Lievästi negatiivinen keskuspankkikorko keventää rahoitusoloja

3.10.2019 – Analyysi – Rahapolitiikka

Kimmo Koskinen
Neuvonantaja

Eeva Kerola
Vanhempi ekonomisti

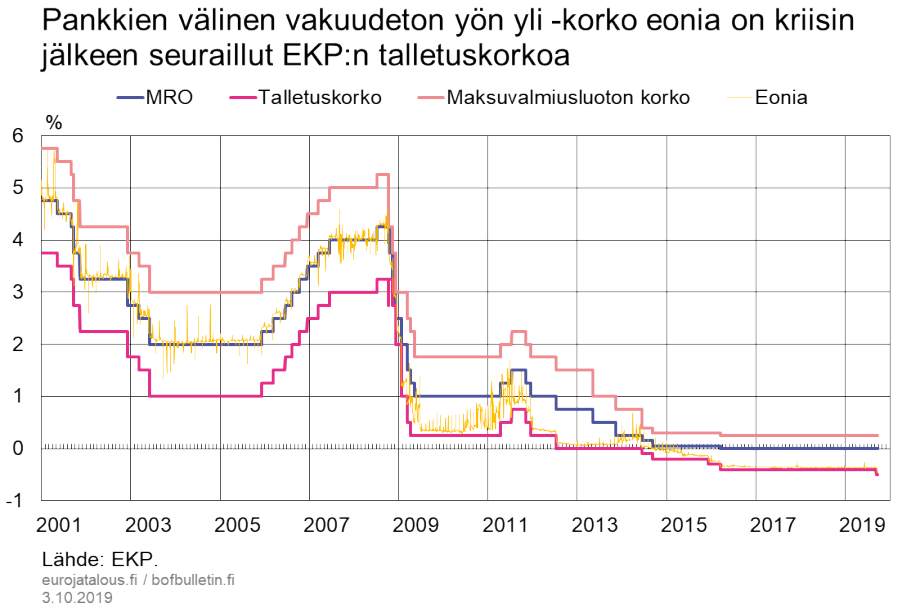
Negatiiviset korot ovat olleet keskeinen osa EKP:n rahapolitiikan elvyttävää kokonaismitoitusta jo reilun viiden vuoden ajan. EKP:n talletuskoron laskut nollarajan alapuolella ovat alentaneet erityisesti pankkien markkinavarainhankinnan hintaa ja välittyneet reaalitalouteen matalampina pankkilainojen korkoina. Vaikka alentunut korkotaso supistaa pankkien korkomarginaalia, euroalueen pankkien kannattavuushaasteet liittyvät suurelta osin pidemmän aikavälin rakenteellisiin ongelmiin. Tutkimusten mukaan lievästi negatiivisten korkojen hyödyt ovatkin haittoja suuremmat.

Euroalueella eletään negatiivisten korkojen aikaa jo kuudetta vuotta

EKP oli ensimmäinen suurista keskuspankeista, joka alensi ohjauskorkonsa nollan

alapuolelle. Ensin EKP laski talletuskorkonsa vuoden 2014 kesäkuussa –0,1 prosenttiin. Tämän jälkeen korkoja on laskettu yhteensä neljä kertaa, viimeisen kerran syyskuussa 2019. Nykyisellään talletuskorko on –0,50 % ja perusrahoitusoperaatioiden korko 0 %. Tanskassa keskuspankki laski koron negatiiviseksi ensimmäisen kerran jo vuoden 2012 heinäkuussa, Ruotsissa heinäkuussa 2014, Sveitsissä joulukuussa 2014 ja Japanissa tammikuussa 2016.

Kuvio 1



Koska euroalueen pankkijärjestelmässä on paljon ylimääräistä likviditeettiä[1], lyhimmät rahamarkkinakorot ovat jo vuoden 2008 lopulta seuranneet perusrahoitusoperaatioiden koron sijasta eurojärjestelmän talletuskorkoa (kuvio 1). Keskuspankin negatiivinen talletuskorko välittyy siis suoraan rahamarkkinakorkoihin. EKP:n laajennettu osto-ohjelma lisää ylimääräisen likviditeetin määrää, kun keskuspankki ostaessaan arvopaperin kasvattaa jonkin pankin keskuspankkitilin saldoa. Ylimääräinen likviditeetti on tällä hetkellä noin 1 700 mrd. euroa. Tälle vähimmäisvarantovelvoitteen ylittävälle osalle pankkien keskuspankkitalletuksia maksetaan talletuskorkoa.[2] Kun talletuskorko on negatiivinen, pankki saa aamulla keskuspankista vähemmän rahaa kuin mitä se oli keskuspankkitililleen edellisenä iltana tallettanut. Vaikka yksittäinen pankki voi vähentää ylimääräistä likviditeettiään lainaamalla sitä toisille pankeille, ostamalla

1. Pankit tarvitsevat likviditeettiä täyttääkseen mm. käteisen kysynnän ja vähimmäisvarantovelvoitteensa. Ennen finanssikriisiä EKP varmisti, että pankkijärjestelmä sai kokonaisuutena tarvittavan määrän lainaa. Pankkijärjestelmässä likviditeetti jakaantui pankkien välisen luotonannon kautta uudelleen pankkien yksilöllisten tarpeiden mukaan. Finanssikriisin puhjettua pankit lakkasivat jakamasta likviditeettiä keskinäisillä markkinoillaan, ja EKP alkoi lokakuussa 2008 hyväksyä pankkien huutokaupoissa tehdyt tarjoukset täysimääräisesti. Näin järjestelmään alkoi kertyä ylimääräistä likviditeettiä.

