

## Kokemuksia keskuspankkitoiminnasta globaalin rahoituskriisin oloissa\*

Erkki Liikanen

Pääjohtaja

Suomen Pankki

Haluan aluksi onnitella Taloustieteellistä Yhdistystä, joka tämän vuoden alusta kokoaa Kansantaloudelliseen Yhdistykseen ja Taloustieteelliseen Seuraan jakaantuneen toiminnan yhden katon alle. Toivotan yhdistykselle vireää tulevaisuutta ja menestystä tärkeässä tehtävässä.

Vajaa kaksi vuotta sitten olin Suomen Pankissa pidetyssä Kansantaloudellisen Yhdistyksen kokouksessa puhumassa rahapolitiikan periaatteista ja silloin ajankohtaisista kysymyksistä. Sen jälkeen on tapahtunut harvinaisen paljon.

Tuolloin, siis keväällä 2007 sanoin esitelmässä, että *”Rahapolitiikka joutuu kiinnittämään huomiota luotto- ja rahamuuttujiin paitsi kokonaiskysynnän mahdollista inflatorisuutta arvioidessaan, myös siksi, että velkaantumisen muutokset vaikuttavat rahoitusmarkkinoiden ja koko talouden vakauteen. Yhtiältä pankkisektorin vakaus on välttämätön edellytys menestyksellisen rahapolitiikan harjoittamiselle. Toisaalta yritysten ja kotitalouksien velkaantuneisuus*

*vaikuttaa koko talouden häiriöalttiuteen. Mitä velkaantuneempi talous on, sitä voimakkaammin kokonaiskysyntä reagoi erilaisiin negatiivisiin häiriöihin, kuten talousnäkemien vaihteluihin.”*

Tuskin kukaan osasi aavistaa, kuinka jyrkänä tuo uhkakuva jo kesällä alkoi toteutua. Elokuussa vuonna 2007 Yhdysvaltain asunto- luototusjärjestelmän yhdessä osassa, subprime-lainojen markkinoilla, tapahtui käänne, joka laukaisi rahoitussektorin maksuvalmiusongelmat. Pian maksuvalmiusongelmien taustalta ilmaantui myös suuria luotto- ja kurssitappioita ja niiden mukana suuria vakavaraisuusongelmia.

Nyt olemme todistamassa velkavivun purkamisprosessia (deleveraging), jonka reaalityaloudelliset vaikutukset ovat nähtävissä maailmalla. Kokonaiskysynnän kasvu maailmantaloudessa on tahtunut, kun taloudenpitäjät maailmalla koettavat samanaikaisesti kohentaa taseitaan.

Koko viime vuoden ja vielä tämän tammikuun ajan vuotta 2009 koskevia kasvuennusteita on käännetty alaspäin. Uusien ennusteiden mukaan kehittyneiden maiden kansantuote su-

\* Esitelmä Taloustieteellisen Yhdistyksen 125-vuotisjuhlassa 29. tammikuuta 2009.

pistuu tuntuvasti tänä vuonna. Myös maailmankauppa supistuu, ja sen vuoksi myös vientivetoiseen kasvustrategiaan luottavien kehittyvien talouksien kasvu hidastuu selvästi. Ajatus, että Aasian nousevat taloudet voisivat maailmantaloudessa korvata Yhdysvaltain kysynnän supistumisen, ei ole toteutumassa. Takavuosien ns. ”soft landing”- ja decoupling -skenaariotahan perustuivat tuohon ajatuskulkuun.

Luottamusindikaattorit ovat historiallisen alhaalla. Sen lisäksi, että kasvuennusteita on tarkistettu merkittävästi alaspäin, niihin liittyvä epävarmuus on edelleen tavanomaista suurempaa.

Taloukskasvun jyrkän hiipumisen myötä inflaatio on hidastunut nopeasti. Erityisesti raaka-aineiden hinnat ovat viime vuosien hurjan nousun jälkeen pudonneet yhtä jyrkästi. On maita, joissa hintojen nousun pysähtyminen on herättänyt deflaatiopelkoja.

Rahoituskriisi on kouriintuntuvasti osoittanut sen, kuinka vahvasti kansalliset rahoitusjärjestelmät ovat verkottuneet ja kuinka merkittävää eri maiden talouksien keskinäinen riippuvuus on.

Miten maailman rahoitusmarkkinat saattoivat olla näin tavattoman herkkiä talousnäkymien muutokselle? Taustalla on pitkään jatkunut laajamittainen velkaantuminen ja riskien aliarviointi. Rakennelma petti lopulta sieltä, missä se oli heikoin, Yhdysvaltain asuntorahoitusjärjestelmässä.

Monet viime vuosien rahoitusmarkkinainnovaatiot Yhdysvalloissa liittyivät asuntoluotukseen. Yksi innovaatio, subprime -asuntoluototuksessakin käytetty arvopaperistamisen luo – ja hajauta – malli (”originate and distribute”) toimi ongelmitta niin kauan, kun asuntojen hinnat jatkoivat nousuaan. Mutta kun hintojen nousu Yhdysvalloissa vuonna 2006

pysähtyi, ongelmat nousivat pintaan. Kun asuntohinnat vuonna 2007 kääntyivät laskuun, järjestelmä romahti.

Subprime-lainoissa oli valuvika. Kahden lyhennysvapaan ja matalan kiinteän koron vuoden jälkeen lainakorko sidottiin jopa tasolle Libor + 6 %. Kun samalla hinnat alkoivat laskea, monien jo ennestään huonon maksukyvyn omaavien oli pakko kävellä ulos asunnoistaan. Pakkomyyntien seurauksena asuntomarkkinoiden alakierre vain paheni

Toisaalta Yhdysvaltojen velkaantumisen mahdollistivat ja sitä ruokkivat Aasian ylijäämämaiden kasvavat sijoitukset. Ne keräsivät valtavan sijoitusvarallisuuden ja kanavoivat edullista pääomaa Yhdysvaltoihin ja pitivät näin yllä osaltaan maailmantalouden epätasapainoa. Rahoituskriisin leviäminen globaaliksi kertoo, kuinka riippuvainen kansainvälinen rahoitusjärjestelmä viime vuosina oli Yhdysvaltain talouden tuottamista sijoituskohteista.

