

EKP:n rahapolitiikan toimet koronapandemian aikana

22.4.2020 – Euro & talous 1/2020 – Rahapolitiikka



Jarmo Kontulainen
Johtokunnan neuvonantaja



Niko Herrala
Toimistopäällikkö

Koronapandemia iski talouteen ja rahoitusmarkkinoille nopeasti ja monin paikoin ennennäkemättömällä voimalla. EKP:n rahapolitiikka oli jo ennen koronapandemiaa erittäin kevyttä. EKP tarttui kuitenkin nopeasti uusiin toimiin talouden ja rahoitusmarkkinoiden vakauttamiseksi, jotta kriisi ei syvene. Näin ehkäistään pitkäaikaisia haitallisia vaikutuksia talouteen. Rahapoliittisten toimien ohella tarvitaan myös finanssipoliittisia toimia, joihin onkin ryhdytty kaikkialla maailmassa. Kun finanssi- ja rahapolitiikka toimivat rinnakkain, talous elpyy mahdollisimman nopeasti.



Koronapandemia alkoi maaliskuussa heikentää nopeasti euroalueen kasvunäkymiä, kun erilaisia yhteiskunnan sulkutoimenpiteitä otettiin käyttöön Kiinan jälkeen myös Euroopassa. EKP:n neuvosto totesi 12.3.2020 kokouksessaan, että "koronaviruksen (COVID-19) leviäminen on heikentänyt merkittävästi talouksien kasvunäkymiä euroalueella ja eri puolilla maailmaa, ja markkinat ovat heilahdelleet suuresti". Vaikka sokki katsottiin tilapäiseksi ja sen kestosta ei ollut tietoa, EKP:n neuvosto arvioi jo tuolloin sokin vaikuttavan talouteen merkittävästi: "Toimitusketjujen katkeilu hidastaa tuotantoa, ja toimet viruksen leviämisen hillitsemiseksi heikentävät kotimaista ja ulkomaista kysyntää. Lisäksi epävarmuuden vallitessa on vaikea suunnitella ja rahoittaa menoja".^[1]

EKP alkoi keventää rahapolitiikkaa jo vuonna 2019

EKP oli aloittanut rahapolitiikan keventämisen jo vuotta aikaisemmin maaliskuussa 2019 ja edelleen syyskuussa 2019. Inflaatiiovauhti oli jatkuvasti tavoitetta hitaampaa ja euroalueen talouskehitys heikkoa. Odotettuakin heikomman talouskehityksen riskit eivät olleet väistyneet ja inflaatiopaineet olivat vaikeita. Viime vuoden maaliskuussa ilmoitettiin uudesta kohdennettujen pitempiaikaisten neljännesvuosittaisten rahoitusoperaatioiden sarjasta (TLTRO-III). Nämä operaatiot tarjoavat pankeille edullista pitkäaikaista rahoitusta ja kannustavat niitä luotonantoon yksityiselle sektorille.

Syyskuussa EKP:n ohjauksena talletuskorkeus päätettiin laskea 10 peruspisteellä $-0,50$ prosenttiin. Tämä laski lyhyitä markkinakorkoja. EKP käynnisti niin ikään uudelleen vuoden alusta keskeytetyt arvopapereiden netto-ostot ilmoittamalla 1.11.2019 alkaen toteutettavista 20 miljardin euron nettomääräisistä ostoista kuukaudessa. Nämä ostot painoivat puolestaan pidempiä markkinakorkoja alas. Samalla se ilmoitti kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden kevennetyistä ehdoista. Rahapolitiikan pankkivetoisen välityskanavan toiminnan tukemiseksi muutettiin syyskuussa myös pankkien varannoille maksettava korko kaksiportaiseksi: osa varantovelvoitteen ylittävistä talletuksista vapautetaan negatiivisesta talletuskorosta.^[2]

