

PÄÄKIRJOITUS

Epätavanomaiset keinot ja epätavanomaiset riskit

Antti Suvanto

Euroopan keskuspankin neuvosto päätti tammikuussa laajentaa merkittävästi syksyllä 2014 käynnistettyä arvopapereiden osto-ohjelmaa. Päätöksen mukaan eurojärjestelmä ryhtyy maaliskuusta 2015 alkaen ostamaan jälkimarkkinoilta euroalueen valtioiden, valtiosidonnaisten laitosten ja eurooppalaisten ylikansallisten toimijoiden arvopapereita.

Ostojen määräksi ilmoitettiin 60 miljardia euroa kuukaudessa, ja ostoja jatketaan ensi vuoden syyskuuhun saakka. Tämä sisältää jo myös aiemmin ilmoitettujen katettujen ja omaisuusvakuudellisten joukkovelkakirjojen ostot. Ohjelman seurauksena eurojärjestelmän tase kasvaa yli 1 000 miljardilla eurolla. Ostoja jatketaan tarvittaessa pitempäänkin, kunnes euroalueen inflaatiovauhti palautuu kestävästi lähelle kahden prosentin tavoitetta. EKP:n ensisijaisena tavoitteena on hintavakauden turvaaminen. Operationaalinen määritelmä hintavakaudelle on hintojen nousuvauhdin pitäminen hieman alle kahden prosentin vuosivauhdin tasolla keskipitkällä aikavälillä.

Kysymys on siten rahapolitiikasta, ei budjettivajeiden kattamisesta tai valtioiden tai pankkien tukemisesta. Tällä hetkellä inflaatio on lähellä nollaa. Myös keskipitkän ajan inflaatio-odotukset ovat laskeneet selvästi kahden prosentin alapuolelle. Tämän perusteella EKP:n oli mandaattinsa vuoksi pakko tehdä jotakin. Kun rahapoliittiset korot oli jo laskettu nolnaan, talletuskorot peräti negatiivisiksi, oli turvaututtava muihin keinoihin.

Operaatio on määrällisesti merkittävä. Eurooppalaisittain päätös on historiallinen, mutta ei suinkaan ennennäkemätön. Vastaavanlaista määrällistä keventämistä ovat toteuttaneet Japanin, Yhdysvaltain ja Englannin keskuspankit.

Kaikissa näissä tapauksissa keskuspankin arvopaperiostot kasvattavat keskuspankin tasetta. Kun arvopaperiostot maksetaan hyvittämällä myyjänä toimineen pankin keskuspankissa olevaa tiliä, pankkijärjestelmän likviditeetti kasvaa. Likviditeetti pysyy pankkijärjestelmässä vaikka arvoperien myynnistä saadut varat sijoitettaisiinkin muihin kohteisiin tai käytettäisiin

uuteen luotonantoon. Vaikutus etenee aluksi ns. tasevaikutuksina, jotka muuttavat eri sijoituskohteiden hintoja. Tässä tapauksessa ne nostavat arvopapereiden hintoja ja alentavat tuotteita. Siltä osin kuin pankkien lisääntynyt likviditeetti siirtyy luotonantoon, vaikutukset alkavat mahdollisesti näkyä kulutuksessa ja investoinneissa. Vasta silloin myös yleisön hallussa olevan rahan määrä (oppikirjojen M) lisääntyy.

Samankaltainen eurojärjestelmän taseen kasvu toteutui vuosien 2011 ja 2012 vaihteessa, jolloin eurojärjestelmä tarjosi pankeille kolmen vuoden keskuspankkiluottoja niin paljon kuin nämä pystyivät tai halusivat luottoja vakuuksia vastaan ottaa (täyden jaon periaate). Eurojärjestelmän tase paisui 1 000 miljardilla. Keskuspankista lainattu raha kirjautui pankkien ylimääräisinä reserveinä taseen velkapuolelle. Toimenpiteen tarkoituksena oli turvata pankkijärjestelmän likviditeetti tilanteessa, jossa oli syntymässä paniikki ja likviditeetin kuivuminen. Tilanteen rauhoituttua osa tuolloin otetuista luotoista on jo maksettu takaisin ja eurojärjestelmän tase on pienentynyt.

On ymmärrettävää, että näinkin epätavanomaiset rahapolitiittiset toimet ovat herättäneet kysymyksiä ja aiheellista kritiikkiäkin. Yleisesti ottaen rahapolitiikkaan ja rahoitusmarkkinoihin perehtyneet eurooppalaiset ekonomistit ja analyttikot ovat kommentoineet näitä toimia ymmärtäväisesti, vaikka monta kertaa myös kriittisestikin.

Suomalainen keskustelu epätavanomaisesta rahapolitiikasta on ollut hämmentävää. Monet ovat ymmärtäneet toimenpiteiden tarkoituksen ja nähneet ne samoin kuin muutkin eurooppalaiset asiantuntijat. Mutta toiset asiantuntijoita ovat halunneet nähdä asian kapeasti suomalaisesta näkökulmasta. Eurojärjestelmää on

arvosteltu sekä siitä, että se ei ryhtynyt tarpeeksi järeisiin toimenpiteisiin tarpeeksi aikaisin että siitä, että se on ryhtynyt epätavanomaisiin toimenpiteisiin ja sitä kautta ottanut liikaa riskejä. Löytyy niitäkin, jotka ovat yhtä aikaa kumpaakin mieltä. Hämmentävintä on ollut keskustelu keskuspankin riskeistä.