2. Pankkien tulee pitää tietty osuus vastaanottamista talletuksistaan keskuspankissa varantotalletuksena. Näille vähimmäisvarantotalletuksille maksetaan perusrahoitusoperaatioiden korkoa (joka on nykyisellään 0,0 %).

omaisuuseriä tai välittämällä asiakkaidensa maksuja, pankkijärjestelmä kokonaisuutena ei voi sitä vähentää. Likviditeetti siirtyy aina pankilta toiselle, ja pankkijärjestelmä on tässä mielessä suljettu systeemi. Pankkisektorille talletuskorosta aiheutuvia korkokuluja lieventävät EKP:n neuvoston syyskuussa tekemät päätökset portaittaisesta talletuskorkojärjestelmästä[3] ja tulevan kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) sarjan ehtojen keventämisestä.

Koska negatiiviset korot ovat verrattain uusi ilmiö ja EKP:n neuvosto päätti syyskuussa laskea korkoa lisää, on hyvä pohtia, miten negatiiviset korot eroavat positiivisista koroista. Tässä artikkelissa negatiivisten korkojen vaikutuksia käydään läpi tutkimuskirjallisuuden valossa ja tarkastellaan, mitä kautta ne välittyvät euroalueen reaalitalouteen. Euroalueella negatiivisten korkojen keskeinen vaikutuskanava on pankkien luotonantokanava, johon tässä artikkelissa keskitytään. Negatiivisten korkojen vaikutusten arvioinnissa on tärkeää tarkastella pankkien taseiden molempia puolia, jotta voidaan ymmärtää mahdollisten haittojen lisäksi myös negatiivisesta korosta koituvat hyödyt.

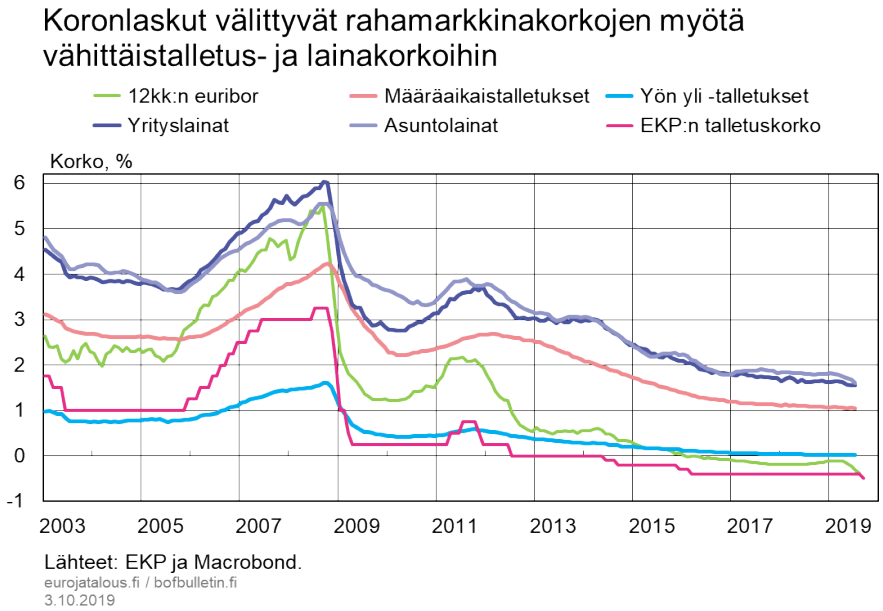
Miten ohjauskoron laskut nollarajan alapuolella eroavat aiemmin tehdyistä koronlaskuista?

Tarkastellaan ensin rahapolitiikan välittymistä tavanomaisessa tilanteessa, kun korot ovat positiivisia. Kun keskuspankki laskee ohjauskorkoaan, muutokset välittyvät suoraan eripituisiin rahamarkkinakorkoihin. Koska pankkien on mahdollista lainata rahaa myös toisiltaan, viitekorot pankkien välisille yön yli- ja määräaikaistalletuksille (eonia ja euriborit) seurailevat suhteellisen kitkattomasti ohjauskorkoa. Näin pankkien sekä muilta pankeilta että markkinoilta saatava rahoitus halpenee. Pankit myös alentavat asiakkaille maksettavia vähittäistalletuskorkoja, mikä entisestään pienentää pankkien korkokuluja. Keskuspankin ohjauskorkojen lasku alentaa siis kaiken kaikkiaan pankkien varainhankinnan kustannuksia.

