

Pitääkö rahoitusmarkkinoiden sääntelyä kiristää?*

Pentti Pikkarainen

Osastopäällikkö

Suomen Pankki

Elokuussa 2007 alkanut rahoitusmarkkinakriisi on herättänyt kovasti keskustelua rahoitusmarkkinoiden sääntelyn roolista kriisin syynä. Toisaalta keskustelua on myös käyty runsaasti siitä, kuinka rahoitusmarkkinoiden sääntelyä tulisi parantaa ja mahdollisesti kiristää, jotta näin vakaviin ongelmiin ei ajauduttaisi tulevaisuudessa. Keskustelu on saanut tulta erityisesti Yhdysvaltojen presidentinvaalien jälkeen. Sitä käydään sekä kansallisella tasolla että erityisesti kansainvälisillä foorumeilla, kuten EU:ssa, G20-maiden johdolla ja IMF:n puitteissa.

Suhtautuminen rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn on pitkälti ideologinen kysymys. Markkinoiden ja erityisesti rahoitusmarkkinoiden toimivuuteen skeptisesti suhtautuvat tahot näkevät nykyisessä tilanteessa oivan mahdollisuuden rahoitusmarkkinoiden sääntelyn lisäämiseksi. Toisaalta on myös niitä, joiden mielestä rahoitusmarkkinoiden epäonnistunut sääntely ja julkisen sektorin interventiot rahoitus-

markkinoilla olivat kriisiin johtaneita tekijöitä, jolloin ei ole perusteita rahoitusmarkkinoiden sääntelyn merkittävään kiristämiseen.

Sääntelyn muutoksia pohdittaessa on syytä arvioida myös talouspolitiikan roolia kriisin aiheuttajana. Jos talouspolitiikka oli onnistunutta ennen kriisiä ja häiriön syyt voidaan nähdä pelkästään epäonnistuneessa rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä, niin sääntelyn muuttaminen ja mahdollinen kiristäminen on perusteltua. Toisaalta jos kriisiin jouduttiin merkittävien talouspoliittisten virheiden vuoksi, rahoitusmarkkinoiden sääntelyn merkittävä kiristäminen ei voi olla oikea lääke tällaisten tapahtumien välttämiseksi tulevaisuudessa.

Kriisin syistä alkaa vähitellen muodostua kohtuullisen hyvä konsensus. Varsin yleisesti nähdään, että talouspolitiikassa tehtiin merkittäviä virheitä, joilla on ollut keskeinen vaikutus kriisin synnyssä. Keveitä rahataloudellisia olosuhteita pidetään yleisesti yhtenä kriisin keskeisenä – monien mielestä jopa suurimpana – syynä. Tämä koskee erityisesti Yhdysvaltojen rahapolitiikkaa vuosina 2001–05 ja niin sanottua Greenspanin *put-politiikkaa*, jonka mukaisesti Fed pelastaa aina rahoitusmarkkinat niiden

* Kiitän Sampo Albonsuota ja Jyrki Haajasta byödyllisistä kommentteista ja keskusteluista. Tässä esitetyt näkemykset ovat kirjoittajan eivätkä siten välttämättä vastaa Suomen Pankin virallista kantaa.

ajautuessa vaikeuksiin. Kevyen rahapolitiikan seurauksena lyhyet korot olivat liian pitkään liian matalalla tasolla ja riskinottohalukkuus kasvoi liian suureksi.

Suuret säästämislijäämät ja osittain kiinteän valuuttakurssin politiikan synnyttämät valtioiden sijoitusrahastot taas pitivät pitkiä korkoja alhaalla vuosikymmenen alkupuolella. Voidaan siten sanoa, että kyseessä oli tältä osin julkisen sektorin epäonnistunut interventio valuuttamarkkinoilla. Tällainen kehitys olisi voitu välttää, jos valuuttakurssien olisi annettu joustaa markkinoilla ilman massiivisia julkisen sektorin interventioita.

