

# Rahapolitiikan toimeenpano finanssikriisin aikana

12.10.2010



Tuomas Välimäki  
toimistopäällikkö  
pankkitoimintaosasto

**Muiden keskeisten keskuspankkien tapaan eurojärjestelmä on muuttanut tapansa tehdä rahapolitiikka viimeisen kolmen vuoden aikana. Pankeille myönnetyn jälleenrahoituksen saatavuutta on helpotettu ja sen maturiteettivalikoimaa on laajennettu. Lisäksi vakuuskelpoisuusehtoja on väliaikaisesti lievennetty ja rahoitusmarkkinoiden tiettyjen lohkojen toimintaa on pyritty parantamaan osto-ohjelmilla. Monet näistä toimenpiteistä ovat poikenneet huomattavasti keskuspankkien normaalkäytännöistä, minkä vuoksi niihin viitataan usein epätavanomaisina rahapolitiikkatoimina. Tässä artikkelissa läpikäydään lyhyesti, miksi poikkeustoimiin on ryhdytty, miten niistä irtautuminen on alkanut ja miten irtautuminen voi vastaisuudessa edetä.**

## Epätavanomaisen rahapolitiikan käyttöönotto

Kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ja koko maailmantaloudessa on vuodesta 2007 lähtien nähty sarja toinen toistaan seuranneita taloudellisia kriisejä. Eurojärjestelmä on vastannut näiden kriisien tuomiin haasteisiin muuttamalla merkittävästi rahapolitiikan toimeenpanoa.

Euroopan keskuspankin neuvosto päättää kuukausittain korkotason, joka on talustilanne huomioon ottaen sopusuhteissa hintavakaustavoitteen kanssa. Euroalueen pankkien puolestaan täytyy hankkia raho-

tusta eurojärjestelmään kuuluvilta keskuspankeilta kyetäkseen vastamaan yleisön käteisen kysyntään sekä täyttämään lakisääteisen velvoitteen, jonka mukaan pankkien täytyy tallettaa osa varoistaan keskuspankkiin.

Ennen finanssikriisiä korkopäätökset välittyivät rahamarkkinoille käytännössä viikkohuutokaupoissa, joista lainaamalla pankit täyttivät likviditeettitarpeensa<sup>1</sup>. Neuvoston päättämä ohjaukorko – minimitarjouskorko – oli alin korko, jolla pankit saivat jättää tarjouksia näihin viikoitaisiin perusrahoitusoperaatioihin. Koska eurojärjestelmä mitoitti operaatioissa jaettavan rahamäärän siten, että pankit kykenivät ylläpitämään vaaditun suuruisia varantotalletuksia, perusrahoitusoperaatioiden korkotasoa ei noussut merkittävästi yli minimitarjouskoron.

Yhdysvaltain asuntolainamarkkinoilta alkunsa saanut epävarmuus alkoi syksyn 2007 mittaan vaikeuttaa eurojärjestelmän kykyä ohjata markkinakorkoja. Elokuusta 2007 lukien euroalueen pankit alkoivat kasvattaa huutokauppoihin jättämiään tarjouksia varmistaakseen maksuvalmiutensa. Eurojärjestelmä vastasi markkinoiden epävarmuuden poikkeuksellisen voimakkaaseen kasvuun helpottamalla keskuspankkirahoituksen ehtoja, joustamalla likviditeetin tarjonnan ajoituksessa sekä pidentämäl-

<sup>1</sup> Tässä artikkelissa likviditeetillä viitataan keskuspankkirahaan, joka koostuu pankkien keskuspankkiteillellään pitämistä varoista.

lä myönnettyjen luottojen juoksu-aikaa.<sup>2</sup>

Vuotta myöhemmin eli syyskuussa 2008 rahoitusmarkkinahäiriö kärjistyi laajamittaiseksi finanssikriisiksi, kun investointipankki Lehman Brothers ajautui selvitystilaan. Tuolloin pankkienvälisten rahamarkkinoiden kyky varmistaa keskuspankkirahan jakautuminen tasaisesti pankkien kesken heikentyi siinä määrin, että eurojärjestelmä päätyi ottamaan suuren osan rahoituksen välittymistä omaan taseeseensa. Pahimmillaan pankit olivat epävarmoja sekä toistensa luotokelpoisuudesta että omasta maksuvalmiudestaan. Rahamarkkinoiden toimintakyky halvaantui, ja tämä johti tilanteeseen, jossa likviditeettialijäämät pankit joutuivat varmistamaan tarvitsemansa lyhytaikaisen rahoituksen kokonaisuudessaan suoraan keskuspankin operaatioista.