Koska yritykset voivat ainakin osittain siirtyä markkinaehtoiseen rahoitukseen ja pankit joutuvat kilpailemaan asiakkaista myös toisten pankkien kanssa, pankkien varainhankinnan halpeneminen välittyy kotitalouksille ja yrityksille matalampina pankkilainojen korkoina. Kun pankkisektorin välittämän rahoituksen hinta laskee, lainojen kysyntä piristyy ja näin lainananto, investoinnit ja yksityinen kulutus kasvavat.

3. Portaittainen talletuskorkojärjestelmä tarkoittaa sitä, että osa pankkien ylimääräisestä likviditeetistä vapautetaan negatiivisesta talletuskorosta. Yksittäisen pankin vapautettujen talletusten enimmäismäärä on kuusi kertaa sen oman vähimmäisvarantovelvoitteen määrä. Tälle vapautetulle osalle maksetaan perusrahoitusoperaatioiden korkoa (nykyisellään 0,0 %).

Kuvio 2

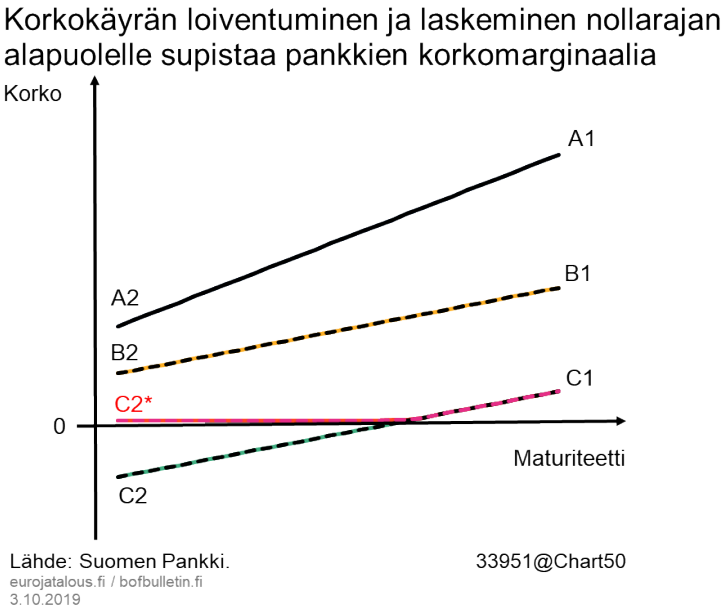


Niissä maissa, joissa sekä kotitalouksille että yrityksille myönnetyt pankkilainojen korot ovat valtaosin sidottu suoraan euribor-korkoihin, kuten Suomessa, EKP:n rahapolitiikan kevennys välittyy yksityiselle sektorille hyvin nopeasti. Myös ne yritykset, jotka rahoittavat investointejaan markkinoilta laskemalla liikkeeseen joukkolainoja, hyötyvät suoraan alhaisesta korkotasosta.

Kuviossa 3 tarkastellaan pankin näkökulmasta sitä, miten negatiiviset korot ja keskuspankin arvopaperiostot välittyvät sen korkotuloihin ja -menoihin. Perinteisessä pankkitoiminnassa pankit saavat tuottoa muuttamalla lyhytaikaiset talletukset ja muun lyhytaikaisen velkarahoituksen pitkäaikaisiksi lainoiksi tai muiksi saamisiksi. Näin yksinkertaistaen pankki saa tuoton korkokäyrän pidemmästä päästä (korkotaso pisteessä A1, kuvio 3) ja maksaa kulut lyhyen pään mukaan (korkotaso pisteessä A2). Korkomarginaali, eli pankille jäävä tuotto, on näiden korkotasojen erotus (A1–A2). Mitä jyrkempi on korkokäyrä, eli mitä suurempi ero on pitkän ja lyhyen koron välillä, sitä suurempi on pankin saama tuotto.

Keskuspankki pystyy ohjailemaan korkokäyrän lyhyttä päätä muuttamalla ohjauskorkoaan. Vastaavasti keskuspankin viime vuosina tekemät arvopaperiostot painavat alas myös korkokäyrän pidempää päätä. Tämä on eräs syy siihen, miksi korkokäyrä on euroalueella viime vuosina loiventunut (korkokäyrä B). Kun keskuspankki laskee ohjauskorkonsa negatiiviseksi, rahapolitiikan välittyminen pankkien luotonantokanavan kautta ei enää ole yhtä suoraviivaista.