## Keskuspankkien rahapolitiikka ja rahoituskriisi

Keskuspankin ydintoiminnot voidaan tiivistää neljään:

- 1) rahapolitiikka (rahapolitiikan valmistelu ja toteuttaminen),
- 2) pankkitoiminta (rahapolitiikan operaatiot, suurten maksujen välittäminen ja sijoitus-salkunhoito),
- 3) rahoitusvalvonta (vakausanalyysi, mahdolliset hätärahoituspäätökset) sekä
- 4) rahahuolto (seteleiden ja kolikoiden saattaminen ja niiden laadun ja aitouden valvonta).

Kriisi on aiheuttanut muutoksia kaikissa näissä keskuspankkien toiminnoissa. Keskityn kol-

meen ensimmäiseen toimintoon, vaikka kriisi on tuntunut myös rahahuollossa.

Muutoksia on tapahtumassa siinä, miten rahapolitiikkaa ajatellaan ja miten sen toteuttaminen on järjestetty. Osa muutoksista on kriisiaikojen poikkeusratkaisuja, mutta pysyvääkin jälkeä kriisi jättää keskuspankkien toimintaan.

Normaalioloissa keskuspankin päähuomio kiinnittyy rahapolitiikkaan, jota harjoitetaan hintavakauden turvaamiseksi. Rahoituskriisi on nyt uskoakseni vaikuttamassa siihen, mitä rahapolitiikan strategiasta ajatellaan keskuspankeissa, ja myös akateemisella puolella.

Kriisiä edeltäneet noin puolitoista vuosikymmentä olivat suoran inflaatiotavoitteen doktriinin vahvistumisen aikaa. Usein vallitsevaksi ajatukseksi muodostui se, että rahapolitiikka oli vain korkopolitiikkaa, ja että korkopolitiikan ohjenuoraksi riitti inflaatioennusteen ohjaaminen hintavakaustavoitteen mukaiseksi. Kvantitatiiviset muuttujat, kuten raha- ja luottomäärät, jäivät tällöin sivuosaan, elleivät kokonaan huomiotta.

Euroopan keskuspankin rahapolitiikan strategia ei ole noudattanut puhtaaksi viljeltyä suoran inflaatiotavoitteen järjestelmää, vaan se tunnetusti perustui ja perustuu edelleenkin ns. kahden pilarin järjestelmään. Kahden pilarin muodostamassa kokonaisuudessa inflaatioennusteet kuuluvat ns. taloudellisen analyysin pilariin, ja rahan määrän kasvu monetaarisen analyysin pilariin. Tämä kahden pilarin kehikko herätti takavuosina ajoittain kirpeääkin kritiikkiä, ja sitä pidettiin vanhanaikaisena ja teoreettisesti epäselvänä.

Ei voi sulkea pois sitä mahdollisuutta, että tulevaisuudessa nykyisten ongelmien katsotaan johtuneen kriisiä edeltäneiden vuosien liian keveästä rahapolitiikasta. Lähellä voi olla myös

se johtopäätös, että jos keskuspankit maailmanlaajuisesti olisivat kiinnittäneet enemmän huomiota raha- ja luottomäärien kasvun hillintään, rahapolitiikka olisi ollut harjoitettua parempaa.

Kun nyt on käynyt ilmi, miten ratkaiseva rahapoliittinen merkitys luottoekspansiolle ja likviditeetillä on sekä nykyisten ongelmien synnyssä että rahapolitiikan harjoittamisessa kriisin aikana, uskon, että tapa tarkastella rahapolitiikkaa muuttuu monivivahteisemmaksi.

Rahapolitiikan ohjauskorot ovat nyt suhdannetilanteen vaatimusten mukaisesti painuneet historiallisen alas. Yhdysvalloissa rahapolitiikassa on jopa törmätty nollakorkorajoitukseen. Keskuspankin tavoitetaso pankkien välisen markkinoiden yli yön korolle (Federal Funds Rate) on siellä alennettu 0,00–0,25 prosentin välille. Paljon alemmaksi ei voida päästä, koska setelistön nollakorkoisuus muodostaa tietynlaisen lattian keskuspankkien ohjauskoille.

Tällaisesta loppuun asti kevennetyn korkopolitiikan tilanteesta on aiempaa kokemusta lähinnä Japanista 1990-luvulta, ja sitä ennen 1930-luvun Yhdysvalloista. Japanin kokemus 1990-luvulta ja USA:n kokemus 1930-luvulta taas osoittaa, että rahapolitiikan ohjauskorkojen lasku nolnaan ei kuitenkaan yksinään välttämättä riitä ratkaisuksi luottolamaan ja deflaatioon.

Miten rahapolitiikkaa voidaan edelleen keventää, kun korkopolitiikan perinteiset keinot on käytetty loppuun? Japanilla on ollut jo pitkään kokemusta ns. määrällisestä rahapolitiikasta, quantitative easing. Nyt Federal Reserve on toiminut hieman samaan tapaan. Keskuspankkijärjestelmän taseen koko on Yhdysvalloissa kasvanut kolminkertaiseksi (800:sta 2400 miljardiin dollariin), kun keskuspankki on laa-

jentanut lainanantoon uusille osapuolille ja ottanut käyttöön kokonaan uusia luotonannon muotoja, rahoitusfasiliteetteja, joiden myötä Federal Reserve nyt luotottaa laajassa mitassa myös yksityistä sektoria.

