

Eurojärjestelmän piiristä on tämän vuoden aikana kuultu puheenvuoroja, joissa on pohdittu ajatusta niin sanotusta rakenteellisesta salkusta (structural bond portfolio^[14]). Pankkijärjestelmässä olevan keskuspankkirahan määrä pankkien keskuspankkitileillä kasvaa, kun eurojärjestelmä toteuttaa velkakirjaostoja (katso myös [Miten EKP ohjaa korkoja tulevaisuudessa?](#)). Rakenteellisen salkun velkakirjaomistusten avulla eurojärjestelmän olisi mahdollista vaikuttaa rahamarkkinoiden toiminnan kannalta tarkoituksenmukaiseen keskuspankkirahan eli reservien määrään pankkijärjestelmässä.

Rakenteellisen salkun velkakirjaostojen kriteerit voisivat perustua normaaleiden riskienhallintakeinojen lisäksi esimerkiksi Pariisin ilmastopimuksen tavoitteisiin. Ilmastokriteereillä painotettujen ja määrällisesti merkitsevien velkakirjaostojen toteutukseen, kuten myös muihin osto-ohjelmaostoihin, liittyy kuitenkin myös haasteita, jotka koskevat velkakirjamarkkinoiden tehokasta toimintaa, hinnanmuodostusta ja likviditeettiä. Siksi eurojärjestelmä on pyrkinyt minimoimaan ostojen epäsuotuisia markkinavaikutuksia muun muassa velkakirjakohtaisilla ostolimiiteillä ja ostettujen velkakirjojen lainauksella muille markkinatoimijoille.

Hintavakaustehtävä ja ilmastokriteerit on

13. Lisätietoja: [Monetary policy tightening and the green transition \(europa.eu\)](#).

14. Lisätietoja: [Back to normal? Balance sheet size and interest rate control](#).

mahdollista sovittaa yhteen

Ilmastonmuutos vaikuttaa euroalueen talouden ja hintojen kehitykseen. Saavuttaakseen hintavakaustavoitteen ja edistääkseen EU:n ilmastotavoitteiden saavuttamista eurojärjestelmä painottaa rahapolitiikan yrityslainaostoja ilmastoa vähemmän kuormittaviin velkakirjoihin ja jatkaa työtään ilmastonäkökulmien huomioimiseksi osto-ohjelmien toteutuksessa laajemmin, kuten EKP:n neuvoston ilmastomuutokseen liittyvässä toimintasuunnitelmassa sanotaan.

Osto-ohjelmien velkakirjaostoissa ilmastokriteerien huomioinnin ei saa antaa vaarantaa eurojärjestelmän ensisijaista tavoitetta ylläpitää 2 prosentin inflaatiovauhtia keskipitkällä aikavälillä. Velkakirjaostoissa on otettava huomioon myös ostojen toteutettavuus, riskienhallinnalliset tekijät ja mahdolliset epäsuotuisat markkinavaikutukset. Pidemmällä aikavälillä ja hintavakaustavoitteensa ehdoilla eurojärjestelmän tavoitteena on sovittaa yhteen Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteet ja rahapolitiikan toteutus.

Avainsanat

ilmastomittari, ilmastonmuutos, rahapolitiikka, osto-ohjelmat



ANALYYSI

Miten Euroopan keskuspankki ohjaa korkoja tulevaisuudessa?

29.8.2023 – Analyysi – Rahapolitiikka

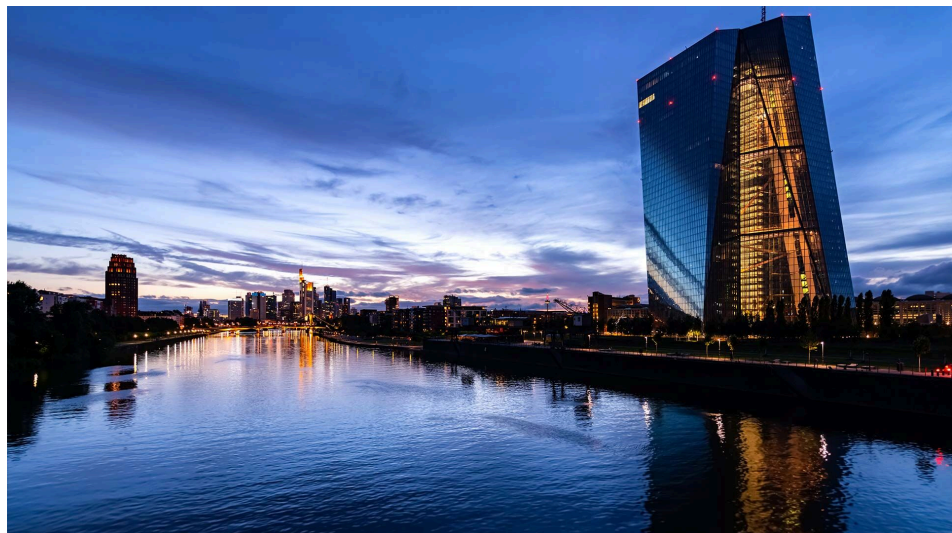


Niko Herrala
Toimistopäällikkö



Kristian Tötterman
Markkina-analytiikko

Rahapolitiikan viritys toteutetaan markkinaoperaatioilla ja muilla toimilla, joilla ohjataan lyhyet rahamarkkinakorot EKP:n neuvoston asettamalle tasolle. Ennen finanssikriisiä rahamarkkinakorot ohjattiin lähelle EKP:n perusrahoitusoperaation korkoa. Määrällisen keventämisen ja pitkien luotto-operaatioiden myötä viime vuosina EKP:n yön yli -talletusten korosta on muodostunut eurojärjestelmän tärkein ohjauskorko. EKP käynnisti viime joulukuussa 2022 arvioinnin siitä, miten se ohjaa korkoja tulevaisuudessa. Arvion lopputulos tulee osaltaan vaikuttamaan myös eurojärjestelmän taseen kokoon ja koostumukseen tulevaisuudessa.



Eurojärjestelmän rahapolitiikan toimeenpanokehikko ohjaa rahamarkkinoita

Rahapolitiikan toimeenpanokehikolla tarkoitetaan järjestelyjä, jolla keskuspankki ohjaa lyhyet rahamarkkinakorot lähelle tavoiteltua ohjauskorkoaan. Lyhyet rahamarkkinakorot ovat koronohjauksen keskiössä, koska niistä korkopolitiikka välittyy tehokkaasti myös muihin korkoihin ja edistää sitä, että rahapolitiikka vaikuttaa koko talouteen laajasti.

Viitekorko €STR^[1] on keskeisin lyhyiden rahamarkkinakorkojen mittari. Se kertoo siitä, kuinka paljon euroalueen pankit keskimäärin maksavat ottaessaan lainaa yhdeksi yöksi ilman vakuuksia euroalueen tukkurahamarkkinoilla. Vakuudettomien rahamarkkinakorkojen lisäksi myös vakuudelliset rahamarkkinakorot, kuten repokorot^[2], ovat rahapolitiikan tehokkaan välittymisen kannalta tärkeitä.

Lyhyiden korkojen ohjaus perustuu keskuspankkitalletuksiin (reservit), joita pankit tarvitsevat hoitaakseen keskinäisiä maksujaan sekä tehdäkseen vaaditut vähimmäisvarantovelvoitteen mukaiset talletukset. Vaikka yksittäiset pankit voivat lainata reservejä toisiltaan, ei pankkijärjestelmä kokonaisuutena voi saada reservejä mistään muualta kuin keskuspankista.

Keskuspankilla on siis monopoliasema reservien tarjoajana, ja se voi siten päättää, millä hinnalla eli korolla ja kuinka paljon reservejä pankkijärjestelmälle tarjotaan. Näillä päätöksillä on vuorostaan suora vaikutus siihen, minkälaiseksi rahamarkkinoiden toiminta muodostuu, millä korolla reserveillä käydään kauppaa rahamarkkinoilla ja viime kädessä millä korolla pankit lainaavat rahaa kotitalouksille ja yrityksille.

Eurojärjestelmän toimeenpanokehikko muodostuu vähimmäisvarantovelvoitteesta, luotto-operaatioista ja niiden vakuuksista sekä maksuvalmiusjärjestelmästä.^[3] EKP:n ohjauskorot on kytketty näihin välineisiin. Vähimmäisvarantovelvoitteen avulla euroalueen pankit velvoitetaan pitämään tietty, pankin taseen perusteella laskettu määrä reservejä kansallisessa keskuspankissaan velvoitteen täyttämiseksi.

Velvoite määrittelee täsmällisesti sen, kuinka paljon reservejä pankit vähintään tarvitsevat reilun kuukauden mittaisella ajanjaksolla eli varantojen pitoperiodilla^[4]. Luotto-operaatioita käytetään normaalisti pankkijärjestelmän reservien lisäämiseen. Pankit voivat lainata reservejä luotto-operaatioista vakuuksia vastaan pääsääntöisesti perusrahoitusoperaation korolla.

Talletusmahdollisuus ja maksuvalmiusluotto muodostavat maksuvalmiusjärjestelmän,

1. Tarkemmin €STR-korosta voi lukea Jukka Lähdemäen blogista [EKP:n uusi viitekorko otti paikkansa markkinoiden ytimessä](#).

2. Repokorot (repurchase agreement rate) ovat vakuudellisia korkoja, joissa markkinaosapuoli lainaa rahaa ja antaa samalla toiselle markkinaosapuolelle lainan vakuudeksi jonkin arvopaperin. Arvopaperi on yleensä valtion joukkovelkakirja.

3. Tarvittaessa myös arvopaperisalkkuja voidaan hyödyntää.

4. Pitoperiodeja on vuodessa 8, ja ne alkavat aina EKP:n neuvoston rahapolitiikkakokousta seuraavana keskiviikkona. Pankkien tulee pitää reservejä tilillä keskimäärin vähimmäisvarantovelvoitteen verran pitoperiodin aikana.

jonka avulla pankit voivat joko tallettaa reservejä keskuspankkiin yön yli -talletusten korolla (talletuskorko) tai lainata niitä keskuspankista maksuvalmiusluoton korolla. Maksuvalmiusjärjestelmä luo raamit sille, millä korolla pankit käyvät keskenään kauppaa reserveillä, ja vaikuttaa laajemminkin rahamarkkinoiden hinnoitteluun ja toimintaan.