EKP toimi koronapandemiassa nopeasti ja kevensi rahapolitiikkaa entisestään

Kun keväällä 2020 kävi ilmeiseksi, että koronavirus on paitsi terveydellinen niin myös taloudellinen riski ja että ja sen negatiivisten talousvaikutusten leviämisen hidastamiseksi tarvittiin voimakkaita toimia, EKP:n neuvosto ryhtyi välittömään rahapolitiikan kevennykseen. Talouden äkkipysähdyksestä tuli tosiasia, kun havaittiin, että sosiaalisten kontaktien rajoittamisesta tuli elintärkeää ja liikkumisrajoituksia otettiin käyttöön laajasti euroalueella ja maailmassa. Nämä toimenpiteet ovat taloushistoriassa ennennäkemättömiä. "Meidän on voitava estää elinkelpoisten yritysten kaatuminen ja työttömyyden lisääntyminen väliaikaisen kriisin vuoksi, johon kukaan ei ole syyllinen", totesi EKP:n pääjohtaja Christine Lagarde blogikirjoituksessaan 9.4.^[3]

EKP:n rahapolitiikan mitoitus oli koronakriisin alkaessa jo valmiiksi erittäin kevyttä, paljon kevyempää kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa, joka oli edennyt jo pitkälle rahapolitiikan normalisoinnissa, nostanut korkoja ja pienentänyt tasettaan. Euroalueella rahapolitiikkakorkeus oli historiallisen alhaalla ja pitkät korot matalalla. Pankkien luotonantoa tuettiin pitkäaikaisilla rahoitusoperaatioilla ja pankkijärjestelmä sai likviditeettiä eurojärjestelmältä kiinteällä korolla käytännössä rajatta käyppiä vakuuksia vastaan. Laajalla arvopapereiden osto-ohjelmalla tuettiin laajasti rahoitusoloja. EKP:n

1. Lainausten lähde: Selonteko EKP:n neuvoston 12.3.2020 kokouksesta: <https://www.ecb.europa.eu/press/accounts/2020/html/ecb.mg200409-0026941ce4.en.html>.

2. EKP:n rahapolitiikka korot ovat negatiiviset, mutta pankkien talletuskorot ovat valtaosin säilyneet vähintään nollassa, mikä rasitti pankkien korkomarginaalia ja siten myös kannattavuutta. Kaksiportainen talletuskorkojärjestelmä kompensoi tätä ja siitä voi lukea lisää Kristian Töttermannin Euro & talous-artikkelista: "Eurojärjestelmän porrastettu talletuskorkojärjestelmä".

3. EKP:n pääjohtajan Lagarden blogikirjoitus 9.4.: <https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200409-3aa2815720.fi.html>.

tase oli kasvanut merkittävästi. Lisäksi kevyen rahapolitiikan harjoittamiselle ei ollut takarajaa, vaan sitä jatkettaisiin kunnes inflaatiotavoite saavutetaan kestävästi.

Koronakriisin puhjettua ja siihen liittyvän epävarmuuden lisääntyneä kasvoivat rahoitusmarkkinoiden hintavaihtelut ja likviditeetin kysyntä kaikkialla maailmassa nopeasti ja voimakkaasti. Tällaisessa tilanteessa keskuspankkien rooli on selvä. Niiden tehtävänä on tyydyttää markkinoiden äkillisesti kasvaneet likviditeettitarpeet ja ylläpitää velkakirjamarkkinoiden toimintaa rahoituksen varmistamiseksi yrityksille ja kotitalouksille.

EKP reagoi talustilanteen heikkenemiseen laajoilla uusilla rahapoliittisilla toimilla maaliskuussa 2020. "Rahapolitiikka on jo ennestään erittäin elvyttävää, ja näillä toimilla annetaan lisätukea kotitalouksien, yritysten ja pankkien rahoitukseen. Niiden avulla ylläpidetään sujuvaa luotonantoa reaalitaloudelle", EKP:n neuvosto totesi.

EKP:n uudet rahapoliittiset toimet vaikuttavat kahdella rintamalla

EKP päätti uusista rahapoliittisista toimista koronavirukseen liittyen kokouksissaan 12.3. ja ylimääräisessä kokouksessa 18.3. EKP:n neuvosto on valmis lisätoimiin tarvittaessa ja peräänkuuluttaa solidaarisuutta ja toimia myös valtioilta talouden tukemiseksi. EKP:n uudet rahapoliittiset toimet vaikuttavat kahta kanavaa pitkin:

1) EKP tukee rahoitusjärjestelmän likviditeettitarpeita ja pankkien kykyä ylläpitää luotonantoaan

Euroalueella kaikki pankit voivat osallistua eurojärjestelmän rahoitusoperaatioihin halutessaan. Laajamittaisilla toimilla varmistetaan, että likviditeetti saavuttaa sitä eniten tarvitsevat. Jo syksystä 2008 asti käytössä olleissa kiinteäkorkoisissa täyden jaon huutokaupoissa pankkijärjestelmän likviditeetinsaintia rajoittaa ainoastaan niiden käytettävissä olevat vakuudet.