Keskustelu nollakorosta ja ns. määrällisestä rahapolitiikasta on virinnyt muuallakin. Euroopan tilanne kuitenkin, ainakin toistaiseksi, poikkeaa Yhdysvalloista. Deflaation todennäköisyys on täällä pienempi.

Tämä on syytä pitää mielessä, kun keskustellaan siitä, kuinka alas EKP:n ohjaukorot voivat alentua. Samalla on hyvä muistaa, että EKP:n hintavakaustavoite tarkoittaa inflaation pitämistä kahden prosentin lähellä keskipitkällä aikavälillä. Nollainflaatio, alenevasta hintatasosta puhumattakaan, ei mahdu tämän tavoitteen piiriin. Jo deflaatio-odotuksetkin olisivat kokonaiskysynnän ja kiinteistömarkkinoiden kannalta turmiollisia.

## Vakauskysymyksiä

Hintavakauden ohella keskuspankkien tehtävänä on myös rahoitusjärjestelmän vakauden turvaaminen. Tämä tehtävä nousee vahvasti esille kriisiaikoina. Keinona voidaan joissakin tapauksissa käyttää myös hätärahoitusta.

Normaaliaikoina tärkeä keino rahoitusmarkkinoiden vakaudesta huolehtimiseksi on onnistunut rahanarvopolitiikka. Riittävän viileä rahapoliittinen ilmasto sekä hillitsee inflaatiota että estää vakauden kannalta vaarallisia luottokuplia. Saman kolikon toinen puoli on, että hyvän rahapolitiikan harjoittaminen on paljon helpompaa, jos rahoitusmarkkinat toimivat luotettavasti ja vakaasti.

Normaalioloissa rahoitusmarkkinoiden vakaus on sääntely- ja valvontakysymys, ja keskuspankkien roolina on silloin lähinnä tilan-

teen seuranta ja kriisinhallintavalmiuden ylläpito. Vakaus voi kuitenkin häiriintyä, ja kuten nyt on nähty, silloin keskuspankit joutuvat eturintamaan: joudutaan esimerkiksi vastaamaan kysymykseen, voidaanko tuolle vaikeuksissa olevalle pankille myöntää hätärahoitusta, ja millä ehdoin.

Jos sääntely, kilpailu ja markkinoiden läpinäkyvyys eli informaatiopohja eivät ole kunnossa, hyväkään rahapoliittinen ympäristö ei kuitenkaan takaa rahoitusmarkkinoiden vakautta. On jopa väitetty, että pitkä vakauden kausi väistämättä johtaa riskitietoisuuden vähenemiseen ja riskien aliarviointiin, joka vain pahenee, kunnes joudutaan uuteen kriisiin.

Tällaisen lyhytnäköisyshypoteesin (disaster myopia hypothesis) esitti Hyman Minsky jo 1960-luvulla. Se on herättänyt uudelleen kiinnostusta viime aikoina. Jos lyhytnäköisyshypoteesi pitäisi paikkansa, mikään sääntely- tai valvontajärjestelmä ei pitkän päälle kestäisi hyviä aikoja ja niistä johtuvaa liberalisointipainetta, ja kriisien toistuminen aika ajojoi olisi väistämätöntä.

Keskuspankin rooli hätärahoittajana sisältää riskejä, jotka kyllä tiedostetaan. Liiallinen luottamus keskuspankin likviditeettitukeen voi pahimmillaan johtaa siihen, että pankit ja muut toimijat eivät itse riittävästi huolehdi maksuvalmiudestaan tai edes vakavaraisuudestaan. Toisaalta hätärahoituksesta kieltäytyminen voi johtaa seurauksiin, joista saimme kokemusta Lehman Brothersin jouduttua selvitystilaan viime syksynä. Dilemma on vaikea, mutta sitä ei voi kiertää. Moni keskuspankki on joutunut äskettäin sen eteen, onneksi Suomen Pankki ei.

Johtopäätös tästä on, että keskuspankin hyvä suoriutuminen tehtävästään vakauden turvaajana vaatii taustalle hyvää sääntely- ja

valvontajärjestelmää, joka estää turvaverkon olemassaolosta muuten johtuvan liiallisen riskinoton (moral hazardin).

Kriisi on luonut entistä paremmat edellytykset lisääntyvälle kansainväliselle konsensukselle valvontakysymyksissä. Yksi askel siinä oli Euromaiden huippukokous lokakuussa Pariisissa, jolloin maat sitoutuivat turvaamaan systemaattisesti merkittävien rahoituslaitosten toiminnan jatkuvuuden, mutta samalla tasapainottivat sitoumustaan lupauksella vahvistaa rahoitusvalvonnan rakenteita. Palaan valvonnan näkyisiin tarkemmin esitykseni lopussa.

### **Keskuspankkipolitiikan toimeenpanomekanismit muutosten kohteena**

Keskuspankin kolmas tärkeä tehtävä, toiminta pankkien pankkina on myös korostunut tämän kriisin aikana. Kun rahoitusjärjestelmän likviditeetti kuivui, pankit keskittyivät oman maksuvalmiutensa turvaamiseen, ja pankkien välinen markkina jäättyi. Näin keskuspankeille tuli yhä keskeisempi tehtävä, pankkijärjestelmän kokonaislikviditeetin turvaamisen lisäksi, myös likviditeetin välittämisessä pankkien välillä.

Ennen rahoituskriisiä keskuspankkien pankkitoimintoja pidettiin teknisinä peruspalveluina, jotka rullasivat taustalla, rahapolitiikan kulisissa. Tilanne on nyt kokonaan muuttunut, kun kriisin tullen on jouduttu kiinnittämään suurta huomiota esimerkiksi rahapoliittisissa operaatioissa käytettyihin huutokauppa-menettelyihin tai keskuspankkien vakuuspolitiikkaan ja vakuushallintoon. Nämä toiminnot ovat yhtäkkiä rahapoliittisella näyttämöllä hyvin keskeisessä ja muuttuvassa roolissa.