Euroajan alusta vuoden 2008 finanssikriisiin asti toimeenpanokehikko perustui siihen, että ilman luotto-operaatioita pankeilla ei ollut tarpeeksi reservejä vähimmäisvarantovelvoitteiden täyttämiseksi. Pankkijärjestelmässä oli likviditeettivaje suhteessa keskuspankkiin. Pankkien oli siten pakko lainata reservejä luotto-operaatioista, joissa reservejä jaettiin pankeille huutokauppamenettelyllä vain hieman enemmän kuin vähimmäisvarantovelvoitteiden täyttäminen pankkijärjestelmätasolla edellytti.

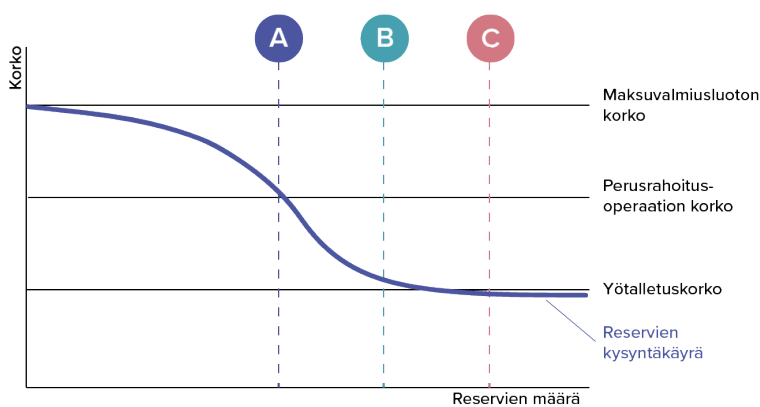
Ylimääräisiä reservejä, tai likviditeettiä, ei ollut pankkijärjestelmässä ennen finanssikriisiä juuri ollenkaan. Pankit tasasivat reservit keskenään käymällä niillä kauppaa siten, että niukat reservit riittivät juuri ja juuri täyttämään kaikkien pankkien vähimmäisvarantovelvoitteet. Korkoputki oli leveä, useimmiten jopa 2 prosenttiyksikköä^[5]. Näin se kannusti pankeja kaupankäyntiin pankkien välisillä markkinoilla keskuspankkiin turvautumisen sijasta.

Finanssikriisiin asti käytössä ollut toimeenpanokehikko kutsutaan klassiseksi käytävämalliksi (*classical corridor*). Tämän tyyppisessä kehikossa lyhyet rahamarkkinakorot ohjataan lähelle korkoputken keskellä olevaa ohjauskorkoa eli perusrahoitusoperaation korkoa pitämällä reservien tarjonta pankkijärjestelmässä niukkana (*scarce*), jolloin pankkien kannustimet lainata reservejä toisilleen ja toisiltaan ovat tasapainossa (kuvio 1, a).

5. Talletuskorko oli 1 prosenttiyksikön perusrahoitusoperaation koron alapuolella ja maksuvalmiusluoton korko 1 prosenttiyksikön perusrahoitusoperaation koron yläpuolella.

Kuvio 1.

Rahamarkkinakorot korkoputkessa niukoissa ja runsaissa likviditeettioloissa



- A** Pitämällä reservien tarjonta niukkana voidaan markkinakorot ohjata korkoputken keskelle.
- B** Tarjoamalla runsaasti reservejä alkavat markkinakorot painua korkoputken pohjalle.
- C** Yltäkylläisissä reservioissa markkinakorot ovat korkoputken pohjalla tai jopa sen alla.

© Suomen Pankki

Eurojärjestelmän rahapolitiikka muuttui finanssikriisin jälkeen

Eurojärjestelmän rahapolitiikka on muuttunut olennaisesti finanssikriisin jälkeen. Tärkein muutos toimeenpanokehikon kannalta on ollut se, että eurojärjestelmä on tukeutunut rahapoliittisessa elvytyksessään toistuvasti arvopaperiostoihin eli ns. määrälliseen keventämiseen ja kohdennettuihin (TLTRO:t) tai muihin pitempiaikaisiin rahoitusoperaatioihin, joilla on luotu huomattavia määriä uusia reservejä pankkijärjestelmään.^[6] Toimien myötä pankkijärjestelmässä on merkittävästi ylimääräisiä eli vähimmäisvarantovelvoitteet ylittäviä reservejä.

Ylimääräisten reservien kasvun myötä euroalueen pankkien ei ole enää tarvinnut lainata reservejä toisiltaan, koska lähes kaikilla on reservejä yli omien tarpeidensa. Tämän vuoksi pankit eivät suostu maksamaan reserveistä talletuskorkoa korkeampaa korkoa, mikä näkyy rahamarkkinakorkojen painumisena korkoputken pohjalle talletuskoron tuntumaan tai jopa sen alle^[7] (kuvio 1, b ja c).

6. Kyseiset toimet tunnettiin aiemmin ns. epätavanomaisina toimina, mutta osana EKP:n 2021 julkaisemaa [strategia-arviota](#) nämä toimet otettiin osaksi tavanomaista työkalupakkia korkojen alarajalla.

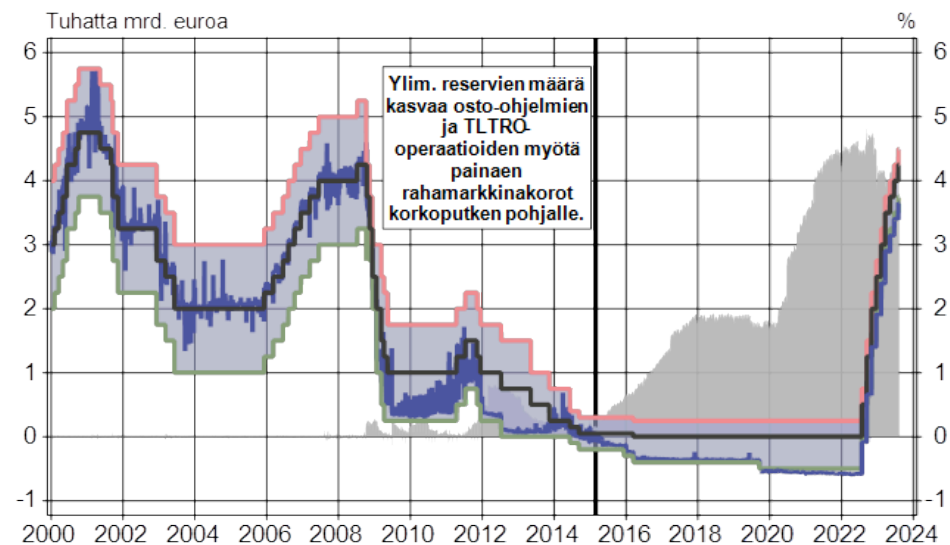
7. Rahamarkkinakorkojen käyttäytymisestä ylimääräisten reservien oloissa ja niiden painumisesta talletuskoron alle voi lukea tarkemmin Niko Herralan blogista [Miten korkoja nostetaan?](#)

Järjestelmää, jossa rahamarkkinakorot ohjataan korkoputken pohjalle pitämällä reservien tarjonta runsaana (ample) tai jopa yltäkylläisenä (abundant), kutsutaan lattiamalliksi (*floor*). Eurojärjestelmä on toiminut käytännössä lattiamallissa yhtäjaksoisesti aina vuodesta 2015 lähtien, jolloin ylimääräinen likviditeetti kasvoi osto-ohjelmien ja TLTRO-operaatioiden myötä. Siitä lähtien rahamarkkinakorot ovat seuranneet talletuskorkoa perusrahoitusoperaation koron sijasta. *Talletuskorko onkin siten ollut jo pitkään EKP:n tärkein ohjauskorko*, joka vaikuttaa suorimmin rahamarkkinakorkoihin (kuvio 2).

Kuvio 2.

Euroalueen yön yli -rahamarkkinakorot, EKP:n korkoputki sekä ylimääräisten reservien määrä eurojärjestelmässä

— Perusrahoitusoperaation korko, oik. — Talletuskorko, oik. — Ylimääräiset reservit, vas.
 — Maksuvalmiusluoton korko, oik. — €STR/EONIA*, oik.



*€STR korvasi eonian yön yli -rahamarkkinan viitekorkona lokakuussa 2019.

Lähde: EKP ja Bloomberg.

29.8.2023 / © Suomen Pankki

Rahapolitiikan normalisointi on luontainen hetki toimeenpanokehikon arviointiin

Eurojärjestelmä on joulukuusta 2021 lähtien normalisoinut ja kiristänyt rahapolitiikkaansa ennennäkemättömällä tahdilla saadakseen inflaatiovauhdin palautumaan tavoitteeseensa eli kahteen prosenttiin keskipitkällä aikavälillä. Tämä on tapahtunut ennen kaikkea ohjauskorkoja nostamalla. Samalla on ryhdytty ajamaan alas myös muita toimia, joilla taloutta elvytettiin lyhyiden korkojen efektiivisen alarajan rajoittaessa korkopolitiikkaa. Kuten artikkelista [[linkki QT-artikkeliin](#)] käy ilmi, on eurojärjestelmän tase supistunut viime syksystä alkaen TLTRO-luottojen takaisinmaksujen ja erääntymisten sekä osto-ohjelmien uudelleensijoitusten vähentämisen vuoksi. Tämä on samalla vähentänyt ylimääräisten reservien määrää pankkijärjestelmässä.

Taseen supistumisesta seuraava ylimääräisten reservien väheneminen johtaisi aikaa

myöden siihen, että rahamarkkinakorot alkaisivat jälleen nousta kohti perusrahoitusoperaatioiden korkoa. Rahapolitiikan toimeenpanokehikko alkaisi näin palautua kohti finanssikriisiä edeltänyttä käytävämallia. Ennen kuin tämä piste saavutetaan, tulee eurojärjestelmän kuitenkin miettiä, halutaanko toimeenpanokehikossa palata toteuttamaan rahapolitiikka vanhaan tapaan vai sopsiko nykymaailmaan paremmin nykykehikkoa muistuttava malli, jossa reservejä on enemmän ja rahamarkkinakorot seuraavat talletuskorkoa.

