

# Northern Rock vavisutti Ison-Britannian rahoitusvalvontaa<sup>1</sup>

2.2.2009



Jouko Vilminen  
tutkimuspäällikkö  
rahapolitiikka- ja  
tutkimusosasto

Syksyllä 2007 Iso-Britannia koki ensimmäisen talletuspaon sitten kuningatar Viktorian valtakauden. Talletuspaon kohteeksi joutui asuntuottopankki Northern Rock. Kyseessä oli harvinainen tapahtuma, koska Iso-Britannia oli onnistunut välttämään tällaiset kriisit Englannin pankin 1800-luvun jälkipuoliskolla kehittämien järjestelmien ansiosta. Kriisissä oli harvinaista myös se, että sen laukaisi päätös tukea vaikeuksiin joutunutta rahoituslaitosta. Lisäksi tällä kertaa talletuspaon kohteeksi joutui vain yksi rahoituslaitos.

Tapauksen perusteella voidaan kysyä, toimivatko perinteiset kriisienhallintajärjestelmät tarkoituksenmukaisella tavalla ja miten näitä järjestelmiä tulisi muuttaa tai kehittää kriisien ehkäisemiseksi tulevaisuudessa. Tässä artikkelissa käydään lyhyesti läpi Northern Rockin synnyttämän kriisin vaiheet, minkä jälkeen arvioidaan pankkivalvontaa kriisiä edeltävänä aikana sekä viranomaistoimia sen puhkeamisen jälkeen. Kirjoituksessa puntaroidaan mahdollisia syitä, jotka johtivat kriisin laukeamiseen ja joiden vuoksi se ei levinnyt muihin rahoituslaitoksiin. Kirjoituksen lopuksi pohditaan, mitä tämänkertainen kriisi voisi merkitä tulevien mahdollisten kriisien hallinnan kannalta.

<sup>1</sup> Artikkelin perustuu A. Milnen ja G. Woodin tutkimukseen, joka on julkaistu Suomen Pankin keskustelualoitteisarjassa (30/2008).

## Nopean kasvun kausi: asunto-osuuskunnasta pankiksi

Northern Rock perustettiin asunto-osuuskunnaksi. Kaikki tällaiset osuuskunnat olivat keskinäisiä osuuskuntia ja tallettajensa ja laina-asiakkaidensa omistuksessa. Asunto-osuuskunnat keräsivät suurimman osan talletuksistaan vähittäismarkkinoilta ja lainoittivat asiakkaidensa asunnon hankintaa. 1990-luvun lakimuutosten seurauksena asunto-osuuskunnista voitiin tehdä osakeyhtiöitä, jolloin ne voitiin muuntaa ajan kuluessa pankeiksi.

Kannustimet osuuskuntien muuttamiseksi osakeyhtiöiksi olivat voimakkaat. Johtajille annettiin lisää vapauksia varainhankinnassa ja sijoitustoiminnassa. Osuuskuntien omistajat hankkivat näin syntyneiden uusien osakeyhtiöiden osakkeita, joille maksettiin osinkoja ja joilla oli mahdollista käydä kauppaa osakemarkkinoilla. Molemmat ominaisuudet lisäsivät näiden osakkeiden suosiota sijoittajien keskuudessa. Suurimmat osuuskunnat, kuten Abbey National ja Northern Rock, käyttivät hyväkseen mahdollisuutta muuttua osakeyhtiöiksi. Northern Rockista tuli osakeyhtiö lokakuussa 1997.

Kaikki osakeyhtiöiksi muutetut osuuskunnat kasvoivat voimakkaasti. Pankit kiinnostuivat entisistä asunto-osuuskunnista, ja monet asunto-osuuskunnista joko vallattiin tai fuusioitiin tuolloin toiminnassa oleviin perinteisiin pankeihin. Northern Rock sen sijaan säilyi itsenäisenä.

Osakeyhtiöitymisen jälkeen Northern Rock kasvoi erittäin nopeasti. Kun sen taseen loppusumma oli 15,8 mrd. puntaa vuonna 1997, oli se kasvanut vuoden 2006 loppuun mennessä 101 mrd. puntaan. Keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti kyseisellä kymmenvuotiskaudella oli siis reilut 18 %.

Nopeasta kasvustaan huolimatta Northern Rock ei kuitenkaan taseensa saatavapuolella poikennut perinteisestä liiketoimintamallistaan eli asuntolainoituksesta, jonka osuus sen vuoden 2006 varoista oli 86 %. Vaikka Northern Rock edelleen keskittyikin asuntolainoitukseen, ei sitä voida pitää suurena rahoituslaitoksena. Vuoden 2007 toisen neljänneksen tilastotietojen mukaan Ison-Britannian asuntolainojen määrästä 8 % oli Northern Rockin myöntämiä, mikä on 5 % pankkien koko lainannosta. Northern Rockin osuus puntamääräisistä talletuksista oli samana ajankohtana sen sijaan vain 2 %.

Northern Rockin taseen saatavapuolella ei siis tapahtunut merkittäviä muutoksia osakeyhtiöitymisen jälkeen. Yhtiön velkarakenne sen sijaan muuttui ratkaisevasti. Lainanantonsa

rahoittamiseksi Northern Rock siirtyi nopeasti käyttämään äärimmäistä luoa ja hajautta -mallia, joka perustuu arvopaperistamiseen, katettujen joukkolainojen käyttöön sekä suoraan tukkumarkkinalainaukseen.

