

## ANALYYSI

# Onko vanhaan paluuta – rahapolitiikan toteutus ohjaukorkojen noustessa ja eurojärjestelmän taseen pienentyessä

Rahapolitiikka | 29.08.2023 | Juha Niemelä, Tuomas Välimäki

### KIRJOITTAJAT



Juha Niemelä



Tuomas Välimäki  
Johtokunnan jäsen

Kahden viime vuoden aikana inflaatio on kiihtynyt voimakkaasti. Tähän vastauksena EKP on kiristänyt rahapolitiikkaansa merkittävästi: ohjaukorkoja on nostettu 4,25 prosenttiyksiköllä ja arvopaperiomistusten ja pankeille myönnettyjen luottojen määrän on annettu supistua huomattavasti. Rahapolitiikan normalisoitumisen myötä EKP on käynnistänyt arvioinnin siitä, miten rahapolitiikkaa toteutetaan jatkossa. Ohjataan 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.<sup>1</sup>

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

## 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 volatiilisuudella 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.<sup>5</sup> Rahapoliittiset arvopapereiden netto-ostot on lopetettu kokonaan, erääntyvien omistusten uudelleensijoituksista on valtaosin luovuttu<sup>6</sup>, ja pankeille pandemian aikana myönnetty matalakorkoiset luotot vähentyvät nopeassa tahdissa.<sup>7</sup> Keskuspankin 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 reaalkorkotason 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.<sup>89</sup>

## 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 reaalityönteeseen. 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 kriisiaikojen edeltäneeseen tapaan mitoittaa keskuspankkien taseet. Toisaalta onko paluu edes tavoiteltava vaihtoehto keskuspankkien nykyinen taseiden koko ja korkojen ohjauksen voima huomioiden?

Eurojärjestelmä pystyy kontrolloimaan lyhyiden korkojen muodostumista sekä keskuspankkiluottoihin että talletuksiin perustuvalla mallilla. Viime vuosien kokemukset puoltavat yhä periaatetta, jonka mukaan keskuspankin tahatonta jalanjälkeä 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 korkovolatiilisutta.

Tilanne muuttuu aikaa myöden eurojärjestelmän aiemmin hankkimien arvopapereiden erääntyessä ja pankkien ylimääräisten reservien huvetessa 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*).<sup>10</sup>

## 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.<sup>11</sup> Ruotsissa korkoputki on 0,2 prosenttiyksikköä, mikä on vain 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) käänköpuolena 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 likviditeetistä 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 vakuuskehikkoa 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 lähtöpisteen.

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 politiikkakorollaan.<sup>12</sup> 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.<sup>13</sup> Oikein kalibroitu 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 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, heikennä kannustimia vastuulliseen taloudenpitoon tai heikennä markkinoiden likviditeettiä. Toisaalta vuonna 2021 käyttöönotettu 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 ilmastoriskejä rahapolitiikan toimeenpanon hiilijalanjälkeä pienentämällä. Samalla voitaisiin tukea vihreän rahoituksen kehittymistä euroalueella. Artikkelin loppuosassa pureudutaankin juuri ilmastoriskien huomiointiin keskuspankin arvopaperiomistuksissa.

## Ilmastoriskit voidaan huomioida myös taseen supistuessa

Eurojärjestelmän ensisijainen tehtävä on ylläpitää hintavakautta. Ilmastoriskeillä 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.<sup>14</sup>

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

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

absoluuttiset hiilipäästöt pienenevät nopeasti kuluvan 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 ostohjelmien 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 ympäristokuormitusta.

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 sopusoinnussa 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 eräännyvän salkun omistuksia aktiivisesti ilmastomyönteisempään suuntaan. Tässä vaihtoehdossa olemassa olevan salkun profilia 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 määräaikaaisia, kun taas ilmastomuutos on pitkäaikainen ilmiö.<sup>17</sup> Miten EKP voisi hillitä ilmastomuutosta 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 aktiivisemmän 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 yrityskohtaista 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 ilmastoriskeistään.

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

## Viitteet

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. ↑
5. Ks. tarkemmin Ilmasen, Järvisen ja Paavolan liiteartikkelista Eurojärjestelmän tase pienenee rahapolitiikan kiristyessä 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. ↑
7. Avoinna 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. ↑
10. Näiden tapojen lisäksi eurojärjestelmän alkuvuosina vähimmäisvarantojen pidon keskiarvoistaminen oli keskeinen tapa hillitä lyhyimpien korkojen vaihtelua. 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. ↑
  12. Englannin keskuspankki otti viime vuonna käyttöön 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). ↑
  14. Ks. tarkemmin Virtasen artikkelista Rahapolitiikan yrityslainaostojen 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. Ilmastoriskejä saatetaan tulevaisuudessa alkaa huomioida myös julkisen sektorin ostoissa aiempaa suuremmin (Virtanen, 2023). ↑
  17. Ks. Mark Carney: Breaking the tragedy of the horizon - climate change and financial stability (bis.org) ↑

## Asiasanat

€STR-korko, EKP, rahapolitiikan toteutus, rahapolitiikka