Kun eurojärjestelmän tase paisui rajusti vuosien 2011 ja 2012 vaihteessa toteutettujen pitkien luotto-operaatioiden seurauksena, myös Suomen Pankin tase kasvoi. Se kasvoi sen vuoksi, että Suomessa toimivien pankkien talletukset Suomen Pankissa lisääntyivät rajusti. Pankkijärjestelmään syntynyt ylimääräinen likviditeetti kasaantui niihin pankkeihin, jotka eivät keskuspankkiluottoa halunneet tai tarvinneet. Suomessa toimivat pankit olivat tällaisia. Siksi niiden ylimääräiset reservit näkyivät talletuksina Suomen Pankin taseen velkapuolella. Sama summa kirjautui automaattisesti Suomen Pankin maksujärjestelmäsaamiseksi EKP:lta (ns. Target2-saaminen).

Monet halusivat tulkita tämän niin, että Suomen Pankki oli ottanut lisää riskiä. Kieltämättä riski oli olemassa siinä mielessä, että jos euroalue olisi hajonnut, Target 2 -saamisen arvo olisi ollut hyvin vaikeasti määriteltävissä. Mutta jos euroalue olisi hajonnut kaikkien, niin kaikkien muidenkin sijoituskohteiden arvot olisivat muuttuneet tavalla, jota ei voi arvioida. Ehkä arvoja ei olisi pystytty lainkaan määrittelemään. Mahdollisesti kaikki ylimääräinen likviditeetti olisi talletuspaon vuoksi jo siirtynyt Saksaan. Käytännössä eurojärjestelmän taseen paisuminen tuolloin kasvatti eurojärjestelmän korkokatetta, koska pankkijärjestelmä maksoi keskuspankeista lainaamilleen rahoille korkoa, joka oli prosenttiyksikön suurempi kuin keskuspankkitalletuksista saatu korkotulo. Tällai-

nen partiaallinen tarkastelu, jossa riskit huomioidaan yhdessä kohtaa mutta ei toisessa, voi johtaa aika kummallisiin johtopäätöksiin.

Samanlaisia johtopäätöksiä on ehditty tehdä EKP:n laajennetusta osto-ohjelmasta. Arvopaperiostoihin liittyy periaatteessa kahdenlaisia riskejä, luottoriski ja hintariski.

Luottoriski syntyy siitä, että arvopaperin liikkeeseen laskenut taho voi joutua maksukyvyttömäksi. Tämä on toki mahdollista, ja seuraukset on vaikeasti arvioitavissa. Yhteisvastuun rajoittamiseksi EKP:n neuvosto päätti, että kansalliset keskuspankit ostavat jälkimarkkinoilta lähinnä oman valtion liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjoja eikä ostoihin liittyvää luottoriskiä jaeta. On hyvä muistaa, että vastaava luottoriski kasvoi myös silloin, kun tase kasvoi pitkien keskuspankkiluottojen seurauksena vuosien 2011 ja 2012 vaihteessa. Syynä oli se, että luottojen vakuutena oli arvopapereita, joista suuri osa oli valtioiden liikkeeseen laskemia. Rahapoliittisiin luottoihin liittyvä riski jaetaan edelleen.

Hintariski syntyy siitä, että arvopaperin markkinahinta saattaa laskea. Eurojärjestelmän arvopaperiostot on suunniteltu tehtäväksi siten, että ne pidetään juoksuajan loppuun. Tällöin hintariski suurelta osalta poistuu paitsi, jos keskuspankki päättää myydä arvopaperin pois ennen juoksuajan päättymistä. Arvopapereiden hinnat toki alenevat siinä vaiheessa, kun keskuspankki alkaa päästä tavoittelemaansa parin prosentin inflaatioon ja velkakirjojen korot nousevat. Tappiota voi syntyä siinä vaiheessa, kun pankkien keskuspankkitalletuksille mak-

setut korot nousevat suuremmiksi kuin arvopapereista saadut tuotot. Näinkin voi käydä, mutta mitä sitten. Jos talletuskorkojen nousu on seurausta taloustilanteen yleisestä tervehtymisestä, niin tappio on perusteltu.

On myös hyvä muistaa asian toinenkin puoli. Odotukset määrällisen keventämisen aloittamisesta ovat omalta osaltaan painaneet euron kurssia alaspäin. Sen seurauksena keskuspankkien valuuttavarantojen arvo on noussut. Pääomavoitto on kirjattu arvonnjärjestelytileille puskuroimaan mahdollisia tulevia tappioita. Epätavanomaiset toimet ovat myös painaneet valtionvelan korkoja alaspäin, mikä on tuonut valtioille säästöjä korkomenoissa sitä mukaa, kun vanhoja lainoja on voitu korvata uusilla.

Keskuspankkien voittoihin tai tappioihin ei pitäisi suhtautua ihan samalla tavalla kuin muiden rahoituslaitosten tuloksiin. Keskuspankkien tehtävänä ei ole voiton maksimointi. Joskus keskuspankkien kuuluukin toimia siten, että se tietää joutuvansa kantamaan tappioita lyhyellä aikavälillä. Sveitsin keskuspankki on tehnyt tappiota toistuvasti yrittäessään hillitä frangin arvonn nousua. Frangin arvonn nousu taas on tuonut pääomatappioita, kun valuuttavaranonn arvo laskenut.

Syyskuussa 2008 Yhdysvaltain keskuspankki halusi rajoittaa riskejään, kun se pidättäytyi ottamasta Lehman Brothersia haltuunsa tai järjestämästä sitä omien takaustensa avulla jonkun muun haltuun. Riskiä ei otettu eikä Lehman Brotherista tullut tase- tai takaustappioita. Lopun me tiedämmekin. □