Yksittäisen pankin kannalta ainoa keino varmistaa likviditeetin saanti suoraan keskuspankista oli käytännössä jättää huutokauppaan tarjous korkeammalla korolla kuin muut pankit. Kierre, jossa pankit pyrkivät ylittämään toistensa korkotarjoukset johti tilanteeseen, jossa keskuspankkirahan hinta viikko-operaatioissa nousi jopa 0,74 prosenttiyksikköä yli ohjauksen, vaikka eurojärjestelmä kasvattikin likviditeetin tarjontaa huomattavasti. Tuolloin keskuspank-

kirahan todelliset kustannukset olivat selvästi lähempänä maksuvalmiusluotoista vaadittavaa korkoa kuin normaalisti prosenttiyksikön verran alhaisempaa olevaa keskeistä ohjaukorkoa eli minimitarjouskorkoa.<sup>3</sup>

Epävarmuuden ja -luottamuksen kärjistyminen sai eurojärjestelmän tarttumaan koronohjaustapaan, jota se ei aiemmin ollut soveltanut politiikkaoperaatioissaan. Lokakuun 2008 alkupuolella eurojärjestelmä luopui keskuspankkilikviditeetin määrällisestä ohjauksesta. Se teki tämän lupaamalla täyttää pankkien likviditeetinkysynnän perusrahoitusoperaatioissa etukäteen määritellyllä kiinteällä ohjauksorolla täysimääräisesti, jos pankit (normaaliin tapaan) toimittavat riittävät vakuudet rahapoliittisten luottojen katteeksi. Tämän ns. täyden jaon politiikan käyttöönoton jälkeen rahamarkkinoiden toimimattomuus ei enää näkynyt keskuspankkioperaatioiden hinnassa vaan näissä operaatioissa jaetun keskuspankkilikviditeetin määrässä.

Kun rahamarkkinat toimivat tehokkaasti, pankit lainaavat eurojärjestelmältä rahamäärän, jonka ne tarvitsevat täyttääkseen varantovelvoitteensa. Tällöin likviditeettialijäämät pankit lainaavat ylijäämäisiltä pankeilta rahamäärän, joka niiltä

<sup>2</sup> Ks. esimerkiksi Alanen – Välimäki (2008) Keskuspankkien toiminta euroalueen, Yhdysvaltojen ja Englannin rahamarkkinoilla. Euro & talous 1/2008.

<sup>3</sup> Eurojärjestelmä on koko olemassaolonsa ajan tarjonnut pankeille mahdollisuuden hakea maksuvalmiusluottoa vakuuksia vastaan. Maksuvalmiusluoton korko on normaalisti ollut prosenttiyksikön politiikkakoron yläpuolella, mutta kriisin aikana tätä korkoeroa on aika ajoin kavennettu 0,5 prosenttiin tai tällä hetkellä voimassa olevaan 0,75 prosenttiin.

*Korkopolitiikan  
liikkumavaran  
ehtyminen pakotti  
keskuspankit  
turvautumaan  
epätavanomaisiin  
rahopolitiikan  
keinoihin.*

puuttuu keskuspankkioperaatioiden jälkeen. Optimitalanteessa pankit kykenevät tasaamaan rahamarkkina-likviditeetin siten, että maksuvalmiusjärjestelmän käyttö minimoituu, eli pankkien ei tarvitse turvautua laajamittaisesti maksuvalmiusluottoihin eikä tuoda rahaa keskuspankkiin yötalletuksina<sup>4</sup>.

Mikäli pankkienvälisten markkinoiden toiminta häiriintyy, rahoituksen välittyminen kanavoituu rahamarkkinoilta täyden jaon politiikkaa harjoittavalle keskuspankille, koska ylijäämäiset pankit ovat haluttomia lainaamaan alijäämäisille pankeille ylimääräistä likviditeettiään. Tällöin pankkisektori lainaa keskuspankista enemmän kuin se normaaliolosuhteissa tarvitsee. Mitä laajemmasta häiriöstä on kyse, sitä enemmän pankkijärjestelmä tarvitsee ylimääräistä likviditeettiä.

Lokakuuhun 2008 saakka eurojärjestelmä myönsi pitempiketoisia lainoja vaihtuvakorkoisen huutokauppamenettelyn pohjalta. Keskuspankki toimi näissä operaatioissa ns. koronottajana, eikä operaatioilla ollut suoraa yhteyttä rahapolitiikan mitoittamiseen tai siitä viestimiseen. Lokakuussa 2008 täyden jaon politiikka ulotettiin perusrahoitusoperaatioiden ohella pitempiaikaiseen rahoitukseen. Tällä muutoksella eurojärjes-

telmä halusi vaikuttaa maturiteetiltaan pidempiä rahamarkkinakorkoja nostaneeseen likviditeettipreemioon.

Erityisesti vuoden 2009 alkupuoliskolla finanssikriisin muututtua syväksi talouden taantumaksi keskuspankit ympäri maailmaa alensivat ohjauskorkojaan. Nimelliskorkojen nollarajan<sup>5</sup> lähestyessä keskuspankit alkoivat yhä enemmän toimeenpanna rahapolitiikkaansa epätavanomaisilla keinoilla. Näihin kuuluivat mm. erilaiset hyvinkin laajamittaiset arvopapereiden osto-ohjelmat erityisesti Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa sekä huomattavan pitkäaikaisen – jopa vuoden pituisen – luototuksen myöntäminen euroalueella.