Noudattamansa strategian ja voimakkaan tukkumarkkinariippuvuutensa vuoksi Northern Rockin erottui selvästi muista brittiläisistä pankeista. Yksityisasiakkaiden (koti-taloudet ja pienet yritykset) talletukset Northern Rockiin toki kasvoivat, mutta eivät läheskään samaa vauhtia kuin Northern Rockin lainanotto tukkumarkkinoilta. Vähittäismarkkinatalletusten osuus Northern Rockin yhteenlasketuista veloista ja omasta pääomasta supistuikin näin ollen vuoden 1997 vajaan 63 prosentista reiluun 22 prosenttiin vuoden 2006 loppuun mennessä (taulukko). Kiinnostavaa tässä yhteydessä lienee se, että esimerkiksi euroalueella ei löydy toista pankkia, jonka lainanannon rahoitus perustuu yhtä selkeästi lainanottoon tukkumarkkinoilta. Yksikään muu brittiläinen pankki tai asunto-osuuskunta ei ole Northern Rockin lailla riippuvainen tukkumarkkinoiden toiminnasta. Sääntely

*Northern Rockin talletukset eivät kasvaneet läheskään yhtä nopeasti kuin pankin lainanotto tukkumarkkinoilta.*

*Taulukko.*

#### Northern Rockin velkojen rakenne vuoden 2006 lopussa

<i>Mrd. puntaa</i>	<i>Kaikki velat</i>	<i>Reservit ja oma pääoma</i>	<i>Vähittäismarkkinat</i>	<i>Tukkumarkkinat</i>	<i>Arvopaperistaminen</i>	<i>Katettu JVK-laina</i>
<i>Velan määrä v. 2006</i>	101	7,7	22,6	24,2	40,2	2,2
<i>Kasvu 2005–2006</i>	18,3	-0,5	2,5	2,9	10,6	2,7

*Lähteet: Northern Rock sekä Milnen ja Woodin laskelmat.*

*Yksityisasiakkaiden talletusten merkitys rahoituksen lähteenä oli vuoden 2006 lopussa Northern Rockille suhteellisen vähäinen.*

lisäksi rajoittaa asunto-osuuskuntien mahdollisuuksia käyttää tukkumarkkinoita rahoituksen lähteenä.

Yksityisasiakkaiden talletusten merkitys rahoituksen lähteenä oli vuoden 2006 lopussa Northern Rockille suhteellisen vähäinen. Arvopaperistamisohjelmien ansiosta vakuudellisten arvopapereiden osuus Northern Rockin lainanotosta kasvoi vuoden 2006 loppuun mennessä 40 prosenttiin. Tukkumarkkinavelan osuus oli puolestaan suurentunut 24 prosenttiin ja katettujen joukkolainojen 6 prosenttiin.

Northern Rockin taseen kasvu paljastaa vieläkin selkeämmin pankin suuntautumisen pois vähittäismarkkinoilta, koska lähes 90 % sen vuosien 2005 ja 2006 välisestä lainanoton kasvusta perustui muuhun kuin yksityisasiakkaiden talletuksiin. Yli kaksi kolmasosaa Northern Rockin vuoden 2006 taseen kasvun rahoituksesta hoidettiin puolestaan katetuilla joukkolainoilla ja laskemalla liikkeeseen kiinnelainavakuudellisia arvopapereita.

#### **Arvopaperistamisohjelman synnyttämät haasteet**

Northern Rockin arvopaperistamisohjelma tuki usean vuoden ajan voimakkaasti pankin taseen kasvattamista. Tämän ohjelman lähempi tarkastelu paljastaa kuitenkin siihen liittyvän riskin, että vähäisetkin arvopaperistamiseen liittyvät ongelmat, kuten esimerkiksi markkinoille pääsyn hetkellinen estyminen, aiheuttaisivat pan-

kille melkoisia likviditeettiongelmia. Suurimmat riskit liittyivät erityisesti siihen, että Northern Rockin oli uusittava arvopaperistamisohjelmansa säännöllisin välein. Liikkeeseen laskettujen kiinnelainavakuudellisten arvopapereiden osuus Northern Rockin velanotosta kasvoi nopeasti aina vuoteen 2004 loppuun asti. Kasvu tasaantui seuraavana kahtena vuotena, ja liikkeeseen lasketun velan määrä oli suurimmillaan niin, että vuonna 2006 Northern Rock lainasi markkinoilta laskemalla liikkeelle nettomääräisesti yli 9 mrd. punnan arvosta kiinnelainavakuudellisia arvopapereita.

Suuri osa Northern Rockin arvopaperistetusta velasta ja tukkumarkkinavelasta oli hyvin lyhytaikaista. Eri yhteyksistä saatujen tietojen mukaan noin puolet pankin tukkumarkkinavelasta oli maturiteetiltaan alle vuoden pituisia. Northern Rockin tulevien ongelmien kannalta ehkä vieläkin tärkeämpää on se, että pankin oli vuosittain etsittävä jälleenrahoitus suurelle määrälle kiinnelainavakuudellisia arvopapereita yksinomaan sen vuoksi, että sen arvopaperistamisohjelma oli niin suuri. Esimerkiksi vuoden 2007 loppuun mennessä Northern Rock oli maksanut sijoittajilleen takaisin alkujaan liikkeelle laskemastaan reilun 71 mrd. punnan asuntoluottovakuudellisesta velastaan 24 mrd. puntaa, jonka pankki rahoitti suurelta osin laskemalla liikkeeseen uutta asuntoluottovakuudellista velkaa.

Tällainen jälleärahoituksen tarve kuvastaa hyvin niitä vaikeuksia, jotka liittyvät suurten asuntoluottovakuudellisten arvopaperistamisohjelmien hallintaan. Tässä yhteydessä on erityisesti mainittava takaisinmaksuriski, joka aiheutuu siitä, että ennalta tuntematon osa kiinnelainavakuudellisesta velasta maksetaan takaisin nopeammin kuin on suunniteltu. Syytä tähän voi olla esimerkiksi se, että Northern Rockin laina-asiakkaat maksavat asuntolainojaan takaisin etuajassa. Periaatteessa tällaiset asuntolainat voidaan korvata muilla saman laatutason lainoilla, jolloin pankin liikkeeseen laskemien arvopapereiden määrä pysyy ennallaan.

Northern Rock sen sijaan suojaasi sijoittajiaan takaisinmaksuriskiltä laskelmalla liikkeeseen eripituisia asuntoluottovakuudellisia arvopapereita, joista joidenkin maturiteetti oli suhteellisen lyhyt. Northern Rock luonnollisesti suojaasi näin sijoittajiaan takaisinmaksuriskiltä, mutta aiheutti samalla itselleen jälleärahoitusriskin, koska pankki joutui maksamaan asuntoluottovakuudellista arvopaperivelkaansa sijoittajilleen nopeassa tahdissa suhteessa siihen, miten sen asuntoluottokanta kutistui.