EKP:n neuvosto ilmoitti joulukuussa 2022 arvioivansa, millaisilla järjestelyillä rahapolitiikka halutaan toteuttaa tulevaisuudessa. Käytännössä arvioinnissa pohditaan juuri sitä, miten lyhyitä korkoja tullaan euroalueella ohjaamaan rahapolitiikan normalisoinnin päätyttyä.

Rahapolitiikan normalisointi on hyvin luontainen hetki toimeenpanokehikon arviointiin. Arvion avulla saadaan muodostettua aiempaa selkeämpi kuva taseen supistamisen vaikutuksesta ja tavoitellusta koosta.

Erilaiset toimeenpanokehikot edellyttävät keskuspankilta erikokoista tasetta, ja siten valinta toimeenpanokehikosta vaikuttaa suoraan siihen, mikä on korkojen ohjauksen ja rahapolitiikan tehokkaan välittymisen kannalta tarvittava taseen koko.

Valinta muokkaa samalla myös tulevan toimeenpanokehikon muitakin yksityiskohtia, kuten esimerkiksi sitä, tuleeko reservejä tarjota pankkijärjestelmälle ensisijaisesti arvopaperiostojen vai luotto-operaatioiden avulla.

Useat keskuspankit ovat uudistaneet rahapolitiikan toimeenpanokehikkonsa

EKP ei ole suinkaan ainoa keskuspankki, joka tarkastelee toimeenpanokehikkooan uudelleen. Useat keskuspankit ovat viime vuosien aikana olleet saman kysymyksen edessä. Viimeistään pandemia aiheutti sen, että rahapoliittisessa elvytyksessä hyödynnettiin globaalisti arvopaperiostoja ja erilaisia luotto-operaatioita, minkä seurauksena reservien määrä kasvoi ympäri maailmaa. Alkaessaan purkaa elvytystä kunkin keskuspankin on täytynyt vuorollaan pohtia sitä, miten lyhyiden korkojen ohjaus olisi parasta hoitaa uusissa oloissa. Kiinnostavaa toimeenpanokehikkojen uudistuksessa on se, että eri keskuspankit ovat päätyneet niiden osalta hyvin erilaisiin ratkaisuihin.

Yhdysvaltain keskuspankki Fed ilmoitti jo tammikuussa 2019, että se aikoo jatkaa korkojen ohjausta lattiamallilla ohjaten lyhyet rahamarkkinakorot lähelle pankeille ja muille rahamarkkinatoimijoille^[8] maksettavaa korkoa. Kehikossa Fed arvioi jatkuvasti sitä, kuinka paljon pankkijärjestelmässä tulee olla reservejä, jotta rahamarkkinakorot pysyvät korkoputken pohjalla. Koska arvioon liittyy huomattava määrä epävarmuutta, tulee järjestelmään tarjottujen reservien määrän olla kuitenkin tätä suurempi, jotta järjestelmän vakaa toiminta voidaan varmistaa. Tarkalleen ottaen Fedin kehikkoa

8. USA:ssa on paljon myös muita rahamarkkinatoimijoita kuin pankkeja. Tämän vuoksi keskeinen osa Fedin toimeenpanokehikkoa pankkien reserveille maksettavan koron lisäksi on vakuudellinen yön yli -talletusmahdollisuus (overnight reverse repo facility), johon on pääsy myös tietyillä muilla rahamarkkinatoimijoilla kuin pankeilla, kuten rahamarkkinarahastoilla.

kutsutaan tarjontavetoiseksi lattiamalliksi (supply-driven floor system), koska siinä keskuspankki päättää reservien määrästä.

Myös useat muut keskuspankit, kuten Englannin, Kanadan ja Uuden-Seelannin keskuspankit, ovat pandemian jälkeen ilmoittaneet tukeutuvansa korkojen ohjauksessa lattiamalliin. Siinä missä Kanadan ja Uuden-Seelannin toimeenpanokehikot muistuttavat hyvin läheisesti Fedin kehikkoa, on Englannin keskuspankilla (BoE) erilainen lähestymistapa pankkijärjestelmässä tarvittavien reservien määrään.

Englannin pankki ei ota lainkaan kantaa reservien määrään, vaan antaa pankkien päättää siitä itse tarjoamalla pankeille mahdollisuuden lainata reservejä vapaasti samalla korolla, kuin mitä keskuspankki reserveille maksaa. Pankki on perustellut ratkaisuaan juuri reservien tarvittavaan määrään kohdistuvalla epävarmuudella. Kehikkoa kutsutaan kysyntävetoiseksi lattiamalliksi (demand-driven floor system).

Ruotsin ja Norjan keskuspankit ovat puolestaan esimerkkejä keskuspankeista, jotka edelleen hyödyntävät rahapolitiikan toimeenpanossa käytävämallia, jossa reservien tarjonta pidetään niukkana. Tämä kannustaa pankkeja käymään aktiivisesti kauppaa rahamarkkinoilla. Kaupankäynnin kannustamiseksi Riksbank ja Norges Bank ovat kuitenkin päätyneet hyvin erilevyisiin korkoputkiin. Siinä missä Norges Bankin korkoputken leveys on jopa 2 prosenttiyksikköä, on se Riksbankilla vain 0,2 prosenttiyksikköä.

Erilaiset toimeenpanokehikot korostavat hyvin sitä, miten saman ongelman voi ratkaista monella eri tavalla. Paras ratkaisu ei myöskään välttämättä ole universaali, vaan se, mikä toimeenpanokehikko kullekin keskuspankille parhaiten sopii, riippuu hyvin paljon kyseisen maan tai talousalueen pankkijärjestelmän ja rahoitusmarkkinoiden erityispiirteistä.

Kuinka paljon toimijoita pankkijärjestelmässä on, mitkä näiden toimijoiden preferenssit ovat ja onko toimijoiden joukko hetero- vai homogeeninen, ovat kaikki esimerkkejä kysymyksistä, joiden vastaukset muokkaavat hyvin olennaisesti optimaalista toimeenpanokehikkoa.

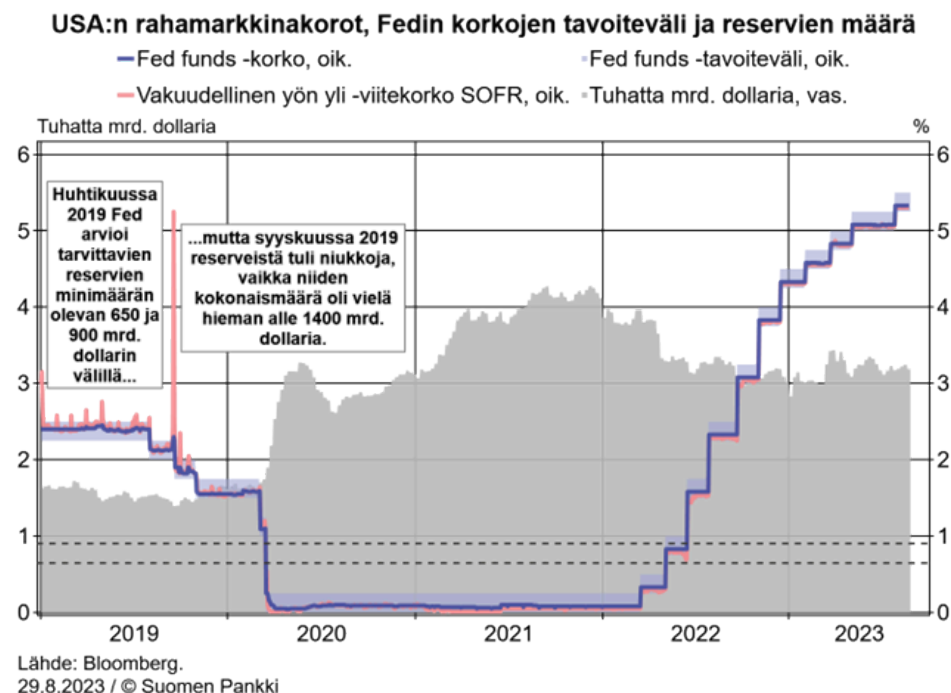
Reservien sopivaa määrää on vaikea arvioida

Sopivan toimeenpanokehikon valintaan liittyy olennaisesti se, kuinka paljon reservejä pankkijärjestelmässä tarvitaan. Tämän haarukoimiseksi keskuspankin tulee kyetä estimoimaan reservien kysyntäkäyrä. Toisin sanoen keskuspankilla tulee olla jonkinlainen arvio siitä, missä vaiheessa reservien supistuminen alkaa näkyä rahamarkkinakorkojen nousuna korkoputken pohjalta kohti perusrahoitusoperaation korkoa. Tehtävä on haastava, sillä ylimääräisiä reservejä on ollut euroalueen pankkijärjestelmässä huomattavan paljon yhtäjaksoisesti vuodesta 2015 lähtien.

Fed törmäsi tähän haasteeseen hyvin konkreettisesti syyskuussa 2019, kun rahapolitiikan normalisointi ja siihen liittyvä taseen supistaminen saivat äkillisen lopun lyhyiden rahamarkkinoiden noustessa jyrkästi huolimatta siitä, että pankkijärjestelmässä oli reservejä vielä selvästi enemmän, kuin mitä Fed ja pankit itse olivat arvioineet minimissään tarvitsevansa.^[9]

Eniten Yhdysvalloissa nousivat vakuudelliset korot, koska vakuuksista oli samanaikaisesti kova pula, mutta myös vakuudettomat rahamarkkinakorot nousivat hetkellisesti Fedin korkojen ohjauksessa käytetyn tavoitevaihteluvälin yläpuolelle (kuvio 3). Vaikka Fed korjasi tilanteen nopeasti syöttämällä reservejä pankkijärjestelmään arvopaperiostojen ja luottojen avulla, menetti pankki otteen korkojen ohjauksesta lyhyeksi aikaa tilanteen takia.

