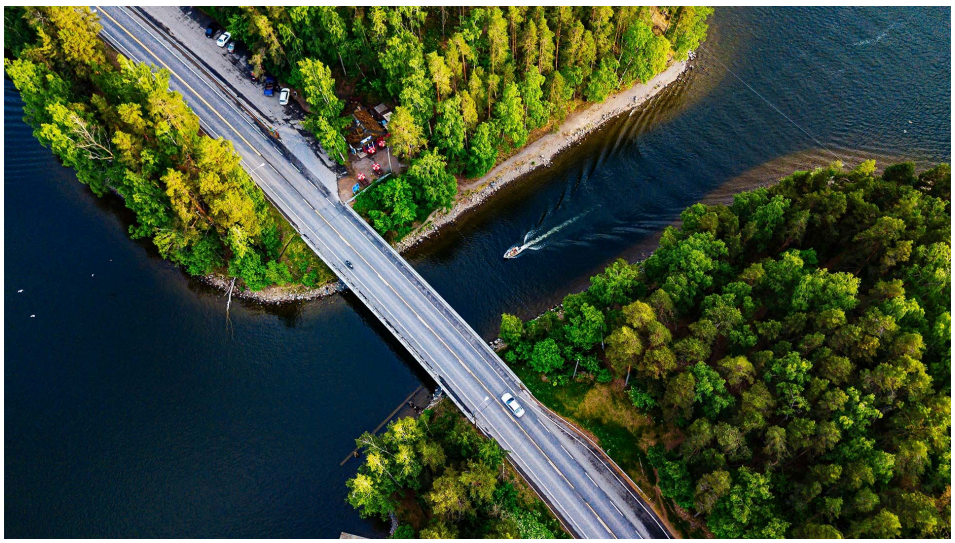
ANALYYSI

Rahapolitiikan yrityslainaostojen hiilijalanjälki pienenee

29.8.2023 – Analyysi – Rahapolitiikka

Vesa-Ville Virtanen
Vanhempi salkunhoitaja

Eurojärjestelmän rahapoliittisten yrityslainaostojen toteutuksessa on huomioitu ilmastoriskit lokakuusta 2022 lähtien. Tämä on jo pienentänyt yrityslainaostojen hiilijalanjälkeä, mutta valtionlainaostoissa ilmastoriskien arviointi ei ole yhtä suoraviivaista. Keskuspankkien työ ilmastoriskien vähentämiseksi jatkuu, vaikka velkakirjaostot ovat rahapolitiikan kiristämisen vuoksi tuntuvasti vähentyneet.



Ilmastonmuutoksen torjunta on suuri haaste – myös keskuspankeille

Eurojärjestelmän ensisijaiseksi tehtäväksi on EU:n perussopimuksessa määritelty hintavakauden ylläpitäminen euroalueella. Tämän lisäksi, hintavakaustavoitetta

vaarantamatta, eurojärjestelmän tulee tukea EU:n yleistä talouspolitiikkaa ja EU:n muiden tavoitteiden, kuten vihreän siirtymän ja hiilineutraalin talouden, saavuttamista.

Ilmastoriskeillä ja vihreällä siirtymällä on vaikutuksia euroalueen yleiseen talous- ja hintakehitykseen ja siten rahapolitiikan toimintaympäristöön. Ilmastonmuutos vaikuttaa myös eurojärjestelmän taseen riskeihin ja varojen arvoon erityisesti pidemmällä aikavälillä. Vaikka valtioilla ja lainsäätäjillä on päärooli ja tehokkaimmat mahdollisuudet vaikuttaa ilmastonmuutoksen torjuntaan, tulee myös eurojärjestelmän ottaa toiminnassaan huomioon ilmastonäkökohdat ja -riskit.

Vuonna 2014, kun eurojärjestelmän keskuspankit aloittivat laajamittaiset velkakirjaostot rahapolitiikan osto-ohjelmissa, Pariisin ilmastosopimus oli vielä solmimatta[1] ja euroalueella elettiin hyvin erilaisessa talous- ja inflaatioympäristössä kuin tänään. Edellisen vuosikymmenen lopussa puhjenneen globaalin finanssikriisin ja sitä 2010-luvun alussa seuranneen euromaiden velkakriisin vuoksi euroalueen talouskasvu ja inflaatio olivat heikentyneet haitallisen hitaaksi.

