Analyysi

Miten Euroopan keskuspankki ohjaa korkoja tulevaisuudessa?

Rahapolitiikka | 29.08.2023 | Niko Herrala, Kristian Tötterman

KIRJOITTAJAT



Niko Herrala
Toimistopäällikkö



Kristian Tötterman
Markkina-analyytikko

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, 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 pankkeja kaupankäyntiin pankkien välisillä markkinoilla keskuspankkiin turvautumisen sijasta.

Finanssikriisiin asti käytössä ollutta toimeenpanokehikkoa 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).

Kuvio 1.



© Suomen Pankki

Eurojärjestelmän rahapolitiikka muuttui finanssikriisin jälkeen

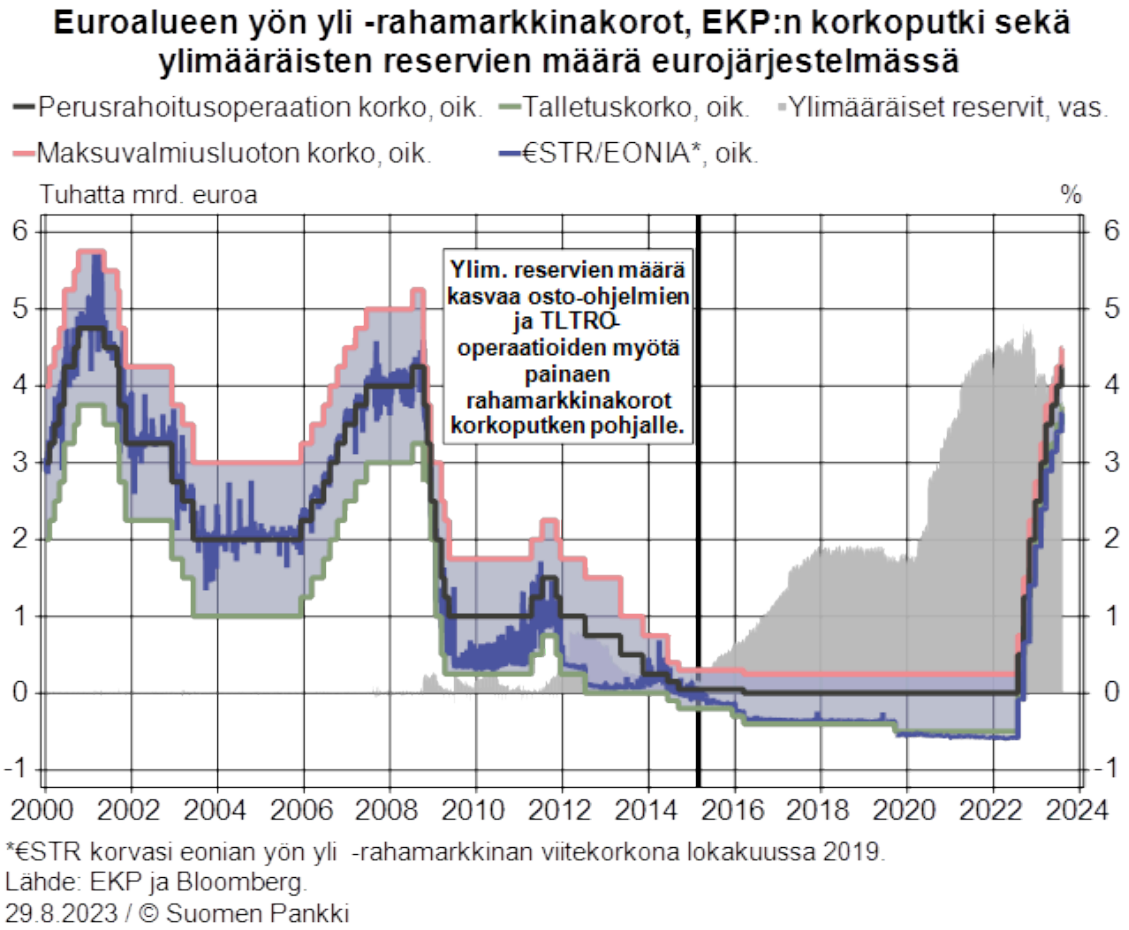
Eurojärjestelmän rahapolitiikka on muuttunut olennaisesti finanssikriisin jälkeen. Tärkein muutos toimeenpanokehikon kannalta on ollut se, että eurojärjestelmä on tukeutunut rahapoliittisessa elvytyksessään toistuvasti arvopaperiostoihin eli ns. määrälliseen keventämiseen ja kohdennettuihin (TLTRO:t) 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).