Kuvio 3.



Syksyn 2019 tapahtumiin on useita eri syitä^[10], mutta viime kädessä kyse on siitä, että arvio tarvittavien reservien määrästä osui reippaasti alakanttiin. Arviossa ei osattu ottaa tarpeeksi hyvin huomioon sitä, että tarvittavien reservien määrä finanssikriisin jälkeisessä maailmassa on huomattavasti aiempaa suurempi.

Samoilla perusteilla myös eurojärjestelmässä ylimääräisten reservien tarve pankkijärjestelmässä on todennäköisesti kasvanut. Ennen finanssikriisiä jo muutaman miljardin euron ylijäämä reserveissä pitoperiodin loppupuolella riitti painamaan yön yli -koron (eonia) lähelle talletuskorkoa, ja vastaavan suuruisella reservien vajeella oli päinvastainen vaikutus, eli korot nousivat maksuvalmiusluotoista perittävän koron tuntumaan.

Nykyään ylimääräisiä reservejä tarvittaisiin selvästi enemmän pitämään rahamarkkinakorot lähellä talletuskorkoa. Myös ohjattaessa rahamarkkinakorkoja korkoputken keskelle tarvittaisiin nykyään ylimääräistä likviditeettiä, sillä pankeilla on

9. Fed haarakoi huhtikuussa 2019 pankkijärjestelmään minimissään tarvittavan reservien määrän olevan 650 ja 900 mrd. dollarin välillä. Arvio perustui sekä syyskuussa 2018 pankeille suunnattuun kyselytutkimukseen että kyselyn pohjalta tehtyihin laskelmiin.

10. Fed kertoo itse hyvin seikkaperäisesti syksyn 2019 tapahtumista artikkelissaan [What Happened in Money Markets in September 2019?](#).

todennäköisesti kysyntää ylimääräiselle likviditeetille, joka ei reagoi herkästi korkomuutoksiin.

Reservien kysyntää kasvattaa erityisesti vuonna 2015 EU:ssa voimaan tullut maksuvalmiusvaatimus (liquidity coverage ratio, LCR), joka velvoittaa pankkeja pitämään riittävästi likvidejä varoja taseessaan likviditeetin ulosvirtausten kattamiseksi.^[11] Vaikka myös tietyt arvopaperit, kuten valtionvelkakirjat, lasketaan likvideiksi varoiksi, ovat reservit pankeille helpoin ja turvallisin tapa täyttää sääntelyvelvoitteet.^[12] Reservien kysyntää lisäävät myös mm. maksujärjestelmien kehitys sekä vakuustarpeiden yleistymisen, sillä ne edellyttävät pankeilta nopeasti käytettävissä olevia varoja.

Reservien kysyntä on myös endogeenista, eli valittu rahapolitiikan toimeenpanokehikko ja sen yksityiskohdat vaikuttavat myös reservien kysyntään. Mekanismi toimii ennen kaikkea reserveille maksettava koron kautta: mitä lähempänä rahamarkkinakorkoja ylimääräisille reserveille maksettava korko on, sitä suuremmaksi pankkien kysyntä reserveille muodostuu ja päinvastoin.

Lisääntynyt sääntely on kuitenkin tehnyt pankkien välisestä rahamarkkinakaupankäynnistä kalliimpaa, mikä rajoittaa pankkien kykyä tasata reservejä tehokkaasti keskenään. Suurelta kannustimet reservien tasaamiseksi eivät siten välttämättä saa pankkeja tasaamaan reservejä yhtä tehokkaasti kuin ennen. Tämä osaltaan kasvattaa reservien tarvittavaa määrää pankkijärjestelmässä rakenteellisesti.

Erityisen haasteen reservien tarvittavan määrän arviointiin euroalueen kontekstissa tuo se, että reservit ovat jakautuneet ainakin tällä hetkellä hyvin epätasaisesti eri pankkien ja maiden välillä. Valtioiden ja pankkien välinen kohtalonyhteys on myös yhä olemassa markkinoiden silmissä, mikä voi aiheuttaa reservien ulosvirtauksen maasta, jonka taloudellisesta tilasta kannetaan markkinoilla huolta. Reservien epätasainen jakautuminen voisikin nostaa rahamarkkinakorkoja koko euroalueen tasolla, jos iso osa pankeista joutuisi hankkimaan rahoitusta huomattavan korkeilla koroilla rahamarkkinoilta.

Euroalueen fragmentaatio voi siis osaltaan kasvattaa reservien rakenteellista kysyntää. Lisäksi se voi lisätä reservien kysynnän vaihtelua yli ajan. Muita reservien kysynnän vaihtelua lisääviä tekijöitä on mm. autonomisten erien, kuten esimerkiksi setelistön, kasvu.

Epävarmuuden kasvaessa reservejä voidaan tarvita paljon normaalia enemmän. Tämän takia normaaliaaikoina riittävän reservien määrän lisäksi järjestelmään voidaan tarvita ylimääräinen reservien puskuri. Vaihtoehtoisesti, tai puskuria täydentämään, voidaan luotto-operaatioiden ehdot rakentaa siten, että reservien tarjonta on joustavaa ja vastaa kysynnässä tapahtuviin muutoksiin, jotta rahamarkkinakorkojen liiallinen heilunta

11. LCR-vaade velvoittaa pankit omistamaan likvidejä varoja vähintään sen verran, että niiden määrä riittää kattamaan pankin seuraavan 30 päivän aikana tulevat nettomääräiset likviditeetin ulosvirtaukset. LCR-vaade otettiin ensi kertaa käyttöön vuonna 2015, ja täysimääräisesti se astui voimaan vuoden 2018 alusta.

12. Joulukuussa 2022 euroalueen pankkien LCR-sääntelyn mukaisista likvideistä varoista (high quality liquid assets, HQLA) 60 % oli keskuspankkireservejä.

voidaan välttää.

Rahapolitiikan toimeenpanokehikon valintaan vaikuttaa usea tekijä

Toimeenpanokehikon ensisijainen tehtävä on lyhyiden rahamarkkinakorkojen ohjaus, joka on välttämätön ehto sille, että rahapolitiikka välittyy talouteen tehokkaasti. Lyhyitä korkoja tulee pystyä ohjaamaan riittävän vakaasti, jotta niiden heilahtelu ei vaikuta korkokäyrällä pidempiin korkoihin, kuten euriboreihin tai valtionlainakorkoihin. Lyhyiden korkojen liiallinen heilahtelu voi lisätä korkoepävarmuutta, mikä näkyisi yleisenä riskilisien kasvuna. Riskilisien kasvu vuorostaan heikentää rahapolitiikan välittymistä ja luo turhan lisäkustannuksen reaalityökalouden rahoitukselle.

Korkojen ohjauksen tulee myös kestää reservien määrässä tapahtuvat muutokset. Niin kuin edellä on todettu, voi pankkijärjestelmässä tarvittavien reservien määrä kasvaa kriisissä erittäin paljon hyvin lyhyessä ajassa. Toimeenpanokehikon tulee kyetä vastaamaan näihin muutoksiin ilman merkittäviä muutoksia lyhyissä koroissa.

Huolimatta siitä, että korot ovat nousseet reilusti viimeisen vuoden aikana, arvioidaan euroalueen talouden luonnollisen korkotason olevan edelleen selkeästi aiempaa alhaisempi.^[13] Luonnollisen koron alempi taso sekä EKP:n neuvoston strategia-arvion linjaukset siitä, että osto-ohjelmia, negatiivisia korkoja ja pitkiä luotto-operaatioita voidaan käyttää lyhyiden korkojen efektiivisellä alarajalla, tarkoittaa sitä, että jatkossa voidaan yhä useammin joutua tilanteeseen, jossa reservien määrä tulee kasvamaan rahapoliittisen elvytyksen vuoksi. On myös mahdollista, että reservejä lisääviä toimia voidaan joutua tekemään myös positiivisten korkojen ympäristössä rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi.

Mitä enemmän lyhyiden rahamarkkinakorkojen heilahtelua halutaan rajoittaa, sitä enemmän se vaatii keskuspankin toimia markkinoilla sekä suurempaa tasetta. Koska pankkien väliset rahamarkkinat eivät toimi nykyään yhtä tehokkaasti kuin ennen finanssikriisiä, tarvitaan korkojen heilunnan rajoittamiseen aiempaa enemmän toimia.

Keskuspankin toimet markkinoilla syrjäyttävät yksityisiä markkinoita. Vähäisempi kaupankäyntiaktiivisuus voi puolestaan vaikuttaa myös koronmuodostukseen. Keskuspankin suurempi tase voi myös kasvattaa keskuspankin riskejä. Näin ollen rahapolitiikan toimeenpanokehikon tulee tasapainoilla rahamarkkinakorkojen heilahtelun ja keskuspankin markkinajalanjäljen välillä kuitenkin siten, että korkojen ohjauskäytön tulee olla riittävää, sillä hintavakauden ylläpito rahapolitiikan viritystä ohjaamalla (eli normaalisti korkoja ohjaamalla) on EKP:n ensisijainen tavoite.

Keskuspankin taseen sopivaa kokoa arvioitaessa on hyvä huomata, että eurojärjestelmän tase tulee joka tapauksessa olemaan huomattavasti finanssikriisiä edeltävää aikaa suurempi autonomisten erien kasvun vuoksi. Lisäksi ero ylimääräisessä likviditeetissä käytävä- ja lattiamallien välillä ei välttämättä ole taseen loppusumman nähden valtavan

13. Luonnollisesta korosta ja sen näkymistä voi lukea tarkemmin esimerkiksi Olli Rehnin puheesta [Whither r*?](#) [The outlook for the natural rate of interest under short-run inflationary pressures and structural shifts.](#)

suuri, vaikka puhutaankin todennäköisesti useista sadoista miljardeista euroista. Taseen loppusumma liikkunee näköpiirissä olevassa tulevaisuudessakin vähintään 3 000 miljardissa eurossa.