Vuosien 2014 ja 2015 vaihteessa euroalueen inflaationäkymät heikkenivät entisestään ja rahapolitiikan ohjauskorkojen laskuvara oli käytännössä käytetty. Saavuttaakseen hintavakaustavoitteensa EKP:n neuvosto päätti laajentaa rahapolitiikan työkaluvalikoimaansa ja aloitti omaisuuserien osto-ohjelman (APP[2]), joka sisältää erilliset julkisen sektorin (PSPP[3]) ja yksityisen sektorin (CSPP, CBPP3, ABSPP)[4] velkakirjojen osto-ohjelmat. Maaliskuussa 2020 EKP:n neuvosto käynnisti APP-ohjelman rinnalle pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP[5]) rahoitusolojen keventämiseksi ja pandemiasta aiheutuvien talouden vaurioiden ehkäisemiseksi. Vuodesta 2022 lähtien EKP:n neuvosto on kiristänyt tuntuvasti euroalueen rahapolitiikkaa liian nopeaksi kiihtyneen inflaation hillitsemiseksi. Tämän seurauksena velkakirjojen ostot ovat APP-ohjelmassa kokonaan päättyneet ja PEPP-ohjelmassa toteutetaan ostoja enää vain erääntyvien velkakirjojen korvaamiseksi.

Velkakirjojen osto-ohjelmia aloitettaessa ilmastonäkökulmat eivät sisältyneet ostokriteereihin vielä yksiselitteisesti. Tämä kuitenkin muuttui vuonna 2021, kun EKP:n neuvosto päätti uudesta rahapolitiikan strategiasta. Siinä ilmastonmuutos oli merkittävässä roolissa, ja EKP:n neuvosto hyväksyi uudistuksen yhteydessä toimintasuunnitelman[6], jonka avulla ilmastotekijät huomioidaan entistä paremmin rahapolitiikan toteutuksessa. Toimintasuunnitelmaa kehitetään jatkuvasti, ja vuonna 2022 eurojärjestelmä otti ensimmäiset konkreettiset askeleet rahapolitiikan osto-ohjelmien hiilijalanjäljen pienentämiseksi EKP:n neuvoston päätettyä ilmastoriskien huomioimisen yksityiskohdista yrityslainaostoissa.

1. Pariisin ilmastosopimus solmittiin 12. joulukuuta 2015.
2. Asset purchase programme (APP).
3. Public sector purchase programme (PSPP).
4. Corporate sector purchase programme (CSPP), Covered bond purchase programme 3 (CBPP3), Asset-backed securities purchase programme (ABSPP).
5. Pandemic emergency purchase programme (PEPP).
6. Ilmastonmuutokseen liittyvä toimintasuunnitelma (europa.eu)

Miten ilmastoriskit huomioidaan rahapolitiikan yrityslainaostoissa?

Eurojärjestelmä on ostanut euroalueella sijaitsevien yritysten liikkeeseen laskemia ja osto-ohjelmien kelpoisuusehdot[7] täyttäviä joukkovelkakirjalainoja rahapoliittisista syistä kesäkuusta 2016 lähtien. Ostot ovat kohdistuneet laajasti eri toimialoille, ja yhteensä eurojärjestelmän yrityslainaomistukset ovat CSPP- ja PEPP-ohjelmissa nousseet noin 385 miljardiin euroon. Yrityslainaostoja on toteutettu ostamalla velkakirjoja sekä suoraan liikkeeseenlaskuista ensimarkkinoilla että pankkien kautta muilta sijoittajilta jälkimarkkinoilla.

Lokakuuhun 2022 asti eurojärjestelmän yrityslainaostojen yrityskohtaiset enimmäismäärät riippuivat riskienhallinnallisten tekijöiden, kuten yrityksen luottoluokituksen, lisäksi pitkälti siitä, kuinka paljon yrityksillä oli osto-ohjelmien kriteerit täyttäviä velkakirjoja markkinoilla. Rahapolitiikan yrityslainaostot kohdistuivat lokakuuhun 2022 asti huomattavissa määrin pääomaintensiivisten, mutta samalla usein myös päästöintensiivisten yritysten velkakirjoihin. Tästä esimerkkinä ovat energia- ja kemianteollisuuden yritykset, jotka tarvitsevat liiketoiminnassaan ja investoinneissaan paljon vierasta pääomaa, mutta joiden välillä on myös merkittäviä eroja ilmastovaikutusten suhteen.