Koronakriisin iskeyttyä EKP:n neuvosto päätti kuitenkin tarjota euroalueen rahoitusjärjestelmälle välitöntä likviditeettitukea toteuttamalla tilapäisesti ylimääräisiä pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita. Nämä uudet operaatiot suoritetaan kiinteäkorkoisina huutokauppoina, joissa tehdyt tarjoukset hyväksytään täysimääräisesti, ja niiden korkona on keskimääräinen maksuvalmiusjärjestelmän talletuskorko, eli tällä hetkellä -0,5 %. Pankit ovat lainanneet näistä operaatioista jo yli 250 miljardia euroa. Operaatioiden myötä saatavilla on rahoitusta suotuisin ehdoin jo ennen seuraavaa, kesäkuussa 2020 toteutettavaa kolmannen sarjan kohdennettua pitempiaikaista rahoitusoperaatiota. Näiden kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden ehtoja kevennettiin myös uudestaan. Pankeille tarjotaan kolmen vuoden rahoitusta jopa noin 3 000 miljardin euron arvosta negatiivisella korolla, joka voi olla alimmillaan -0,75 %. Se on EKP:n edullisin korko kautta aikojen.

Eurojärjestelmä tarjoaa myös Yhdysvaltojen keskuspankin (Fed) valuutanvaihtosopimuksen kautta dollareita kiinteällä korolla euroalueen pankeille niin paljon kuin ne tarvitsevat vakuuksia vastaan. Koronakriisin puhjettua dollarirahoituksen hintaa on laskettu, maturiteettia pidennetty ja operaatioiden lukumäärää lisätty. Pankit

ovat lainanneet näistä operaatioista jo yli 130 miljardia dollaria. Dollarioperaatiot ovat osa kansainvälistä keskuspankkien välistä yhteistyötä. Verkostoon kuuluvat EKP:n ja Fedin lisäksi Japanin, Ison-Britannian, Sveitsin ja Kanadan keskuspankit.

Jotta pankit voivat hyödyntää uusia operaatioita täysimääräisesti, EKP:n neuvosto päätti lisäksi keventää vakuussääntöjä. Eurojärjestelmän keskuspankit voivat nyt hyväksyä vakuudeksi pieniäkin yrityslainoja ns. lisälainasaamiskehikon kautta. Näitä voivat olla mm. pandemiaan liittyvissä tukiohjelmissä takauksen saaneiden yritysten ja ammatinharjoittajien luotot. Toimilla kannustetaan pankkeja myöntämään lainoja kaikkein pienimmille yrityksille ja yksityisyrittäjille, joiden voi muuten olla vaikeampaa saada luottoa. Nyt pankit pystyvät rahoittamaan niiden toimintaa lainaamalla EKP:ltä rahaa negatiivisella korolla jopa kolmeksi vuodeksi.

Tämän lisäksi pankit voivat tuoda entistä enemmän muiden pankkien vakuudettomia velkakirjoja keskuspankkiin vakuudeksi. Vakuuksiin sovellettavia aliarvostuksia lasketaan myös 20 prosentilla, mikä kasvattaa vakuuksien arvoja merkittävästi. Pankit saavat näin ollen samoja vakuuksia vastaan aikaisempaa enemmän luottoa keskuspankista. Kevennetyt vakuusehdot ovat voimassa ainakin vuoden loppuun asti. EKP selvittää vielä, kuinka vakuusmateriaalin supistumista voidaan estää, mikäli arvopapereiden luottoluokitukset heikentyvät.