Taseen kasvun vuoksi rakenteellisia operaatioita, kuten arvopaperiomistuksia tai pitkiä luottoja pankeille, tarvitaan todennäköisesti riippumatta siitä, mikä toimeenpanokehikko valitaan. Eurojärjestelmän toiminnan laajuus rahoitusmarkkinoilla on siis joka tapauksessa finanssikriisiä edeltävää aikaa suurempi riippumatta siitä, miten korkoja halutaan ohjata.

Korkojen ohjauksen ja markkinajalanjäljen hillitsemisen lisäksi on huomioitava kehikon selkeys ja operatiivinen tehokkuus. Selkeys edesauttaa rahapolitiikan virityksen viestintää yleisölle ja markkinatoimijoille sekä helpottaa markkinatoimijoiden toimintaa etenkin rahamarkkinoilla. Operatiivinen tehokkuus puolestaan vähentää keskuspankin ja markkinatoimijoiden rahapolitiikan toimeenpanoon liittyvää resurssitarvetta.

Avainsanat

[€STR-korko](#), [EKP](#), [rahapolitiikan toimeenpano](#)



ANALYYSI

Eurojärjestelmän tase pienenee rahapolitiikan kiristyessä

29.8.2023 – Analyysi – Rahapolitiikka



Matti Ilmanen
Johtava salkunhoitaja



Katri Järvinen
Neuvonantaja



Aleksi Paavola
Markkina-analyttikko

Eurojärjestelmä pystyy vaikuttamaan hintavakauteen ohjauskorkojen lisäksi säätämällä taseensa kokoa ja sisältöä. Tässä tärkeimpinä työkaluina toimivat arvopaperiostot ja pankeille myönnetyt luotot. Eurojärjestelmä on käyttänyt molempia työkaluja viime vuosina aktiivisesti keventääkseen rahoitusoloja vastauksena sekä deflaatoriskeihin että pandemiaan. Nyt rahapolitiikkaa kuitenkin kiristetään koronnostojen lisäksi myös muilla keinoilla. Siitä seuraa, että eurojärjestelmän – ja siten myös Suomen Pankin – tase pienenee.



Rahapoliittiset osto-ohjelmat ja [kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot](#) (TLTRO, *targeted longer-term refinancing operations*) ovat olleet rahapoliittisia keinoja, joilla eurojärjestelmä on viime vuosina keventänyt rahoitusoloja ja edistänyt rahoituksen välittymistä euroalueella. Nämä tasetta kasvattaneet keinot otettiin käyttöön vuoden 2015 tienoilla, kun ohjauskorko oli laskettu negatiiviseksi. Tällöin hintavakauden saavuttamiseksi ja deflaatoriskien pienentämiseksi oli korkomuutosten lisäksi otettava käyttöön myös muita keinoja.

Vuodesta 2022 alkaen rahapolitiikkaa on kiristetty ja [ohjauskorkoja nostettu](#) hyvin nopean inflaation hillitsemiseksi. Samalla osto-ohjelmien netto-ostot lopetettiin ja siirryttiin uudelleensijoitusten vaiheeseen, jossa osto-ohjelmaomistusten määrä taseessa pysyi ennallaan.

Vuonna 2023 Euroopan keskuspankki (EKP) on jättänyt osan rahapoliittisista osto-ohjelmista erääntyvistä arvopapereista sijoittamatta uudelleen. Tätä kutsutaan aika-ajoin määrälliseksi kiristämiseksi (QT, *quantitative tightening*) vastapainona tasetta kasvattaneelle määrälliselle keventämiselle (QE, *quantitative easing*). Rahoitusolot kiristyvät, kun aiemmin merkittävä osapuoli on pienentänyt valtioiden ja yritysten velkakirjaostojaan. Kun samanaikaisesti pankkien eurojärjestelmästä ottamat TLTRO-luotot vähentyvät erääntymisten ja takaisinmaksujen takia, eurojärjestelmän tase on pienentynyt merkittävästi viime kuukausina.

Eurojärjestelmän tase elää rahapolitiikan mukana

Eurojärjestelmän taseen^[1] erät voi yksinkertaistaen jakaa muutamaan pääluokkaan (kuvio 1). Taseen varat koostuvat pääosin rahapoliittisista saatavista, joista merkittävimpiä ovat rahapoliittisista syistä hankitut arvopaperit, joita on taseessa tällä hetkellä lähes 5 000 mrd. euron arvosta. Toinen tärkeä rahapoliittinen saatava on pankeille vakuuksia vastaan myönnetty luotot, joita vielä viime vuonna oli yli 2 000 mrd. euroa. Muihin saamisiin kuuluvat esimerkiksi kansallisten keskuspankkien rahoitusvarallisuus eli pääosin valuuttavarannot mukaan lukien kulta.

Taseen velkapuolen merkittävin erä on eurojärjestelmään tehdyt talletukset. Ne ovat pääosin pankkien tekemiä, mutta myös valtioilla ja joillain muilla rahoitusmarkkinatoimijoilla on talletuksia keskuspankissa. Muita tärkeitä velkaeriä ovat setelistö ja oma pääoma.

Ennen finanssikriisiä taseen rahapoliittiset erät olivat pieniä ja koostuivat lähinnä viikoittain pankeille myönnettyistä lyhyistä luotoista. Vastaavasti velkapuolella rahapoliittiset talletukset olivat pääosin pankkien vähimmäisvarantotalletuksia^[2].

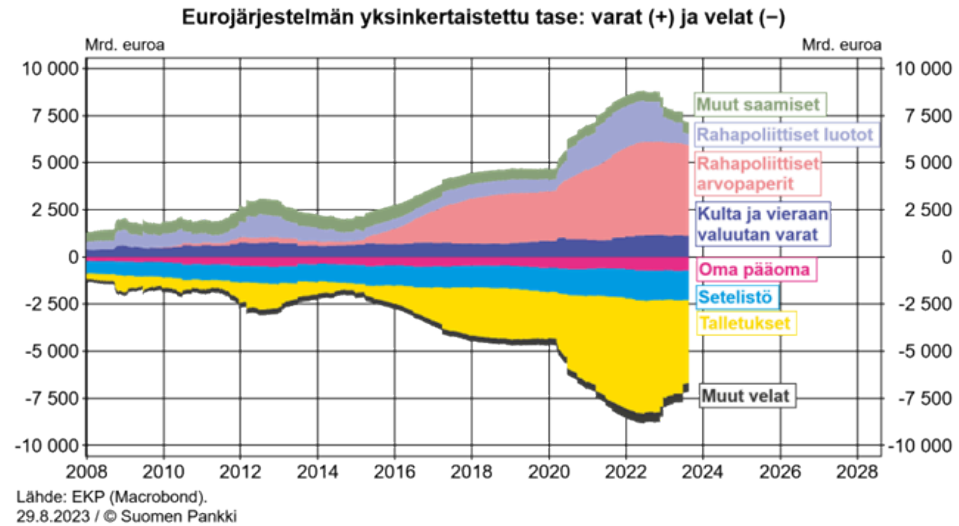
Finanssikriisin myötä eurojärjestelmä otti käyttöön kohdennettuja arvopapereiden osto-ohjelmia ja pankeille vakuuksia vastaan myönnettävien luottojen määrää ei enää rajoitettu (ns. täydenjaon politiikka). Koska keskuspankkiraha päättyy lopulta takaisin eurojärjestelmän taseeseen talletuksina, ovat talletukset kasvaneet arvopaperiostojen ja

1. Eurojärjestelmän tase koostuu EKP:n ja euroalueen kansallisten keskuspankkien taseiden summasta.

2. Euroalueen pankkien on pidettävä vähimmäisvarantovelvoitteen mukainen osa varoistaan kansallisissa keskuspankeissa ns. vähimmäisvarantotalletuksina (lisätietoa ks. [EKP](#)).

myönnettyjen luottojen mukana. Ohjauskoron laskettua negatiiviseksi, ja siten lähelle alarajaansa, arvopapereiden osto-ohjelmat kasvoivat vielä merkittävästi lisää, ja pandemian myötä pankeille tarjottiin runsaasti pitkiä TLTRO-luottoja, jotka myös palautuivat kansallisten keskuspankkien taseeseen talletuksina. Siitä seurasi, että myös eurojärjestelmän taseen loppusumma kasvoi suurimmillaan lähes 9 000 mrd. euroon.

Kuvio 1.



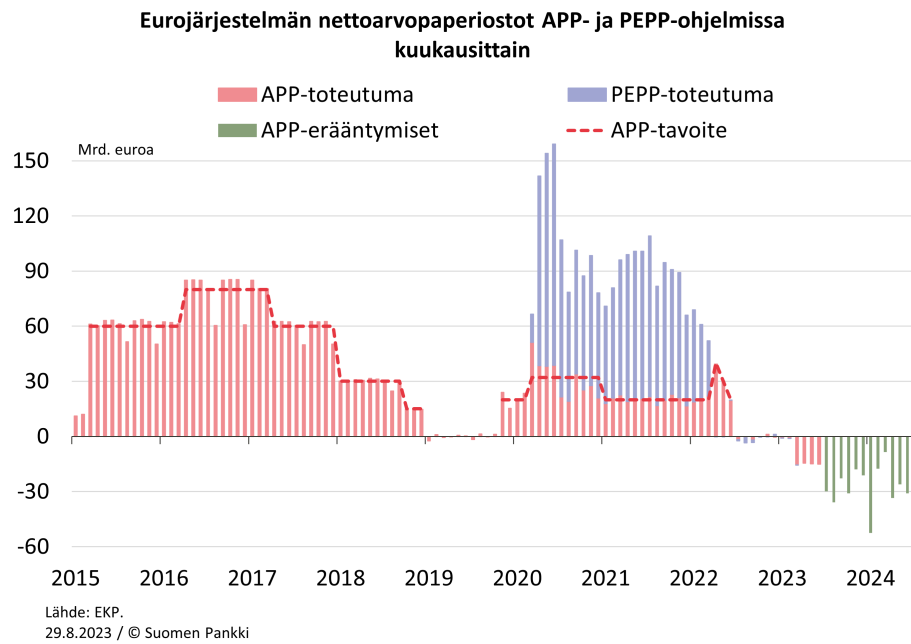
Arvopaperiomistukset pienenevät pitkään jatkuneiden ostojen jälkeen

Eurojärjestelmä aloitti laajamittaiset arvopaperiostot vuonna 2014, kun se aloitti kolmannen katettujen velkakirjojen osto-ohjelman^[3]. Heti vuoden 2015 alussa ostot laajenivat julkisen sektorin ja omaisuusvakuudellisiin velkakirjoihin ja vuonna 2016 yritysten velkakirjoihin. Kokonaisuutta alettiin kutsua laajennetuksi omaisuuserien osto-ohjelmaksi (APP, *asset purchase programme*).