Yrityskohtaisia enimmäisostoja velkakirjojen määrän perusteella rajoittavalla limiittikehikolla eurojärjestelmä pyrki toteuttamaan yrityslainaostoja mahdollisimman markkinaneutraalisti ja siten minimoimaan ostojen epäsuhtaisia hintavaikutuksia eri yritysten velkakirjojen välillä, mutta ostolimiitit eivät ottaneet riittävästi huomioon yritysten ilmastoriskejä ja niiden vaikutusta eurojärjestelmän taseen riskiin sekä rahapolitiikan tavoitteisiin.

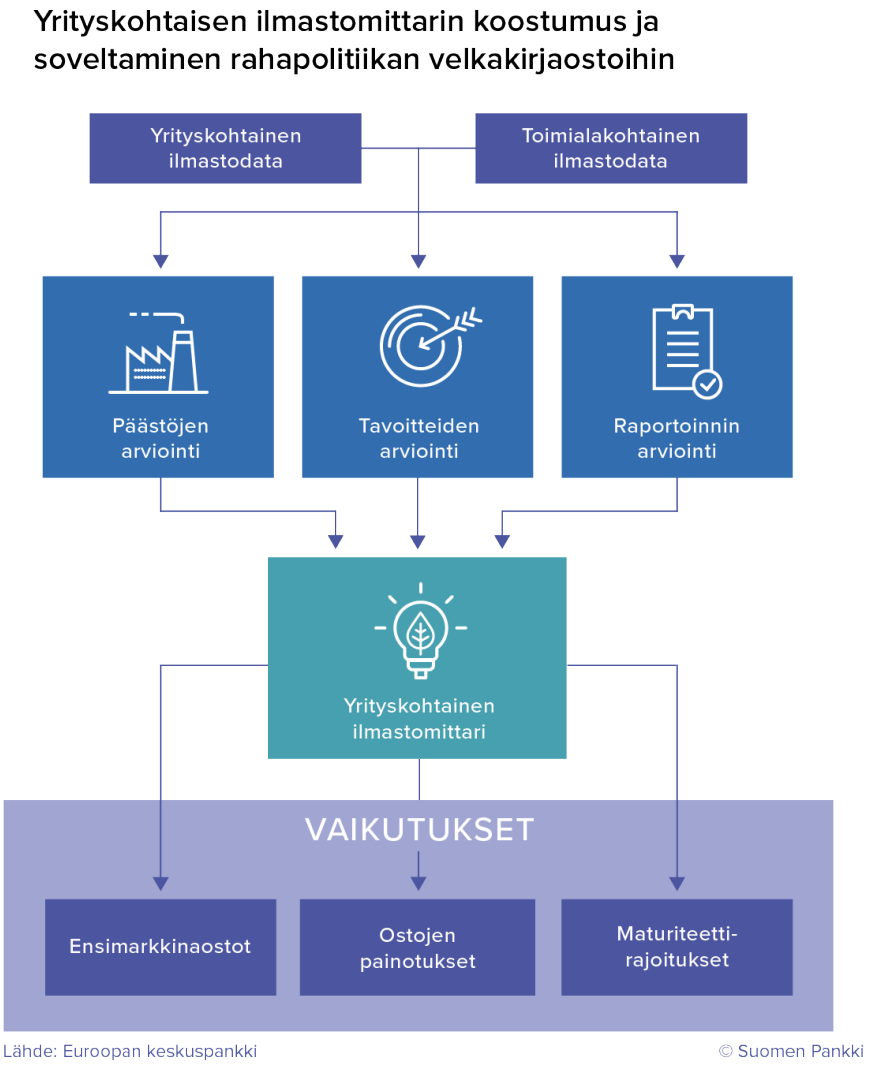
Lokakuusta 2022 lähtien eurojärjestelmä on käyttänyt rahapolitiikan yrityslainaostojen limiittien määrittämisessä edellä mainittujen tekijöiden lisäksi myös yrityskohtaista ilmastomittaria (climate score[8]), jonka kokonaisarvo riippuu yrityksen nykyisistä päästöistä, päästötavoitteiden kunnianhimoisuudesta ja yrityksen päästöraportoinnin laadusta.