Pankkien pankkina toimiminen on eurojärjestelmässä kansallisten keskuspankkien tehtä-

vänä. Vaikka EKP:n markkinaoperaatioista päätetään keskitetysti, ne toteutetaan hajautevasti kansallisissa keskuspankeissa, mukaan lukien Suomen Pankissa. Myös luotonannossa tarvittavien vakuuksien vastaanottaminen ja vakuushallinto on kansallisten keskuspankkien työtä. Rahoituskriisi on näin ollen itse asiassa korostanut kansallisten keskuspankkien roolia eurojärjestelmässä.

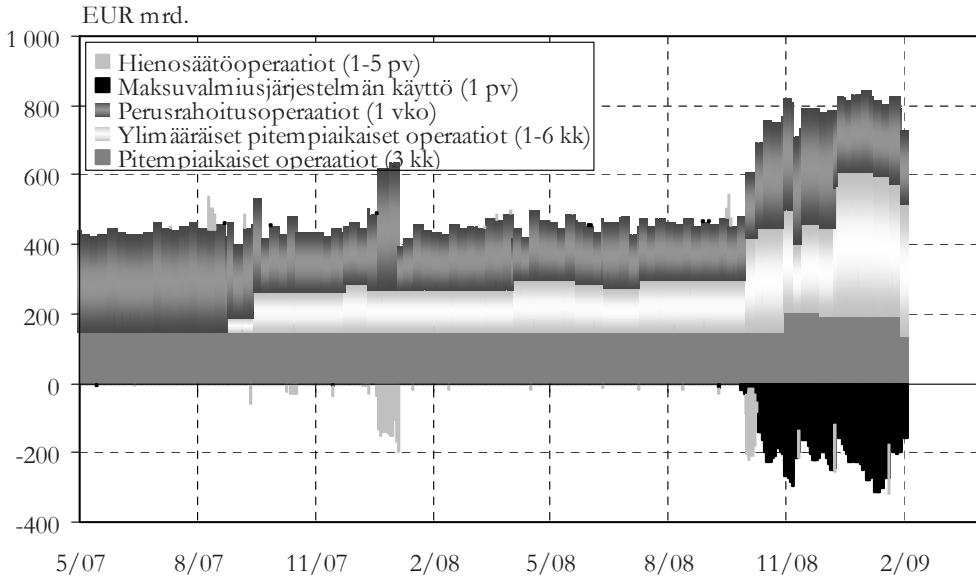
Yhdysvalloissa FED taas päättää toimista keskitetysti, mutta vain New York FED toimii markkinoilla. Tämä työnjako on siellä ennaltaan. Mutta muilta osin Federal Reserve on elokuun 2007 jälkeen muuttanut toimintaansa enemmän kuin koko sitä edeltävässä historiasaan. Vastapuolten lukumäärää on lisätty huomattavasti, vakuuskäytäntöjä on muutettu paljon jne. Aikaisemmin Fed markkinaoperaatioissaan rajoittui vain lyhytaikaisiin valtionpaporeihin, ja yksityisen sektorin materiaalia hyväksyttiin vakuudeksi vain diskonttoikkunalla, jolloin kyse oli pankkien poikkeuksellisten ja tilapäisten maksuvalmiusongelmien rahoittamisesta.

EKP:n toimintakehikossa oli taas – historiallisistakin syistä – alusta pitäen suuri joukko vastapuolia ja jälleenrahoitusoperaatioiden vakuuksiksi hyväksytyjen arvopapereiden ja pankkilainojen joukko oli laaja jo ennen rahoitusmarkkinakriisin alkua. Siksi toimintaympäristön suuriinkin muutoksiin on euroalueella voitu vastata ensi sijassa olemassa olevia toimintatapoja sopeuttamalla ja kehikon parametreja säätämällä.

Mutta paljon on tapahtunut euroalueella, onhan rahoituskriisi ollut eurojärjestelmän rahapolitiikan ohjausjärjestelmän merkittävin testi sen historian aikana.

Rahoituskriisi on edennyt vaiheittain. Rahoitusmarkkinoiden ongelmien ensioireet näyt-

Kuvio 1. Eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatiot ja maksuvalmiusjärjestelmän käyttö



Lähde: Suomen Pankki.

täytyivät tietyillä sektoreilla jo alkuvuodesta 2007, mutta rahamarkkinoiden – keskuspankin varsinaisen kotipesän – toiminta häiriintyi selvästi vasta elokuussa 2007. Tätä ensi vaihetta, jota kutsuttiin häiriöksi tai turbulenssiksi, luonnehti itsepintainen rahamarkkinalikviditeetin niukkuus.

Jo alkuvaiheessa tehtiin kaksi muutosta.

Ensinnäkin yhteistyössä USA:n Federal Reserven kanssa EKP päätti ryhtyä tarjoamaan vastapuolinaan toimiville euroalueen pankeille dollarimääräistä jällelrahoitusta euromääräisiä vakuuksia vastaan.

Miksi näin? Syy yhteisoperaatioille oli dollarin eurokorkojen irtaantuminen ajallisesti myöhemmin toimivan Yhdysvaltain rahamarkkinan koroista. Tämän korkoeron laajeneminen merkittäväksi heijasti osaltaan pankkien välistä valtameren ylittänyttä luottamuspulaa. Keskus-

pankkien yhteistyöllä haluttiin turvata dollari-likviditeetin kitkaton kulku Atlantin valtameren yli.

