

# Keskuspankkitoiminta ja taseen riskit

13.9.2011

**Keskuspankkitoiminnan merkittävimmät riskit liittyvät aina toteutettavan politiikan onnistumiseen eli siihen, päästäänkö tehdyillä päätöksillä hintavakauteen ja pystytäänkö hintavakautta vaarantamatta tukemaan muita talouspoliittisia tavoitteita. Keskuspankkitoimintaan liittyy myös taloudellisia riskejä. Nämä korostuvat erityisesti tilanteissa, joissa rahoitusmarkkinoiden ja talouden kehitys on epävakaa ja keskuspankit interveñoivat valuutta-, raha- tai pääomamarkkinoilla. Vaikka taloudellinen tulos ei ole keskuspankin ensisijainen tavoite, taloudellinen riippumattomuus on edellytys hintavakauteen pyrkivälle tehokkaalle rahapolitiikalle. Tässä artikkelissa tarkastellaan eurojärjestelmän toiminnan taloudellisia riskejä sen taseen kehityksen näkökulmasta.**

Keskuspankkitoiminnan taloudellisten riskien arviointi voidaan aloittaa keskuspankin tulonmuodostuksen analysoinnista. Keskuspankki, kuten mikä tahansa taloudellinen yksikkö, tuottaa voittoa, kun sen toiminnan tuotto on suurempi kuin velkojen rahoituskustannukset. Vaikka Euroopan keskuspankki (EKP) vastaa euroalueen yhteisestä rahapolitiikasta, euroalueen keskuspankkitoiminnan kokonaiskuvan selvittämiseksi on tarkasteltava eurojärjestelmän kaikkien osien (EKP ja kansalliset keskuspankit) konsolidoitua tasetta. Näin on erityisesti siksi, että kansalliset keskuspankit toteuttavat euroalueen rahapolitiikkaa ja

valtaosa eurojärjestelmän rahoitusvarallisuudesta sekä omista pääomista on kansallisten keskuspankkien taseissa. Tässä artikkelissa avataan aluksi eurojärjestelmän taseen nykykoostumus, minkä jälkeen tarkastellaan, kuinka tase on kehittynyt ajan kuluessa. Keskuspankkitoiminnan makro- ja mikrotason riskien käsittelyn jälkeen vertaillaan lyhyesti eurojärjestelmän ja eräiden muiden valuutta-alueiden keskuspankkien taseiden kehitystä sekä tarkastellaan Suomen Pankin taseen keskeisimpiä muutoksia euroaikaan siirtymisen jälkeen.

## Eurojärjestelmän tase

Valuuttavarannot (ml. kulta), rahapoliittiset operaatiot ja euromääräinen rahoitusvarallisuus muodostavat pääosan eurojärjestelmän taseen saamisista eli varoista (taulukko). Valuuttavarannon tuotto määräytyy valuuttojen arvonmuutoksista sekä sijoitustuotoista, joita varannolle saadaan. Koska valuuttakurssit ja kullan hinta vaihtelevat normaalioloissakin huomattavasti, euron ulkoisen arvon vaihteluilla on erittäin merkittävä vaikutus eurojärjestelmän vuotuisiin tuottoihin. Pidemmän ajanjakson tarkastelussa ei kuitenkaan ole syytä olettaa varantovaluuttojen arvon kehittyvän tavalla, joka poikkeaa ns. kattamattomasta korkopariteetista. Toisin sanoen valuuttavarantojen tuottojen voi olettaa pitkällä aikavälillä vastaavan euromääräisten sijoituskohteiden tuottoa, jossa riskit on otettu huomioon.



*Tuomas Välimäki  
toimistopäällikkö  
pankkitoimintaosasto*

Taulukko.

Eurojärjestelmän konsolidoitu tase 31.8.2011, mrd. euroa

Vastaavaa (varat)		Vastattavaa (velat)	
Valuuttavaranto (ml. kulta)	606	Setelistö	850
Rahapoliittiset luotot ja arvopaperit	700	Pankkien varantotalletukset	197
Euromääräinen rahoitusvarallisuus	438	Rahapoliittiset talletukset	232
Muut saamiset	328	Muut velat	793

Lähteet: Euroopan keskuspankki ja kirjoittajan laskelmat.

Rahapolitiikan operaatioista valtaosa on euroalueen pankeille myönnettyjä luottoja. Näihin sisältyvät sekä viikoittain toistettavat perusrahoitusoperaatiot että pitempikestoiset jälleenrahoitusoperaatiot. Rahoitusmarkkina- ja valtionvelkakriisien aikana eurojärjestelmä on tehnyt myös rahapoliittisia arvopaperiostoja toiminnaltaan häiriintyneiltä markkinoilta, jotka ovat rahapolitiikan välittymisen kannalta keskeisiä. Lisäksi eurojärjestelmän keskuspankeilla on euromääräistä sijoitusomaisuudeksi rinnastettavaa rahoitusvarallisuutta, josta valtaosa on sijoitettu euroalueella liikkeeseen laskettuihin joukkovelkakirjoihin.