Northern Rockin asuntoluottovakuudellisen arvopaperistamisohjelman lisä- ja jälleärahoitustarve sai itse asiassa aikaan sen, että joka vuosi liikkeeseen lasketun arvopaperivelan bruttomäärän oli kasvettava nettomäärää nopeammin. Arvopaperiohjelman oli siis rullattava nopeammin

pysyäkseen paikallaan. Arvopaperistamisesta ei aiheutunut ongelmia Northern Rockille, kunhan pankki säilytti markkinoiden luottamuksen ja sijoittajien mielenkiinto kiinnelainavakuudellisia arvopapereita kohtaan ei hiipunut. Northern Rockin oli kuitenkin vuonna 2007 laskettava liikkeelle aikaisempia vuosia merkittävästi enemmän kiinnelainavakuudellisia arvopapereita, minkä vuoksi se oli entistä haavoittuvampi ja altistuneempi markkinoiden likviditeettihäiriöille.

Kesällä 2007 markkinoiden luottamus Northern Rockiin romahti ja sijoittajat käytännöllisesti katsoen lopettivat pankin rahoittamisen.

Northern Rockin tarve korvata arvopaperistetun velan ja lyhyen aikavälin tukkumarkkinavelan jälleärahoitus pakotti pankin hakemaan likviditeettitukea Englannin pankilta syyskuussa 2007. Se, että Northern Rock anoi likviditeettitukea Englannin pankilta nimenomaan syyskuussa, selittyy pääasiassa pankin arvopaperistamisohjelman luonteella.

Minimoidakseen velan liikkeeseenlaskusta aiheutuvia kustannuksia Northern Rock pyrki vuosittain hakemaan markkinoilta velkarahoitusta suurehkoissa erissä. Tilastotietojen mukaan Northern Rockin oli määrä laskea liikkeelle 5 mrd. punnan arvopaperilaina vuoden 2007 syyskuun 17. päivänä. Pankki ei kuitenkaan onnistunut myymään tätä määrää asuntoluottovakuudellisia arvopapereita sijoittajille, joten sen täytyi pitää

*Kesällä 2007 markkinoiden luottamus Northern Rockiin romahti.*

*Northern Rockin suhteellisen epätavallinen toimintamalli saattaa selittää sen, että pankki menetti nopeasti markkinoiden luottamuksen.*

ne omassa taseessansa. Northern Rock ei kyennyt paikkaamaan näin syntynyttä rahoitusvajetta lainaamalla tukkumarkkinoilta, joten sen oli pakko anoa hätärahoitusta Englannin pankilta kyseiseen syyskuun 17. päivään mennessä välttyäkseen maksuhäiriöiltä tukkumarkkinavelkansa takaisinmaksussa.

#### **Oliko Northern Rock pienen riskin pankki?**

Northern Rockia pidettiin yleisesti kustannustehokkaana ja suhteellisen pienen riskin pankkina. Käytettävissä olevan informaation perusteella on vaikea varmuudella sanoa, missä määrin tällainen näkemys oli perusteltua. Northern Rockin toimintamalli oli suhteellisen epätavallinen, minkä vuoksi ulkopuolisen on vaikea ottaa kantaa pankin tehokkuuteen ja riskien määrään. Ehkä tämä osaltaan selittää, miksi Northern Rock menetti muita pankkeja herkemmin markkinoiden luottamuksen.

Vaikka Northern Rockin korkokatteet vaikuttivat suurilta, voidaan niiden riittävyttä useastakin syystä epäillä. Ensinnäkin Northern Rock kasvatti korkokatteitaan lainaamalla tukkumarkkinoilta suhteellisen suuria määriä alhaisella lyhyellä korolla. Toisaalta Northern Rock ei ostanut likviditeettivakuutusta mahdollisesti loppuvan tukkumarkkina- ja vakuudellisen lyhyen aikavälin rahoituksen varalle. Kolmanneksi koska suuri osa Northern Rockin lainasalkusta oli arvopaperistettu, yksityiset tallettajat

ja – välillisesti – viranomaistahot kantoivat suuren osan pankin taseen muista riskeistä.

Jos Northern Rockin vähittäismarkkinrahoitus olisi korvattu oman pääoman ehtoisella velalla, olisivat pankin maksamat riskilisät olleet merkittävästi suurempia. Jos nämä kolme tekijää otettaisiin huomioon Northern Rockin rahoituskustannuksissa, olisivat pankin todelliset korkokatteet merkittävästi pienempiä kuin pankin tuloslaskelmassaan raportoimat katteet.

Northern Rockin asuntoluottosalkun laatuun on myös syytä suhtautua varauksella, vaikka pankki usein korostikin myöntämiensä asuntoluottojen korkeaa laatua. On totta, ettei Northern Rock esimerkiksi myöntänyt subprime-asuntolainoja, mutta pankin toimintastrategiassa oli piirteitä, joiden vuoksi olisi ollut perusteltua epäillä sen asuntoluottosalkun tuoton supistuvan suhteellisen paljon, mikäli asuntomarkkinoiden tila heikkenisi merkittävästi.

Ensinnäkin Northern Rock käytti intensiivisesti kolmansia osapuolia, kuten kiinteistövälittäjiä, luottojen luontiin. Tällaisen järjestelyn on yleisesti katsottu vaikuttavan siihen, että luottotappiot subprime-luottotuksesta Yhdysvalloissa ovat kasvaneet suuriksi. Toisaalta Northern Rockin asuntoluottosalkku kasvoi nopeammin kuin muiden pankkien, mikä tarkoittaa, että kahtena aikaisempana vuonna luotujen luottojen määrä oli merkittävä, jolloin vähäinenskin asuntojen hintojen alentuminen aiheuttaisi pan-

kille taloudellisia menetyksiä. Kolmanneksi noin kolmasosa Northern Rockin luotonannosta suuntautui ensikodin ostaneille, joilla tyypillisesti oli vähän omaa pääomaa eli jotka ottivat käytettävissä oleviin vakuuksiin nähden paljon luottoa. Neljänneksi noin puolet Northern Rockin asuntoluototuksesta suuntautui Etelä-Englannin asuntomarkkinoille, joilla hintojen vaihtelu oli tyypillisesti hyvin suurta. Suurehkot asuntuhintojen pudotukset mahdollistivat sen, että merkittäväällä osalla Northern Rockin asuntoluottoasiakkaista oli varoihin nähden liikaa velkaa.