Kuvio 3



Kun korkokäyrän lyhyt pää laski nollarajan alapuolelle (korkokäyrä C), pankkien varainhankinta ei halventunutkaan yhtä paljon kuin ennen. Tämä johtui siitä, että pankit eivät yleisesti halunneet laskea omia vähittäistalletuskorkojaan negatiivisiksi. Vähittäisasiakkaat, kuten kotitaloudet ja pienet yritykset, voisivat suhteellisin vähäisin kustannuksin joko vaihtaa pankkia tai nostaa rahat kokonaan pois pankista ja siirtyä käteiseen, jonka nimelliskorko on joka tapauksessa nolla. Talletusten pois vetämisen pelossa pankit ovat pääosin maksaneet vähittäistalletuksilleen vähintään nollakorkoa.

Tällä on merkitystä korkojen välittymiskanavalle, etenkin kun vähittäistalletukset ovat kriisin jälkeen tulleet euroalueen pankeille yhä tärkeämmiksi[4]. Kuviossa korkokäyrän C lyhyt pää nouseekin pankin näkökulmasta pisteestä C2 pisteeseen C2* ja korkokäyrä loivenee entisestään ja supistaa korkomarginaalia. Jos valtaosa pankin varainhankinnasta muuttuu immuuniksi korkotason laskulle, vaimentaa se myös rahapolitiikan välittymistä, jos yksityisen sektorin lainakorot reagoivat aiempaa vähemmän ohjauskoron muutoksiin.

Pankkien varainhankinnan kustannuksia ovat osaltaan laskeneet EKP:n tarjoamat pitempiaikaiset kohdennetut luotto-operaatiot (TLTRO), joissa pankeilla on mahdollisuus ottaa keskuspankista lainaa hyvin edullisin ehdoin. Lainan korko on laskenut sitä alemmaksi, mitä enemmän pankit ovat lisänneet luotonantoaan yksityiselle sektorille. Operaatiot takaavat pankeille pidemmäksi aikaa edullisen rahoituksen, mikä parantaa korkojen välittymistä kotitalouksille ja yrityksille. Tutkimukset osoittavat, että pitkillä luotto-operaatioilla on ollut positiivinen vaikutus myös luotonantoon (Laine, 2019 ja Euro & talous 1/2019).

4. Vähittäistalletukset kattavat nykyisellään pankkien varainhankinnasta keskimäärin jo lähes 70 %.

Pitkäkestoisesti negatiiviset korot voivat saada pankit muuttamaan käytäntöjään

Ajan kuluessa pankit sopeutuvat toimintaympäristön muutoksiin. Kun EKP:n talletuskorko laskettiin –0,40 prosenttiin vuoden 2016 maaliskuussa, pankit alkoivat yhä enemmän periä negatiivista korkoa isojen yritysasiakkaiden ja institutionaalisten sijoittajien talletuksilta. Vaikka yritysten pankkitalletuksista jo viidesosalla on euroalueella negatiivinen talletuskorko, kattaa tämä edelleen vain 5 % kaikista pankkitalletuksista. Saksassa osuus on euroalueen suurin – negatiivista korkoa peritään jo joka toiselta yritystalletukselta, mikä on 15 % koko Saksan talletuskannasta (Altavilla ym., 2019). Negatiivisten talletuskorkojen periminen yrityksiltä on viime aikoina yhä lisääntynyt, mikä voi liittyä kasvaneisiin odotuksiin nykytilanteen pitkittymisestä. Tästä huolimatta yksikään pankki ei ole siirtynyt perimään negatiivista korkoa kotitalouksien vähittäistalletuksilta.[5]

Pankit ovat myös osin muuttaneet käytäntöjään ainakin asuntolainojen viitekoroissa. Suomessa jo laajalti käyttöön otettu viitekoron korkolattia rajaa otetun lainan viitekoron nollaan. Nollarajan alittavat viitekoron muutokset eivät välity lainakorkoon, sillä lainanottaja maksaa aina vähintään pankin kanssa sopimansa marginaalin. Näin pankki suojaa osan korkotuloistaan negatiiviselta korolta. Toisaalta rahapolitiikan kevennys ohjauskorkoa laskemalla ei enää välity velallisen lainanhoitokustannuksiin niin kauan, kun viitekorko pysyy nollarajan alapuolella.

Pankkien varainhankinta on halventunut, kun markkinakorot ovat laskeneet selvästi negatiivisiksi ja keskuspankki on tarjonnut kohdennettuja pitempiaikaisia luotto-operaatioita erittäin edullisin ehdoin. Lisäksi pankit ovat ryhtyneet perimään negatiivista talletuskorkoa isommilta yritysasiakkailtaan. Kaikki nämä toimet painavat kuvion 3 korkokäyrän C lyhyttä päätä nollarajan alle (C2* siirtyy alemmas). Samalla rahapolitiikan välittymistä kuitenkin rajoittavat viitekoron korkolattian tapaiset käytännöt, joilla pankit vastaavasti lukitsevat korkokäyrän pitkän pään (C1) laskun nollarajalle.