Netto-ostot olivat alkuun kuukausittain 60–80 mrd. euroa, kunnes vuosina 2018–19 ostoja pienennettiin nollaan hintavakausunäkemien parantuessa (kuvio 2). Vuoden 2019 lopulla ja etenkin pandemian myötä vuonna 2020 EKP:n neuvosto päätti kuitenkin jälleen kasvattaa ostoja ja luoda lisäksi erillisen pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP, *pandemic emergency purchase programme*), jonka koko oli yhteensä 1 850 mrd. euroa vuoden 2022 maaliskuun loppuun mennessä.

3. Eurojärjestelmä on aiemmin toteuttanut myös ensimmäiseen (2009–2010) ja toiseen (2011–2012) katettujen velkakirjojen osto-ohjelmaan kuuluvia ostoja. Myös julkisia velkapapereita on ostettu aiemmin arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman (SMP, *Securities Markets Programme*, 2010–2012) puitteissa.

Kuvio 2.

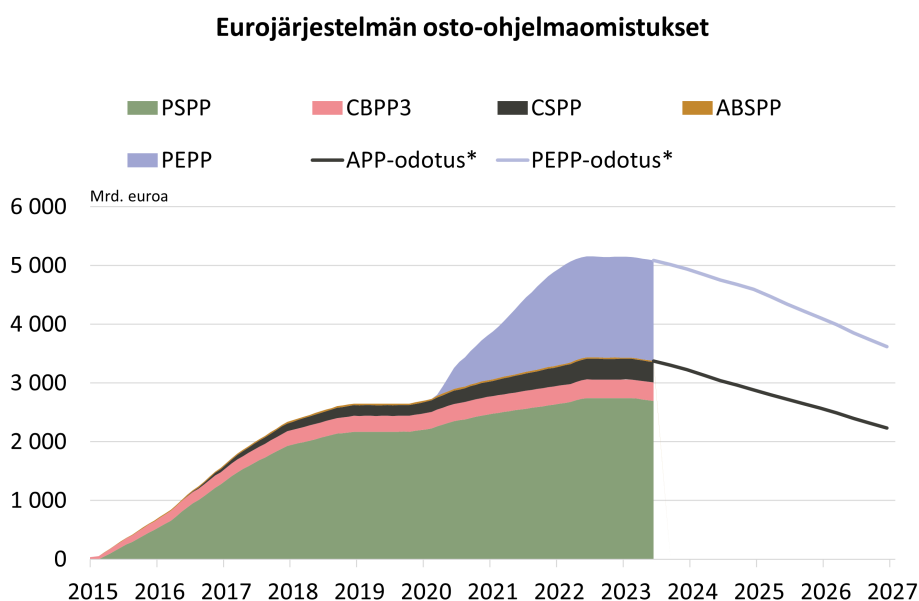


Heinäkuusta 2023 eteenpäin on oletettu, että APP-ohjelman omistukset erääntyvät ja PEPP-ohjelmassa tehdään uudelleensijoitukset täysimääräisesti.

Eurojärjestelmän APP-omistukset olivat 3 153 mrd. euroa heinäkuussa 2023. Tästä 2 504 mrd. euron arvosta oli julkisen sektorin velkakirjoja (PSPP, *public sector purchase programme*), 336 mrd. euron arvosta yrityssektorin velkakirjoja (CSPP, *corporate sector purchase programme*), 296 mrd. euron arvosta pankkien liikkeeseen laskemia katettuja velkakirjoja (CBPP3, *third covered bond purchase programme*) ja 17 mrd. euron arvosta omaisuusvakuudellisia arvopapereita (ABSPP, *asset-backed securities purchase programme*).

Pandemiaan liittyvät PEPP-omistukset heinäkuussa 2023 olivat 1 672 mrd. euroa. Tästä valtaosa eli 1 620 mrd. euron arvosta oli julkisen sektorin velkakirjoja. Yritysten velkakirjoja oli 46 mrd. euron arvosta ja katettuja velkakirjoja 6 mrd. euron arvosta. Siten osto-ohjelmaomistuksia on eurojärjestelmän taseessa kaikkiaan liki 5 000 mrd. euroa (kuvio 3).

Kuvio 3.



*Odotukset ovat Survey of Monetary Analysts -kyselyn mediaaniodotuksia.
Lähde: EKP.
29.8.2023 / © Suomen Pankki

Osana rahapolitiikan kiristystä APP-ohjelman uudelleensijoituksia alettiin eräännyttää 15 mrd. euron kuukausivauhdilla maaliskuusta 2023 alkaen. Heinäkuusta 2023 alkaen uudelleensijoituksia ei ole enää tehty vaan taseen annetaan pienentyä. APP-ohjelmassa eräännty esimerkiksi heinäkuun 2023 ja kesäkuun 2024 välissä arvopapereita 328 mrd. euron arvosta eli noin 10 % omistuksista. Eräänntymiset tapahtuvat pääsääntöisesti kunkin ohjelman omistusten suhteessa.

Koska PSPP-ohjelma on kooltaan suurin, toteutuu 80 % eräänntymisistä julkisen sektorin arvopapereissa. PSPP-omistusten keskimaturiteetti on 7 vuotta, ja ostoja on tehty aina maksimissaan 31-vuotisiin arvopapereihin. Siten osto-ohjelmissa ostettuja arvopapereita on eurojärjestelmän taseessa vielä pitkään, ellei omistuksia aleta myydä aktiivisesti.

Markkinatoimijoiden odotukset osto-ohjelmaomistusten määrästä eurojärjestelmän taseessa ovat epävarmoja. EKP:n neuvosto päätti aiemmin tänä vuonna lopettaa APP-ohjelman uudelleensijoitukset kesäkuussa 2023, kun taas PEPP-ohjelman uudelleensijoituksia on tarkoitus jatkaa vuoden 2024 loppuun saakka.

Yleisiä odotuksia omistusten pienenemisestä voi arvioida rahoitusmarkkinatoimijoille suunnatun [Survey of Monetary Analysts -kyselyn](#) (SMA) perusteella. Kyselyiden mediaanivastaaaja odottaa APP- ja PEPP-omistusten pienevän esimerkiksi vuoden 2026 loppuun mennessä 2 234 ja 1 384 mrd. euroon, tässä järjestyksessä (kuvio 3).

Pankeille myönnettyjen luottojen määrä vähenee

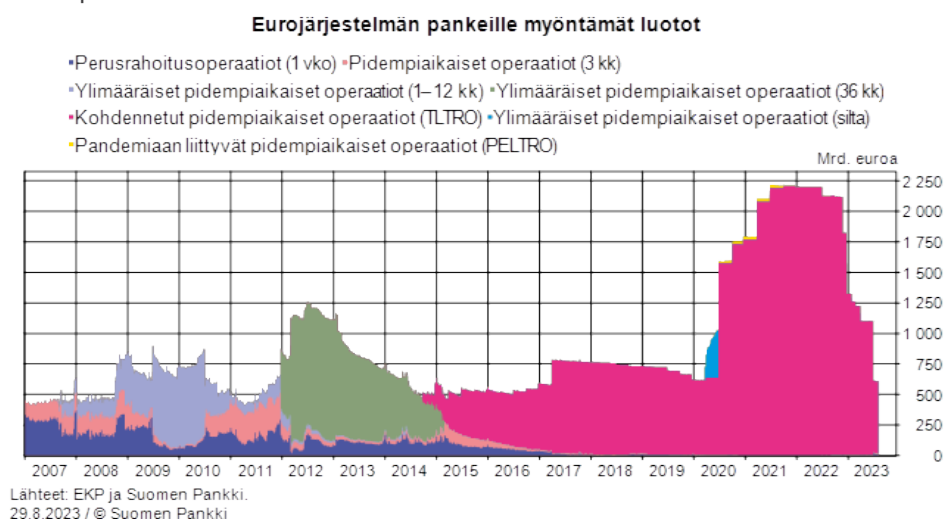
Arvopaperiostojen lisäksi toinen merkittävä tasepolitiikan väline ovat pankeille vakuuksia vastaan myönnettyt luotot. Perinteisesti nämä luotot ovat olleet juoksuajaltaan

verrattain lyhyitä (kuvio 4). Viime vuosikymmenen aikana eurojärjestelmällä on kuitenkin ollut tarve poikkeukselliseen rahapoliittiseen elvytykseen deflaatoriskien ja pandemian vuoksi. Niinpä pankeille on myönnetty myös pitempiä, juoksuajaltaan jopa 3–4 vuoden luottoja.

Jo vuosista 2014–2015 lähtien eurojärjestelmän pankeille myöntämät luotot ovat olleet pääosin pitkiä kohdennettuja TLTRO-luottoja, joiden ehtona on ollut lainanannon lisääminen yrityksille ja kotitalouksille (kuvio 4). Tällä hetkellä avoimet luotot ovat käytännössä kaikki vuosina 2019–2022 tarjolla olleita kolmannen TLTRO-sarjan (TLTRO III) kolmen vuoden mittaisia luottoja.

Kohdennetut luotot olivat pankkien keskuudessa hyvin suosittuja, sillä pandemian vuoksi korkoehtoja muokattiin poikkeuksellisen edullisiksi, mikäli pankki pystyi täyttämään luottoon liittyvän ehdon lainakantansa kasvattamisesta. Lisäksi pandemian vuoksi tehdyt helpotukset vakuusehtoihin tukivat pankkien mahdollisuutta osallistua laajasti näihin operaatioihin. Avoimien luottojen määrä kasvoikin viime vuonna ennätyskellisen suureksi, noin 2 200 mrd. euroon.

Kuvio 4.