#### **Keskuspankki varoitti riskeistä**

Vuoden 2007 ensimmäisellä vuosipuoliskolla Northern Rock noudatti kasvustrategiaansa itse asiassa aikaisempia vuosia aggressiivisemmin: sen nettoluotonanto asiakkaille kasvoi tuolloin 10,7 mrd. puntaa eli yli 12 %. Pankki ei nähtävästi katsonut välttämättömäksi tarkistaa liiketoimintamalliaan, vaikka merkkejä tulevista ongelmista olikin alkanut ilmetä.

Englannin pankki esitti huhtikuun 2007 vakauseroissaan huolenaiheensa joidenkin pankkien tukumarkkinavelan kasvuun liittyvistä riskeistä, jos markkinalikviditeetin tarjonta vähenee. Tämä Englannin pankin varoitus, samoin kuin Britannian rahoitusvalvojan arvio riskinäköymistä, vaikuttivat sikäli Northern Rockin ylimpään

johtoon, että pankki päätti tehdä vähäisiä muutoksia liiketoimintastrategiaansa. Pankki esimerkiksi pyrki laajentamaan rahoituspohjaansa tarjoamalla yksityisasiakkailleen uusia tuotteita ja palveluita sekä kutistamaan tasettaan myymällä kaupallisia luottojaan, vakuudettomia luottojaan sekä joitakin sijoitus- ja edelleenvuokraukseen liittyviä toimintojaan. Pankki ilmoitti likviditeettinsä kasvaneen näiden toimenpiteiden johdosta 2,3 mrd. punnalla kesäkuun loppuun mennessä.

Northern Rock reagoi liian myöhään näihin signaaleihin uhkavista ongelmista. Elokuun 9. päivänä Northern Rockilla oli suuria vaikeuksia hankkia rahoitusta markkinoilta tilanteessa, jossa luottoriskin hinta kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla alkoi nousta huomattavasti. Northern Rockin ylin johto ei nähtävästi ollut täysin sulkenut pois mahdollisuutta, että luottoriskin hinta nousisi, mutta oletti, ettei pankin strategiaa tarvitse tämän takia muuttaa. Pankki erityisesti oletti, että korkealaatuinen lainasalkku ja läpinäkyvyys pitäisivät sen likvidinä ja että kaikki rahoitushanat eivät sulkeutuisi yhtä aikaa. Nämä samat taustasyt selittävät myös sen, että Northern Rock oli suhteellisen heikosti varautunut likviditeettiongelmiin esimerkiksi ostamalla likviditeettivakuutuksia.

Vuoden 2007 elokuun alun ongelmat aiheuttivat huomattavia muutoksia Northern Rockin loppu-

*Northern Rock oletti, että korkealaatuinen lainasalkku ja läpinäkyvyys turvaisivat pankin maksuvalmiuden ja että rahoituslähteet eivät kuivuisi yhtä aikaa.*

*Northern Rock menetti lähes kolmanneksen taseensa rahoituksesta vuoden 2007 neljän viimeisen kuukauden aikana.*

vuoden tase-erissä. Pankin vuoden 2007 tasetietojen mukaan se onnistui vuoden loppuun mennessä myymään vakuudellisia arvopapereita nettomääräisesti vain 5,6 milj. punnan arvosta, kun sen luotonanto asiakkailleen kasvoi samaan aikaan runsaat 12 mrd. puntaa. Taustalla oli Northern Rockin epäonnistunut yritys hankkia markkinoilta rahoitus syyskuussa 2007 liikkeeseen lasketuille kiinteistövakuudellisille arvopapereille. Samat tasetiedot osoittavat myös, miten Northern Rockin rahoitusongelmat kärjistyivät, kun sekä yksityistallettajat että muut sijoittajat olivat menettäneet luottamuksensa pankkiin: se menetti 15,3 mrd:n arvosta yksityisasiakkaiden ja 3,1 mrd:n arvosta tukkumarkkinatalletuksia ja sen vakuudeton tukkumarkkinarahoitus romahti 8,2 mrd.

Kaiken kaikkiaan Northern Rock menetti lähes kolmanneksen taseensa rahoituksesta vuoden 2007 neljän viimeisen kuukauden aikana. Mielenkiintoista on myös se, missä vaiheessa Northern Rockin eri rahoittajat vetivät varojaan pois pankista. Yksityisasiakkaat hakivat talletuksensa pois pankista vasta sen jälkeen kun Englannin keskuspankin hätärahoitusoperaatio – lividiteettituki – Northern Rockille julkistettiin syyskuun 13. päivänä 2007. Toisaalta Englannin pankki päätti myöntää Northern Rockille likviditeettitukea sen jälkeen, kun osoittautui, että Northern Rockilla oli vakavia jälleenrahoitusongelmia tukkumarkkinoilla.

## Rahamarkkinaoperaatiot ja valvonta joutuivat testiin

Tässä yhteydessä on syytä luoda lyhyt katsaus Englannin pankin likviditeetin hallintajärjestelmään – rahamarkkinaoperaatioihin – sekä rahoitusvalvontaan ja -sääntelyyn Isossa-Britanniassa. Tämä on välttämätöntä, koska Englannin pankin rahamarkkinaoperaatioiden ja rahoitusvalvonnan institutionaalinen järjestelmä määritti ja osittain rajoitti Englannin pankin mahdollisuuksia reagoida Northern Rockin vaikeuksiin. Lyhyt tarkastelu on sikäläkin paikallaan, että monet näistä rahapolitiikan ohjausjärjestelmän ja rahoitusvalvonnan ominaisuuksista olivat uusia ja ennen testamattomia.

Englannin pankin rahamarkkinaoperaatioiden perimmäinen tarkoitus on toteuttaa rahapoliittisen komitean korkopäätökset. Englannin pankki oli hieman aiemmin tehnyt muutoksia rahamarkkinaoperaatioidensa tekniseen toteutukseen, koska se, samoin kuin muutkin markkinaosapuolet, oli huolissaan yön yli -korkojen voimakkaasta vaihtelusta verrattuna vastaaviin korkoihin esimerkiksi Yhdysvaltain markkinoilla.