*Keskuspankkikoron taso on pitkällä aikavälillä tärkein keskuspankin tulonmuodostukseen vaikuttava tekijä.*

Pankeille myönnettävien luottojen tuotto on yleensä hyvin lähellä kulloinkin vallitsevaa rahapolitiikkakorkoa. Joukkolainojen tuotot puolestaan riippuvat niiden maturiteetista sekä riskipremioista. Koska rahapolitiikan operaatiot ovat valtaosin hyvin lyhytmaturiteettisia vakuudellisia luottoja, rahoitusvarallisuuden sijoittamisesta saadun tuoton odotusarvo ylittää politiikkaoperaatioiden tuoton likviditeetti- ja luottoriskipremioiden mukaisesti.

Setelistö on suurin yksittäinen velkaerä eurojärjestelmän taseessa. Seteleitä voidaan pitää keskuspankin liikkeeseen laskemina nollakorkoisina velkakirjoina, joten seteleitä vastavalla varallisuudella ei ole suoria rahoituskustannuksia. Lähtökohtaisesti pankkien täytyy lainata keskuspankilta rahaa kyetäkseen ostamaan seteleitä keskuspankilta ja vastamaan kotitalouksien ja yritysten setelinkysyntään. Keskuspankin setelinanto-oikeudestaan saamaa rahoitustuloa voidaan karkeasti arvioida kertomalla setelistön määrä rahapolitiikkakorolla. Keskuspankkikoron taso onkin pitemmällä aikavälillä tarkasteltuna ylivoimaisesti suurin keskuspankin tulonmuodostukseen vaikuttava yksittäinen tekijä.

Käteisrahan ohella eurojärjestelmän vastapuolipankeilleen myöntämiä luottoja kasvattaa vähimmäisvarantovelvoite.<sup>1</sup> Liikepankkien kansallisissa keskuspankeissa varantovelvoitteen täyttämiseksi pitämät talletukset ovat keskuspankin tulonmuo-

<sup>1</sup> Kunkin pankin on pidettävä keskuspankkiililään rahamäärä, jonka keskiarvo ei saa alittaa pankin velkaerien pohjalta määritettyä vähimmäisvarantovelvoitetta.

dostuksen kannalta neutraali tase-erä, sillä varantotalletuksille maksetaan samaa korkoa, jota keskuspankki veloittaa pankeilta perusrahoitusoperaatioissa myönnettyistä luotoista.

Eurojärjestelmä maksaa yötalletuskorkoa<sup>2</sup> varantovelvoitteet ylittävälle pankkien talletuksille.<sup>3</sup> Yötalletuskorko on luotto-operaatioiden korkoa matalampi, mistä syystä keskuspankki hyötyy rahallisesti, kun pankkien talletukset ovat suuremmat kuin varantovelvoitteet edellyttävät. Toisin sanoen pankkisektori kokonaisuudessaan toimii keskuspankkiin nähden tappiollisesti, jos pankit lainaavat varantovelvoitteen ylittävän määrän keskuspankkirahaa. Finanssikriisin aikana pankit ovat lainanneet ylimääräistä keskuspankkirahaa varautuakseen maksuvalmiutta edellyttäviin negatiivisiin yllätyksiin.

Eurojärjestelmän taseen suurimpiin velkaeriin kuuluvat lisäksi valtioiden tietyissä kansallisissa keskuspankeissa pitämät talletukset sekä keskuspankkien omat pääomat. Kansalliset keskuspankit voivat maksaa valtioiden talletuksille korkoa, jonka on kuitenkin oltava markkinakorkoa alempi. Omat pääomat ovat puolestaan koroton erä, jonka rahoituskustannukset voidaan johtaa esimerkiksi

<sup>2</sup> Perusrahoitusoperaatioiden koron ja yötalletuskoron erotus on normaalisti ollut prosenttiyksikön suuruinen, mutta finanssikriisin aikana ja erityisesti nimellisten korkojen nollakorkorajoitteen konkretisoiduttua tämä korkoero on ollut 0,75 prosenttiyksikköä.

<sup>3</sup> Pankkien on siirrettävä varantovelvoitteen ylittävät rahat erillisiksi yötalletuksiksi ansaitakseen niille korkoa.

keskuspankin voitonjakopolitiikasta tai omistajan (yleensä valtion) rahoituskustannuksesta.

Edellä kuvattujen taseen saatavuopuolen tase-erien juokseva korkotuotto ylittää velkapuolen rahoituskustannukset. Lähtökohtaisesti keskuspankkitoiminta tuottaa siis voittoa, jolla katetaan keskuspankin toimintamenot ja josta merkittävä osa jaetaan omistajataholle eli valtiolle. Keskuspankkitoimintaan sisältyy kuitenkin myös elementtejä, joiden vuoksi vuotuinen tulovaihtelu voi olla erittäin merkittävää. Keskeisimmät riskit liittyvät valuuttavarannon ja kullan arvon vaihteluun, rahapoliittisten operaatioiden ja sijoitusomaisuuden korko- ja luottoriskeihin sekä sijoitustoiminnan markkinariskisiin. Näiden riskien realisoitumiseen ja rahoitusmarkkinoiden vakauden turvaamiseen keskuspankit varautuvat keräämällä osan tuotoistaan riskipuskureiksi taseisiinsa.