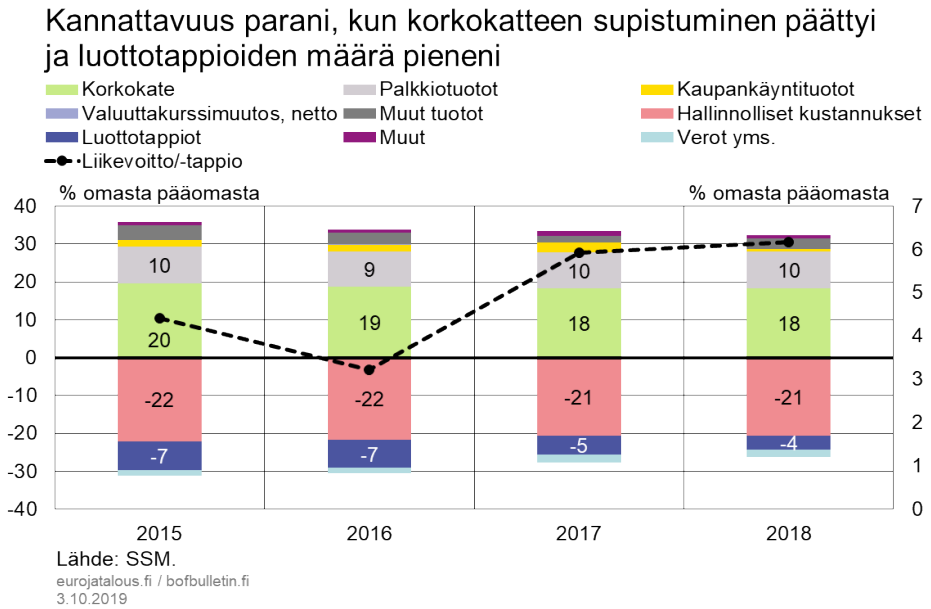
Euroalueen pankkien kannattavuus ei riipu yksinomaan korkotasosta

Euroalueen pankkisektorin korkokate[6] alkoi vuoden 2018 aikana kasvaa, kun luotonannosta kertyvät tuotot vakaantuivat. Tämä johtui siitä, että pankkilainojen korkojen merkittävin lasku oli takanapäin ja lainakannan kasvu pysyi läpi vuoden suotuisana. Pankkien markkinavarainhankinnan hinta on eurojärjestelmän negatiivisen talletuskoron myötä laskenut selvästi, ja etenkin katettujen velkakirjojen hinta on laskenut historiallisen alhaiseksi. Lisäksi keskuspankin pitempiaikaisten luotto-operaatioiden (TLTRO:t) edulliset ehdot ovat osaltaan pienentäneet pankkien

5. Vähittäistalletuksilla tarkoitetaan alle 100 000 euron talletuksia.
6. Korkokate on pankin korkotuottojen ja korkokulujen välinen erotus. Korkotason lisäksi korkokatteeseen vaikuttavat myös määrät, kuten luotonanto- ja talletusvolyymit, arvopaperisijoitusten määrä tai liikkeeseen lasketut velkakirjalainat. Vaikka yksittäisestä lainasta saatava tuotto pienenee, pankki voi lainamäärää tarpeeksi kasvattamalla kasvattaa korkokatettaan.

rahoituskustannuksia.

Kuvio 4



Negatiiviset korot yhdessä keskuspankin arvopaperiostojen kanssa ovat kasvattaneet arvopaperien hintoja ja näin tukeneet pankkien sijoitustoiminnan arvostusvoittoja. Kevyt rahapolitiikka on myös vahvistanut pankkien kykyä vähentää luottoriskejä taseistaan. Tähän ovat vaikuttaneet sekä alhaiset rahoituskustannukset että parantunut rahoituksen saatavuus. EKP:n rahapoliittisilla toimilla onkin myönteisiä vaikutuksia pankkien taseiden molempiin puoliin. Paine pankkien korkokatetta kohtaan kuitenkin jatkuu, sillä talousnäkymät ovat vuoden 2019 aikana heikentyneet ja yleinen korkotaso laskenut.

Vaikka korkokate on pankkitoiminnassa keskeinen tekijä, euroalueen pankkien kannattavuuden ajurina ei voida pitää yksinomaa korkoympäristöä. Euroalueen pankkisektoria vaivaavat etenkin pitkän aikavälin rakenteelliset ongelmat.

Tuottokehityksen valossa yksi keskeisin ongelma on ollut pankkien heikko kyky kompensoida korkokatteen vaisua kehitystä muilla tuotoilla. Eurooppalaiset pankit toimivat hyvin paikallisesti, mikä rajoittaa pankkien kykyä laajentaa tulolähteitä. Monissa euromaissa pankkien kustannusrakenne on edelleen raskas, ja sektorilla on tarvetta tehostaa toimintojaan. Pankkeja on usein talouden kokoon nähden paljon, ja pankeilla on paikoitellen edelleen laaja ja raskas konttoriverkosto. Tulevina vuosina pankkien tulee vastata myös isojen trendien kuten digitalisaation tuomiin haasteisiin. Nämä investoinnit ovat kalliita ja rasittavat pankkien kannattavuutta lyhyellä aikavälillä. Toisaalta investointeja tarvitaan tehokkuuden lisäämiseksi tulevaisuudessa. Tällaisiin pankkisektorin rakenteellisiin ongelmakohtiin on käytännössä sekä mahdotonta että tarpeetonta puuttua rahapoliittisin toimin.