Toiseksi, normaalia viikon mittaista operaatiota pitemmän keskuspankkirahan kysyntä kasvoi voimakkaasti heti finanssiturbulenssin alusta saakka. Eurojärjestelmä pidensikin merkittävästi keskuspankkien tarjoaman jällelrahoituksen keskimääräistä maturiteettia. Ennen rahoitusmarkkinahäiriön alkua viikon mittaisen perusrahoitusoperaatioiden (eli varsinaisten politiikkaoperaatioiden) osuus koko jällelrahoituksesta oli noin kaksi kolmasosaa, kun pitempiaikaisilla operaatioilla tyydytettiin noin kolmannes pankkien likviditeettitarpeesta.

Rahoitusmarkkinahäiriön ilmaannuttua loppukesästä 2007 eurojärjestelmässä alettiin kasvattaa pitempikestoisten jällelrahoitusope-

Kuvio 2. Huutokauppakorot eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatioissa



Lähde: Suomen Pankki.

raatioiden kokoa ja valikoimaa. Pian osuudet kääntyivät päinvastaisiksi, vain 1/3 oli enää viikon mittaisia, loput 2/3 pitempiä, 1–6 kuukauden mittaisia.

Syyskuussa 2008 rahamarkkinahäiriö syveni Lehman Brothersin konkurssin myötä täysimittaiseksi kriisiksi. Huoli luottoriskien merkittävästä kasvusta lamaannutti rahamarkkinoiden toimintaa kaikkialla maailmassa. Erityisesti juuri tässä vaiheessa Yhdysvaltain rahamarkkinoiden ongelmien vaikutukset levisivät nopeasti ympäri koko maailman.

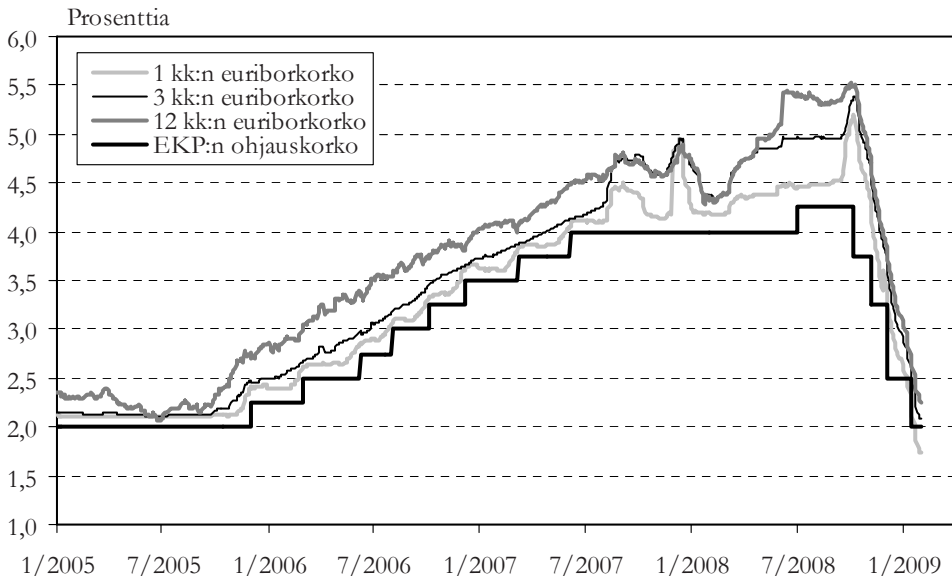
Pankkien välisten rahamarkkinoiden toiminta pysähtyi käytännöllisesti katsoen kokonaan. Rahoitusmarkkinoiden tila huononi voimakkaasti, ja jo aiemmin kasvaneet riskilisät pankkien välisillä rahamarkkinoilla ponnahtivat uusille tasoille sekä euroalueella että muualla maailmassa. Epävarmuus rahoitusmarkkinoi-

den ja talouden tulevasta tilasta lisääntyi jyrkästi.

Huutokaupasta saatavan rahamäärän epävarmuus johti tilanteeseen, jossa pankit korottivat tarjouskorkejaan huomattavasti varmistukseen likviditeetin saannin keskuspankista. Tilanne ajautui rahapolitiikan kannalta kestävämmäksi, kun keskuspankin markkinahuutokaupoissa hyväksytyjen tarjousten keskimääräinen hinta ylitti EKP:n neuvoston päättämän ohjauskoron pahimmillaan lähes 75 peruspisteellä. Toisin sanoen tuossa vaiheessa keskuspankkirahan hinta politiikkaoperaatioissa oli liki kolme tavanomaista koronnostoa tavoitetaso yläpuolella.

Samalla myös pankkien välisten markkinoiden euribor-korot alkoivat elää yhä selvemmin omaa elämäänsä ja irtautua EKP:n ohjauskorosta. Vaarana oli, että EKP menettäisi ohjaa-

Kuvio 3. Euribor-korkojen kehitys



Lähde: European Banking Federation, Suomen Pankki.

van otteensa rahamarkkinoilla vallitsevasta todellisuudesta: rahapolitiikan välittymismekanismi oli uhkaavasti heikentynyt.

Tässä vaiheessa EKP:n perusrahoitusjärjestelmään tehtiin kaksi merkittävää muutosta, joista ensimmäinen liittyi likviditeetin huutokauppamekanismiin ja toinen vakuuspolitiikkaan.

Aikaisemmin EKP ilmoitti huutokaupattavan likviditeetin minimihinnan, mutta kontrolloi samalla jaettavan likviditeetin määrää. Yksittäinen pankki ei tällöin saanut huutokaupasta kysymäänsä likviditeetin määrää, mikäli sen tarjoukset jäivät alle huutokaupan marginaalikorona. Jos se jätti tarjouksen marginaalikorolla, jätetyt tarjoukset hyväksyttiin vain osittain. Marginaalikorko puolestaan määräytyi pankkien tarjousten ja EKP:n tavoitelikviditeetin perusteella.

