

# Rahapolitiikan osto-ohjelmien toteutus Suomen Pankissa

25.8.2020 – Euro & talous 4/2020 – Rahapolitiikka



Matti Ilmanen

Johtava salkunhoitaja

Laajamittaiset rahapoliittiset arvopaperiostot otettiin käyttöön 2015, kun eurojärjestelmän ohjauskorko alkoi saavuttaa alarajaansa. Velkakirjojen osto-ohjelmat ovatkin nousseet yhdeksi merkittävimmistä tavoista tehdä rahapolitiikkaa. Tässä artikkelissa kerrotaan, kuinka Suomen Pankki toteuttaa omalta osaltaan eurojärjestelmän rahapoliittisia osto-ohjelmia.



## Osto-ohjelmia toteutetaan eurojärjestelmässä hajautetusti

Euroopan keskuspankki aloitti laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman vuonna 2015 tavoitteenaan edistää hintavakaustavoitteen saavuttamista ja estää hitaan inflaation jaksoa pitkittymästä liikaa. Keväällä 2020 koronapandemia iski talouteen, ja Euroopan keskuspankki tarttui uusiin toimiin talouden ja rahoitusmarkkinoiden vakauttamiseksi (EKP:n rahapolitiikan toimet koronapandemian aikana). Suomen Pankki on mukana toteuttamassa eurojärjestelmän rahapoliittisia osto-ohjelmia. Ostoja tehdään eri ohjelmissa julkisen ja yksityisen sektorin velkakirjoihin. Rahapoliittisista syistä hankittujen arvopaperien tasearvo 31.7.2020 oli 56,9 mrd. euroa.

Osto-ohjelmista päättää Euroopan keskuspankin neuvosto, ja teknisiä yksityiskohtia

tarkennetaan eri eurojärjestelmän komiteoissa, joihin myös Suomen Pankki osallistuu. Koordinaatiovastuu ostojen toteutuksesta on Euroopan keskuspankilla. Näissä tehtävissä toimii myös suomenpankkilaisia Frankfurtissa. Osto-ohjelmat kuitenkin toteuttavat pääasiassa kansalliset keskuspankit.<sup>[1]</sup> Suomen Pankissa ostoihin osallistuu neljä salkunhoitajaa.

Salkunhoidon lisäksi Suomen Pankissa hoidetaan ostettujen [arvopaperien selvitys- ja maksutoiminnot](#) sekä tehdään ennen ostoa liikkeeseenlaskijan ja ostettavan [velkakirjan kelpoisuusanalyysi](#). Näin varmistetaan, että ostettava velkakirja täyttää eurojärjestelmän osto-ohjelman kriteerit. Lisäksi Suomen Pankin taseeseen ostettuja velkakirjoja ja niiden liikkeeseenlaskijoita seurataan riskien ennakoimiseksi.

## Netto-ostot käynnistettiin uudelleen inflaationäkymien heikennettyä

Osto-ohjelmien kautta eurojärjestelmä kasvattaa rahoitusjärjestelmän [likviditeettiä](#) ja laskee korkoja velkakirjamarkkinoilla. Tämä keventää yritysten, pankkien, valtioiden ja viime kädessä myös kotitalouksien rahoituskustannuksia. Vuonna 2018 euroalueen inflaationäkymät kehittyivät suotuisasti ja rahapoliittisen arvopaperisalkun kasvattaminen eli netto-ostot lopetettiin. Osto-ohjelmissa siirryttiin tuolloin jo ostettujen velkakirjojen uudelleensijoitusvaiheeseen, jossa ostot kattoivat vain erääntyvien velkakirjojen arvon. Kun talous hiipui syksyllä 2019, netto-ostot käynnistettiin uudelleen 20 mrd. euron kuukausitahdilla.

Maaliskuussa 2020 koronapandemia heikensi olennaisesti taloutta ja kiristi rahoitusoloja. Kun inflaationäkymät heikkenivät edelleen, Euroopan keskuspankki päätti nostaa netto-ostojen määrää 120 mrd. eurolla vuoden loppuun mennessä. Kun kriisi syventyi maaliskuun lopulla, käynnistettiin uusi pandemiaan liittyvä osto-ohjelma (PEPP), jolle allokoitiin alkuun 750 mrd. euroa vuoden 2020 loppuun. Myöhemmin päätettiin, että ohjelmaa jatketaan vuoden 2021 kesäkuun loppuun ja enimmäisostojen määrää nostettiin 600 mrd. eurolla yhteensä 1 350 mrd. euroon.