Englannin pankin rahamarkkinaoperaatioiden vastapuolina toimivat pankit valitsevat tavoittelemansa reservien määrän kunkin reservien hallussapitoperiodin alussa. Reservien hallussapitoperiodin pituus vastaa rahapoliittisen komitean kahden peräkkäisen kokouksen välistä aikaa. Pankit voivat halutessaan

lainata lisälikviditeettiä keskuspankista hyväksytyjä vakuuksia vastaan tai tallettaa ylimääräisen likviditeetin keskuspankkiin. Englannin pankin avomarkkinaoperaatioiden tarkoitus on turvata pankkien tavoittelema likviditeetin määrä reservien hallussapitoperiodin aikana keskuspankin asettamalla korolla.

Englannin pankin likviditeetin ohjausjärjestelmään tehtyjen uudistusten tavoite oli ensinnäkin vaimentaa yön yli -korkojen vaihtelua. Tässä suhteessa uudistuksia voidaan pitää onnistuneina. Toisaalta uudistuksilla pyrittiin myös parantamaan Englannin pankin mahdollisuuksia kasvattaa pankkijärjestelmän likviditeettiä normaaliaikoina sekä pankkisektorin stressitilanteessa. Normaalitilanteiden likviditeetin tarjonnan kannalta uudistuksia voidaan hyvällä syyllä pitää onnistuneina, mutta uudistuksia ei stressitilanteessa ennen Northern Rockin tapausta ollut testattu. Jotkut aikalaiset ilmaisivat toiveenaan, ettei tällaista tilannetta tarvitsisikaan syntyä.

Ison-Britannian rahoitusvalvonnan toimivuuttakaan ei ennen Northern Rockin vaikeuksia ollut testattu. Englannin pankki menetti oikeutensa ja velvollisuutensa valvoa pankkeja suurin piirtein samaan aikaan, kun sille myönnettiin toiminnallinen itsenäisyys vuonna 1997. Keskuspankille jäi rahoitusmarkkinoiden yleisvalvonta, mutta yksittäisten pankkien ja muiden rahoituslaitosten valvonta siirrettiin erilliselle rahoituspalvelui-

den valvontaviranomaiselle, FSA:lle (Financial Services Authority).

Isoon-Britanniaan oli näin perustettu kolmikantainen valvontajärjestelmä, jonka muodostivat Englannin pankki, rahoitustarkastus (FSA) ja valtiovarainministeriö, joka on pakostakin mukana valvontajärjestelmässä, koska ongelmatilanteet saattavat edellyttää päätöstä julkisten varojen käytöstä kriisien hallitsemiseksi. Northern Rockin synnyttämät haasteet ja vaikeudet testasivat myös Ison-Britannian uuden rahoitusvalvonnan rakenteita ja järjestelmän toimivuutta.

### Rahoitusvalvonta Northern Rockin syökysä edeltävänä aikana

Northern Rockin vaikeudet mitä ilmeisimmin yllätys valvontaviranomaisille, erityisesti FSA:lle. Näin voitaneen sanoa siitä huolimatta, että esimerkiksi osakemarkkinat olivat nähtävästi ennakoita huolissaan Northern Rockista. Tätä johtopäätöstä tukee myös suhtautuminen Northern Rockin vakavaraisuusvaatimuksiin ja likviditeettitilanteeseen. Pankit voivat laskea Basel II:n mukaiset vakavaraisuusvaatimukset käyttäen tiettyjä pitkälle kehitettyjä menetelmiä luottoriskien hallinnassa.

Rahoitustarkastuksen on kuitenkin hyväksyttävä näiden menetelmien käyttö. Rahoitustarkastus (FSA) ilmoitti kesäkuun 29. päivänä 2007 hyväksyvänsä pankin käyttämän menetelmän Basel II:n mukaisten vakavaraisuusvaatimusten laskemiseksi. Tämän jälkeen Northern Rock



*Northern Rock  
pienensi pääomiaan  
osinkoja jakamalla  
samaan aikaan,  
kun rahoitustarkas-  
tus (FSA) huolestui  
rahoitusmarkkinoiden  
likviditeetti-  
tilanteesta.*

katsoi voivansa ilmoittaa rahoittajilleen 30,3 prosentin suuruisesta osingonjaosta, koska rahoitustarkastuksen päätöksestä sekä tuottojen suotuisasta kehityksestä seurasi, että Northern Rockin pääomapuskureiden ennakoitiin ylittävän vaaditun vähimmäismäärän seuraavien kolmen tai neljän vuoden ajan.

Northern Rockin ylin johto perusteli osingonjakoa sillä, että vakavaraisuusvaatimusten laskentamenetelmän hyväksymisen jälkeen asuntoluottojen riskiluokitus putosi 50 prosentista 15 prosenttiin, minkä vuoksi pääomia vaadittiin vähemmän. Northern Rockin johdon mukaan tämä mahdollisti osinkojen jakamisen. Northern Rockin menettely Basel II -vakavaraisuusvaatimusten täyttämiseksi mahdollisti myös pankin taseen heikentämisen – itse asiassa osingon jakamisen pankin pääomasta – samaan aikaan, kun rahoitustarkastus alkoi huolestua rahoitusmarkkinoiden likviditeetti-tilanteesta.

Pankkien likviditeetin hallintaa koskeva sääntelyjärjestelmä otettiin käyttöön Isossa-Britanniassa vuonna 1996. Järjestelmän perimmäinen tarkoitus on turvata, että Isossa-Britanniassa toimivilla pankeilla on riittävästi likvidejä varoja säilyttääkseen maksukykynsä likviditeetikriisin ensimmäisen viikon ajan tarvitsematta turvautua tukkimarkkinoiden jälleinhoitoon. Riittävä likviditeettipuskuri antaisi viranomaisille tarpeeksi aikaa etsiä hyvin harkittu ratkaisu kriisille. Sääntelyjärjestelmä

toimi hyvin lyhytaikaisten likviditeettihäiriöiden tapauksessa, mutta sitä ei ollut suunniteltu itsepintaisten ja pitkäaikaisten likviditeettihäiriöiden hallintaan. Järjestelmä toimi esimerkiksi hyvin, kun markkinoiden likviditeetti väheni rajusti muutamaksi päiväksi vuoden 2001 syyskuun 11. päivän tapahtumien jälkeen. Harva sen sijaan uskoi, että markkinat sulkeutuisivat kaikkialla maailmassa ja pysyisivät kiinni niin pitkään kuin ne ovat nyt pysyneet.