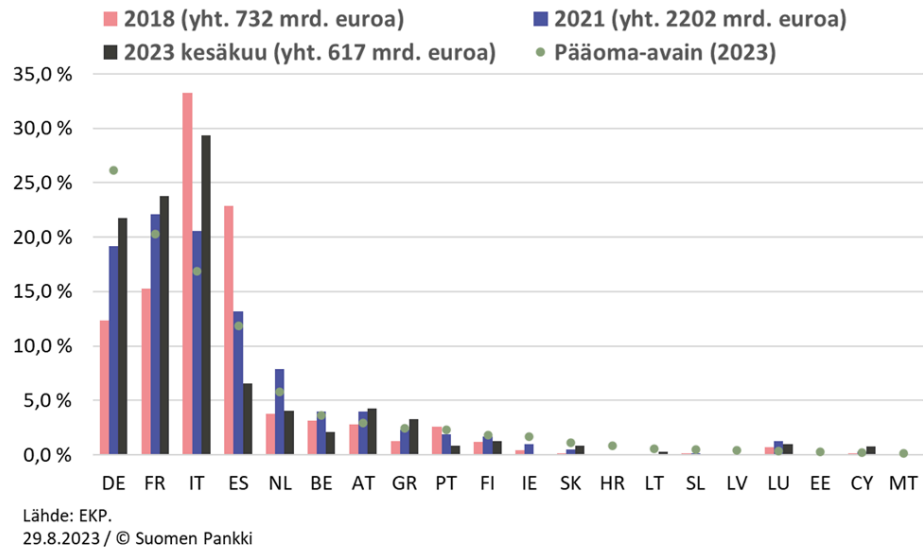


Kansalliset keskuspankit myöntävät rahapoliittiset luotot yhtenäisin ehdoin koko euroalueella. Luottojen kysyntä kuitenkin vaihtelee maittain, joten myös auki olevat luotot jakautuvat eri tavoin eri maissa sijaitsevien pankkien kesken. Luotot annetaan vakuuksia vastaan, ja niihin liittyvät riskit eurojärjestelmä jakaa [pääoma-avaimen](#) mukaan.

Koska isoissa maissa on suurimmat pankkijärjestelmät, luotot keskittyvät luonnollisesti niihin maihin. Toisaalta myös maakohtaisilla pankkijärjestelmien erityispiirteillä on vaikutusta. Kuviossa 5 on esitetty eurojärjestelmästä pankeille myönnettyjen rahapoliittisten luottojen maakohtainen jakauma vuoden 2018 ja 2021 lopussa. Kun vuonna 2018 luotot keskittyivät vahvemmin esimerkiksi Italiaan ja Espanjaan, pandemian ja houkuttelevampien korkoehtojen myötä ne jakautuivat tasaisemmin kaikkiin euroalueen maihin.

Kuvio 5.

Eurojärjestelmän pankeille myöntämien luottojen suhteellinen jakauma maittain vuosien 2018, 2021 ja vuoden 2023 kesäkuun lopussa sekä ns. pääoma-avain



Vuodesta 2022 alkaen myös kohdennettujen luottojen määrä on vähentynyt selvästi. Luotot on myönnetty syksyn 2019 ja joulukuun 2021 välillä neljännesvuosittain, ja ne erääntyvät aina kolme vuotta luoton myöntämisestä. Pankit voivat myös maksaa luotot takaisin jo ennen erääntymistä.

Pankit ovat käyttäneet takaisinmaksun mahdollisuutta aktiivisesti, erityisesti neuvoston tiukennettua korkoehtoa marraskuussa 2022. Pankin päätös maksaa kohdennettua luottoa ennakkoaisesti takaisin voi johtua useista syistä. Pankki voi esimerkiksi saada rahoitusta halvemmalla markkinaehtoisesti katettujen joukkovelkakirjojen kautta. Toisaalta pankki ei välttämättä enää tarvitse niin paljon rahoitusta ja maksaa siksi luotot takaisin ylimääräisiä reservejään hyödyntäen.

Kesäkuun 2023 suurten erääntymisen ja -takaisinmaksujen jälkeen avoimia luottoja on kesäkuun lopussa enää 617 mrd. euroa. Viimeisetkin kohdennetut luotot erääntyvät viimeistään joulukuussa 2024.

Myös vakuuspolitiikalla tuetaan rahapolitiikan kiristämistä

Eurojärjestelmä myöntää luottoja pankeille ainoastaan riittäviä vakuuksia vastaan. Eurojärjestelmälle pantatut vakuudet eivät ole osa keskuspankkien tasetta, mutta ne suojaavat tasetta riskeiltä. Samalla vakuuspolitiikka on yksi rahapolitiikan toimeenpanon instrumentti, jonka avulla rahapoliittista elvyttämistä tai sen kiristämistä voidaan tukea.

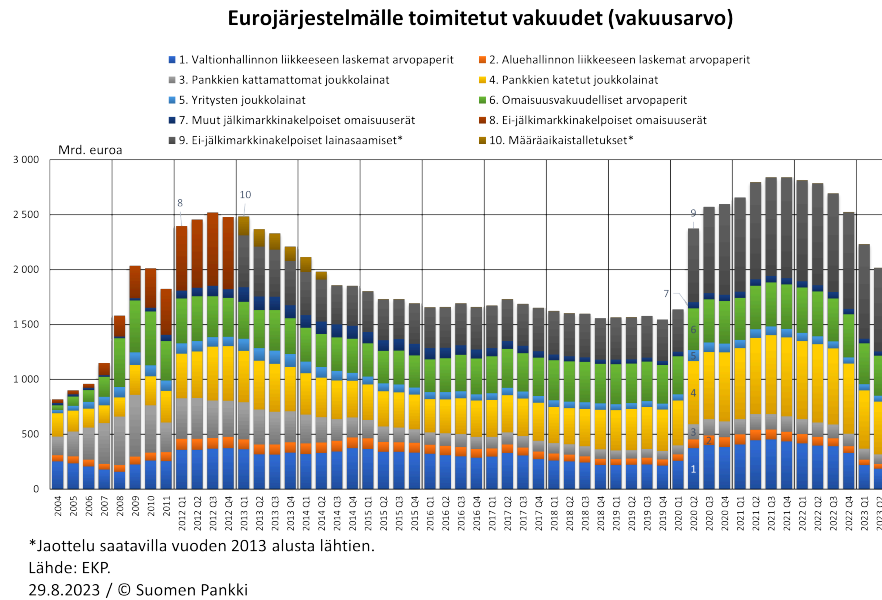
Keväällä 2020 osana muita rahapolitiikan koronatoimia EKP:n neuvosto [päätti](#) väliaikaisesti helpottaa eurojärjestelmän vakuuskehikon ehtoja. Toimet laajensivat

pankkien käytettävissä olevia vakuuksia ja nostivat niiden vakuusarvoa, jolloin samoilla vakuuksilla sai aiempaa enemmän luottoa.

Kevennyksillä tuettiin pankkien mittavaa osallistumista kolmannen sarjan kohdennettuihin (TLTRO III) operaatioihin vuosien 2020–2022 aikana. Tänä aikana eurojärjestelmälle pantattujen vakuuksien määrä kasvoikin merkittävästi (kuvio 6). Enimmillään vakuuksia oli pantattuna eurojärjestelmälle vuoden 2021 aikana noin 2 800 mrd. euron arvosta.

Vastaavasti osana rahapolitiikan kiristystä EKP:n neuvosto päätti maaliskuussa 2022 pandemian aikaisten vakuushelpotusten asteittaisesta purkamisesta. Kohdennettujen luottojen takaisinmaksujen ja pandemian aikaisten vakuushelpotusten purun myötä myös eurojärjestelmälle pantattujen vakuuksien määrä on selvästi pienentynyt.

Kuvio 6.



Miksi tasetta pienennetään ja kuinka pieneksi se supistuu?

Eurojärjestelmän taseen kehitys on ollut muissa kuin rahapoliittisten saamisten ja talletusten erissä verrattain vakaata. Ja koska myös kohdennetut luotot ovat vähentyneet jo runsaasti ja viimeisetkin eräänntyvät vuonna 2024, riippuu taseen koko jatkossa ennen kaikkea arvopaperiomistusten määrän kehityksestä. Omistuksiin liittyvät päätökset taas riippuvat rahapolitiikan tarpeista.

Nimenomaan rahapolitiikka onkin syy sekä eurojärjestelmän taseen kasvuun ja nyt edessä olevaan pienemiseen. Arvopaperiostoilla ja myönnettyillä luotoilla kevennettiin rahapolitiikkaa, ja nyt politiikka vastaavasti kiristyy. Taseen pienennys tukee ohjauskorkojen nostoja, jotka ovat eurojärjestelmän pääasiallinen rahapolitiikan kiristyksen väline.

Päinvastoin kuin arvopaperiostot, omistusten vähentäminen – ja jo pelkkä odotus vähenemisestä tulevaisuudessa – kiristää rahoitusoloja useita kanavia pitkin. Lisäksi nyt arvopaperiomistuksia vähentämällä voidaan kasvattaa rahapolitiikan liikkumavaraa, mikäli tulevaisuudessa syntyykin jälleen tarve elvyttää taloutta hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi.^[4]

Lisäksi eurojärjestelmän tasetta ja arvopaperiomistuksia pienentämällä voidaan lieventää suuren taseen mahdollisia sivuvaikutuksia. Näitä ovat esimerkiksi velkakirjamarkkinoiden toiminnan ongelmat, kuten pula turvallisista omaisuuseristä (engl. *safe asset scarcity*), omaisuuserien hintojen vääristymisen aiheuttamat rahoitusvakausriskit ja arvopaperiomistusten keskuspankille aiheuttamat luotto- ja korkoriskit. Suuret arvopaperiomistukset voivat lisäksi heikentää keskuspankin rahapoliittista uskottavuutta, jos niistä seuraa syytöksiä esimerkiksi rahoituksellisesta tai fiskaalisesta dominanssista (engl. *financial and fiscal dominance*).