Eurojärjestelmä ilmoitti toukuussa 2009 järjestävänsä loppuvuoden aikana kolme huutokauppaa, joissa se tarjosi vuoden mittaista rahoitusta kiinteällä korolla ja joissa jätetyt tarjoukset hyväksyttiin täysimääräisesti. Pankit osallistuivat kesäkuussa 2009 toteutettuun ensimmäiseen tällaiseen operaatioon todella laajasti: 1 121 pankkia lainasi eurojärjestelmältä rahaa 1 prosentin korolla peräti 442 mrd. euroa. Näistä poikkeuksellisen pitkistä operaatioista hankittu rahamäärä varmisti, että pankkisektori pysyi ylikvidinä aina kesäkuun 2010 loppuun saakka. Tällä toimella ei pyritty enää vaikuttamaan pelkästään markkinoiden likvi-

<sup>4</sup> Euroalueella pankeilla on mahdollisuus tehdä yötalletuksia eurojärjestelmän keskuspankkeihin. Normaalisti näille yötalletuksille on maksettu prosenttiyksikön politiikkakorkoa alemmaa korkoa, mutta kriisin aikana on aika ajoin sovellettu myös pienempää (0,5 % tai 0,75 %) korkoeroa.

<sup>5</sup> Keskuspankkikorkojen osalta on ainakin näihin aikoihin asti katsottu, että negatiivisiin nimelliskorkoihin liittyvät haitat ovat siinä määrin mittavia, ettei negatiivisia nimelliskorkoja haluta laajasti soveltaa.

diteettipremioihin, vaan sen avulla eurojärjestelmä siirsi korkopolitiikkansa suoraan vaikutusalueelta lyhyistä rahapolitiikkakoroista pidempien korkojen suuntaan.

Suorat arvopaperiostot ovat sisältyneet eurojärjestelmän rahapolitiikan työkalupakkiin koko sen liki 12-vuotisen olemassaolon ajan. Ensimmäiset rahapoliittiset suorat ostot tehtiin kuitenkin vasta kesällä 2009 aloitetussa katettujen joukkolainojen osto-ohjelmassa. Tämän ohjelman kautta eurojärjestelmä toteutti edelleen rahapolitiikkaa pankkisektorin välityksellä, sillä katetut joukkolainat ovat pankkien liikkeeseen laskevia velkapapereita. Toimiminen pankkien kautta kriisiooloissakin on ollut erityispiirre, joka on erottanut eurojärjestelmän muista suurista keskuspankeista. Eurojärjestelmän pitkään vaalima toimintamalli on pitkälti seurausta siitä, että pankkisektorin merkitys rahoituksen kanavoitumisessa on Euroopassa selvästi keskeisempi kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa.

Vasta finanssikriisin edettyä täydellä voimalla euroalueen valtioiden velkamarkkinoihin vuoden 2010 alkupuoliskolla eurojärjestelmä ulotti toimenpiteensä pankkisektorin ulkopuolelle. Toukokuussa 2010 eurojärjestelmä käynnisti velkakirjamarkkinaohjelman, jossa se voi ostaa yksityisiä ja julkisia arvopapereita sellaisilta markkinasegmenteiltä, joiden toimintakyky on häiriintynyt ja jotka ovat rahapolitiikan välittymismekanismien toimintakyvyn kannalta keskeisessä

asemassa. Ohjelman ensimmäisen viiden kuukauden aikana ostettu arvopaperimäärä on ylittänyt jo päättyneen katettujen joukkovelkakirjojen osto-ohjelman 60 miljardin euron loppusaldon.

### **Irtautuminen epätavanomaisista rahapolitiikkatoimista**

Alkaessaan käyttää epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia keskuspankki siirtyy tutkimattomille alueille myös rahapolitiikan välittymismekanismien kannalta. Keskuspankilla täytyykin olla hahmoteltuna keinot poikkeustoimista irtautumiseen jo silloin, kun näihin toimiin päätetään ryhtyä.

Eurojärjestelmä tulee jatkamaan epätavanomaista tapaa tehdä rahapolitiikkaa niin kauan kuin poikkeustoimia tarvitaan turvaamaan rahapolitiikan tehokas välttyminen. Tällaisten menettelyjen kestoa ei kuitenkaan voida tarkasti määritellä etukäteen, koska ei ole varmuutta esimerkiksi velkakriisin kaikista vaikutuksista. Paluu normaaleihin rahapolitiikan välineisiin on ajoitukseltaan kuitenkin kriittistä, sillä yhtäältä keskuspankki ei saa vahingoittaa talouskasvun oraita eikä toisaalta vaarantaa rahoitusjärjestelmän vakautta tarpeettoman aikaisella irtautumisella epätavanomaisista rahapolitiikkatoimista ja epätavanomaisen matalasta korkotasosta. Rahapolitiikan kiristämisen aloittamista ei myöskään saa tarpeettomasti pitkittää, jotta hintavakaus ei vaarannu ja jotta pankit eivät ala muuttaa toimintatapojaan

*Keväällä 2010 eurojärjestelmä käynnisti velkakirjamarkkinaohjelman.*

*Epätavanomaisista rahapolitiikan keinoista luopumisen ajoittaminen on haastavaa.*