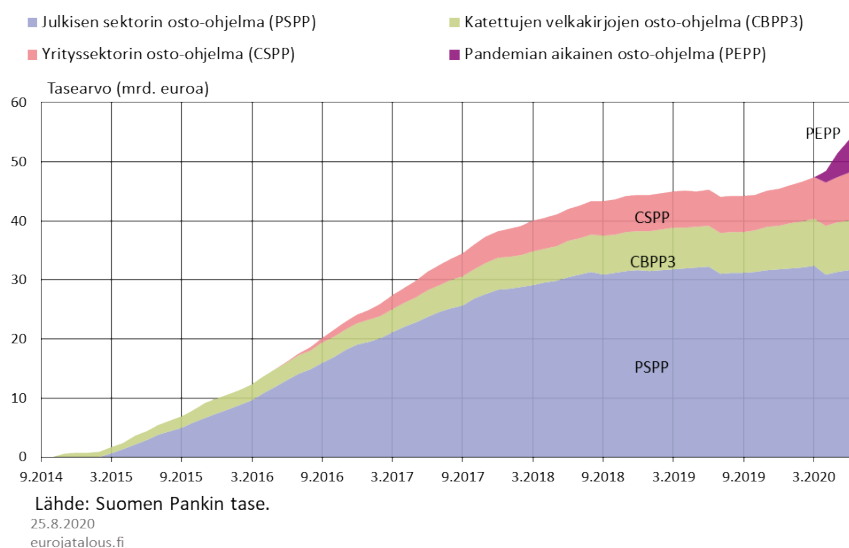
Suomen Pankin taseessa vuosien 2018–19 uudelleensijoitusvaihe näkyy oheisessa kuviossa siten, että arvopaperien tasearvo ei juurikaan kasvanut. Maaliskuun 2020 lopussa aloitetun PEPP-osto-ohjelman netto-ostomäärät ovat olleet kuukausittain huomattavia, ja heinäkuun loppuun mennessä näitä omistuksia on jo 7,3 mrd. euroa Suomen Pankin taseessa.

Kuvio 1

---

1. EKP ostaa 10 % ja kansalliset keskuspankit 90 % osto-ohjelmien ostoista.

### Rahapolitiikan osto-ohjelmien tasearvo Suomen Pankissa



## Suomen valtion velkakirjoja ostetaan päivittäin useilla kymmenillä miljoonilla euroilla

Suomen valtion velkakirjat kattavat pääosan julkisen sektorin osto-ohjelman 32,2 mrd. euron omistuksista. Lisäksi Kuntarahoituksen, Finnveran ja Työllisyysrahaston velkakirjat kuuluvat osto-ohjelman piiriin. Eurojärjestelmän keskuspankit eivät saa rahoittaa julkista sektoria, joten kaikki ostot tehdään jälkimarkkinoilla.

Myyjinä toimivat pääosin Valtiokonttorin liikkeeseen laskemien velkakirjojen päämarkkinatakaajapankit, joita on 14. Tänä vuonna ostoja on tehty 24 pankin kanssa, joten myös muut pankit ovat aktiivisia markkinoilla. Laaja vastapuolijoukko on tärkeä parhaan hinnan saamiseksi ja markkinoiden likviditeetin seuraamiseksi.

Suomen Pankki pyrkii ostamaan Suomen julkisen sektorin velkakirjoja mahdollisimman neutraalisti pitkin korkokäyrää, kuitenkin siten, että ostoja alle EKP:n yön yli -talletuskoron tehdään vain tarpeen vaatiessa. Neutraali, harkittu ja tasainen ostotapa edesauttaa markkinan toimintaa. Ostoja kohdennetaan kulloinkin niihin velkakirjoihin, joissa on markkinoilla tarjontaa, ja vältetään mahdollisuuksien mukaan sellaisia velkakirjoja, joista on markkinoilla pulaa. Velkakirjamarkkinoiden sujuvaa toimintaa edistetään myös lainaamalla sijoittajille osto-ohjelmissa omistettuja velkakirjoja.

Pandemiakriisin takia valtion rahoitustarve on lisääntynyt. Näin on käynyt myös muissa euromaissa, ja PEPP-osto-ohjelma on pitänyt rahoitusolot keveänä lisätarjonnasta huolimatta. Koronakriisin myötä eurojärjestelmä on myös keventänyt tähän uuteen osto-ohjelmaan liittyviä rajoituksia, mikä on helpottanut osto-ohjelman toteuttamista ja antaa mahdollisuuden kohdistaa ostoja tarpeen mukaan siten, että kevyt rahapolitiikka välittyy tehokkaasti.

## Pankit saavat edullista rahoitusta

## asuntolainavakuuksia vastaan

Pankkien liikkeeseen laskemista velkakirjoista rahapoliittiset ostot kohdistuvat katettuihin velkakirjoihin (*covered bond*). Suomessa näiden vakuutena on tyypillisesti asuntolainoja. Eurojärjestelmä ei myönnä luotto-operaatioissaan pankkisektorille rahoitusta ilman vakuutta, ja tämän takia pankkien vakuudettomia velkakirjoja ei osteta. Suomen Pankin ostot kohdistuvat ainoastaan suomalaisten pankkien liikkeeseen laskemiin katettuihin velkakirjoihin. Suurimmat asuntolainoittajat OP Ryhmä ja Nordea kattavat noin 70 % asuntolainarahoituksesta ja sen myötä myös suuren osan ostetuista arvopapereista.

Suomen Pankki ostaa katettuja velkakirjoja myös ensimarkkinoilta. Suomalaiset pankit laskevat liikkeeseen vuosittain 250 – 1 000 milj. euron määräisiä katettuja velkakirjoja keskimäärin 7. Merkittävä osa katettujen velkakirjojen osto-ohjelman määristä saadaan ensimarkkinoilta.