Tarkoituksenmukaiseen taseen kokoon vaikuttaa lisäksi valittu rahapolitiikan toimeenpanokehikko eli järjestelmä, jolla keskuspankki teknisesti ohjaa lyhyiden markkinakorkojen tasoa. Nyt kun eurojärjestelmä supistaa taseensa kokoa, on luonnollista arvioida uudelleen myös toimeenpanokehikkoa: sen valinta määrittelee myös taseen supistamisen halutun päätepisteen, sillä jotkin kehikot vaativat toimiakseen suuremman taseen kuin toiset. EKP:n neuvosto ilmoittikin joulukuussa 2022 arvioivansa tulevaa toimeenpanokehikkoa vuoden 2023 loppuun mennessä (ks. [Miten EKP ohjaa korkoja tulevaisuudessa?](#)).

Toisaalta eurojärjestelmän tasetta ei voi supistaa yhtä pieneksi kuin esimerkiksi ennen finanssikriisiä, vaikka siihen olisikin halua. Tämä johtuu ns. autonomisten (eli rahapolitiikan ulkopuolisten) tase-erien kehityksestä: esimerkiksi setelistö on kasvanut trendinomaisesti kysynnän mukana. Myös pankkien keskuspankkireservien kysyntä on todennäköisesti kasvanut merkittävästi viimeisen vuosikymmenen aikana mm. muuttuneen sääntelyn vuoksi. Pelkästään nämä muutokset ”pakottavat” eurojärjestelmän taseen aikaisempaa suuremmaksi.

4. EKP:n strategia-arviossa vuonna 2021 todettiin, että arvopaperiostot, pitkät luotot pankeille ja ennakoiva viestintä ovat jatkossakin eurojärjestelmän työkalupakissa erityisesti silloin, kun lyhyet korot ovat saavuttaneet alarajansa.



Suomen Pankin taseen kehitys tästä eteenpäin

Osana eurojärjestelmää myös Suomen Pankin tase on [kasvanut](#) viime vuosina huomattavan suureksi.

Koska eurojärjestelmässä arvopaperiostot ja luotto-operaatiot toteutetaan hajautetusti, eurojärjestelmän rahapoliittiset toimet näkyvät myös Suomen Pankin taseessa. Siten myös Suomen Pankin taseen merkittävimmät saamiset ovat rahapoliittisia arvopapereita ja luottoja sekä Suomen Pankin oma rahoitusvarallisuus (kuvio 7).

Selkein ero Suomen Pankin ja eurojärjestelmän konsolidoidun taseen välillä ovat eurojärjestelmän sisäiset saamiset^[5], joita Suomen Pankilla on runsaasti. Tämä johtuu siitä, että Suomen Pankkiin on tehty enemmän talletuksia kuin se on luonut euroja arvopaperiostoilla ja myöntämillään luotoilla, minkä seurauksena Suomen Pankille syntyy saatava EKP:ltä. Talletukset keskittyvät Suomen Pankkiin sen suhteellista kokoa enemmän mm. siksi, että useat pohjoismaiset pankit pitävät euromääräisiä tilejään Suomen Pankissa.

Eurojärjestelmän tapaan myös Suomen Pankin taseen suurin erä ovat rahapoliittiset arvopaperiomistukset, jotka koostuvat pääosin sekä APP- että PEPP-ohjelmissa ostetuista Suomen julkisen sektorin velkapapereista. Suomen Pankki omisti enimmillään noin 40 % valtion velkakirjoista (kuvio 8).^[6] Omistusosuus on alkanut pienetä, kun netto-ostoja ei ole tehty kesän 2022 jälkeen, mutta valtion velkaantumisen on jatkunut.

Eurojärjestelmässä julkisen sektorin ostot on toteutettu niin, että kansalliset keskuspankit tekevät 80 % eri maiden julkisen sektorin ostoista, EKP 10 % ja 10 % kohdennetaan euroalueen ylikansallisiin liikkeeseenlaskijoihin, kuten EU:n ja EVM:n velkakirjoihin. Siten Suomen Pankki on ostanut 8/9 ja EKP 1/9 eurojärjestelmän ostamista Suomen julkisen sektorin velkakirjoista. Enimmillään eurojärjestelmä omisti noin 45 % Suomen valtion velkakirjoista, joista EKP omisti 5 % ja Suomen Pankki 40 %.

Jatkossa omistusosuus pienenee, kun Suomen Pankki ei sijoita uudelleen PSPP-ohjelmassa erääntyviä valtion velkakirjoja. PEPP-ohjelmassa joukkolainojen lisäksi sallituiksi instrumenteiksi tulivat myös lyhyen maturiteetin valtion velkasitoumukset, jotka kattavat osan vuonna 2020 alkaneesta omistusosuuden kasvusta. Mikäli PEPP-ohjelman uudelleensijoitukset loppuvat vuoden 2024 jälkeen, erääntyy osa velkasitoumuksista nopeasti ja siten omistusosuus pienenee hetken aikaa ripeästi. Tämän jälkeen erääntymiset ovat tasaisempia, ja keskimaturiteetiltaan PEPP-omistukset vastaavat PSPP-omistusten ja Suomen valtion liikkeeseen laskemaa keskimaturiteettia eli 7,5:tä vuotta.

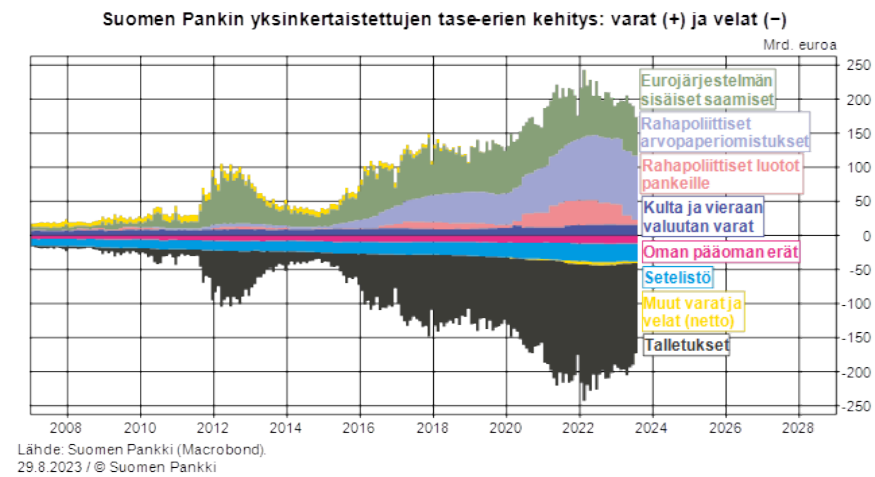
5. Sisäiset saamiset ovat pääosin ns. [TARGET2-saamisia](#).

6. Suomen Pankki ei julkaise yksittäisten liikkeeseenlaskijoiden tietoja, mutta Tilastokeskus julkaisee Suomen Pankin valtion velkakirjojen omistukset neljännesvuosittain rahoitustilinpidoissaan.

Suomen Pankin tasetta ovat kasvattaneet viime vuosina myös pankeille myönnetyt TLTRO-luotot. Enimmillään luottoja oli avoinna yli 36 mrd. euroa, mutta erääntymisten ja ennenaikaisten takaisinmaksujen myötä määrä on pudonnut heinäkuun 2023 lopussa noin 7,5 mrd. euroon. Suomen Pankki on myöntänyt TLTRO-luottoja kutakuinkin suhteessa Suomen talouden kokoon euroalueella. Esimerkiksi vuosina 2018 ja 2021 Suomen Pankin osuus koko eurojärjestelmän luotoista oli 1,2 % ja 1,6 % (tässä järjestyksessä, kuvio 5).^[7]

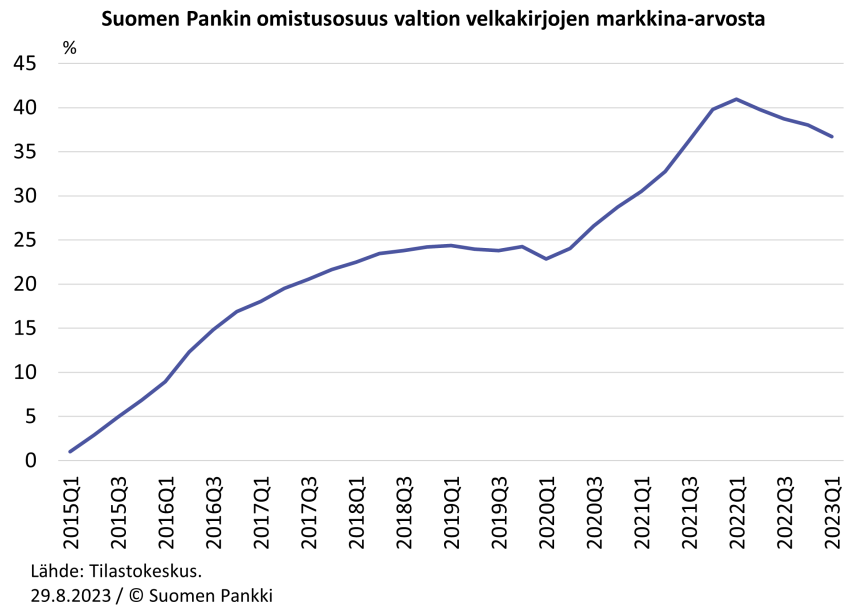
Suomen Pankin taseen loppusumma pienenee lähiaikoina vielä lisää osto-ohjelmaomistusten ja TLTRO-luottojen erääntyessä. Eurojärjestelmän sisäisen saamisen kehitykseen liittyy kuitenkin merkittävää epävarmuutta, sillä Suomen Pankkiin tehdyt talletukset voivat vaihdella reilustikin päivästä toiseen. Mainittujen erien ulkopuolisten erien osuus Suomen Pankin taseesta on verrattain pieni, ja sen voi odottaa pysyvän suhteellisen vakaana.

Kuvio 7.



7. Suomen väkiluvun ja BKT:n perusteella laskettu ns. [pääoma-avaimen](#) mukainen osuus olisi ollut noin 1,5 %.

Kuvio 8.



Avainsanat

rahapoliittiset luotot, EKP, keskuspankin tase, Suomen Pankki, osto-ohjelmat