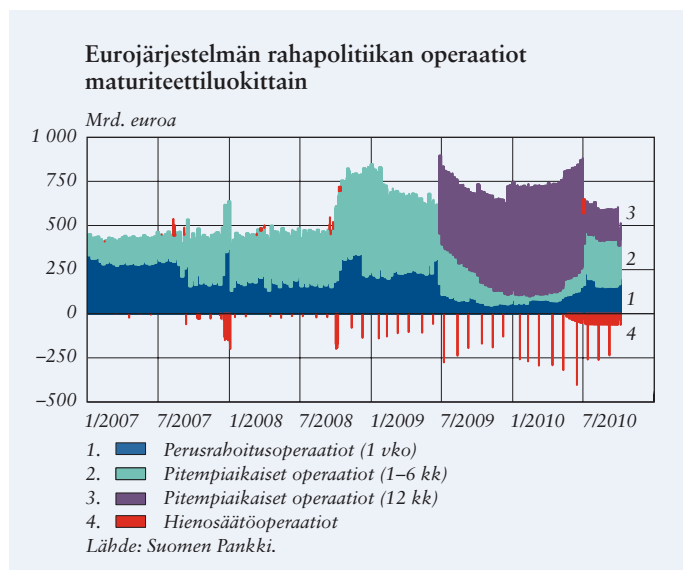
kuvitellen meneillään olevan kriisin aikana turvaverkoksi luotuja käytäntöjä uudeksi normaaliajan toimintamalliksi.

Vaikka epätavanomaisten rahapolitiikkatoimien suunnittelu on ollut keskuspankin näkökulmasta haastavaa, niiden käynnistäminen on ollut välttämätöntä. Toimista irtauduttaessa haasteiden vaativuus on jossakin määrin päinvastainen: paluu normaaleihin toimintamalleihin on operatiivisesti tuttua, mutta ajoituksen määrittely ei ole likimainkaan yksikäsitteistä. Tästä syystä paluu normaaliainkojen rahapolitiikan ohjausmekanismiin tullaan toteuttamaan pienin askelin. Vaiheittaisella irtautumisella halutaan varmistaa mahdollisimman oikea-aikainen reagointi toimintaympäristön muutoksiin sekä helpotetaan toimien pysäyttämistä tai jopa suunnan muuttamista tarvittaessa.

### *Jälleensuorituksen maturiteetti*

Ensimmäiset viitteet aikeistaan irtautua epätavanomaisista rahapolitiikka-toimista EKP:n neuvosto antoi jo joulukuussa 2009, jolloin se ilmoitti, että keskuspankkirahoituksen maturiteettia tullaan lyhentämään vähitellen. Ennen finanssikriisiä valtaosa pankkien keskuspankkirahoituksen tarpeesta oli katettu viikon mittaisilla perusrahoitusoperaatioilla ja vain vajaa kolmannes eurojärjestelmän myöntämästä jälleensuorituksesta oli lainattu kolmen kuukauden jälleensuoritusoperaatioilla. Finanssikriisin ensivaiheessa tämä suhde kääntyi pääläelleen, kun Euroopan keskuspankki jakoi noin kaksi kolmasosaa pankkien keskuspankkiluotoista pitempikestoisena jälleensuorituksena (kuvio 1). Eurojärjestelmän siirryttyä täyden jaon politiikkaan pankit hakivat enimmillään lähes 86 % keskuspankkirahoituksestaan 12 kuukauden operaatioista. Joulukuun irtautumispäätöksen mukaisesti vuonna 2010 ei enää ole tehty 12 kuukauden operaatioita ja viimeinen 6 kuukauden operaatiokin toteutettiin toukuussa. Näiden päätösten myötä keskuspankkioperaatioiden alkuperäisen juoksuajan pohjalta laskettu keskimaturiteetti on lyhentynyt tammiin noin 11 kuukaudesta vajaan neljään kuukauteen syyskuun loppuun mennessä. Kun viimeinenkin 12 kuukauden operaatio erääntyy joulukuussa, keskuspankkirahoituksen keskimaturiteetti ei enää välttämättä poikkeaa merkittävästi kriisiä

*Kuio 1.*



edeltäneestä yhden kuukauden pituudesta.<sup>6</sup>

### *Huutokauppamenettelyt*

Jälleenrahoituksen maturiteetin lyhentämisen lisäksi Euroopan keskuspankki on alkanut normalisoida likviditeettiä lisäävissä operaatioissa soveltamaan huutokauppamenettelyjä. Huhtikuussa 2010 se ilmoitti, että kolmen kuukauden operaatioissa palataan vaihtuvakorkoisuuteen. Vaihtuvakorkoisessa menettelyssä pankit ilmoittavat keskuspankille likviditeetin kysyntänsä enintään kymmenellä korkotasolla. Keskuspankki koostaa vastaanottamistaan tarjouksista koko pankkijärjestelmän kysyntäkäyrän, ja operaation marginaalikoroksi muodostuu korko, jolla lainattava rahamäärä täyttyy. Ennen finanssikriisiä eurojärjestelmä ilmoitti ennakkoon pitempiaikaisissa operaatioissa jaettavan rahamäärän. Tällä tavoin varmistettiin eurojärjestelmän korkoneutraalisuus pitempikestoissa likviditeettiä tarjoavissa huutokaupoissa. Huhtikuun päätös oli merkittävä askel eurojärjestelmän rahapolitiikan toimeenpanon normalisoimiseksi, sillä tällä päätöksellä alettiin palauttaa perusrahoitusoperaatioiden asemaa rahapolitiikan mitoituksesta viestivänä keskeisenä ohjauskorkona. Tällainen muutos katsottiin mahdolliseksi,

<sup>6</sup> Keskuspankkirahoituksen keskimaturiteetin tarkka pituus tulee vuoden 2010 lopussa osittain olemaan pankkisektorin omista käsissä, sillä likviditeetin jakautuminen yhden viikon ja kolmen kuukauden mittaisten operaatioiden välillä määräytyy ainakin tammikuuhun 2011 saakka sillä perusteella, mikä on pankkien kysyntä täyden jaon operaatioissa.

koska pankkien likviditeetinsaanti oli turvattu lupauksella jatkaa täyden jaon politiikkaa perusrahoitusoperaatioissa niin kauan kuin tarve vaatii.