Tutkimuskirjallisuuden mukaan lievästi negatiivisten korkojen hyödyt ovat haittoja suuremmat

Tutkimuskirjallisuudessa on tarkasteltu negatiivisen rahapolitiikkakoron välittymistä reaalitalouteen sekä teoreettisesti että empiirisesti. Negatiivisten korkojen myönteiset vaikutukset tulevat erityisesti yleisen taloustilanteen paranemisesta, mikä tukee pankkien kannattavuutta (Altavilla ym., 2018; Genay ja Podjasek, 2014; Erikson ja Vestin, 2017; Bräuning ja Wu, 2017; Dell'Ariccia ym., 2017). Kun lainakorot laskevat ja lainanotto tulee näin halvemmaksi, lainojen kysyntä kasvaa. Vaikka yksittäisestä lainasta saatava tuotto laskeekin, kun korkomarginaali supistuu, lainamäärää tarpeeksi kasvattamalla pankin saama kokonaistuotto kasvaa. Lainakannat, investoinnit ja yksityinen kulutus lisääntyvät, mikä parantaa yleistä taloustilannetta ja kasvattaa kysyntää edelleen. Koronlaskuun liittyy usein myös valuutan heikkeneminen muita valuuttoja vastaan, mikä osaltaan tukee ulkomaankauppaa. Lainanhoitokustannusten lasku vähentää luottotappioita ja hoitamattomien luottojen määrää, mikä taas tukee lainanantoa ja pankin kannattavuutta. Näiden positiivisten vaikutusten onkin nähty kompensoivan korkomarginaalin supistumista. Lisäksi kun riskinotto ja kysyntä kasvavat, eri omaisuuserien arvo myös pankin taseessa nousee.

Tutkimustulokset tukevat aiemmin kuvion 3 avulla esitettyä tapahtumakulkua siitä, että keskuspankin ohjauskoron alentamiset nollarajalla ja etenkin sen alapuolella supistavat pankkien korkokatetta ja kannattavuutta enemmän kuin jos ohjauskorkoa laskettaisiin korkeammilla korkotasoilla (Borio ym., 2017; Claessens ym., 2017). Tämä johtuu siitä, että pankit eivät pysty pienentämään korkomenojaan yhtä paljon kuin niiden luotonannosta saamat korkotulot supistuvat.

Lisäksi alttius negatiivisille koroille vaihtelee pankeittain. Mitä enemmän pankit nojaavat varainhankinnassaan vähittäistalletuksiin, joiden korkoa ne eivät halua laskea negatiiviseksi, sitä enemmän negatiiviset korot vaikuttavat niiden kannattavuuteen. Kun ohjauskorkoa lasketaan yhä negatiivisemmaksi, vahvasti vähittäistalletuksiin nojaavien pankkien on nähty vähentävän muita pankkeja enemmän lainanantoaan ja siirtyvän lainoittamaan riskisempiä yrityksiä (Heider ym., 2018[7]). Tällaisten pankkien osakekurssien on myös havaittu laskevan voimakkaammin korkojen laskun myötä ja heijastavan näin niiden kannattavuuden supistumista suhteellisesti muita pankkeja enemmän (Ampudia ym., 2017). Dell'Ariccia ym. (2014) ja Molyneux ym. (2019) havaitsevatkin, että markkinarahoitukseen nojaavat pankit ovat hyötyneet negatiivisten korkojen myötä halventuneesta markkinavarainhankinnasta suhteellisesti enemmän, mikä on tukenut niiden lainanantoa yksityiselle sektorille. Toisaalta Demiralp ym. (2019) saivat tuloksen, että mitä enemmän pankeilla oli vähittäistalletuksia ja samalla ylimääräistä likviditeettiä keskuspankkitileillään, sitä enemmän niillä oli myös lainanantoa taseessaan. Osittain aiempiin tutkimuksiin (esim. Heider ym., 2018) nähden päinvastainen tulos selittynee kattavammalla pankkiaineistolla ja pankkien hallussa olleen ylimääräisen likviditeetin huomioon ottamisella.