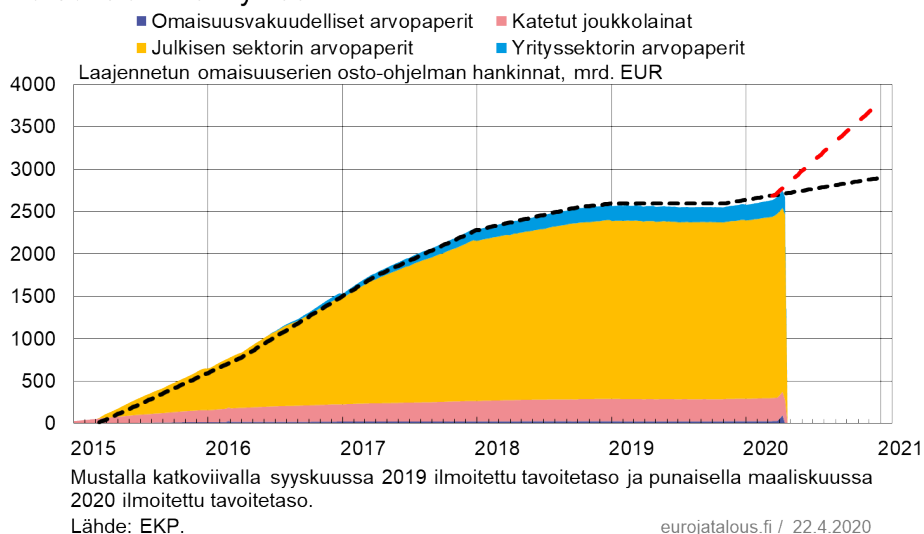
Pankkien toimintaa on tuettu myös pankkivalvonnan ja makrovakauseräpolitiikan keinoin. EKP ja kansalliset rahoitusvalvojat ovat antaneet pankeille mahdollisuuksia joustaa lisäpääoma- ja likviditeettivaatimuksista. Hoitamattomien lainojen käsittelyyn on myös myönnetty joustoja. EKP suositteli lisäksi 27.3. pankeille voitonjaosta pidättäytymistä ainakin 1.10.2020 asti. Kokonaisuudessaan tehdyillä päätöksillä tuetaan pankkien kykyä luotottaa yrityksiä ja pankkien pääomien riittävyyttä luottotappioiden varalle. Taantumassa yritysten rahoituksen saanti yleensä heikentyy. Osaltaan heikentyminen johtuu yritysten luottokelpoisuuden heikentymisestä, mutta osaltaan myös siitä, että pankit pyrkivät suojaamaan pääomapuskureitaan ja välttämään vakavaraisuusrajojen rikkoutumista.

2) EKP tukee velkakirjamarkkinoita ja sitä kautta laajasti rahoitusmarkkinoiden toimintaa

EKP ostaa huomattavia määriä julkisen ja yksityisen sektorin velkakirjoja helpottaakseen rahoitusoloja kaikilla talouden sektoreilla ja varmistaakseen kevyen rahapolitiikan välittymisen kaikkiin euroalueen maihin. Pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP-ohjelma) ja muissa osto-ohjelmissä voidaan tänä vuonna kasvattaa velkakirjojen omistuksia yli 1 000 miljardilla eurolla. Erityisesti 750 miljardin euron kokoisen PEPP-ohjelman ansiosta ostoja voidaan tehdä joustavasti yli ajan eri omaisuuseräluokissa ja eri euroalueen maissa kuitenkin siten, että EKP:n pääoma-avainta lopulta noudatetaan. Osto-ohjelmissä voidaan ostaa nyt myös yritystodistuksia, joita yritykset tyypillisesti käyttävät käyttöpääoman rahoitukseen. Näin saamansa rahoituksen turvin yritykset selviävät paremmin normaaleista maksuistaan, jolloin irtisanomisilta voidaan välttyä. Laajennettu osto-ohjelma tulee kasvattamaan merkittävästi edelleen EKP:n tasetta (kuvio 1).

Kuvio 1

EKP pitää rahoitusolot erittäin kevyinä ja tukee siten euroalueen talouksia kriisin ylitse