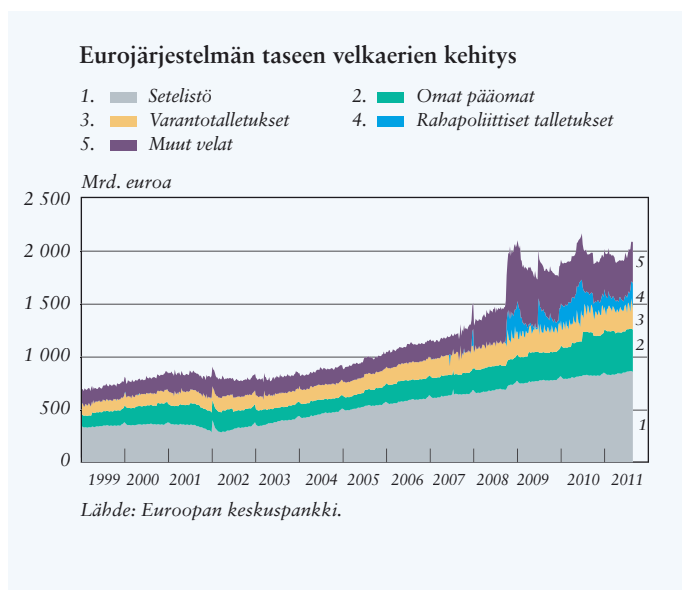
### Eurojärjestelmän taseen kehitys

Eurojärjestelmän taloudellisten riskien merkittävimmät taustatekijät konkretisoituvat parhaiten tarkastelemalla eurojärjestelmän taseen kehitystä ajan kuluessa. Velkaerien (erityisesti setelistön) kehitys on vuosien mittaan dominoinut eurojärjestelmän taseen loppusumman muutoksia (kuvio 1).<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Suurilla valuutta-alueilla tämä on varsin normaalia. Kun taas kyseessä ovat pienet valuutat, keskuspankkien taseen loppusumman vaihtelu on usein seurausta valuuttavarojen kehityksestä.

*Setelistön kasvu on hallinnut eurojärjestelmän taseen kehitystä.*

Kuvio 1.



Eurokäiteisen käyttöön siirtymisestä aina rahoitusmarkkinahäiriön alkuun (tammikuusta 2002 elokuuhun 2007) setelistön kehitys selitti 90 % eurojärjestelmän viikkotaseen loppusumman muutoksista. Rahoitusmarkkinoilla syksystä 2007 alkaen koetun kriisin aikana taseen velkaerien 877 mrd. euron kasvu on jakautunut melko tasan setelistön, rahapoliittisten talletusten, omiin pääomiin rinnastettavien erien sekä muiden velkojen kesken.

Pankkien kansallisiin keskuspankkeihin tekemät yötalletukset lisääntyivät räjähdysmäisesti Lehman Brothersin konkurssin jälkimainingeissa. Tuolloin rahoitusmarkkinoiden toimintakyky halvaantui ja osa rahamarkkinoiden normaalisti hoitamaa rahoituksenvälitystä siirtyi eurojärjestelmän keskuspankkien tehtäväksi ja niiden taseeseen. Kriisioloissa pankit eivät halunneet luotottaa toisiaan entiseen tapaan, mistä syystä

alijäämäiset pankit lainasivat koko likviditeettitarpeensa keskuspankeilta ylijäämäisten pankkien tallettaessa ylimääräiset varansa keskuspankkiin. Keskuspankin laina- ja talletuskorkojen erotus kuitenkin tarjosi pankeille kannustimen siihen, että ne pyrkisivät normalisoimaan rahamarkkinoiden toimintakyvyn mahdollisimman nopeasti.

Yötalletusten lisäksi rahapoliittisten talletusten määrää ovat toukokuusta 2010 lukien kasvattaneet pankeilta vastaanotetut viikon mittaiset talletukset, joilla neutraloidaan arvopaperimarkkinoita koskevan ohjelman synnyttämä likviditeetti-vaikutus.

Muiden velkaerien kasvussa näkyvät sekä valtioiden tekemien keskuspankkitalletusten kriisinaikainen kasvu että erityisesti loppuvuodesta 2008 valuuttamääräisen jälleenrahoituksen myöntämiseen liittynyt velka euroalueen ulkopuolisille keskuspankeille. Eurojärjestelmä vastaanotti valtioiden talletuksia hieman yli 50 mrd. euron edestä elokuussa 2008, mistä määrä yli kaksinkertaistui vuodessa noin 115 mrd. euroon. Rahoitusmarkkinahäiriön aikana useat keskuspankit alkoivat myöntää vastapuolilleen vieraan valuutan määräistä lainaa. Eurojärjestelmä rahoitti vastapuoliaan tuolloin eurojen lisäksi dollarin ja Sveitsin frangin määrällisillä lainoilla. Koska nämä pankeille lainatut valuutat hankittiin valuuttaswapeilla Yhdysvaltain sekä Sveitsin keskuspankista, taseessa valuuttaluottojen vastaeränä toimivat valuutta-