Lokakuun alussa EKP:n neuvosto muutti tätä järjestelmää ja päätti siirtyä kiinteähintaisiin huutokauppoihin. Niissä pankkien jättämät tarjoukset hyväksytään kokonaisuudessaan, kunhan pankeilla on hyväksyttävät vakuudet luotolle, jonka ne haluavat ottaa. Tällaisessa ns. määrähuutokaupassa keskuspankki ilmoittaa kaupattavan likviditeetin hinnan, jolla rahan tarjonta on siis täydellisen joustavaa, ja pankit puolestaan ilmoittavat keskuspankille likviditeettimäärän, jonka ne ovat tällä hinnalla valmiita lainaamaan.

Kiinteäkorkoisiin huutokauppoihin siirtyminen poisti välittömästi efektiivisen koron ja ohjauskoron välille kasvaneen eron, ja teknisesti mielessä rahapolitiikan välittymismekanismi ensimmäinen lenkki saatiin toimimaan. Kesti jo selvästi pitempään, ennen kuin euribor-korot – edes lyhimmätkään niistä – uudel-



leen lähenivät ohjauskorkoja. Viime viikkoina tässäkin suhteessa on päästy lähemmäksi normaaleja oloja ja voinee sanoa, että EKP:n ja koko eurojärjestelmän ote rahamarkkinoilla vallitsevasta hintatasosta on suurelta osin normalisoitunut. Tällä on ollut oma osuutensa myös tapahtuneessa markkinakorkojen nopeassa alenemisessa.

Pankkien kohtaama epävarmuus ja pankkisektorin heterogeenisuus heijastuu kuitenkin edelleen markkinoilla. Kun pankit aikaisemmin luottivat voivansa tarvittaessa lainata lyhyttä rahoitusta rahamarkkinoilta, ne ovat nyt maksuvalmiutensa varmistamiseksi alkaneet pitää suuria ylimääräisiä reservejä tileillään keskuspankeissa.

Valtavaksi kasvanutta ylimääräisten reservien pitoa osaltaan edesauttoi se, että samassa yhteydessä, kun siirryttiin määrähuutokauppoihin, neuvosto päätti kaventaa järjestelmän korkokäytävää kahdesta prosenttiyksiköstä yhteen prosenttiyksikköön. Jos pankki halusi tallettaa keskuspankilta lainaamaansa rahaa takaisin yön yli keskuspankkiin, aiheutui sille operaatiosta puolen prosenttiyksikön kustannus. Näin pankeille ylimääräisen likviditeetin pidosta koitua kustannusrasite puolittui.

Viime viikolla palattiin entiseen kahden prosenttiyksikön korkokäytävään. Toisin sanoen, jos pankki haluaa tallettaa lainaamaansa rahaa keskuspankkiin, saa se sille prosenttiyksikköä ohjauskorkoa alhaisemman koron ja vastaavasti yön yli otettavista maksuvalmiusluotoista pankit maksavat prosenttiyksikön yli ohjauskoron. Korkoputken palauttamisen ennalleen toivotaan luovan riittävät kannustimet pankeille, jotta ne alkavat tasata likviditeettiä jälleen markkinaehtoisesti keskenään.

Vakuuspolitiikka oli toinen merkittävä muutoksen kohde rahapolitiikan toimeenpa-

nojärjestelmässä. EKP:n neuvosto päätti loka-kuussa 2008 muuttaa eurojärjestelmän noudattamaa vakuuspolitiikkaa sen varmistamiseksi, ettei pankkien likviditeetin saanti tyrehdy yleiseen vakuusmateriaalipulaan. Tämän näkökohdan ratkaisevaa merkitystä rahamarkkinakriisin oloissa tuskin tarvitsee paljon korostaa.

Vakuuksien määrää kasvatettiin mm. tietyillä dollari-, punta- ja jenimääräisillä markkinakelpoisilla velkapapereilla, ja lisäksi vakuuskelpoisten instrumenttien määrää lisättiin alentamalla vakuudeksi hyväksytyjen vakuuksien luottoluokituskyvnys tasolta A- tasolle BBB-.

Edellä jo puhuin eurojärjestelmän ja muiden suurien keskuspankkien vakuuskäytäntöjen eroista. Koska eurojärjestelmän perussopimus kieltää valtionvelan suosimisen, yksityiset velkainstrumentit, arvopaperien lisäksi myös tietyt kriteerit täyttävät pankkilainat, olivat oleellinen osa EKP:n hyväksymää vakuuskirjoa jo kriisiä edeltävinä vuosina.

Näin ollen EKP:n vakuuspolitiikan muutokset ovat voineet pysyä varsin maltillisina rahoitusmarkkinakriisin aikanakin, kun monet muut keskuspankit ovat joutuneet huomattavasti muuttamaan vakuuspolitiikkansa periaatteita kriisin syvetessä.

Vakuuspolitiikkaa valittaessa keskuspankit joutuvat aina puntaroimaan rahoitusmarkkinoiden vakauden turvaamisen ja paisuneiden luotto-operaatioidensa riskien välillä. Valintaongelma ei ole helppo eikä suoraviivainen.

Tähän mennessä saadun kokemuksen valossa eurojärjestelmän rahapolitiikan operationaalinen ohjausjärjestelmä on osoittautunut joustavaksi ja toimivaksi. Se on mahdollistanut markkinoiden likviditeetin tehokkaan ylläpidon. Viime syksynä tehtyjen muutosten jälkeen se on myös parantanut EKP:n neuvoston päät-

tämän rahapolitiikan virityksen välittymistä markkinakorkoihin.

Rahoituskriisin pahimman vaiheen aikana tehdyt keskuspankkipoliittiset toimenpiteet ovat vahvistaneet eurojärjestelmän kriittistä roolia rahamarkkinoiden häiriötilassa. Hyvät ja vakavaraiset pankit voivat esteettä hyödyntää eurojärjestelmää likviditeetin lähteenä silloinkin, kun pankkien väliset rahamarkkinat ovat hyytyneet.

