

BLOGI

Blogi: Rahapoliittiset ostot eivät supista valtion velkaantumista

Rahapolitiikka | 20.01.2016 | Tuomas Välimäki

KIRJOITTAJA



Tuomas Välimäki
Johtokunnan jäsen

Eurojärjestelmä aloitti maaliskuussa 2015 euromaiden valtionlainojen laajamittaiset ostot erittäin heikkojen inflaationäkymien vuoksi. Ohjelman käynnistyttyä julkisuudessa on esiintynyt kommentteja, joissa keskuspankin valtionlainaostoja tarkastellaan yhdessä valtion velan määrän kanssa. On jopa esitetty Suomen velkaantumisen taittuneen näiden rahapoliittisten ostojen vuoksi laskuun jo vuonna 2015 (ks. esim. Hurri, Taloussanomien 13.1.2016). On myös esitetty, että valtion velka sen ”kokonaan omistamalle keskuspankille” olisi käytännössä valtion velkaa itselleen, ja tämän johdosta on katsottu, ettei keskuspankin valtionlainaostojen mitätöinnillä olisi juuri muuta vaikutusta kuin valtion velkatasojen lasku (esim. De Grauwe, Palmengarten 9.7.2015).

Voi vaikuttaa intuitiiviselta tarkastella keskuspankin ja valtion velka-asemia yhtenä kokonaisuutena. Tällainen ajatusleikki johtaa kuitenkin helposti harhapoluille. Minkään EU-maan keskuspankki ei ole osa sen kotivaltion julkista sektoria, eikä keskuspankki myöskään saa antaa suoraa rahoitusta julkiselle sektorilleen. Suora rahoitus esimerkiksi velkasuhteiden mitätöinnin kautta olisi EU:n perussopimuksen vastaista.

Vaikka valtion ja keskuspankin taseita ei voida perussopimuksen mukaan yhdistää, niiden keskinäisiä rahoitussuhteita voidaan yrittää ymmärtää yritysmaailmasta otettavan esimerkin kautta. Oletetaan, että yritys X laskee liikkeeseen juoksuajaltaan pitkäkestoisesta joukkolainan. Yrityksen kokonaan omistama tytäryhtiö Y ostaa kyseisen joukkolainan markkinoilta ja rahoittaa ostoksensa laskemalla liikkeeseen lyhyen juoksuajan yritystodistuksia. Jos X:n ja Y:n velkaa tarkastellaan molemmat yritykset sisältävän konsernin tasolla, ei yhteenlaskettu nettovelka muutu joukkolainaston seurauksena. Konsernin näkökulmasta koko operaatio, jossa lyhytkestoisella ulkoisella velkarahoituksella maksetaan takaisin aiemmin liikkeeseenlaskettu juoksuajaltaan pitkäkestoinen joukkolaina, ainoastaan lyhentää lainakannan keskimääräistä

juoksuaikaa. Keskinäisten velkasuhteiden mitätöinti ei myöskään pienentäisi konsernin kokonaisvelkaa.

Laajennetussa osto-ohjelmassa keskuspankki ostaa jälkimarkkinoilta arvopaperin, jonka se maksaa luomalla keskuspankkirahaa. Tämä kasvattaa keskuspankin taseen saatavien määrää, mutta myös samanaikaisesti velkaeriä, sillä keskuspankkiraha on velkaa keskuspankkitilin haltijoille, joita käytännössä ovat pankit. Yrity maailmasta otetun esimerkin tavoin valtion ja keskuspankin yhteenlaskettu kokonaisvelka ei pienene keskuspankin rahapoliittisen ostojen seurauksena.

Valtion joukkolainan takaisinmaksu lainan erääntyessä vähentää liikkeessä olevan keskuspankkirahan määrää vastaavasti kuin arvopaperioston yhteydessä sitä luotiin. Luodut eurot palautuvat takaisinmaksun yhteydessä keskuspankkiin. Lainan juoksuaikana valtion maksamat korot kertyvät markkinaosapuolten sijaan keskuspankille, joka puolestaan maksaa liikkeessä olevalle keskuspankkirahalle rahapolitiikan ohjauskorkoa.¹ Yleisön näkökulmasta keskuspankkien ostojen vaikutuksesta pitkämaturiteettinen saatava (valtion joukkolaina) korvautuu lyhytmaturiteettisella keskuspankkirahalla, mutta saatavien kokonaismäärä säilyy ennallaan.

Keskuspankki ei voi mitätöidä hallussa pitämäänsä valtion velkaa, mutta esitetään ajatusleikki, mitä yleisön, valtion ja keskuspankin taseille tapahtuisi, jos mitätöinti olisi mahdollista. Yleisön saamiset ja velat säilyisivät ennallaan mitätöinnistä riippumatta. Toimen seurauksena valtion velka yhtäältä pienenis, mutta toisaalta keskuspankki tekisi tappiota valtion velan anteeksiantoa vastaavan määrän. Käytännössä tämä siis vastaisi sitä, että valtionvelan lyhennys rahoitettaisiin keskuspankin omia pääomia pienentämällä. Koska keskuspankki jakaa voittojaan vain valtiolle ja koska valtio on sitoutunut varmistamaan keskuspankin vakavaraisuuden, valtion velan hypoteettisen mitätöinnin kustannukset lankeaisivat valtion itsensä kannettavaksi.

Valtiot voivat toki pienentää velkaansa keskuspankkien voitonjaosta saamallaan varoilla, mutta pidemmän horisontin tarkastelussa keskuspankki ei voi tulouttaa omistajalleen pääomia yli voitontekokykynsä.² Mikäli keskuspankki jakaisi voittoa rahoitustulokapasiteettiaan laajamittaisemmin, keskuspankki syllistyisi rahan arvon perustaa kalvavaan setelirahoitukseen. Tämän johdosta valtion rahoittaminen esimerkiksi velkoja mitätöimällä on kielletty EU:n perussopimuksessa keskuspankeilta, joiden ensisijaiseksi tehtäväksi on asetettu hintavakauden varmistaminen.

Kuvio 1.

Rahapoliittisen oston yleistetyn vaikutuksen keskuspankin, valtion ja yleisön sekä pankkien taseisiin

Arvopaperin liikkeeseenlasku valtio myy joukkolainan rahoitusmarkkinoille

keskuspankki		valtio		pankit + yleisö	
saatavat	velat	saatavat	velat	saatavat	velat
0	0	+100 tiliraha	JVK:t +100	+100 JVK:t	tiliraha +100

Rahapoliittinen interventio: keskuspankki ostaa joukkolainan markkinoilta

keskuspankki		valtio		pankit + yleisö	
saatavat	velat	saatavat	velat	saatavat	velat
+100 JVK:t	sekkitilit +100	0	0	-100 JVK:t	+100 sekkitilit

Arvopaperin päättäminen valtio maksaa lainansa takaisin kirjeenvaihtajapankkinsa välityksellä

keskuspankki		valtio		pankit + yleisö	
saatavat	velat	saatavat	velat	saatavat	velat
-100 JVK:t	sekkitilit -100	-100 tiliraha	JVK:t -100	-100 sekkitilit	tiliraha -100

JVK = valtion liikkeeseenlaskema joukkolaina

tiliraha = liikepankeissa olevien tilien saldo

sekkitilit = liikepankkien keskuspankkitilien saldo

¹ Kuvatut tasemuutokset eivät sisällä saatava- ja velkaerien korkomaksuja

20.1.2016
eurojatalous.fi

Asiasanat

rahapoliittikka, valtionvelka