EKP tarjoaa pankeille rahoitusta myös muilla operaatioilla, joista merkittävin tällä hetkellä on *TLTRO III - ohjelma*. Edullisen keskuspankkirahoituksen tarjoaminen on vähentänyt pankkien kiinnostusta laskea liikkeeseen katettuja velkakirjoja. Tämän myötä likviditeetti on viime aikoina heikentynyt katettujen velkakirjojen markkinoilla, ja uusia liikkeeseenlaskuja on tullut harvakseltaan.

## Suomen Pankki on erikoistunut yritysten velkakirjojen ostoon

Suomen Pankki on yksi kuudesta eurojärjestelmän kansallisesta keskuspankista, jotka toteuttavat yrityssektorin rahapolitiikan ostoja koko eurojärjestelmän puolesta. Suomen Pankilla on pitkä kokemus yritysten velkakirjoista omassa sijoitustoiminnassaan, ja tätä asiantuntemusta on nyt hyödynnetty eurojärjestelmän tasolla. Suomen Pankki ostaa Suomen, Baltian maiden sekä Irlannin ja Itävallan markkinoiden yritysvelkakirjoja, ja Suomen Pankki tekee paljon yhteistyötä näiden maiden keskuspankkien kanssa. Ostoja tehdään sekä ensi- että jälkimarkkinoilla.

Suomen Pankki omistaa yrityssektorin osto-ohjelman kautta 44 yrityksen velkakirjoja. Vuosittain Suomen Pankki on osallistunut noin 5–10 liikkeeseenlaskuun ensimarkkinoilla, mutta toteuttanut kuitenkin ostotavoitteet pääosin päivittäisillä jälkimarkkinaostoilla.

Suomalaisista yritysainoista ostoja on tehty mm. Elisan, Fortumin, Kojamon, Nokian, Sammon, Stora Enson ja Teollisuuden Voiman yritysainoihin. Ostot Irlannista ovat kohdistuneet mm. ESB Financen, Freseniuksen, Kerryn ja Ryanairin velkakirjoihin. Itävallasta on ostettu OMV:n ja Telekom Austrian velkakirjoja ja Baltiasta esimerkiksi Eesti Energian velkakirjoja.

Osto-ohjelmien omistuksiin liittyy riskejä, joista osa, kuten Suomen julkisen sektorin velkakirjoihin kohdistuvat riskit, on kunkin kansallisen keskuspankin vastuulla. Yritysten ja katettujen joukkolainojen riskit on kuitenkin jaettu eurojärjestelmässä. Esimerkiksi jos yksittäisestä yrityksestä kohdistuisi eurojärjestelmälle miljardin

luottotappio, niin Suomen Pankki kirjaisi siitä pääoma-avaimen mukaisesti 18 milj. euron tappion. Riskien vastapainoksi myös omistusten tuotot jaetaan, paitsi julkisen sektorin omistukset.

## Eurojärjestelmä on tänä vuonna ostanut myös yritystodistuksia

Keväällä 2020 koronapandemian takia rahoitusolot heikentyivät ja yritysten oli vaikea saada rahoitusta markkinoilta. Laina-ajaltaan korkeintaan vuoden mittaiset yritystodistukset erääntyivät tiheään tahtiin, ja niiden jälleerahoitus nousi huolenaiheeksi. Eurojärjestelmä aloitti maaliskuun lopussa pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) yritystodistusten oston, mikä rauhoitti tilannetta.

Rahapolitiikan osto-ohjelmiin kelvataksaan yritystodistusten tulee täyttää eurojärjestelmän vakuuskriteerit. Näistä merkittäviä ovat riittävä luottokelpoisuus, pörssilistaus ja arvo-osuusmuotoisuus. Suomessa on toimivat yritystodistusmarkkinat, jotka eivät kuitenkaan täytä näitä kriteerejä. Suomen Pankki toimii näillä markkinoilla oman varallisuuden sijoitustoiminnan puitteissa.<sup>[2]</sup>

Suomalaisille yrityksille EKP:n osto-ohjelmaan kuuluvat yritystodistusostot ovat kuitenkin mahdollisuus päästä vielä suuremman rahoitustarjonnan piiriin. Hyvän luottokelpoisuuden yritykset voivat luoda eurooppalaisen ECP (Eurocommercial Paper) -liikkeeseenlaskuohjelman, jonka alla ne laskisivat liikkeeseen osto-ohjelmakelpoisia yritystodistuksia. Vaihtoehtoisesti Suomen kotimaiset markkinat voisivat täyttää myös korkeasti luokiteltujen yritysten osalta eurojärjestelmän vakuuskriteerit, jos liikkeeseenlasku tehtäisiin arvo-osuusmuotoisena ja pörssilistattuna.

### Avainsanat

korona, valtionvelka, rahapolitiikka, yritystodistukset, velkakirjat

---

2. Suomalaisen yritystodistusten ostoista voi lukea lisää Jarno Ilveksen artikkelista: [Suomen Pankki käynnisti toimintansa yritystodistusmarkkinoilla](#).