

## BLOGI

# Rahapolitiikan toimet suunnitellaan tavoitellun lopputuloksen saavuttamiseksi

Rahapolitiikka | 10.06.2020 | Tuomas Välimäki

KIRJOITTAJA



Tuomas Välimäki  
Johtokunnan jäsen

Koronapandemia on heikentänyt nopeasti ja merkittävästi euroalueen ja Suomen talous- ja inflaationäkymiä. Hintavakaus on Euroopan keskuspankin (EKP) rahapolitiikan ensisijainen tavoite. Perinteisesti hintojen kehitykseen vaikutetaan ohjauskorolla eli säätämällä pankeille myönnettävän lyhytkestoisen rahoituksen hintaa. Siitä huolimatta, että keskuspankki on laskenut lyhyet markkinakorot jo vuosia sitten negatiivisiksi, inflaatio on sinnikkäästi alittanut kahden prosentin tuntumassa olevan tavoitteen. Rahapolitiikkaa on siten pitänyt keventää entisestään. Käteisen olemassaolo ja pankkitoiminnan kannattavuus kuitenkin asettavat rajan sille, kuinka alas nimelliskorkoja voidaan painaa. Tämän johdosta keskuspankit ovat alkaneet toteuttaa nk. epätavanomaista rahapolitiikkaa, mikä käytännössä tarkoittaa valtioiden velkakirjojen ostamista jälkimarkkinoilla.

Rahapolitiikan välittyminen reaalitalouteen on häiriytynyt useaan otteeseen viimeisen vuosikymmenen aikana, ensin eurokriisin ja nyt koronapandemian aikana. Epätavanomaiseen rahapolitiikkaan kuuluukin myös useita toimia, joiden tavoitteena on ollut parantaa rahoituksen välittymistä. Tällaisia ovat mm. pankeille myönnetyt pitkäkestoiset luotot, joiden hinta alenee pankkien kasvattaessa rahoitustaan yrityksille.

Samalla, kun keskuspankit ovat siirtyneet tekemään epätavanomaisia rahapolitiikan toimia, päätösten perusteiden avaamista on lisätty mm. julkaisemalla EKP:n neuvoston kokouksista selonteot sekä lisäämällä viestintää eri kanavissa. Talouden kriisitilanteissa, mitä korona-aikakin on, rahapolitiikan ostojen kohdentumiseen on kohdistunut laajaa mielenkiintoa. Esimerkiksi keskuspankin valtionlainaostojen maantieteellinen jakauma on herättänyt keskustelua. Lisäksi yksityisen sektorin ostojen ympäristövaikutukset ovat kohdanneet kritiikkiä, sillä esimerkiksi energiayhtiöiden liikkeeseen laskemat velkakirjat kuuluvat keskuspankkien ostokohteisiin.

Rahapolitiikkatoimien kohdentamisen lähtökohtana on rahapoliittinen tehokkuus eli se miten hyvin tehdyillä toimilla saadaan toivottuja lopputuloksia. Esimerkiksi maantieteellinen jakauma poikkeaa huomattavasti pankeille myönnettävien luottojen ja pankeilta ostettavien arvopapereiden välillä. Pankeille myönnetään luottoja yhdenmukaisin ehdoin kaikkialla euroalueella. Keskuspankkirahoituksen jakautuminen noudattaa yksinkertaisesti rahan kysyntää eri maissa.

Arvopaperiostoissa puolestaan on noudatettu kahta eri lähtökohtaa. Toimet, joilla vaikutetaan yleisiin rahoitusoloihin, pyritään kohdistamaan markkinaneutraalisti, eli siten, että eri arvopapereiden suhteelliset hintaerot muuttuisivat mahdollisimman vähän. Ostot, joilla pyritään ensisijaisesti parantamaan rahoituksen välittymistä, kohdennetaan puolestaan niille markkinalohkoille, joiden toiminta on häiriytynyt.

Vuonna 2015 aloitettuun laajaan arvopaperiostojen ohjelmaan (ns. määrällinen kevennys) kuuluvia yksityisen sektorin liikkeeseenlaskuja ohjataan indeksillä, joka muodostuu riittävän luottokelpoisuuden omaavien joukkolainojen markkina-arvoista. Näin ostot vaikuttavat tasaisesti koko markkinaan eivätkä ne tarpeettomasti vääristä arvopapereiden suhteellisia hintoja.

Valtionlainojen osalta ostot kohdennetaan lähtökohtaisesti kunkin maan talouden ja väestön pohjalta lasketun pääoma-avaimen mukaisesti. Pääoma-avaimesta voidaan kuitenkin poiketa monesta syystä. Esimerkiksi Kreikkaa ei ole ostettu sen matalan luottoluokituksen vuoksi. Viro ei puolestaan ollut viime päiviin saakka laskenut liikkeeseen valtionvelkaa, jota ostaa. Eurojärjestelmä on myös asettanut ostoilleen limiittejä, joilla halutaan varmistaa ostojen laaja jakautuminen. Mikäli limiitit pidetään matalina, ne ohjaavat ostoja pääoma-avaimesta markkinapainoihin, sillä tasaisilla ostoilla limiitit tulevat täyteen ensin vähiten velkaantuneiden maiden osalta.

Markkinaneutraalisuudesta poiketaan, kun ostoilla halutaan vaikuttaa suhteellisiin hintoihin. Rahapoliittisten suorien kauppojen ohjelma (OMT) on malliesimerkki tällaisesta. Siinä ajatus on ostaa yksittäisten valtioiden joukkolainoja, jos niiden hinta on noussut markkinahäiriön johdosta tasolle, joka estää rahapolitiikan asianmukaisen välittymisen ko. maahan. Mahdollisten OMT-ostojen ehtona on se, että ko. valtio varmistaa velkakestävyytensä Euroopan vakausmekanismin tukiohjelmalla.

Koronapandemia on kohdannut euromaita laajasti. Sen talousvaikutuksia lievittämään ja euroalueen hintanäkymiä vahvistamaan luodun uuden osto-ohjelman (PEPP) kohdentamisen lähtökohta onkin pääoma-avaimessa ja markkinapainoissa. Pandemian vaikutukset eivät kuitenkaan jakaannu tasaisesti. Niinpä PEPPin osalta valtionlainaostoissa voidaan poiketa pääoma-avaimesta ja yksityisten joukkolainojen osalta markkinapainoista rahapoliittisten

tarpeiden mukaan. Tässä suhteessa uusimmalla ohjelmalla on roolinsa sekä rahoitusolojen yleisessä keventämisessä että rahapolitiikan halutunlaisen välittymisen varmistamisessa.

Rahapolitiikan kohdentamiseen tarvitaan aina objektiiviset kriteerit. Tähän asti esimerkiksi yrityksen hiilijalanjäljellä ei ole ollut vaikutusta sen liikkeeseen laskemien joukkolainojen ostomäärään, muutoin kuin luottokelpoisuuden kautta. Eurojärjestelmän rahapolitiikan strategiaa ollaan kuitenkin läpikäymässä seuraavan vuoden aikana. Yksi arvioinnin kohteista liittyy ympäristönäkökohtiin rahapolitiikan toimeenpanossa. Tästä näkökulmasta Suomen Pankki osaltaan haluaa olla mukana edistämässä EU:n kestävän kehityksen taksonomiaa.

## Asiasanat

EU, korona, koronakriisi, rahapolitiikka, rahoitusmarkkinat