Kevään 2010 mittaan eskaloitunut eurovaltioiden velkakriisi vaikutti loppukeväästä myös eurooppalaisten pankkien kykyyn hankkia markkinaehtoista rahoitusta. Velkakirjamarkkinaohjelman käynnistämisen yhteydessä Euroopan keskuspankki päätti jälleen huojentaa pankkien likviditeettiepävarmuutta palauttamalla täyden jaon politiikan kolmen kuukauden operaatioihin syyskuun 2010 loppuun saakka. Syyskuun alussa täyden jaon politiikkaa päätettiin jatkaa näissä operaatioissa vuoden loppuun saakka. Ennalta määrätyn kiinteän koron sijaan operaatioiden korko määritetään kuitenkin siten, että se on operaatioiden juoksuaikana toteutettujen perusrahoitusoperaatioiden korkojen keskiarvo. Tämän menettelyn avulla pankit voivat kasvattaa keskuspankkirahoituksensa maturiteettia siten, että perusrahoitusoperaatioiden koron merkitys rahapolitiikan ohjauskorkona pysyy ennallaan. Huutokauppamenettelyissä tehdyt muutokset osoittavat vaiheittaisen irtautumisen vahvuuden – toiminta täytyy normalisoida vuorovaikutuksessa rahoitusmarkkinoiden normalisoitumisen kanssa.

### *Ylimääräinen likviditeetti*

Epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet ja rahamarkkinoiden kyky kanavoida rahoitusta näkyvät pankkisektorin lainaaman ylimääräisen likvidi-

teetin määrässä. Elokuussa 2008 alkanut häiriö ja eurojärjestelmän reaktio siihen näkyivät aluksi ylimääräisen likviditeetin säännönmukaisena vaihteluna (kuvio 2). Jokaisen vähimmäisvarantojen pitoperiodin alkupuolella pankeilla on keskimääräiseen tarpeeseensa nähden huomattavan paljon keskuspankkitalletuksia, mutta tämä kompensoituu pitämällä keskimääräistä tarvetta vähemmän likviditeettiä pitoperiodien lopussa.

Lehman Brothersin kaatumisen jälkeinen rahamarkkinahäiriön syveneminen johti huomattavaan likviditeetin liikakysyntään. Käytännössä pankkien lainaaman ylimääräisen likviditeetin täytyy palautua eurojärjestelmän kansallisiin keskuspankkeihin vastapuolipankkien tekeminä yötalletuksina.<sup>7</sup> Koska yötalletuksille mak-

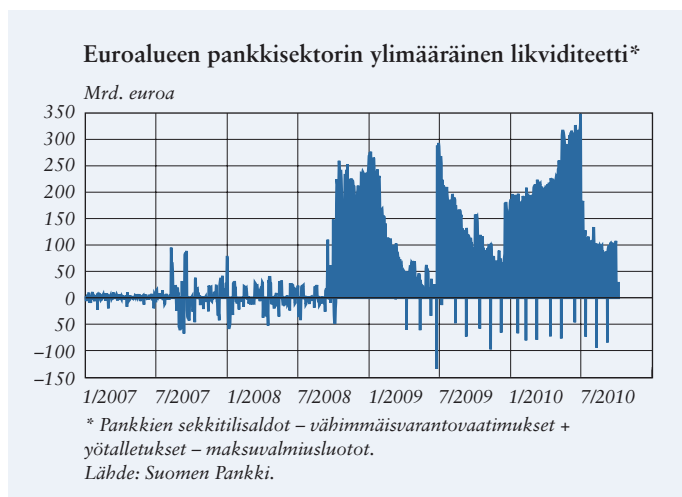
settava korko alittaa selvästi politiikkakoron, jolla eurojärjestelmä lainaa rahaa pankeille, eurojärjestelmä tulee perineeksi rahoituksen välityksestä merkittävän kustannuksen. Tämä kustannus on pankeille kannustin palata markkinaehtoiseen rahoitussenvälitykseen heti kun tilanne normalisoituu.

Pahimman rahoitusmarkkina-kriisin rauhoittuminen vuoden 2009 alkupuoliskolla sai pankit pienentämään ylimääräisen likviditeetin määrää oleellisesti – jopa alle 50 mrd. euroon. Keskuspankkirahoituksen ylikysyntä sai kuitenkin uuden sysäyksen kesäkuun 2009 lopussa, jolloin eurojärjestelmä järjesti ensimmäisen 12 kuukauden operaation. Tässä operaatiossa useimmat pankit eivät pyrkineet ensisijaisesti vahvistamaan maksuvalmiuttaan, vaan siihen osallistuminen nähtiin keinoksi hankkia halpaa rahoitusta. Erikoispitekien operaatioiden jäljiltä pankkijärjestelmällä oli enimmillään reilun 300 mrd. edestä ylimääräistä keskuspankkirahoitusta. Tämä määrä supistui noin kolmasosaan, kun ensimmäinen vuoden mittainen operaatio erääntyi kesäkuussa 2010. Heinäkuusta lukien pankkien on jälleen täytynyt osallistua perusrahoitusoperaatioihin kattaakseen keskuspankkirahan tarpeensa.