Keskitetyn päätöksenteon ja hajautetun toteutuksen malli on toiminut euroalueella hyvin. Kansallisten keskuspankkien rooli koko järjestelmän likviditeetin hallintavälineistön muokkaamisessa on näyttäytynyt aiempaa korostuneempana, koska niillä ja vastapuolina olevilla pankeilla on kiinteät suhteet.

Keskitetyn päätöksenteon ja hajautetun toteutuksen mallin ansiota ainakin osittain oli myös se, että yhtäältä EKP kykeni nopeasti reagoimaan kriisin alkuvaiheessa elokuussa 2007 sekä toisaalta sekkin, että eurojärjestelmä on kyennyt uudistamaan likviditeetin hallintansa käytäntöjä koko kriisin ajan.

Tältä osin Suomen Pankki ei ole myöskään jäänyt sivustakatsojaksi, vaan oman analyysitoimintamme ja vanhojen kokemustemme avulla olemme olleet aktiivisesti mukana korkojenohjausjärjestelmän sopeuttamisessa.

## **Keskuspankkien välinen yhteistyö rahoituskriisin aikana**

Kriisin globaalien luonteen vuoksi sen hallinta on edellyttänyt keskeisten keskuspankkien, kuten EKP:n, Iso-Britannian, Japanin, Sveitsin ja Yhdysvaltojen keskuspankkien yhteisiä toimenpiteitä kansainvälisten rahamarkkinoiden likviditeetin turvaamiseksi ja rahoitusmarkki-

nakriisin reaalityönteellisten vaikutusten lieventämiseksi.

Jo normaalistikin vilkas vuoropuhelu eri keskuspankkien ekonomistien kesken ja päätöksentekijöiden välillä on kriisin mittaan vain tiivistynyt, ja ajatustenvaihdon ohien ovat nousseet ennen kokemattomat yhteisintervenot rahamarkkinoilla.

Edellä jo todettiin, että eurojärjestelmä ja useat muut ulkomaiset keskuspankit ovat tarjonneet dollarimääräistä likviditeettiä avomarkkinaoperaatioissaan yhteistyössä Federal Reserven kanssa.

Dollarimääräisten jälleenrahoitusoperaatioiden lisäksi eurojärjestelmä on tarjonnut vastapuolilleen Sveitsin frangeja. Kaikki nämä operaatiot ovat osoitus keskuspankkien halusta ja kyvystä toimia rahamarkkinoilla yhteisessä rintamassa, kun tarve tällaista vaatii.

Keskuspankkien poikkeuksellisen tiiviiksi muodostuneen yhteistyön näkyvimpänä osoituksena voidaan pitää koordinoitua 50 peruspisteen koronalennusta, joka suoritettiin yhdessä viime vuoden lokakuussa. Keskuspankkien korot on kehittyneissä maissa painettu nopeassa tahdissa historiallisen alas.

Suurten keskuspankkien välisten, monenkeskisten operaatioiden lisäksi suuret keskuspankit (erityisesti EKP) ovat tukeneet pienempiä valuutta-alueita myöntämällä niiden keskuspankeille swap-limiittejä, joita hyväksikäyttämällä pienemmät keskuspankit ovat voineet rauhoittaa omien rahamarkkinoidensa tilaa.

## **Muuttuuko rahoitusvalvonta kriisin seurauksena?**

Samalla kun rahoituskriisi on käynnistänyt ennennäkemättömän laajat kriisinhallintaoperaatiot, se on vauhdittanut keskustelua valvonta-

ja sääntelyjärjestelmien uudistamisesta. Rahoitusvalvonnan institutionaalista rakennetta on usein aikaisemminkin uudistettu rahoituskriisien kokemusten jälkeen. Kriisit auttavat voitamaan valvonnan uudistamiseen usein liittyvät institutionaaliset kitkatekijät. Muutoksiin toki ovat ajaneet myös markkinoiden kehitystrendit. Valvonnan uudistukset ovat nyt asialistalla kaikkialla.

Valvontaa vahvistetaan ja sen alaa laajennetaan kriisin seurauksena varmasti monin tavoin. Tähän sitouduttiin globaalilla tasolla poliittisestikin Washingtonin G20-kokouksessa viime marraskuussa.

Yksi keskeinen kehityskohde varsinkin Euroopassa on valvonnan kansainvälistäminen. Rahoitusvalvonta EU:ssa perustuu tällä hetkellä kolmeen peruspilariin: kansallisen valvontaviranomaisen vastuuseen, kotivaltion kontrolliperiaatteeseen sekä valvontaviranomaisten välisiin yhteistyö- ja koordinoitijärjestelyihin.

Useassa maassa toimivien rahoituslaitosten määrä on kasvanut viime vuosina EU:n alueella. Esimerkiksi vuoden 2007 loppuun mennessä 45 eurooppalaisella pankkiryhmällä oli merkittävästi toimintoja kotivaltion ulkopuolella. Nämä usean maan alueella toimivat pankkiryhmät vastaavat 2/3 EU:n pankkimarkkinoista.

Pankkiryhmittymät pyrkivät keskittämään avainliiketoimintansa, kuten varainhankinnan, tukkumarkkina- ja kaupankäyntitoiminnan, markkinariskin ja osittain myös luottoriskin hallinnan. Tämän seurauksena ei vain haarakonttoreita, vaan myös tytäryhtiöitä johdetaan usein hyvin integroidusti.