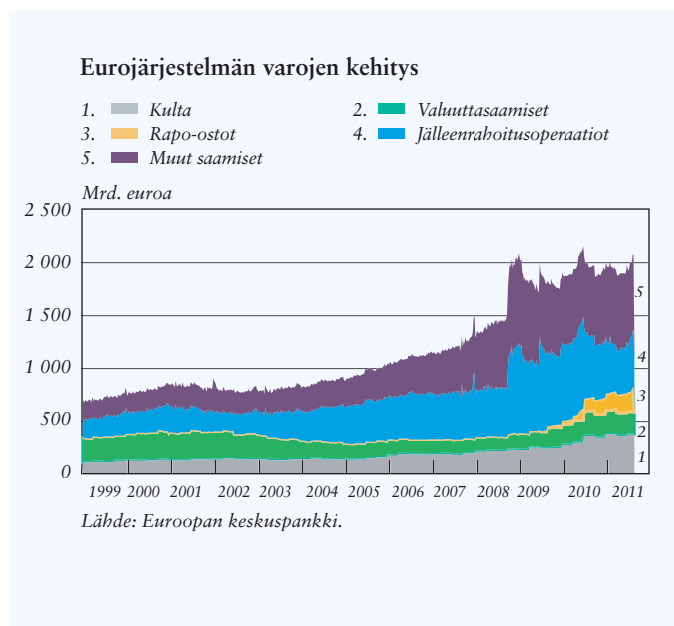
määräiset velat euroalueen ulkopuolelle. Lehman Brothers -pankin kaatumista seuranneen akuutin rahoitusmarkkinakriisin myötä valuuttalainat kasvoivat jopa yli 300 mrd. euron. Keskuspankit ovat aiemminkin toimineet yhteistyössä esimerkiksi koordinoimalla valuuttainterventioitaan. Vuonna 2007 alkaneen rahoitusmarkkinoiden toimintahäiriön aikana yhteiset toimet kasvoivat kuitenkin täysin uusiin mittoihin sekä toimenpidemallien että operaatioiden koon suhteen. Edellä kuvatuilla valuuttaluotoilla ei ole ollut oleellista vaikutusta eurojärjestelmän taloudelliseen tulokseen, sillä vastapuolipankkien luotoista perittävä korko on asetettu vastaamaan valuutoista vieraalle keskuspankille hyvitetävää hintaa.

Tarkasteltaessa eurojärjestelmän taseen saamispuolen eli varojen kehitystä havaitaan, että eurojärjestelmä vastasi vuosien 2002–2007 nopeaan setelistön kasvuun ja siitä seuranneeseen pankkijärjestelmän rakenteellisen keskuspankkirahatarpeen syvenemiseen ensisijaisesti lisäämällä likviditeetin tarjontaa luotto-operaatioissa (kuvio 2).

Koska näiden normaalisti lyhytmaturiteettisten operaatioiden moninkertaistumista ei pidetty tarkoituksenmukaisena,<sup>5</sup> eurojärjestelmä päätti lisätä rakenteellista likviditeetintarjontaansa sallimalla kansallisten kes-

<sup>5</sup> Viikko-operaatioissa jaetun likviditeettimäärän kasvu voimisti pankkien huutokaupoissa kohtaamaa allokaatioepävarmuutta, mikä alkoi tietyssä vaiheessa näkyä operaation koroissa.

Kuvio 2.



kuspankkien kasvattaa omaa rahoitusvarallisuuttaan. Kun keskuspankki maksaa sijoitusvarallisuuden hankintansa keskuspankkirahalla, se samalla luo likviditeettiä, mikä puolestaan pienentää pankeille rahapoliittisina luottoina myönnettävän jälleenrahoituksen tarvetta. Eurojärjestelmän euromääräiset (rahapolitiikkasaamisten ulkopuoliset) sijoitukset kasvoivat liki 200 mrd. eurolla vuodesta 2002 elokuuhun 2007. Osin tämä kasvu kuitenkin heijasti useiden kansallisten keskuspankkien tekemää päätöstä pienentää valuuttavarantojensa kokoa myymällä valuuttoja euromääräisiksi saamisiksi. Valuuttamääräisten sijoitusten vaihto euromääräisiksi ei muuta liikkeessä olevan eurolikviditeetin määrää, mutta pienentää rahoitusvarallisuuteen liittyviä (valuutta)riskejä merkittävästi.

*Kullan hinnannousu on kasvattanut eurojärjestelmän tasetta huomattavasti.*

Rahoitusmarkkinakriisin alussa näkyvin muutos eurojärjestelmän taseen saamisissa oli rahapoliittisten luotto-operaatioiden paisuminen 450 mrd. eurosta yli 800 mrd. euron muutamassa viikossa Lehman Brothersin konkurssin jälkeen. Kriisin pahimman vaiheen hellitettyä ylimääräisen likviditeetin kysyntä kuitenkin pieneni merkittävästi, kunnes pankkisektori kesällä 2009 siirtyi uudelleen ylikvidiin tilaan eurojärjestelmän lainattua 450 mrd. euron edestä vuoden mittaista jälleenrahoitusta euroalueen pankeille.

Jälleenrahoituksen määrän kasvattaminen ja maturiteetin pidentäminen altistavat eurojärjestelmän normaalitilaa suuremmille luotto- ja korkoriskeille. Keskeisin eurojärjestelmän jälleenrahoitusoperaatioiden luottoriskien hallinnan väline ovat vakuudet. Pankit voivat lainata keskuspankkirahaa vain vakuuksia vastaan. Eurojärjestelmä pienentää altistumistaan luottoriskeille valitsemalla vakuuskelpoiset omaisuuseräluokat, arvostamalla vakuudet päivittäin markkinahintaan sekä laskemalla arvopapereiden vakuusarvot niiden markkina-arvojen alapuolelle (vakuuksien aliarvostus).