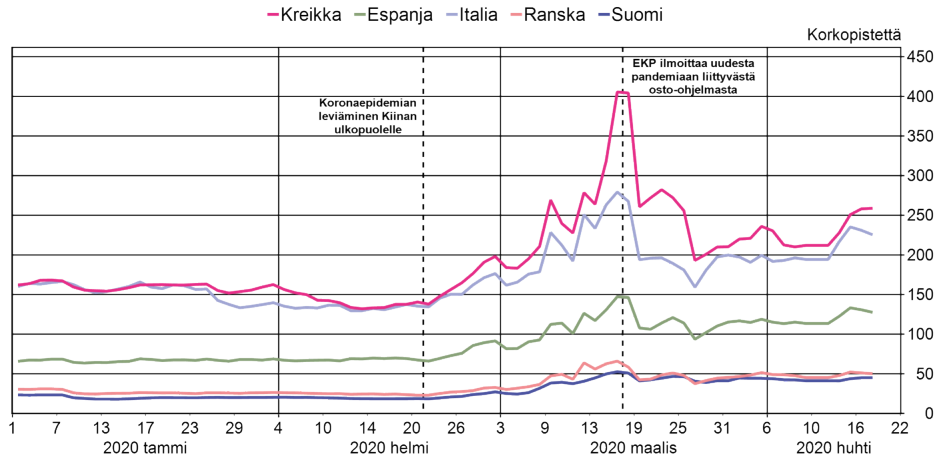


EKP:n toimien vaikutus on näkynyt markkinahinnoissa sekä valtionlainamarkkinoilla että yritysten ja pankkien velkakirjamarkkinoilla. Kuviossa 2 on esitetty valtionlainojen korkoerojen nousu Saksaan nähden ennen EKP:n pandemiaan liittyvää osto-ohjelmaa ja sen jälkeen. Vaikka korkoerot ovat hiukan nousseet verrattuna tammikuuhun, rauhoittui markkina EKP:n ilmoitettua uudesta pandemiaan liittyvästä osto-ohjelmasta ja korkoerot pienivät merkittävästi. Samanlainen kehitys näkyy kun tarkastellaan luottoriskipreemioita luottoriskijohdannaismarkkinoilla (kuvio 3). EKP:n laajennettu yritysainojen osto-ohjelma on niin ikään tasoittanut yritysten markkinarahan hintaa sekä heikomman luottoluokituksen että investointiluokituksen omaavien yritysten osalta. Myös pankkien markkinarahan hinta on laskenut.

EKP:n toimet koronapandemiassa on suunniteltu siten, että ne auttavat kotitalouksien, yritysten ja pankkien taloudellista asemaa. Vielä on ennen aikaista sanoa, miten syvä ja pitkä talouden taantumasta tulee, mutta rahapolitiikka tulee säilymään keveänä ja osaltaan helpottaa merkittävästi euroalueen toipumista vaikeasta yhteiskunnallisesta tilanteesta.

Kuvio 2

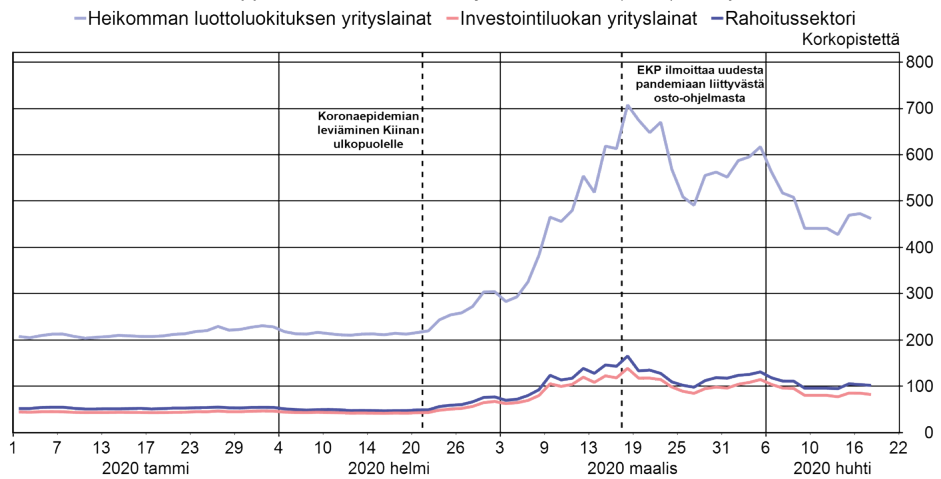
Euroalueen 10 v. valtionlainojen korkoerot Saksaan



Lähde: Bloomberg.
eurojatalous.fi
22.4.2020

Kuvio 3

Eurooppalaisten 5 v. luottoriskijohdannaisten (CDS) kehitys



Lähde: Bloomberg.
eurojatalous.fi
22.4.2020

Avainsanat

rahopolitiikka, koronakriisi, EKP, korona