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.



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 "Eurojärjestelmän tase pienenee rahapolitiikan kiristyessä" 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 rahapolitiikkaa vanhaan tapaan vai sopisiko nykymaailmaan paremmin nykykehikkoa muistuttava malli, jossa reservejä on enemmän ja rahamarkkinakorot seuraavat talletuskorkoa.

EKP:n neuvosto ilmoitti joulukuussa 2022 arvioivansa, millaisilla järjestelyillä rahapolitiikkaa 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 toimeenpanokehikkoaan 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 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.

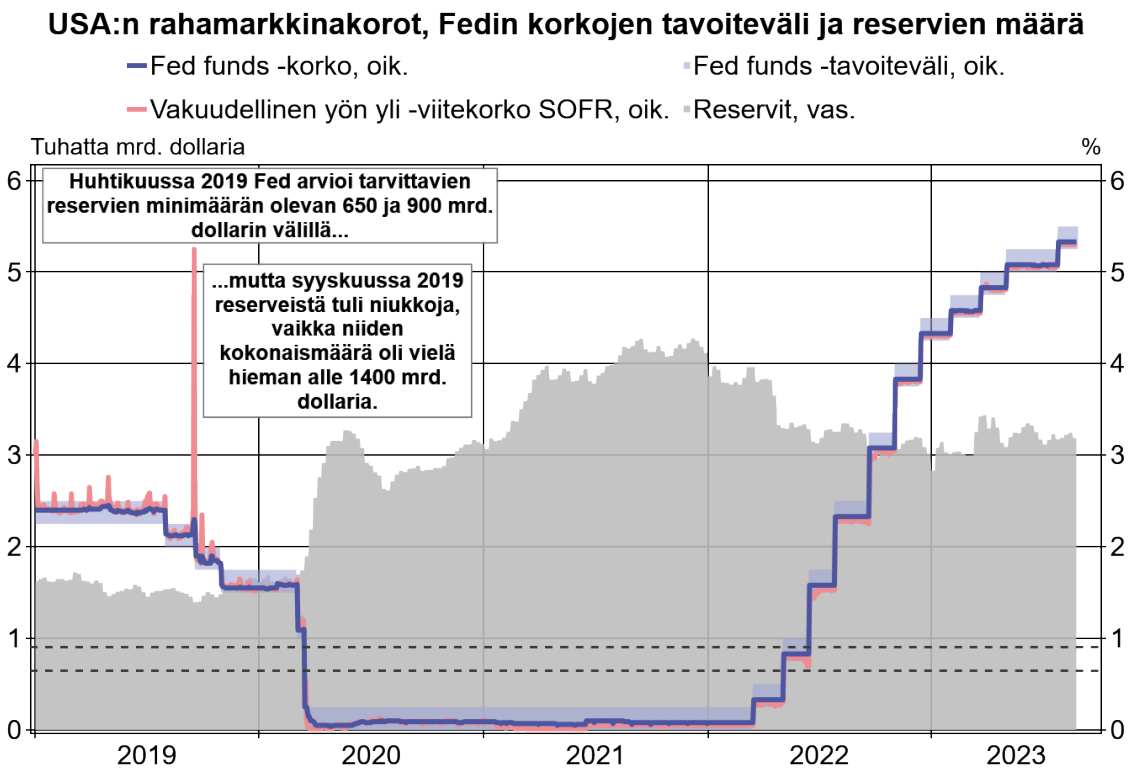
Reservien sopivaa määrää on vaikea arvioida

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.



Lähde: Bloomberg.
29.8.2023 / © Suomen Pankki

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 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 yleistyminen, 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. Suuretkaan 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 normaaliaikoina 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 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 reaalitalouden 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 ohjauskyvyn 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 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.

Viitteet

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. ↑
5. Talletuskorko oli 1 prosenttiyksikön perusrahoitusoperaation koron alapuolella ja maksuvalmiusluoton korko 1 prosenttiyksikön perusrahoitusoperaation koron yläpuolella. ↑
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? ↑
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. ↑
9. Fed haarukoi 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?. ↑

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. ↑
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. ↑

Asiasanat

EKP, rahapolitiikan toimeenpano