Ilmastomittari ohjaa rahapolitiikkaostoja ilmastoystävällisempien yritysten velkakirjoihin ja pienentää eurojärjestelmän taseen taloudellisia riskejä, sillä mittarin arvolla on merkittävä vaikutus ostolimiittien kokoon ja siihen, kuinka pitkällä tulevaisuudessa erääntyviä yrityslainoja eurojärjestelmä voi ostaa. Limiittien lisäksi ilmastonäkökulmilla on vaikutusta myös ensimarkkinaostoihin, sillä uusia yrityslainoja suoraan liikkeeseenlaskusta ostettaessa eurojärjestelmä asettaa etusijalle vihreät velkakirjat[9] ja yritykset, joilla on parempi ilmastomittarin kokonaisarvo.

---

7. Yrityslainojen kelpoisuusehdot osto-ohjelmien ostoihin on kuvattu EKP:n verkkosivuilla.
8. Lisätietoja: FAQ on incorporating climate change considerations into corporate bond purchases (europa.eu).
9. Lisätietoja vihreiden velkakirjojen määritelmästä eurojärjestelmän yrityslainaostoissa: FAQ on incorporating climate change considerations into corporate bond purchases (europa.eu) (Q8).

Kuvio 1.



Lähde: Euroopan keskuspankki.

Yksi ilmastomittarin osa-alueista on ilmastovaikutusten raportointi. Jotta yritys voi saada eurojärjestelmän ilmastomittarista parhaan mahdollisen kokonaisarvon, sen tulee raportoida kattavasti päästöistään ja raportoinnin tulee olla kolmannen osapuolen verifioimaa.

Eurojärjestelmä itse raportoi myös rahapolitiikan yrityslainaostojensa ilmastovaikutuksista ja -riskeistä. Yrityslainaomistuksia koskeva ilmastoraportti[10] julkaistiin ensimmäistä kertaa maaliskuussa 2023, ja sen tarkoituksena on paitsi lisätä läpinäkyvyyttä eurojärjestelmän rahapolitiikan toimenpiteistä, myös edistää kattavampaa ilmastoraportointia markkinatoimijoiden keskuudessa.

10. Lisätietoja: Climate-related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holdings for monetary policy purposes.

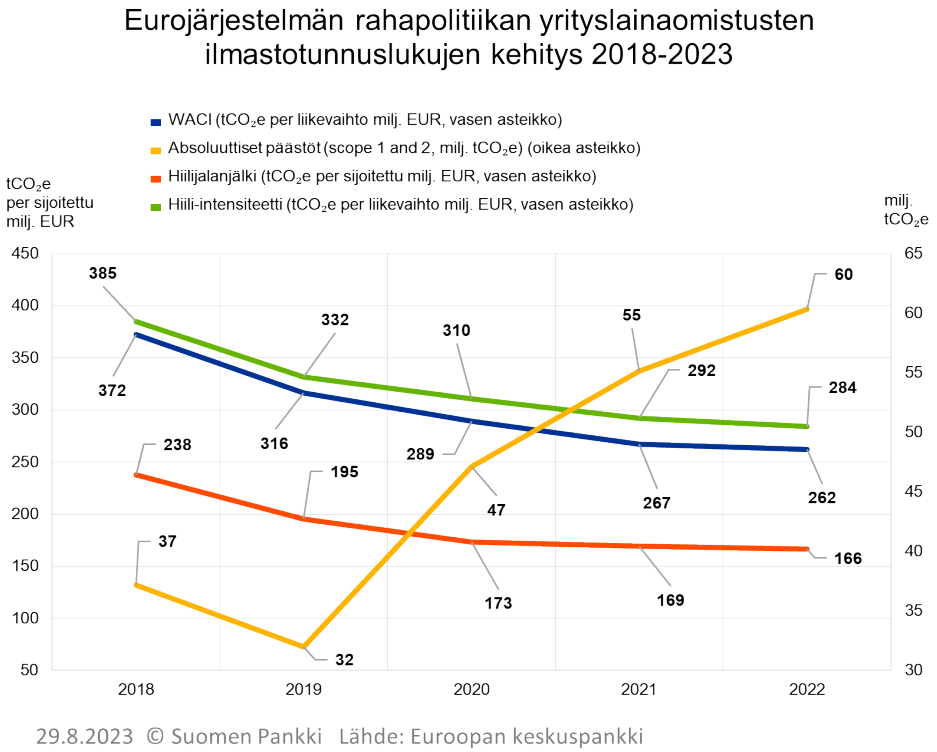
Ilmastoraportti pohjautuu kansainvälisiin raportointisuosituksiin[11] ja käy läpi yrityslainaostojen hallintotavan, strategian, riskienhallinnan ja ilmastotunnusluvut. Ilmastoriskejä arvioidessaan eurojärjestelmä käyttää ilmastomittarin lisäksi stressitestausta, jolla arvioidaan siirtymä- ja fyysisten riskien vaikutusta eurojärjestelmän yrityslainaomistuksiin eri ilmastoskenaarioilla pidemmällä aikavälillä.