Yhdysvalloissa julkinen sektori on puuttunut merkittävästi asuntomarkkinoiden rahoitukseen. Vaikeuksiin ajautuneet asuntomarkkinoiden toimijat Fannie Mae ja Freddie Mac ovat liittovaltion perustamia, ja markkinoilla on oletettu, että niillä on edelleen liittovaltion takuu. Tämän seurauksena niiden taseet kasvoivat liian suuriksi ja riskipitoiseksi. Niiden toimintaa ei myöskään valvottu kunnolla, vaan pikemminkin ne onnistuivat muodostamaan symbioosin, joka hyödytti molempia osapuolia (Fannie ja Freddie sekä poliitikot), kunnes Fannie ja Freddie ajautuivat vaikeuksiin. Voidaan siten sanoa, että epäonnistumisen taustalla oli julkisen sektorin epäonnistunut interventio asuntorahoitusmarkkinoilla ja näiden rahoituslaitosten poliittisista syistä johtunut puutteellinen valvonta.

Euroalueella suurimmissa paineissa ovat olleet euroalueeseen varsin vauhdikkaasti liittyneet maat, joiden keskuspankit laskivat ohjaukorkojaan tuntuvasti EMU-jäsenyyden yhteydessä. Tällainen politiikka synnytti näissä maissa voimakkaan monetaarisen impulssin, johti ripeään luottojen kasvuun ja asuntomarkkinoiden rajuun ylikuumentumiseen. Kehitys

olisi voitu välttää pidempiaikaisen EMU-sopeutumisen kautta. Maastrichtin sopimuksen EMU-lähentymishedoissa korostetaan lähentymisen kestävyyttä, mutta käytännössä tätä näkökohtaa ei ole painotettu tarpeeksi paljon.

Edellä olevat neljä esimerkkiä kuvaavat sitä, että rahoitusmarkkinahäiriön ja sen seurauksena syntyneen laajan talouskriisin syitä ei voida ujuttaa pelkästään rahoitusmarkkinoiden sääntelyn puutteiden piikkiin, vaan myös talouspolitiikassa on ollut parantamisen varaa. Toisaalta on toki ilmeistä, että rahoitusmarkkinoiden sääntelykään ei ole kaikilta osin onnistunut, ja sitä tulee pyrkiä kehittämään.

Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn muuttamisessa ja mahdollisessa kiristämisessä on vaarana tehdä ylilyöntejä, mikä on hyvin identifioitu sääntelyä koskevassa keskustelussa. Liiallinen sääntely voi rajoittaa taloudellista innovointia, joka on kuitenkin taloudellisen kehityksen keskeinen moottori. Liiallinen sääntely voi johtaa myös siihen, että sitä ryhdytään kiertämään. Tämä voi synnyttää toimintaa, josta hyötyvät lähinnä vain kiertoteitä kehittävät toimijat. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn muuttamisessa onkin löydettävä ratkaisuja, jotka parantavat aidosti rahoitusmarkkinoiden toimintaa eivätkä johda liialliseen rahoitusmarkkinoiden kahlitsemiseen.

On syntynyt laaja yksimielisyys siitä, että rahoitusmarkkinoiden läpinäkyvyyttä tulee parantaa. Tämä koskee ainakin rahoitusinstrumentteja. Rahoitusmarkkinoilla on kehitelty instrumentteja, joiden tuntemus on hyvin heikkoa. Parhaimmassa tapauksessa korkeintaan näiden kehittäjät – jos hekään – tuntevat ne. Instrumentit tulee tuntea niin hyvin, että ymmärretään niiden vaikutukset rahoitusmarkkinoiden toimintaan.

Monien mielestä rahoitusmarkkinoiden kan-

nustimissa on ollut suuria ongelmia ja monet kannustimet ja palkkiot ovat ylimitoitettuja. Tältäkin osin läpinäkyvyyttä tulee lisätä. On täysin loogista, että rahoituslaitosten muiden sidosryhmien (kuten tallettajien, sijoittajien ja omistajien) tulee tietää rahoituslaitoksen johdon ja henkilökunnan kannustimet, koska niillä on keskeinen merkitys näiden muiden sidosryhmien – ja jopa veronmaksajien – taloudellisen tuleman kannalta.

Rahoituslaitosten kaikki vastuut eivät tule ilmi rahoituslaitosten taseista. Rahoituslaitoksilla on usein ns. taseen ulkopuolisia vastuita ja velvoitteita, jotka voivat realisoitua vain joissakin tilanteissa ja tällöin niillä voi olla suurikin merkitys. Esimerkiksi joillakin pankeilla on suuria vastuita ja velvoitteita riskirahastojen ja ns. erillisyhtiöiden suhteen. Tällaiset taseen ulkopuoliset sitoumukset tulisi olla rahoituslaitoksen kaikkien sidosryhmien ja erityisesti valvojien tiedossa.