Riskienhallintamenettelyjen mitoittaminen ei kuitenkaan ole mutkatonta. Keskuspankkirahoituksen määrän voidaan olettaa olevan suurimmillaan ja pankkien ja vakuuksien liikkeeseenlaskijoiden luottokelpoisuuden heikoimmillaan finanssikriisissä, kun luottojen kysyntä kasvaa ja

vastapuolipankkien sekä yritysten rahoitusasema heikkenee. Tämä riskien myötäsyklisyys aiheuttaa keskuspankille dilemman. Yhtäältä keskuspankki voisi vähentää riskialtistumistaan kiristämällä rahoituksensa määrää ja vakuusvaatimusta. Toisaalta nimenomaan ylläpitämällä rahoituksen jatkuvuutta keskuspankki vakauttaa rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja ehkäisee vakavaraisten pankkien kaatumisen väliaikaisiin likviditeetti-ongelmiin. Pankkisektorin hätärahoittajana toimiminen vaatiikin keskuspankilta valmiutta hyväksyä luottoriskien väliaikainen kasvu kriisioloissa.

Kullan hinnan nousu on johtanut yhteen merkittävimmistä eurojärjestelmän varantoerien muutoksista elokuussa 2007 alkaneen kriisin aikana. Eurojärjestelmän kultavarojen arvo on noussut elokuun 2007 noin 170 mrd. eurosta neljässä vuodessa yli 360 mrd. euroon. Koska eurojärjestelmän keskuspankit eivät juuri ole myyneetultaansa, kullan arvonnousu näkyy pääosin realisoitumattomana voittona taseen arvonnousterissä. Vaikka kultavarantojen kasvu on sinänsä parantanut eurojärjestelmän tasetta, eurojärjestelmän suurimmat yksittäiset taserikit Value-at-Risk-menetelmällä mitattuna liittyvät kullan arvonnoukseen.

Rahapolitiikan toimeenpanon tehokkuus vaatii, että rahoitusmarkkinoiden toimintakyvystä huolehditaan. Aika ajoin tämä voi edellyttää erityisesti markkinoiden ylihinnoitte-

leman riskin siirtoa keskuspankkien taseisiin. Periaatteessa tällaisen korjaavan toimen odotettu tuotto on positiivinen, mutta kaikkien riskipitoisten toimien tavoin keskuspankin väliintulo voi johtaa myös tappioihin. Mitä suuremmasta markkinahäiriöstä on kyse, sitä mittavampaa riskinsiirtoa yksityisen sektorin ja keskuspankkitaseen välillä tarvitaan ja sitä suuremmaksi tappion mahdollisuus kasvaa.

Kesällä 2009 eurojärjestelmä käynnisti ensimmäistä kertaa arvopapereiden ostot rahapoliittisin perustein. Tuolloin EKP aloitti pankkien liikkeeseen laskemien katettujen joukkolainojen osto-ohjelman. Euroalueen keskuspankit ostivat tämän ohjelman mukaisesti 12 kuukauden aikana 60 mrd. euron edestä joukkolainoja. Ostoja tehtiin sekä ensi- että jälkimarkkinoilta, ja niiden tavoitteena oli aktivoida uudelleen eurooppalaisten pankkien varainhankinnan näkökulmasta keskeinen markkinalohko. Katettujen joukkolainojen osto-ohjelma päättyi kesäkuussa 2010.

Toukokuussa 2010 eurojärjestelmä käynnisti toisen osto-ohjelmansa. Tämän mukaisesti euroalueen keskuspankit hankkivat arvopapereita sellaisilta jälkimarkkinalohkoilta, joiden toiminta on merkittävästi häiriintynyt ja jotka ovat keskeisiä rahapolitiikan välittymisen kannalta. Arvopaperimarkkinoihin liittyvän ohjelman ensimmäisen vuoden aikana eurojärjestelmä osti joukkolainoja vajaan 80 mrd. euron arvosta. Ostoissa oli

pitkä tauko tämän vuoden keväällä ja kesällä, mutta elokuussa 2011 niissä aktivoiduttiin jälleen, kun euroalueen pääomamarkkinoihin kohdistui erityisiä paineita. Syyskuun alkuun mennessä arvopaperimarkkinoihin liittyvän ohjelman kautta oli hankittu joukkovelkakirjoja kumulatiivisesti noin 140 mrd. euron edestä.

Sijoitustoiminnan myötä tehdyistä arvopaperihankinnoista rahamarkkinoille kulkeutuva likviditeetti neutraloituu käytännössä siten, että pankit pienentävät keskuspankkirahan kysyntää rahapoliittisissa luotto-opeeraatioissa. Niin kauan kuin pankkijärjestelmän rakenteellinen likviditeettivaje säilyy, rahapoliittisten arvopapereidenosto-ohjelmien kautta markkinoille syntyvä likviditeetti voisi tulla samalla tapaa automaattisesti neutraloiduksi. EKP kuitenkin haluaa korostaa, ettei osto-ohjelmalla pyritä määrälliseen kevennykseen (quantitative easing). Niinpä arvopaperimarkkinoihin liittyvän ohjelman velkakirjastoista syntyvä keskuspankkirahan määrä poistetaan markkinoilta viikoittain keräämällä pankeilta talletuksia. Tähän saakka talletusoperaatiot on toteutettu vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa perusrahoitusoperaatioiden korko on ollut tarjousten yläraja. Tämä tarkoittaa, että eurojärjestelmä on valmis maksamaan pankeille viikon rahasta enimmillään hinnan, jolla se itse luotottaa pankkeja. Koska talletuskorot ovat yleensä jääneet selvästi alle maksimikoron, osto-ohjelmien kautta synty-

*Markkinahäiriöiden aikana keskuspankit pyrkivät huolehtimaan rahoitusmarkkinoiden toiminnasta ottamalla taseisiinsa normaalia riskipitoisempia omaisuuseriä.*

neen likviditeetin erillinen vähentäminen on ollut eurojärjestelmälle taloudellisesti kannattavaa.