Yrityskohtainen ilmastodata ja sen kattavuus ovat olleet eurojärjestelmän ilmastoraportin näkökulmasta riittävällä tasolla vuodesta 2018 lähtien. Eurojärjestelmä käyttää raportissa neljää avaintunnuslukua arvioidessaan rahapolitiikan yrityslainaomistusten kautta rahoitettuja päästöjä. Tunnusluvut ovat yrityslainaomistusten painotettu hiili-intensiteetti (WACI), hiili-intensiteetti, absoluuttiset päästöt ja hiilijalanjälki[12].

Ilmastoraportin tarkasteluajanjaksona eurojärjestelmän yrityslainaomistukset yli kaksinkertaistuivat vuosien 2019 ja 2022 välillä, ja tämä kasvatti merkittävästi omistusten absoluuttisia kokonaispäästöjä. Normalisoidut tunnusluvut yrityslainaomistusten hiili-intensiteetistä ja hiilijalanjäljestä ovat sen sijaan pienentyneet huomattavasti erityisesti tarkasteluajanjakson ensimmäisinä vuosina 2018–2019. Tämä selittyy pääasiassa yritysten todellisten päästöjen alenemisella, mutta normalisoituihin hiili-intensiteettilukuihin ovat vaikuttaneet myös muutokset yritysten liikevaihdossa erityisesti pandemiavuosina 2020 ja 2021.

11. Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD), Network of central banks and supervisors for Greening the Financial System (NGFS), Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF).
12. Tunnuslukujen laskentakaavat: Climate-related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holdings for monetary policy purposes.

Kuvio 2.



Lähde: Euroopan keskuspankki.

Rahapolitiikkaostojen painottaminen lokakuusta 2022 lähtien ilmastoa vähemmän kuormittavien yritysten velkakirjoihin on parantanut yrityslainaostojen ilmastotunnuslukuja. Ostojen keskimääräinen hiili-intensiteetti (WACI) oli ilmastomittarin käyttöönoton jälkeen vuoden 2022 viimeisellä vuosineljänneksellä runsaat 65 % pienempi kuin vuoden 2022 aiemmilla kvartaaleilla, jolloin mittaria ei vielä käytetty. Tunnuslukuihin vaikuttavat hyvin paljon eurojärjestelmän aiempien vuosien huomattavat ostomäärät, ja ilmastomittarin vaikutusten laajempaa arviointia rajoittaa myös suhteellisen lyhyt havaintohistoria mittarin soveltamisesta yrityslainaostoihin.

Miten ilmastoriskit voitaisiin huomioida julkisen sektorin ostoissa?

Merkittävin osa eurojärjestelmän rahapoliittisista ostoista on kohdistunut euroalueen julkisen sektorin velkakirjoihin, eli euroalueen valtionlainoihin sekä valtiosidonnaisten ja monikansallisten liikkeeseenlaskijoiden velkakirjoihin. Näiden osuus on noin 85 % kaikista velkakirjaomistuksista.

Eurojärjestelmä käyttää julkisen sektorin velkakirjaostomäärien kohdistamisessa ensisijaisesti maakohtaisia väkilukuun ja bruttokansantuotteeseen pohjautuvia pääoma-avaimia, joiden avulla pyritään varmistamaan rahapolitiikan mahdollisimman tasainen välittyminen euroalueella.

Ilmastoriskien huomiointi ja ostojen painottaminen esimerkiksi Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteiden pohjalta tai muuten päästöperusteisesti ei ole julkisen sektorin velkakirjaostoissa[13] yhtä yksiselitteistä kuin yrityslainaostoissa. Pääoma-avaimiin pohjautuvat ostomäärät asettavat tähän omat rajoitteensa, ja haasteena on myös valtioiden päästötavoitteiden ja ilmastodatan yhdenmukaisuus sekä yhteensovittaminen rahapolitiikan velkakirjaostoihin.