Uusi tasopudotus ylimääräisen likviditeetin kysynnässä nähtiin toisen vuoden mittaisen operaation erääntymisen yhteydessä, kun pankit hakivat uutta jälleenrahoitusta eurojärjestelmästä vain noin 60 prosentille syys-

<sup>7</sup> Pankkien hakeman varantovelvoitteet ylittävän keskuspankkirahan määrän on kanavoiduttava takaisin keskuspankkiin joko yötalletuksina tai nollakorkoisena ylimääräisenä sekkitilisaltona, elleivät pankit nosta ylimääräistä likviditeettiään käteisenä ulos keskuspankista.

Kuvio 2.



kuun lopussa erääntyvästä likviditeettimäärästä.

### *Lyhyet rahamarkkinakorot*

Ylimääräisen likviditeetin määrä on pienentynyt ja pienenee edelleen sitä mukaa kuin rahamarkkinat parantavat kykyään tasata keskuspankkirahoitusta. Ylimääräisen likviditeetin vähentyminen puolestaan näkyy ja tulee vastakin näkymään rahamarkkinakorkojen nousuna lähemmäksi rahan hintaa keskuspankin luottooperaatioissa. Pankkienvälinen yön yli -korko (eonia) painui runsaan ylimääräisen likviditeetin mukana lähelle eurojärjestelmän yötalletuskorkoa, sillä pankkien ei kannattanut maksaa ylimääräisistä lyhyistä talletuksista enempää kuin keskuspankki. Ylimääräisen likviditeetin kuivuessa likviditeetin vaihtoehtokustannus alkaa kuitenkin jälleen yhä enemmän kuvastaa varantotalletuksille maksettavaa perusrahoitusoperaatioiden korkoa. Tilanteessa, jossa lähes kaikilla rahamarkkinaosapuolilla on mahdollisuus osallistua markkinarahoituksen välitykseen, lyhyimpien markkinakorkojen pitäisi jälleen kuvastaa hintaa, jolla keskuspankki tarjoaa (niukkaa) keskuspankkirahaa markkinoille, eikä suinkaan tasoa, jolla se ottaa vastaan pankkisektorin liiallisen likviditeetin.

Rahamarkkinahäiriön alussa markkinoiden toimintakyvyn heikkeneminen ilmeni lyhyiden markkinakorkojen nousuna, kun pankit kilpailivat niukasta keskuspankkirahasta. Epätavanomaisten keskuspankkitoi-

mien johdosta tilanne kääntyi päällelleen, sillä ylimääräinen likviditeetti painoi markkinakorot selvästi ohjauskoron alle. Markkinoiden normalisoituminen näkyy nyt ylimääräisen likviditeetin vähenemisenä, mikä puolestaan johtaa lyhyiden markkinakorkojen nousuun lähemmäksi keskeistä ohjauskorkoa.

Normaalioloissa rahamarkkinoiden ylimääräisen likviditeetin ja lyhyiden korkojen välillä on selvä negatiivinen riippuvuus: mitä enemmän likviditeettiä, sitä suuremmalla varmuudella pankit käyttävät keskuspankin yötalletusmahdollisuutta ja sitä pienemmällä todennäköisyydellä pankit joutuvat turvautumaan maksuvalmiusluottoihin. Neutraali likviditeettimäärä tasapainottaa näiden kahden maksuvalmiusjärjestelmän osan käyttötodennäköisyyden, ja pankkienvälinen yön yli -korko asetuu maksuvalmiusjärjestelmän muodostaman korkoputken keskelle eli käytännössä rahapolitiikan ohjauskoron tasolle. Ylimääräisen likviditeetin määrän kasvaessa huomattavan suureksi todennäköisyys ajautua käyttämään maksuvalmiusluottoja on kaikkien pankkien osalta äärimmäisen pieni. Tällöin lyhyimmät korot painuvat yötalletuskoron läheisyyteen, eikä likviditeettimäärän marginaalisilla muutoksilla ole enää korkovaikutusta. Pistettä, jossa korot alkavat reagoida likviditeettiin muutoksiin ylimääräisen likviditeetin kuivuessa, on mahdoton määrittää yksikäsitteisesti. Kevään 2009 kokemuksen valossa

*Markkinoiden palautuessa normaaliin tilaan, lyhyet markkinakorot nousevat lähelle eurojärjestelmän ohjauskorkoa.*



noin 50–100 mrd. euron määrää voidaan kuitenkin pitää taitekohtana, jota pienemmällä ylimääräisellä likviditeetillä yön yli -korke alkaa joustaa likviditeetin suhteen (kuvio 3).