Osto-ohjelmien onnistumista tulee arvioida suhteessa niiden tavoitteisiin, eli on arvioitava, tehostuiko rahapolitiikan välittyminen ja paranivatko rahoitusmarkkinoiden toimintaedellytykset. Käynnissä olevien ohjelmien taloudellisia vaikutuksia keskuspankin taseeseen on vielä liian aikaista arvioida. Jälki-markkinoilta markkinahäiriön takia ostettujen arvopapereiden hintoihin on markkinapaineen johdosta sisällynyt merkittäviä riskipreemioita. Tämän vuoksi näiden papereiden odotettu tuotto on selvästi rahapolitiikan ohjauskoron odotetun tason yläpuolella. Sijoitustoiminnan kautta tehdyistä ostoista poiketen rahapolitiikan osto-ohjelmissa hankittuja arvopapereita ei arvosteta markkina-arvoon niiden juoksuaikana, vaan ne kirjataan eurojärjestelmän taseessa tuottamaan ostohinnasta johdettua korkotuottoa (ns. held-to-maturity-portfolio). Näin eurojärjestelmä ei altistu rahapoliittisten ostojen kautta markkinariskeille ja luottoriski on ainoa niihin liittyvä taseeseen vaikuttava riskitekijä.

### **Keskuspankkitoiminnan tarkoitus: makro- versus mikroriskit**

Keskuspankkitoiminnan taloudelliset riskit voivat pahimmillaan olla erittäin merkittäviä. Esimerkiksi Sveitsin keskuspankki joutui kirjaamaan 26,4 mrd. Sveitsin frangin suuruiset

tappiot vuonna 2010. Sveitsin tapauksessa tappionlähteenä oli valuuttavaranto, jonka arvo laski frangin vahvistuttua huomattavasti suhteessa varantovaluuttoihin.

Keskuspankin taloudellinen tulos korreloi kuitenkin usein negatiivisesti sen kanssa, onko keskuspankki päässyt politiikkatavoitteisiinsa. Kun esimerkiksi kotivaluutan ulkoinen arvo heikentyy, keskuspankin valuuttavarannon arvo kasvaa. Devalvaatio voi tuottaa merkittäviä ”voittoja” keskuspankille, mutta toimen onnistuneisuutta tulisi kuitenkin arvioida sen kokonaistaloudellisten seurausten perusteella. Samoin keskuspankki, joka onnistuu vakauttamaan hintatason kehityksen alhaiselle tasolle, saa pienempää rahoitustuloa kuin keskuspankki, jonka valuutan nimelliskorot ovat korkeammat voimakkaan ja vaihtelevamman inflaation johdosta. Keskuspankin täytyykin malttaa tehdä keskeiset päätöksensä makrovaikutuksia arvioiden siinäkin tapauksessa, että toimi aiheuttaisi mittavat tappiot lyhyellä aikavälillä.

Merkittävimmät keskuspankkitoiminnan riskit liittyvät aina toteutettavaan rahapolitiikkaan. Päästäänkö esimerkiksi tehdyillä politiikkapäätöksillä hintavakauteen? Ajautuminen inflaatio- tai deflaatiokierteeseen aiheuttaisi merkittäviä hyvinvointitappioita ja sattumanvaraista varallisuuden uudelleenjakautumista luotonantajien ja velallisten välillä. Eurojärjestelmässä on täysin selvää,



että rahapolitiikan ohjauskoron muutosten täytyy aina olla sopusoinnussa hintavakaustavoitteen kanssa. Koronasetannan vaikutukset tulokseen eivät koskaan vaikuta päätöksentekoon, vaikka korkotaso onkin suurin yksittäinen keskuspankkien tulokseen vaikuttava tekijä. Vastaavasti rahapolitiisista interventioista (valuutta-, raha- ja pääomamarkkinoilla) päätettäessä ensisijainen huomio on aina päätöksen kokonaistaloudellisissa vaikutuksissa.

Kun keskuspankki normaalioloissa antaa luottoa pankkien lyhytaikaisiin rahoitustarpeisiin, sen ei tarvitse juuri kiinnittää huomiota korkotai likviditeettiriskiin ja altistuminen luottoriskeillekin on vähäisimmillään. Rahoitusmarkkinoiden kriisiytyessä keskuspankilla tulee olla resurssit ja valmius toimiin, jotka lyhyellä aikavälillä kasvattavat sen taseeseen kohdistuvia riskejä, mutta joita kokonaistaloudelliset ja pidemmän aikavälin ratkaisut puoltavat. Esimerkiksi sitoutuminen matalien korkojen politiikkaan pitkäksi aikaa saattaa tietyissä oloissa olla rahapoliittisesti välttämätöntä, vaikka se heikentää keskuspankin tuloksentekeykyä merkittävästi ja altistaa sen korkoriskeille. Rahoitusmarkkinakriisin aikana eurojärjestelmä teki useita pankkijärjestelmän likviditeettiä varmistavia toimenpiteitä, joiden seurauksena merkittävä määrä normaalisti pankkienvälisen rahamarkkinoiden hoitamaa rahoituksenvälitystä siirtyi keskuspankin taseeseen. Näillä toimilla