Vihreiden velkakirjojen ostot ovat näiden reunaehtojen puitteissa yksi vaihtoehto julkisen sektorin ostojen hiilijalanjäljen pienentämiseksi. Tällä hetkellä valtioiden ja monikansallisten liikkeeseenlaskijoiden vihreillä velkakirjoilla ei ole julkisen sektorin osto-ohjelmissa erityistä preferenssiasemaa, ja niitä kohdellaan samoin kuin muita ostokriteerit täyttäviä instrumentteja, mutta eurojärjestelmä on tästä huolimatta merkittävä vihreiden velkakirjojen omistaja.

Vihreät velkakirjamarkkinat kasvavat, ja erityisesti EU-elimet ovat hakeneet vihreiden velkakirjojen avulla rahoitusta ekologisesti kestävimpiin tarkoituksiin. Eurojärjestelmän ostojen näkökulmasta haasteena on silti tarjonnan niukkuus, jos markkinoiden kokoa vertaa eurojärjestelmän julkisen sektorin velkakirjaostoihin useamman vuoden havaintohistorialla. Tämä näkyy erityisesti valtionlainamarkkinoilla, joilla vihreiden velkakirjojen osuus on edelleen hyvin vähäistä, ja useat maat (mukaan lukien Suomi) eivät ole vielä laskeneet liikkeeseen vihreitä valtionlainoja.

Rakenteelliset ostot kirittäisivät eurojärjestelmän ilmastotoimia

Eurojärjestelmän piiristä on tämän vuoden aikana kuultu puheenvuoroja, joissa on pohdittu ajatusta niin sanotusta rakenteellisesta salkusta (structural bond portfolio[14]). Pankkijärjestelmässä olevan keskuspankkirahan määrä pankkien keskuspankkitileillä kasvaa, kun eurojärjestelmä toteuttaa velkakirjaostoja (katso myös Miten EKP ohjaa korkoja tulevaisuudessa?). Rakenteellisen salkun velkakirjaomistusten avulla eurojärjestelmän olisi mahdollista vaikuttaa rahamarkkinoiden toiminnan kannalta tarkoituksenmukaiseen keskuspankkirahan eli reservien määrään pankkijärjestelmässä.

Rakenteellisen salkun velkakirjaostojen kriteerit voisivat perustua normaaleiden riskienhallintakeinojen lisäksi esimerkiksi Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteisiin. Ilmastokriteereillä painotettujen ja määrällisesti merkitsevien velkakirjaostojen toteutukseen, kuten myös muihin osto-ohjelmaostoihin, liittyy kuitenkin myös haasteita, jotka koskevat velkakirjamarkkinoiden tehokasta toimintaa, hinnanmuodostusta ja likviditeettiä. Siksi eurojärjestelmä on pyrkinyt minimoimaan ostojen epäsuotuisia markkinavaikutuksia muun muassa velkakirjakohtaisilla ostolimiiteillä ja ostettujen velkakirjojen lainauksella muille markkinatoimijoille.

13. Lisätietoja: Monetary policy tightening and the green transition (europa.eu).
14. Lisätietoja: Back to normal? Balance sheet size and interest rate control.

Hintavakaustehtävä ja ilmastokriteerit on mahdollista sovittaa yhteen

Ilmastonmuutos vaikuttaa euroalueen talouden ja hintojen kehitykseen. Saavuttaakseen hintavakaustavoitteen ja edistääkseen EU:n ilmastotavoitteiden saavuttamista eurojärjestelmä painottaa rahapolitiikan yrityslainaostoja ilmastoa vähemmän kuormittaviin velkakirjoihin ja jatkaa työtään ilmastonäkökulmien huomioimiseksi osto-ohjelmien toteutuksessa laajemmin, kuten EKP:n neuvoston ilmastonmuutokseen liittyvässä toimintasuunnitelmassa sanotaan.

Osto-ohjelmien velkakirjaostoissa ilmastokriteerien huomioinnin ei saa antaa vaarantaa eurojärjestelmän ensisijaista tavoitetta ylläpitää 2 prosentin inflaatiovauhtia keskipitkällä aikavälillä. Velkakirjaostoissa on otettava huomioon myös ostojen toteutettavuus, riskienhallinnalliset tekijät ja mahdolliset epäsuotuisat markkinavaikutukset. Pidemmällä aikavälillä ja hintavakaustavoitteensa ehdoilla eurojärjestelmän tavoitteena on sovittaa yhteen Pariisin ilmastosopimuksen tavoitteet ja rahapolitiikan toteutus.

Avainsanat

ilmastomittari, ilmastonmuutos, rahapolitiikka, osto-ohjelmat