Northern Rockin tekemät stressitestitkään eivät viitanneet erityisiin vaaroihin. Northern Rockin kaltaisissa tilanteissa ongelmana on kuitenkin se, että rahoituslaitosten käyttämät tilastolliset menetelmät perustuvat normaalijakauman käyttöön riskiskenaarioiden todennäköisyyksien laskeamisessa. Normaalijakauman käyttö ei kuitenkaan usein ole näissä tapauksissa hyvin perusteltu, koska todelliset ongelmat liittyvät äärimmäisten riskien, ns. häntäriskien, todennäköisyyksien laskemiseen.

Normaalijakauma aliarvioi harvinaisten tapahtumien esiintymistodennäköisyyksiä, eli harvinaiset tapahtumat eivät ehkä olekaan niin harvinaisia kuin yleensä ajatellaan. Vaikka esimerkiksi tuotot siis näyttäisivätkin useimmiten normaalisti jakautuneilta, eivät ne noudata normaalijakaumaa ääritilanteissa. FSA oli tietoinen puutteista, joita rahoituslaitosten käyttämissä stressitesteissä oli. Sen mielestä eritoten häntäriskihin liittyvä ymmärrys oli puutteellista.

Northern Rockin stressinsietokyky arvioitiin uudestaan toukokuussa 2007 osana Basel II -rutiinia. Arvioinnin päätteeksi FSA ilmoitti heinäkuussa 2007, ettei se ollut täysin tyytyväinen Northern Rockin stressitestin tuloksiin. Viranomaiset vaativat Northern Rockia erityisesti tekemään likviditeetin riittävyteen liittyviä lisätestejä, joiden tarkoitus oli kiinnittää enemmän huomiota käteisvarojen hupenemiseen jonkin tapahtuman laukaistessa likviditeettikriisiin. Näitä FSA:n vaatimuksia lisätesteiksi ei aina tulkittu Northern Rockin taholta viranomaisen tarkoittamalla tavalla, vaan ne saatettiin tulkita vaatimuksiksi testata luottoriskien kasvun kestävyysoikutuksia, kun asuntojen hinnat alentuvat merkittävästi. Yhtä kaikki, Northern Rock ei ilmeisesti kuitenkaan testannut huomattavien pankin jälleenerahoitusmahdollisuuksiin liittyvien markkinoiden toimintahäiriöiden kestävyysvaikutuksia.

### Romahdus syksyllä 2007

Kun pankkien väliset rahamarkkinat ja muutkin rahoitusmarkkinat hyytyivät 9.8.2007 ilmeni, että Northern Rockin ongelmat kasvaisivat kestävämmiksi, jos markkinat eivät elpyisi riittävän nopeasti. Northern Rockin rahoitus perustui kiinnelaina-vakuudellisten arvopapereiden jatkuvaan liikkeeseen laskuun, ja seuraava arvopaperistamisoperaatio oli tarkoitus toteuttaa syyskuussa 2007. Toisaalta Northern Rockin tilannetta kärjisti myös se, että suuri osa sen

rahoituksesta oli lyhytaikaista ja uudistettava säännöllisin välein.

Elokuun 10. päivänä FSA otti yhteyttä pankkeihin, joiden se katsoi olevan vaikeuksissa, jos rahamarkkinat hyytyvät. Northern Rock oli yksi näistä pankeista. Northern Rock vastasi FSA:lle seuraavana työpäivänä, elokuun 13. päivänä, ja informoiden FSA:ta pankin kohtaamista ongelmista, jos markkinat eivät elvy. Tuosta päivästä alkaen FSA:n ja Northern Rockin välillä käytiin puhelinkeskusteluja kahdesti päivässä. Elokuun 14. päivänä Northern Rock kävi keskusteluja kolmikantaisen valvontajärjestelmän osapuolten kanssa varapääjohtajatasolla. Elokuun 15. päivänä FSA ja valtiovarainministeriö kävivät yksityiskohtaisempia keskusteluja tilanteesta ja seuraavana päivänä, eli elokuun 16. päivänä, Northern Rockin silloinen pääjohtaja otti puhelimitse yhteyttä Englannin pankin pääjohtajaan keskustellakseen mahdollisista tukitoimista Northern Rockin auttamiseksi.

FSA:n ylin johto otti virallisesti yhteyttä valtiovarainministeriin ennakkoon, että FSA uskoi Northern Rockin ajautuvan melkoiisiin ongelmiin. Syyskuun 3. päivänä kolmikantaisen valvontajärjestelmän osapuolet kokoontuivat päämiestasolla – valtiovarainministeri, FSA:n pääjohtaja ja Englannin pankin pääjohtaja. Elokuun 10. päivän ja syyskuun puolivälin välisenä aikana Northern Rock ja Ison-Britannian valvontaviranomaiset pohtivat kolmea vaihtoehtoa

*Rahoitustarkastus (FSA) otti yhteyttä pankkeihin, joiden se katsoi olevan vaikeuksissa. Northern Rock oli yksi niistä.*

Northern Rockin ongelmien ratkaisemiseksi. Yhden vaihtoehdon mukaan Northern Rock ratkaisisi likviditeetti-ongelmansa omaehtoisesti lyhyen rahan markkinoilla ja arvopaperistamalla velkojaan. Toisaalta Northern Rock voitaisiin myydä jollekin isomalle vähittäispankille. Kolmantena vaihtoehtona oli hallituksen takaama likviditeettituki Englannin pankista. Vaihtoehtoja vietiin eteenpäin lähes rinnakkain. Markkinoiden jälleenrahoitusta ja arvopaperistamista yritettiin aina syyskuun 10. päivään asti. Northern Rockin ostajaa etsittiin jo elokuun 16. päivästä alkaen, ja etsintää jatkettiin syyskuun 10. päivään saakka. Ajatus Englannin pankin myöntämästä likviditeettituesta esitettiin niinkin varhain kuin 16. päivänä elokuuta.