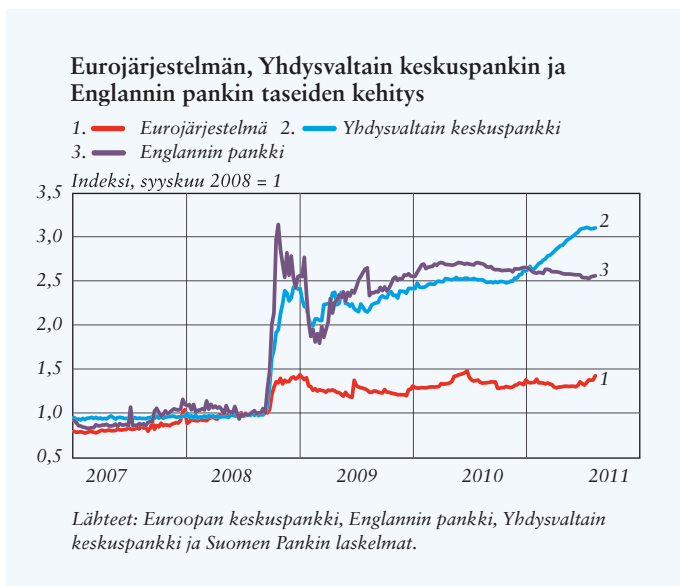
pienennettiin pankkisektorin likviditeettiriskejä huomattavasti. Käytännössä näin pienennettiin rahamarkkinakorkoihin muodostunutta riskilisää tavalla, joka vastasi jopa useaa normaalisuuruista ohjauskoron laskua. Aktiivisella vakuuspolitiikalla keskuspankki voi pyrkiä hallinnoimaan luottoriskejään tiettyyn rajaan saakka. Riskienhallintatoimia mitoitettaessa on kuitenkin otettava huomioon toimenpiteiden vaikutukset rahoitusvakauteen. Riskit minimoiva politiikka saattaisi toimia myötäsykleisesti, ja likviditeetinluontimonopolia hallitsevan keskuspankin on kyettävä kattamaan pankkisektorin hätärahoitustarpeet rahoitusvakauden vaarantuessa.

### **Keskuspankkien taseet kansainvälisestä näkökulmasta**

Julkinen keskustelu keskuspankkien epätavanomaisista rahapolitiikkatoimista on usein kulminoitunut keskuspankkien taseiden koon muutosten analysointiin. Vaikka kaikkien suurten keskuspankkien taseet ovat kasvaneet finanssikriisin seurauksena, eri keskuspankkien kehityksessä on ollut huomattavia eroja (kuvio 3). Eurojärjestelmän tase kasvoi rahoitusmarkkinakriisin akuutissa vaiheessa enimmillään lähes puolella tasolta, jossa se oli ennen Lehman Brothersin ajautumista selvitystilaan. Pankkisektorin likviditeetin ylimääräisen kysynnän pienennyttyä eurojärjestelmän taseen kasvusta ovat vastanneet kullan hinnannousu sekä arvopaperimarkkinoi-

*Rahapoliittisia toimenpiteitä toteuttaessaan keskuspankit tarkastelevat ensisijaisesti kokonaistaloudellisia vaikutuksia.*

Kuvio 3.



ta koskevan ohjelman mukainen tal-  
letusten vastaanotto.<sup>6</sup>

Eurojärjestelmän taseen kasvu-  
vauhti on ollut maltillinen verrattuna  
Englannin pankin ja Yhdysvaltain  
keskuspankin taseiden 2½–3-kertais-  
tumiseen. Talouksien kokoon suh-  
teutettuna keskuspankkien taseiden  
loppusummat olivat kuitenkin eri  
valuutta-alueilla varsin erilaiset ennen  
finanssikriisin puhkeamista. Tästä  
syystä taseiden kasvuvauhtien vertai-  
lussa on syytä tarkastella myös niiden  
muutoksia kansantalouden kokoon  
suhteutettuna. Sekä Englannin pankin  
että Yhdysvaltain keskuspankin tasei-  
den bruttokansantuotteisiin suhteute-  
tut loppusummat olivat vuoden 2010

<sup>6</sup> Arvopapereiden ostot eivät sinänsä kasvata tasetta, koska pankit voisivat pienentää keskuspan-  
kista lainaamansa jälleerahoituksen määrää  
ostojen myötä syntynyttä likviditeettiä vastaavasti.  
Koska jälleerahoitustarve pidetään ennallaan  
likviditeettiä vähentävien operaatioiden kautta,  
nämä kasvattavat eurojärjestelmän tasetta.

lopussa noin 17 % eli noin 10 pro-  
senttiyksikköä suuremmat kuin syys-  
kuussa 2008. Euroalueella vastaava  
kasvu jäi 6 prosenttiyksikköön, mutta  
eurojärjestelmän BKT:hen suhteutettu  
tase, 22 %, oli kuitenkin edelleen suu-  
rempi kuin vertailupankeilla.