### Vakuuspolitiikassa väliaikaisia ja pysyviä muutoksia

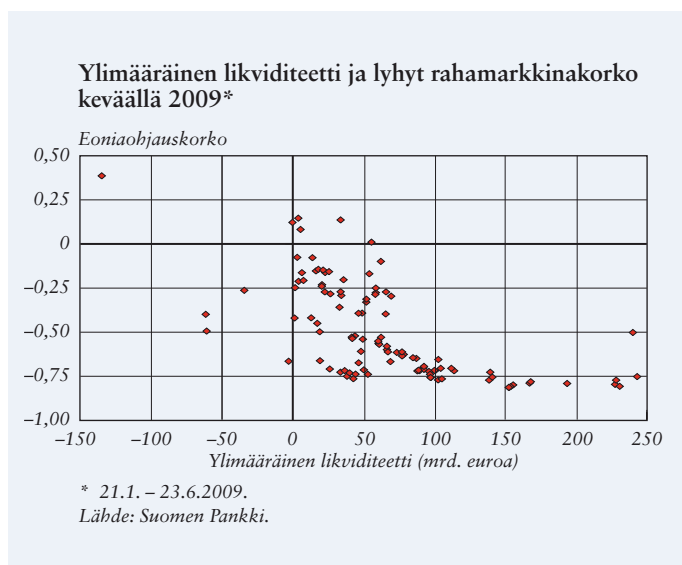
Epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet poikkeavat toisistaan huomattavasti sen suhteen, kuinka aktiivisia päätöksiä niistä irtautuminen vaatii. Siinä missä toistaiseksi voimassa olevat toimintakehikon muutokset vaativat aina aktiivisesti tehtäviä irtautumispäätöksiä, jo alun alkaen määrääjäksi sovitut väliaikaistoimet päättyvät automaattisesti. Toimista irtautumisen näkökulmasta tämä ero ilmentää todistustaakan suuntaa: määrääjakaistoimen jatkon tueksi täytyy kyetä osoittamaan, miksi kriisitoimet ovat edelleen välttämättömiä, kun taas

toistaiseksi voimassa olevan päätöksen lopettaminen edellyttää näyttöä normaalijärjestelmään palaamisen tueksi.

Rahapolitiikan luotto-operaatioissa vakuuksiksi hyväksyttävien arvopapereiden kelpoisuusehtoihin on finanssikriisin aikana tehty sekä määräaikaista että toistaiseksi voimassa olevia muutoksia. Esimerkiksi lokakuussa 2008 väliaikaisen vakuuskelpoisuuden saaneet valuuttamääräiset joukkovelkakirjat, valtioiden takaamat alisteiset joukkolainat sekä ei-säädellyillä markkinapaikoilla pankkien liikkeeseen laskemat arvopaperit tulevat menettämään vakuuskelpoisuutensa vuoden 2010 lopussa. Toisaalta vakuuksilta vaadittu vähimmäislouottoluokitus laskettiin – omaisuusvakuudellisia arvopapereita (ABS) lukuun ottamatta – ensin väliaikaisesti tasolta A– tasolle BBB–, mutta huhtikuussa 2010 tämä poikkeustoimi muutettiin toistaiseksi voimassa olevaksi.

Nämä finanssikriisin akuuteimissa vaiheissa tehdyt eurojärjestelmän vakuuskelpoisuusehtojen helpotukset olivat tarpeen, jotta rahoitusmarkkinoiden vakaus kyettiin varmistamaan tilanteessa, jossa rahoituksen välittymistä jouduttiin siirtämään aiempaa enemmän rahamarkkinoilta keskuspankkijärjestelmän kautta tapahtuvaksi. Eurojärjestelmän taseen huomattava kasvu puolestaan merkitsi, että rahapolitiikan toteutukseen liittyvät taloudelliset riskit lisääntyivät voimakkaasti.

Kuvio 3.



Kriisien aikana on tehty lukuisia päätöksiä, joita ei välttämättä olisi toimeenpantu ilman markkinoiden kriisiytymistä, mutta jotka tulevat vastaisuudessa olemaan myös osa normaaliaikojen toimintatapoja. Vakuuspuolelta tällaisia ovat esimerkiksi omaisuusvakuudellisiin joukkovelkakirjoihin sovellettavien aliarvostusprosenttien kasvattaminen, velkakirjojen moniportaisten rakenteiden kieltäminen ja luottolaitosten liikkeeseen laskemille velkainstrumenteille asetettuihin limiitteihin. Tällaiset vakuuksiin liittyviä riskejä pienentävät muutokset riskienhallinajärjestelmässä olivat käytännössä välttämättömiä, jotta markkinoiden likviditeettiriskejä pienentäneet politiikkapäätökset eivät olisi johtaneet eurojärjestelmälle aiheutuvan luottoriskin kohtuuttomaan kasvuun.