Brunnermeier ja Koby (2019) esittävät teoreettisen alarajan (ns. reversal rate, käänteinen

7. Tutkimuksessa keskityttiin syndikoituun luotonantoon euroalueella kesäkuussa 2014 tapahtuneen ensimmäisen koronlaskun jälkeen.

korko) sille, miten negatiiviseksi ohjauskorko voi laskea, ilman että koronlasku on rahapolitiikkaa kiristävä toimenpide. Tietyn teoreettisen rajan jälkeen ohjauskorkojen laskeminen entistä negatiivisemmiksi johtaa siihen, että kannattavuuden heikkeneminen pakottaa pankit nostamaan antolainauskorkojaan, mikä puolestaan supistaa lainanantoa ja hidastaa kokonaistuotantoa. Tämä raja saavutetaan teoreettisessa tarkastelussa silloin, kun pankki ei voi enää lainakantaa kasvattamalla kompensoida alemman korkotason negatiivista vaikutusta voittoihin. Lopulta pankin kohtaama pääomarajoite johtaa siihen, että lainakanta ei voi enää kasvaa niin nopeasti, että alentuneiden korkojen vaikutus kumoutuisi.

Empiirisiä tarkasteluja tästä teemasta on vasta vähän. Molyneux ym. (2019) havaitsivat, että lainananto kehittyi vuoteen 2016 asti heikommin niissä OECD-maissa, joissa otettiin käyttöön negatiiviset ohjauskorot. Eggertsson ym. (2019) käyttivät tutkimuksessaan Ruotsin datalla kalibroitua makromallia. Mallin mukaan jo –0,50 prosentin korko saa pankkien kannattavuuden heikkenemään niin, että ne nostavat lainakorkojaan. Tälle löytyy kuitenkin toteutuneesta tilastoaineistosta lähinnä päinvastaista näyttöä (mm. Erikson ja Vestin, 2019). Sveitsissä sen sijaan on dokumentoitu korkojen nousseen negatiivisen ohjauskoron myötä erityisesti pidemmissä asuntolainoissa (Basten ja Mariathasan, 2018).

Brunnermeier ja Koby (2019) osoittivat teoreettisesti myös sen, että käänteisen koron taso nousee, kun erittäin alhaisten korkojen aika jatkuu pidempään. Negatiivisten korkojen pitkittyminen saa pankit ottamaan tuottojen toivossa liiallisia riskejä. Kun samalla niiden kannattavuus supistuu, aiheuttaa se talouteen rahoitusvakausriskejä (Arteta ym., 2017). Myös mm. Genayn ja Podjasekin (2014), Buschin ja Memmelin (2015) ja Bundesbankin (2015) tutkimukset vahvistavat näkemystä, että erityisesti alhaisen korkotason pitkäkestoisuus on pankkien kannattavuuden kannalta suurin riski.

Negatiiviset korot ovat keskeinen osa EKP:n rahapolitiikan elvyttävää kokonaismitoitusta

Negatiiviset korot ovat tähän mennessä välittyneet euroalueella suhteellisen kitkattomasti alentaen sekä kotitalouksien että yritysten pankkilainakorkoja. Parina seuraavana vuonna negatiivisten korkojen käyttöönoton jälkeen pankit laskivat sekä yrityksille että kotitalouksille myönnettyjen pankkilainojen korkoja reilulla prosenttiyksiköllä. Viime kuukausina pankkilainojen keskikorot ovat yleisen korkotason laskun myötä alkaneet uudestaan laskea. Negatiivisten korkojen lisäksi pankkilainojen korkoja ovat laskeneet myös muut rahoituksen kustannuksia alentavat toimet. Tähän joukkoon kuuluvat mm. TLTRO-operaatiot ja pankkien katettujen joukkovelkakirjalainojen ostot.

Negatiivisten korkojen pankeille aiheuttaman vaikutuksen suoraviivainen ja muista rahapoliittisista toimista irrallinen arviointi onkin haastavaa. EKP:n toimenpiteet finanssikriisin jälkeen ovat vaikuttaneet samanaikaisesti (ja osin vastakkaisesti) sekä pankkien korkotuottoihin että korkomenoihin. Uusi korkoympäristö on myös saanut pankit osittain muuttamaan toimintatapojaan.

Entistä suurempi joukko pankkeja on alentanut yritystalletuskorkonsa negatiivisiksi, ja

toiset suojaavat korkotulojaan asettamalla viitekorolle lainaehdoissa korkolattian. Samalla valtaosa pankkien varainhankinnasta ei todennäköisesti enää merkittävästi halpene, kun pankit eivät ole halunneet laskea kotitalouksien vähittäistalletuskorkoja negatiivisiksi, jotta talletuksia ei aleta muuttamaan nollakorkoiseksi käteiseksi. Nämä toimet yhdessä saattavat tulevaisuudessa hidastaa korkomuutosten välittymistä pankkisektorin kautta. Toisaalta korkomuutokset tulevat jatkossakin näkymään pankkien markkinaehtoisen rahoituksen hinnassa ja välittymään suoraan myös yritysten markkinavarainhankintaan.

Negatiivisilla koroilla on rajansa myös rahapolitiikan välittymisen näkökulmasta. Teoreettisesti on esitetty, että on olemassa tietty korkotaso, jonka jälkeen koronlaskut eivät enää välity tai jopa saavat pankit nostamaan antolainauskorkoja ja supistamaan lainanantoa. Koska tämä korkotaso riippuu pitkälti pankkijärjestelmän rakenteesta[8], se voi siksi erota suuresti maittain, mutta myös muuttua ajan kuluessa.