### Vaihtoehdot puntarissa

Northern Rockin mahdollisuudet ratkaista likviditeetti-ongelmansa markkinoiden avulla olisivat edellyttäneet, ettei markkinoilla ollut puutetta likviditeetistä. Tässä yhteydessä voitaneen siis kysyä, olivatko Englannin pankin likviditeettioperaatiot riittäviä turvaamaan markkinoiden likviditeetin. Elokuussa 2007 pankit pyysivät keskuspankkia lisäämään likviditeetin määrää markkinoilla ilman sakkokorkoa. Keskuspankin pääjohtaja ilmaisi kuitenkin myöhemmin, syyskuun 12. päivän kirjeessään pääministerille, ettei hän tue ehdotuksia keskuspankin lisätoimiksi eli lainausta pidemmissä maturiteeteissa, sakkokoron

poistamista tai vakuusmateriaalin kasvattamista. Perusteluinaan hän esitti, että pankkisektori kokonaisuudessaan on riittävän vahva kestääkseen erityisyhtiöiden rasitteet taseisaan ja että vakuudellisten arvopapereiden hinnoittelu markkinoilla elpyy vähitellen. Lisäksi keskuspankin tukitoimilla saattaisi olla kielteisiä kannustinvaikutuksia, jos apua tarjotaan kevennetyin ehdoin.

Pankit päättivät nostaa varantovelvoitteitaan kuudella prosentilla 6. syyskuuta alkavalla reservien hallussapitoperiodilla. Keskuspankki ilmoitti 5. syyskuuta, että se on valmis tarjoamaan pankeille lisää reservejä, 25 % pankkien hallussapitoperiodin reservitavoitteista, mikäli vakuudellinen yön yli -korko ei laske epätavallisen korkealta tasoltaan lähemmäksi keskuspankin ohjauskorkoa. Koska vakuudellinen yön yli -korko ei ollut alentunut toivotulla tavalla, keskuspankki tarjosi lisäreservejä syyskuun 13. päivänä. Keskuspankki täydensi tätä toimenpidettä syyskuun 18. päivän 4,4 mrd. punnan suuruisella hienosäätöoperaatiollaan. Operaatio toteutettiin siis Northern Rockin talletuspaon jälkeen.

Englannin pankkia kritisoivat tahot ovat sanoneet, että Northern Rock olisi pelastunut, jos keskuspankki olisi tarjonnut pankille likviditeettitukea aikaisemmin ja samanaikaisesti höllentänyt keskuspankki-luoton vakuusehtoja. On kuitenkin vaikea ottaa kantaa tämän väitteen paikkansapitävyyteen. Vaikuttaa

nimittäin siltä, että Northern Rockin likviditeetin tarve oli sen verran mit-tava, että sitä ei olisi voitu kattaa mil-lään yleisellä keskuspankin tarjo-amalla likviditeettioperaatiolla.

Elokuun 16. päivänä Northern Rock alkoi etsiä itselleen ostajaa. Se halusi päästä turvasatamaan jonkin isomman pankin yhteyteen. FSA val-voi tarkasti Northern Rockin käymiä liikeneuvotteluja mahdollisten osta-jiansa kanssa. Vain kaksi vähittäis-pankkia ilmoitti olevansa kiinnostu-nut Northern Rockista. Vaikka toinen näistä ostajaehdokkaista ilmaisi vähäisen kiinnostuksensa, ei se eden-nyt asiassa alkumetrejä pidemmälle. Toinen pankkimailman hyvin tunte-ma vähittäispankki sen sijaan ilmaisi selvemmin muutaman päivän ajan olevansa kiinnostunut ostamaan Northern Rockin, mutta ei tehnyt sitovaa tarjousta pankista. Northern Rockin haltuunoton ehdoista näyttää lisäksi olevan erilaisia tulkintoja, jot-ka osaltaan viittaavat siihen, että ostajaehdokkaas olisi vaatinut Englan-nin pankilta likviditeettitukea sekä takeet lisätuesta, mikäli markkinat eivät elpyisi tietyn ajan kuluessa.

Viranomaisten taholta on puo-lestaan annettu ymmärtää, etteivät näihin asioihin liittyvät keskustelut koskaan edenneet puhelinsoittoa pidemmälle. Lisäksi valtiovarainmi-nisterin ja Englannin pankin pääjoh-tajan tulkinnan mukaan keskuspan-kin mahdollisesti myöntämä laina englantilaiselle vähittäispankille voi rikkoo Euroopan yhteisön kilpailula-

keja. Tulkinnan mukaan Englannin pankin olisi oltava valmis lainaamaan myös muille vastaaville vähittäispan-keille samoin ehdoin kuin Northern Rockin ostajaehdokkaalle.

Englannin keskuspankki, FSA ja valtiovarainministeriö ilmaisivat ennen Northern Rockin talletuspakoa puoltavansa vaihtoehtoa, jossa Nort-thern Rockin ongelmat ratkaistaisiin myymällä pankki jollekin isommalle pankille. Nämä tahot ilmoittivat myös, ettei varteenotettavia ostajaeh-dokkaita ollut ilmaantunut.

Syyskuun 10. päivään mennessä oli ilmeistä, että Englannin pankin tukitoimet Northern Rockille olivat välttämättömiä, jotta pankki suoriu-tuisi lyhyen aikavälin velvoitteistaan eikä ajautuisi konkurssiin. Seuraa-vaan päivään mennessä selvisi myös, että tukitoimet täytyi tehdä julkisiksi. Valmistelut tukitoimiin tarvittavan lainsäädännön hankkimiseksi sekä toimenpiteiden julkistamiseksi käyn-nistettiin. Tukitoimet päätettiin aluksi julkistaa syyskuun 17. päivänä, mutta tästä aikataulusta jouduttiin luopu-maan syyskuun 13. päivänä. Syynä aikataulusta luopumiseen oli markki-noille levinnyt huhu tulevasta tukitoi-mista. Englannin pankki, FSA ja val-tiovarainministeriö päättivät 13. päi-vän iltapäivällä aikaistaa tukitoimien julkaisemista 14. päivän aamuun kel-lo seitsemäksi. Hätärahoituksen ehdot viimeisteltiin 14. päivän aamu-tunteina.