Eurojärjestelmän vakuuspolitiikka poikkeaa alusta pitäen muiden suurten keskuspankkien valitsemasta toimintamallista olemalla liberaalimpi.<sup>8</sup> Toisin kuin muut keskeiset keskuspankit, eurojärjestelmä ei ole antanut julkisen sektorin velalle erityiskohtelua, omaisuusvakuudelliset instrumentit olivat vakuuskelpoisia jo ennen finanssikriisin puhkeamista ja pankit ovat voineet käyttää myöntämäänsä lainoja keskuspankkirahoituk-

<sup>8</sup> Papadia ja Välimäki (2010) *Functioning of the Eurosystem framework since 1999*. Teoksessa *The Concrete Euro: Implementation of Monetary Policy in the Euro Area* (toim. Mercier ja Papadia toim., 2010). Julkaisussa on kuvattu tarkasti eurojärjestelmän rahapolitiikan toimeenpanoa ja verrattu sitä Yhdysvaltain keskuspankin, Englannin pankin ja Japanin keskuspankin vastaaviin järjestelyihin.

sen vakuutena. Tällainen vakuuskäytäntö mahdollisti sen, että pankit alkoivat finanssikriisin aikana tuoda vähemmän likvidejä instrumentteja jälleenrahoituksensa vakuudeksi. Tiettyyn rajaan saakka substituutiota voidaan pitää jopa toivottavana, koska keskuspankki, jonka riskienhallintamenettelyt ovat riittävän tiukat, voi tarjota markkinoille syvyyttä tällaisen ”likviditeettivakuutuksen” kautta ilman, että riskit merkittävästi lisääntyvät.<sup>9</sup> Vakuussubstituutio voi kuitenkin myös mennä liian pitkälle joko siten, että se alkaa kasvattaa keskuspankille vakuuksista koituvia luottoriskejä tai siten, että vakuuskelpoisuus alkaa vääristää jonkin vakuuslajin hinnoittelua. Tästä syystä on selvää, että irtauduttaessa epätoivottavista toimintatavoista eurojärjestelmän täytyy jälleearvioida vakuuspolitiikan asema osana rahapolitiikan toimeenpanojärjestelmää. Laajan vakuusmateriaalipohjan hyväksyminen edellyttää myös rahoitusmarkkinoiden kehityksen tarkkaa seuranta ja vaatii välillä nopeata reagointia sovelletuissa riskienhallintamenettelyissä.

### *Osto-ohjelmat*

Eurojärjestelmän toteuttamat kaksi osto-ohjelmaa poikkeavat toisistaan ohjelmien määrittelyn ja tavoitteiden suhteen. Katettujen joukkovelkakirjojen osto-ohjelma oli hyvin tarkkaan

<sup>9</sup> Keskuspankki voi vaatia muita markkinaosapuolia suurempia vakuuksien aliarvostuksia, koska keskuspankkiin itseensä ei sisälly luottoriskää.

*Vakuuskehikon riskienhallintamenettelyjen kiristykset jäävät voimaan myös normaalioloissa.*

rajattu kokonsa, kestopensa ja ohjelmaan sisällytettävien instrumenttien osalta. Velkakirjamarkkinaohjelma puolestaan on avoin kaikkien näiden tekijöiden määrittelyn suhteen. Jälkimmäisen ohjelman kautta tehtyjä ostoja voidaan kohdentaa tarpeen mukaan julkisen ja yksityisen sektorin liikkeeseenlaskuihin. Edellytyksenä on, että markkinasegmentti on rahapolitiikan välittymismekanismin kannalta merkittävä ja että markkinoiden toimintakyky on siinä määrin häiriintynyt, että keskuspankin väliintulolle on perusteita.

Irtautuminen kesäkuun 2010 lopussa päättyneestä katettujen joukkovelkakirjojen osto-ohjelmasta on selvää: tämän ohjelman mukaisia ostoja ei enää tehdä ja ostetut arvopaperit tullaan pitämään niiden juoksuajan päättymiseen saakka, ellei sitä aiemmin ilmene rahapoliittista syytä omistusten myymiseen.

Velkakirjamarkkinaohjelmasta irtautumisesta ei ole tehty päätöksiä. Ohjelman kehittyminen tulee oleellisesti riippumaan rahoitusmarkkinoiden tilasta. Tätä ohjelmaa, kuten kaikkia muitakin epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia, tullaan ylläpitämään niin kauan kuin se on välttämätöntä rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi.

## Lopuksi

Eurojärjestelmän vaiheittainen irtautuminen epätavanomaisista rahapolitiikkatoimista käynnistyi vuoden 2009 lopulla, kun poikkeuksellisen pitkille lainaoperaatioille ei nähty enää tarvetta. Rahapolitiikan toimeenpanon normalisointi ei kuitenkaan ole itseisarvo, jota viedään eteenpäin vaikutuksista välittämättä. Muutoksissa edetään vuorovaikutuksessa rahamarkkinoiden ja ympäröivän talouden kanssa hintavakautta vaarantamatta. Tällä tavoin eurojärjestelmä kykenee edistämään pankkisektorin toiminnan palautumista samalla säilyttäen kykynsä reagoida tilanteiden muutoksiin nopeasti ja oikea-aikaisesti. Epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet ovat pääosin väliaikaisia, ja ne on suunniteltu siten, että pankkijärjestelmä voi irtautua niistä osittain oma-aloitteisesti. Pankkien viimeaikainen käyttäytyminen eurojärjestelmän luotto-operaatioissa viittaa siihen, että pankkien maksuvalmiuteen liittyvä epävarmuus on edelleen vähentynyt.

*Asiasanat: eurojärjestelmä, rahapolitiikan toimeenpano, finanssikriisi, irtautuminen*