Nämä rahoitustoimialan muutokset ovat osaltaan lisänneet paineita uudistaa EU:n rahoitusvalvonnan rakenteita. Silloin kun pankki on systeemisesti merkittävä useammassa kuin

yhdessä maassa, on asiaa pyritty ratkaisemaan tehostamalla yhtäältä pääkonttorimaan eli kotivalvojan ja toisaalta tytä pankin tai haarakonttorin sijaintimaan eli isäntämaan valvojan yhteistyötä niin kutsuttuja valvojakollegioita perustamalla.

Tämä Suomelle tärkeä asia on edistymässä ja saamassa EU-tasolla taakseen myös oikeusperustan.

Meneillään oleva rahoituskriisi on tuonut esille myös ongelmia EU:n vallitsevan valvontajärjestelmän institutionaalisessa rakenteessa. Vaarana on, että kriisitilanteessa pyritään suojaamaan kansallisten sidosryhmien etuja silloinkin, kun useassa maassa toimivia rahoituslaitoksia koskeva kriisien hallinta edellyttäisi systeemistä näkökulmaa ja saumatonta viranomaisten yhteistyötä.

Suuri kysymys on tulevaisuudessa, kuinka järjestää lukuisissa maissa toimivien suurten kansainvälisten pankkien valvonta EU:n tai euroalueen tasolla. Kun maita on paljon ja kun pankki on koko EU-alueenkin kannalta systeemisesti merkittävä, valvontakollegio ei ole enää tyydyttävä ratkaisu valvonnan järjestämiseksi. Entisen IMF:n pääjohtajan Jacques de Larosieren johtama ryhmä valmistelee parhaillaan ehdotuksia asiasta.

Monilla EU:n sisämarkkinapolitiikan lohkoilla on valvontaratkaisut haettu siten, että kansallinen valvoja hoitaa kansallisesti merkittävät asiat ja valvojat yhdessä muodostavat siten valvontastrukturin, joka keskitetysti vastaa sisämarkkinoilla laajemmin vaikuttavista asioista tai yrityksistä. Esimerkkejä on vaikka lääketeollisuuden tai kilpailun alueella, miksei myös kemikaaleissa. Myös Euroopan keskuspankkijärjestelmä on yksi malli.

Rahoitusvalvonta on hyvin monisyinen ja -ulotteinen asia. Silti olisi hyvä avoimella mie-

lellä hakea ratkaisua myös tämän alueen EU:n tai euroalueen tason valvontaan. Meneillään olevan rahoituskriisin kokemukset tarjoavat nyt tilaisuuden uudistusten toteuttamiseksi.

Yksi esillä oleva vaihtoehto on se, että monissa euroalueen maissa toimivien suurten pankkien valvonta siirretään EKP:n yhteyteen. Pankkisektorin valvonnan osalta tämä uudistus voitaisiin toteuttaa muuttamatta perustamisoppimusta. Sen vuoksi tämä olisi pragmaattinen tapa edetä. Se kuitenkin edellyttää, että Euroopan tason valvojien ja kansallisen tason valvojien työnjako määritellään selkeästi. Samoin on löydettävä ratkaisu siihen, että rahapolitiikan harjoittaminen ja rahoitusvalvonta hoidetaan uusissakin rakenteissa riittävän erillisinä ja itsenäisesti, mutta hyvä tiedonvaihto ja vuorovaikutus turvaten. Muitakin kysymyksiä on toki selvitettävä, mutta avoimella mielellä.

Valvonnan kansainvälistämisen ohella toinen keskeinen uudistussuunta on valvonnan kattavuuden ja yhtenäisyyden lisääminen yli sektorirajojen. G20-julkilausumassa sitoudutaan varmistamaan, että kaikkia finanssimarkkinoiden tuotteita ja toimijoita säännellään tai valvotaan. Aikaisemminhan esimerkiksi yhdysvaltalaiset investointipankit toimivat pankki-valvonnan ulottumattomissa. Toimialarajojen hälveneminen ja riskien kytkeytyminen yhteen on lisännyt paineita organisoida uudelleen ja yhdistää toimialakohtaisten valvonta- ja sääntelyviranomaisten toimintoja.

Suomi pääsi tässä suhteessa markkinoiden kehityksen tasalle, kun uusi rahoitus- ja vakuutusvalvontaviranomainen, Finanssivalvonta

(Fiva), aloitti toimintansa 1.1.2009. Fiva perii pääosin entisten Rahoitustarkastuksen ja Vakuutusvalvontaviraston tehtävät. Finanssivalvontaviranomainen on päätöksenteossaan itsenäinen, mutta toimii Suomen Pankin yhteydessä. Ratkaisu on herättänyt paljon kiinnostusta muualla.

Suomen mallin etuna on, paitsi valvonnan yhtenäisyys, myös se, että se tukee koordinaatiota ja tiedonkulkua juuri siinä rajapinnassa, jossa niiden tarve on suurin, valvontaviranomaisen ja hätärahoituspäätöstä ehkä harkitsemaan joutuvan keskuspankin välillä.

## Lopuksi

Olen tässä esityksessäni keskittynyt tarkastelemaan rahoitusmarkkinoiden kriisin vaikutuksia ja sen aiheuttamia haasteita nimenomaan keskuspankin näkökulmasta. Raha- ja finanssipolitiikalla on oma työnjakonsa ja keskuspankeilla oma itsenäisyytensä, josta pidetään kiinni.

Tästä huolimatta on selvää, että talouspolitiikka pystyy tehokkaasti torjumaan rahoituskriisin negatiivisia vaikutuksia vain eri politiikkalohkojen yhteistyönä. Keskuspankit pitävät hallitusten toimia pankkien vakavaraisuuden turvaamiseksi ja vahvistamiseksi hyvin tärkeinä. On hyvä, että myös Suomessa on tehty asiaan liittyvät esitykset. Pankkien pääomien vahvistaminen edistää myös rahapolitiikan päämääriä ja tukee keskuspankkien toimintaa rahoitussektorin jatkuvan toimivuuden turvaamiseksi. □