Ennen kuin tukitoimet ehdittiin tehdä julkiseksi 14. päivän aamuna,

*Englannin pankin tukitoimet Northern Rockille olivat välttämättömiä.*

*Northern Rockin talletuspako alkoi syyskuun 13. päivän iltana BBC:n uutisten innoittamana.*

BBC raportoi suunnitelluista tukiopeeraatioista 13. päivänä kello 20.30 ilt uutisissa. Viranomaiset näyttivät olevan yksimielisiä siitä, että tulevia tukitoimia koskeva uutisvuoto oli osallinen Northern Rockin talletuspakoon. Itse asiassa muutamat olivat jopa sitä mieltä, että uutisvuoto laukaisi talletuspaon. Voidaanko näin todella ajatella, ei ehkä sittenkään ole tärkeää. Ratkaisevaa on, että niin Northern Rock kuin kolmikantaisen valvontajärjestelmän osapuolet tulivat ylläetyksi ilman, että ne olisivat olleet valmistautuneita tällaiseen tapahtumien kulkuun.

Northern Rockin talletuspako alkoi syyskuun 13. päivän iltana BBC:n uutisten innoittamana. Pako kiihtyi seuraavina päivinä, ja siitä tuli keskeinen syy Northern Rockin jatkossa kohtaamiin ongelmiin. Talletuspaon nopeus ja laajuus saivat aikaan sen, että keskuspankin tukitoimet, jotka kuitenkin oli suunniteltu varoimenpiteiksi siltä varalta, ettei Northern Rock saa rahoitusta markkinoilta, oli otettava käyttöön välittömästi.

Englannin pankin pääjohtaja ennakoiki kommentissaan, että talletuspaon alettua ja ottaen huomioon ongelmpankkien hoitoa koskevan lainsäädännön puutteellisuuden, tallettajat käyttäytyvät rationaalisesti ja loogisesti pyrkiessään muiden mukana vetämään talletuksensa pois ongelmpankista. Huonot uutiset kuultuaan tallettajien ei voi odottaa pohtivan mitään muuta kuin talletustensa

siirtämistä pois Northern Rockista turvallisempaan säilöön.

Alun jälkeen Northern Rockin talletuspaon vauhtiin vaikutti lähinnä kaksi seikkaa. Ensinnäkin tallettajat ymmärsivät hyvin, että Northern Rock varat hupenevat, jos talletuspako jatkuu. Toiseksi yleisön pankkitalletuksia koskeva tietoisuus lisääntyi koko ajan eli aikaisemmin ehkä tiedostamattominkin tallettajat alkoivat ymmärtää, että yli 2 000 punnan talletuksilla ei ollut täyttä talletussuojaa. Tässä yhteydessä Englannin pankin pääjohtaja totesi, että ainoa keino estää talletuspaon jatkuminen on valtion takaus Northern Rockin talletuksille. Valtiovarainministeri ilmoittikin julkisesti syyskuun 17. päivän aamuna, että valtio takaa Northern Rockin talletukset. Tämä ilmoitus vaikutti toivotulla tavalla eli pysäytti talletusten ulosvirtauksen Northern Rockista, vaikka etukäteisarviot julkisen takauksen vaikutuksista talletuspakoon olivat varsin epävarmoja.

### **Oliko kyseessä klassinen hätärahoitusoperaatio?**

Päätöstä tukea Northern Rockia on usein kuvattu klassiseksi hätärahoitusoperaatioksi, mutta on kiistanalaista voidaanko sitä tällaisena pitää. Klassinen hätärahoitusoperaatio kehitettiin 1800-luvun Englannissa, ja sen tarkoitus oli estää yleinen pankkitalletusten turvallisuuteen kohdistuva epäluottamus eli estää tallettajien yleinen siirtyminen pankkitalletuksista käteiseen. Yhtä kaikki, klassisten pankkikriisien

lähempi tarkastelu Englannissa – Overyend-Gurney-kriisi 1866, Glasgow'n pankin konkurssi 1878 ja Baringin kriisi 1890 – viittaa siihen, että Englannin pankki oppi käyttämään hätärahoitusjärjestelmäänsä pankkikriisien hallitsemisessa.

Julkisesti myös tiedettiin, että keskuspankki on valmis käyttämään omia keinojaan pankkikriisin ehkäisemiseksi. Englannin pankin keskeinen virhe vuoden 1866 pankkikriisin hoidossa oli, että sen katsottiin olleen liian epävarma ja epäileväinen lainananto- ja likviditeettipolitiikassaan. Siltä puuttui määrätietoisuus kriisin hoidossa. Pankkikriisien estäminen keskuspankin määrätietoisella hätärahoituspolitiikalla ei kuitenkaan tarkoita, että keskuspankin olisi tuettava jokaista yksittäistä ongelm pankkia.

Nykypäivänä pankeilla on pääsy rahoituslähteille, joita ei ollut 1800-luvun pankeilla. Keskuspankin ei siis tarvitse antaa suoraa likviditeettitukea pankeille, joilla on pääsy esimerkiksi pankkien välisille rahamarkkinoille tai repomarkkinoille. Tällöin hätärahoitusjärjestelmän tehtävänä on turvata markkinoiden likviditeetti.

### Uudistuksia tulevien mahdollisten kriisien ehkäisemiseksi

Northern Rockia ei voida pitää Ison-Britannian rahoitusvalvonnan kompastuskivenä, joskin valvontajärjestelmä näyttää Northern Rockin tapahtumien jäljiltä hieman hauraalta. Järjestelmää voisi vahvistaa uudistamal-

la joitakin sen piirteitä. Ensinnäkin pankkien konkurssi edellyttää omaa uutta lainsäädäntöä Isoon-Britanniaan. Nykyisellään pankkien konkurssit on hoidettava yleisen yritysten konkurssilainsäädännön mukaisesti. Toiseksi talletusvakuusjärjestelmä olisi uudistettava niin, että talletuksilla on talletussuojan katosta riippumatta täysuoja ja että talletusten palauttamisessa ei ole suuria viipeitä. Nämä vaatimukset viittaisivat siihen, että talletussuojan katto ei saisi olla liian korkea. Nykyinen 35 000 puntaa vaikuttaa hyvältä tässä suhteessa. Kolmanneksi pankkiasiakkaille tulisi järjestää kriisitilanteessa nopea pääsy keskeisiin pankkipalveluihin esimerkiksi siirtämällä kaikki tilit ongelm pankista pois tai varmistamalla, että tilipalvelut hoituvat ongelm pankissa-kin.

*Asiasanat: arvopaperistaminen, tukkurahoitus, rahoituskriisit, rahoitusvalvonta, hätärahoitus*