

Blogi: Rahapoliittiset ostot eivät supista valtion velkaantumista

20.1.2016 – Blogi



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 pitkäkestoisen 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. Yritysmaailmasta 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 pitkämatuuriteettinen saatava (valtion joukkolaina) korvautuu lyhytmatuuriteettisellä 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 syöllistyisi 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. Tämä korko riippuu tilinhaltijan toimista. Esimerkiksi jos tilinhaltija pienentää uudella rahalla keskuspankkivelkaansa, se säästää perusrahoitusoperaatioiden korkoa vastaavan kustannuksen; jos rahat talletetaan yötalletuksina keskuspankkiin, niille maksetaan talletuskorkoa.

2. Kun keskuspankki ostaa arvopaperin, se saa ostokselleen aikanaan (korko)tuottoa. Oston rahoittamisesta syntyy keskuspankkirahalle maksettavaa korkoa vastaava kustannus. Jos ja kun arvopaperin tuotto ylittää rahoituskustannuksen keskuspankki tekee voittoa, jota se tulouttaa vuosittain valtiolle osana normaalia voitonjakomenettelyään.

Rahapoliittisen oston yksin kertaistetut ¹ vaikutukset keskuspankin, valtion ja yleisön sekä pankkien taseisiin

Arvopaperin liikkeen lasku: 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 e rääntyminen: 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 liikkeen laskema joukkolainan
tiliraha = liikepankeissa olevien tilien saldo
sekkitilit = liikepankkien keskuspankkitilien saldo

¹ Kuvatut tasemuutokset eivät sisällä saatava- ja velkaerien korkomaksuja.

20.1.2016
eurojatalous.fi

Avainsanat

valtionvelka, rahapolitiikka