Paineet rahoituslaitosten vakavaraisuuden lisäämiseksi ovat kasvaneet. On myös ehdotettu, että vakavaraisuuden sääntelyn pitäisi olla vastasyklisiä, ei myötäsyklisiä. Nykyinen vakavaraisuussääntely toimii myötäsyklisesti: kun taloustilanne paranee, rahoituslaitoksen taseessa olevat vastuut vaikuttavat olevan parempia ja näin rahoituslaitos voi ottaa suurempia riskejä. Laskusuhdanteessa käy päinvastoin. Täten nykyinen vakavaraisuussääntely lisää ja mahdollisesti kärjistää talouksien syklisyyttä.

Jos vakavaraisuussääntely olisi vastasyklisiä, viranomaisten tulisi kiristää rahoituslaitosten vakavaraisuusvaatimusta hyvinä aikoina ja keventää sitä huonoina aikoina. Tämä ajatus tuntuu houkuttevalta. Siihen liittyy kuitenkin merkittäviä haasteita. Rahoituslaitosten vakavaraisuusvaatimuksen kiristäminen hyvinä aikoina ei ole käytännössä helppoa. Jos valvon-

taviranomaiset haluavat kiristää vakavaraisuusvaatimusta vahvan kehityksen aikana, viranomaiset saavat kimppuunsa rahoituslaitosten korkeapalkkaisen johdon ja juristiarmeijan. Viranomaisia syytetään helposti hyvien liikemahdollisuuksien pilaamisesta vahvassa taloustilanteessa. Vakavaraisuuden kiristäminen vaatii siten täydellistä valvontaviranomaisen itsenäisyyttä ja huikeaa rohkeutta.

Vakavaraisuusvaatimuksen helpottaminen huonoina aikoina on myös erittäin vaikeaa. Rahoitusmarkkinoilla toimijat itse haluavat, että erityisesti epäilyksen alaisena olevien toimijoiden vakavaraisuus on pikemminkin vahva kuin heikko. Vastasyklisiä toimia pitäisi myös kyetä tekemään usein yhtä aikaa ja kutakuinkin yhtenäisin pelisäännöin eri maissa. Tämä tavoite on hyvin haastava.

Euroopassa ja suurimmissa Yhdysvaltain pankeissa on otettu käyttöön niin sanottu Basel II-vakavaraisuussäännöstö. Tässä rahoitusmarkkinakriisissä likviditeettiriskit ovat kuitenkin olleet korostetusti esillä. Myös käsitykset eri rahoitusmarkkinasegmenttien likvidisyydestä ovat muuttuneet. Rahoituslaitokset tulevat itse kiinnittämään jatkossa entistä enemmän huomiota likviditeettiriskin hallintaan. Sen sijaan on avoinna, pitääkö likviditeettiriskejä jotenkin säännellä ja miten säätely tapahtuisi. Rahoitusmarkkinakriisi tarjoaa erinomaista materiaalia tämän vaikean kysymyksen pohdintaan.

Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn tulee olla kattavaa globaalista ja sääntelyn tulisi olla kutakuinkin samanlaista eri maissa. Myös joidenkin rahoitusmarkkinatoimijoiden, erityisesti riskirahastojen, sääntelyn puuttuminen on koettu ongelmalliseksi. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyn alueellisen kattavuuden laajentaminen on hyvin vaikeaa, jopa mahdotonta. Myös riskira-

hastojen sääntely on käytännössä hyvin vaikeaa. Riskirahastoilta voidaan kuitenkin vaatia nykyistä enemmän raportointia asiakkaiden, rahastojen kanssa tekemisissä olevin pankkien ja valvojien suuntaan.

Nykyinen kriisi johtuu osittain siitä, että rahoitusmarkkinoilla on osia ja maantieteellisiä

alueita, joiden heikko läpinäkyvyys ja kevyt sääntely ovat ruokkineet kriisin syntyä. On mahdollista, että markkinat pakottavat itse nämä alueet ja toimijat aikaisempaa kattavamman sääntelyn, valvonnan ja raportoinnin piiriin. □