Erittäin alhaisilla koroilla on väistämättä pitkään jatkuessaan omat riskinsä. Negatiivisten korkojen avulla rahapolitiikkaa on kuitenkin kevennetty merkittävästi tilanteessa, jossa hintavakauden tavoite on sitä vaatinut. Selvästi suurempi riski olisikin otettu, jos nimelliskorkoa ei olisi kesällä 2014 enää nollarajalta laskettu. Negatiiviset korot ovat osaltaan onnistuneet keventämään yksityisen sektorin rahoitusoloja, ja niitä tarvitaan euroalueella yhä talouskehityksen tukemiseksi.

Lähteet:

Altavilla, C. – Boucinha, M. ja Peydró, J. L. (2018) Monetary policy and bank profitability in a low interest rate environment. Barcelona Graduate School of Economics Working Paper No. 1101.

Altavilla, C. – Burlon, L. – Giannetti, M. ja Holton, S. (2019) Is there a zero lower bound? The effects of negative policy rates on banks and firms. ECB Working Paper, Series No. 2289, kesäkuu 2019.

Arteta, C. – Kose, M. A. – Stocker, M. ja Taskin, T. (2018) Implications of negative interest rate policies: An early assessment. Pacific Economic Review 23: 8–26.

Basten, C. ja Mariathasan, M. (2018) How banks respond to negative interest rates: evidence from the Swiss exemption threshold. CESifo Working Paper 6901.

Borio, C. – Gambacorta, L. ja Hofmann, B. (2017) The Influence of Monetary Policy on Bank Profitability. International Finance 20: 48–63.

Brunnermeier, M. ja Koby, Y. (2019) The Reversal Interest Rate. (Working Paper) Version: January 30, 2019. https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/25b_reversalrate.pdf.

8. Brunnermeierin ja Kobyn (2019) tutkimuksessa korkotason teoreettinen alaraja riippuu mm. pankin taseen koostumuksesta, pääomarajoitteiden kiristävyydestä sekä siitä, kuinka suurelta osin negatiivinen korko välittyy laina- ja talletuskorkoihin.

Bräuning, F. ja Wu, B. (2017) ECB Monetary policy transmission during normal and negative interest rate periods. (Maaliskuu 24, 2017). Available at SSRN: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2940553.

Bundesbank (2015) Financial Stability Review. Syyskuu 2015.

Busch, R. ja Memmel, C. (2015) Banks' net interest margin and the level of interest rates. Discussion Papers 16/2015, Deutsche Bundesbank Research Centre.

Claessens, S. – Coleman, N. ja Donnelly, M. (2017) "Low-for-long" interest rates and banks' interest margins and profitability: cross-country evidence. International Finance Discussion Papers 1197.

Dell'Ariccia, G. – Laeven, L. ja Marquez, R. (2014) Real interest rates, leverage and bank risk taking. Journal of Economic Theory 149(1): 65–99.

Demiralp, S. – Eisenschmidt, J. ja Vlassopoulos, T. (2019) Negative interest rates, excess liquidity and retail deposits: banks' reaction to unconventional monetary policy in the euro area. ECB Working Paper, Series No. 2283.

Eggertsson, G. B. – Juelsrud, R. E. – Summers, L. H. ja Wold, E. G. (2019) Negative nominal interest rates and the bank lending channel. NBER Working Paper No. 25416.

Erikson, H. ja Vestin, D. (2019) Pass-through at mildly negative policy rates: the Swedish case. Sveriges Riksbank Staff Memo, tammikuu 2019.

Fraisse, H. – Lé, M. ja Thesmar, D. (2017) The real effects of bank capital requirements. ESRB Working Paper, Series 47, European Systemic Risk Board.

Genay, H. ja Podjasek, R. (2014) What is the impact of a low interest rate environment on bank profitability? Chicago Fed Letter, 324, heinäkuu 2014.

Gropp, R. – Mosk, T. – Ongena, S. ja Wix, C. (2018) Banks response to higher capital requirements: Evidence from a quasinatural experiment. The Review of Financial Studies 32(1): 266–299.

Jimenéz, G. – Ongena, S. – Peydró, J.-L. ja Saurina, J. (2017) Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers and credit supply: Evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments. Journal of Political Economy 125: 2126–2177.

Juelsrud, R. E. ja Wold, E. G. (2018) Risk-weighted capital requirements and portfolio rebalancing. Journal of Financial Intermediation (in press).

Laine, O.-M. (2019) The effect of TLTRO-II on bank lending. Bank of Finland Research Discussion Paper No. 7/2019.

Molyneux, P. – Reghezza, A. – Thornton, J. ja Xie, R. (2019) Did negative interest rates improve bank lending? Journal of Financial Services Research (online first).

Avainsanat

rahapolitiikan välittyminen, negatiivinen korko, pankkisektori