Finanssikriisin alkuvaiheessa  
Yhdysvaltain keskuspankin tasetta  
kasvattivat markkinoiden tukemiseksi  
tehty likviditeettijärjestelyt. Suurin  
selittäjä Yhdysvaltain keskuspankin  
ja Englannin pankin taseiden euro-  
järjestelmän tasetta nopeampaan kas-  
vuvauhtiin on kuitenkin niiden siirty-  
minen laajoihin osto-ohjelmiin ja  
määrälliseen keventämiseen perustu-  
vaan rahapolitiikan toimeenpanoon.

### Suomen Pankin kokemukset

Suomen Pankki on kuulunut eurojär-  
jestelmään runsaat 12 vuotta. Toimin-  
ta osana suuren valuutta-alueen kes-  
kuspankkijärjestelmää on muuttanut  
selvästi Suomen Pankin taseen koos-  
tumusta ja dynamiikkaa sekä keskei-  
siä riskitekijöitä. Ennen talous- ja  
rahaliiton alkua Suomen Pankin  
valuuttavaranto oli huomattavasti  
markkasetelistöä suurempi, mistä  
syystä pankkisektorilla oli likviditeet-  
tiylijäämä. Koska pankeilla ei ollut  
tarvetta lainata keskuspankkirahaa,  
vaan tallettaa sitä, rahapolitiikkaa  
toteutettiin pääasiassa likviditeettiä  
kirstävillä keskuspankin omien sijoi-  
tustodistusten liikkeeseenlaskuilla.

Tuolloin valuuttavarannon  
arvon muutokset sanelivat valtaosan  
Suomen Pankin vuosituloksesta. Mar-

kan vahvistuessa Suomen Pankki teki laskennallista tappiota ja heiketessä voittoa. Kotimaisen rahoitusvarallisuuden ja pankkien nettomääräisen luototuksen puuttuessa setelitulo määräytyi varantovaluuttojen kurssi- muutosten ja varantojen sijoitustuot- tojen perusteella. Koska Suomen markka oli pienen valuutta-alueen rahayksikkö ja valuuttavarannot pidettiin suurten ja likvidien valuutto- jen määräisinä, Suomen Pankin sijoit- tustodistusten korkokustannukset oli- vat usein varantojen sijoitustuloja suuremmat.

Euroalueen osana suuri osa Suo- men Pankin varoista on nykyisin rahapolitiikkasidonnaisia eriä: raha- poliittisia operaatioita tai eurojärjes- telmän sisäisiä saamisia. Tämän lisäk- si pankin rahoitusvarallisuudesta valtaosa on euromääräisissä sijoituk- sissa ja alle kolmannes sijoitusvaralli- suudesta on valuuttamääräistä. Tämä muutos on oleellisesti pienentänyt Suomen Pankin vuosituloksen vaihte- lua.

Velkaerissä keskeisin muutos on korollisten sijoitustodistusten korvau- tuminen seteleillä (kuvio 4). Eurosete- listön kysyntä on suurempaa kuin euron käyttöön ottaneiden valuutto- jen yhteenlaskettu kysyntä oli. Koska eurokäteinen jyvitetään kunkin kan- sallisen keskuspankin taseeseen sen (väestön ja BKT:n pohjalta määräyty- vän) ns. pääoma-avaimen mukaan, käteisen määrän kasvu Suomen Pan- kin taseessa on ollut nopeampaa kuin muissa euromaissa, sillä ennen raha-

liittoa käteisen BKT-osuus oli Suo- messa pienempi kuin muissa maissa. Käteisen euron käyttöönoton merki- tystä Suomen Pankin taseeseen ja sen kestävyyyteen voidaan arvioida vertaa- malla pankin eurosetelistön osuutta markka-ajan setelistön trendikasvun mukaiseen määrään. Tällä tapaa arvioi- den Suomen Pankin taseen nollakor- koinen erä on tällä hetkellä euron johdosta yli 10 mrd. euroa suurempi kuin markkasetelistön aikana. Jos setelituottoa arvioidaan kertyvän 4 prosentin<sup>7</sup> nimelliskoron mukaisesti pitkällä aikavälillä, Suomen Pankki voi arvioida saavansa euron myötä setelistöstä noin 400 milj. euron yli- määräisen vuotuisen tuoton markka- aikaan verrattuna.

<sup>7</sup> Neljän prosentin nimelliskorko pohjautuu kah- den prosentin reaalikorkoon ja inflaatioon.

Kuvio 4.



Eurojärjestelmän yhteinen rahapolitiikka on mitoitettu ja tullaan vastakin mitoittamaan siten, että hinta- ja rahoitusvakaus varmistuu. Päätöksentekoa ohjaa ensisijaisesti makrotaloudellinen näkökulma, mistä syystä kansallisten keskuspankkien tuloksellisuus voi vaihdella ajan mittaan merkittävästi. Poliittikatavoitteiden ensisijaisuudesta huolimatta keskuspankin riippumattomuus päätöksenteossa kyetään parhaiten varmistamaan, kun taloudelliset riskit eivät kasva kohtuuttoman suuriksi eurojärjestelmän taseen kantokykyyn nähden. Tämän johdosta eurojärjestelmä on pidättänyt kasvavan osan rahoitustulostaan taseensa puskuroidemiseksi erilaisia rahoituskriisejä vastaan.

*Asiasanat: rahapolitiikan riskit, eurojärjestelmän tase, Suomen Pankki*