

Erkki Liikanen, pääjohtaja

Suomen Pankki

Rahapolitiikka suuren finanssikriisin jälkeen

Rahamuseo 8.5.2018





Esityksen sisältö

- *Keskuspankkitoiminnan murros*
- *Finanssikriisin syyt ja opetukset*
- *Viime vuosien sääntelyuudistukset*
- *Talous- ja rahaliittoa vahvistettava, pankkiunioni tulee saattaa päätökseen*



Keskuspankkitoiminta murroksessa

- *Viimeisten noin 15 vuoden aikana keskuspankkien toiminta muuttunut paljon*
- *Tätä edelsi ”suuren vakauden” jakso (”great moderation”) – poikkeuksellisen vakaan kasvun ja hitaan inflaation jakso 1990-luvulla ja 2000-luvun alussa*
- *Finanssikriisi toi esiin uusia, odottamattomia haasteita sekä rahapolitiikalle että talouspolitiikalle*
- *Se on saanut myös taloustieteilijät pohtimaan rahapolitiikan ja rahoitusmarkkinoiden perusteita uudelleen*
- *Digitalisaation vaikutus rahoitusmarkkinoihin on tänään toinen suuri kysymys*



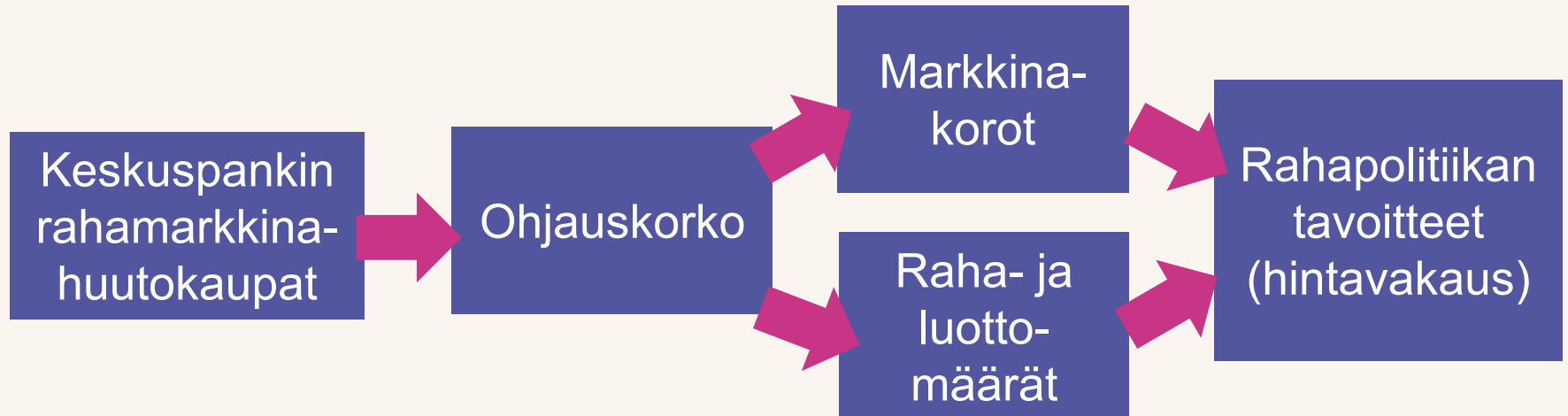
Stanley Fischerin tiivistämät keskuspankkiperiaatteet (1994)

Stanley Fischer on tiivistänyt teorian ja historian opetukset seuraavasti:

- MIT:n professori, Israelin pankin pääjohtaja, Fedin varapääjohtaja*
- ***Keskuspankilla pitää olla selvästi määritelty tehtävä***
 - Hintavakaus ensisijaiseksi tavoitteeksi*
- ***Keskuspankin pitää julkistaa strategiansa, jolla tavoitteeseen pyritään***
- ***Keskuspankin pitää olla:***
 - Itsenäinen rahapoliittisten välineiden käytössä*
 - Tilivelvollinen tavoitteensa saavuttamisesta yleisölle ja poliittisille päättäjille*
 - Ei velvollinen rahoittamaan budjettivajeita*
 - Korko- ja valuuttakurssipolitiikan vastuuta ei voi erottaa kelluvan kurssin oloissa*
- ***Fischer esitti periaatteet Bank of Englandin 300-vuotiskonferenssissa***

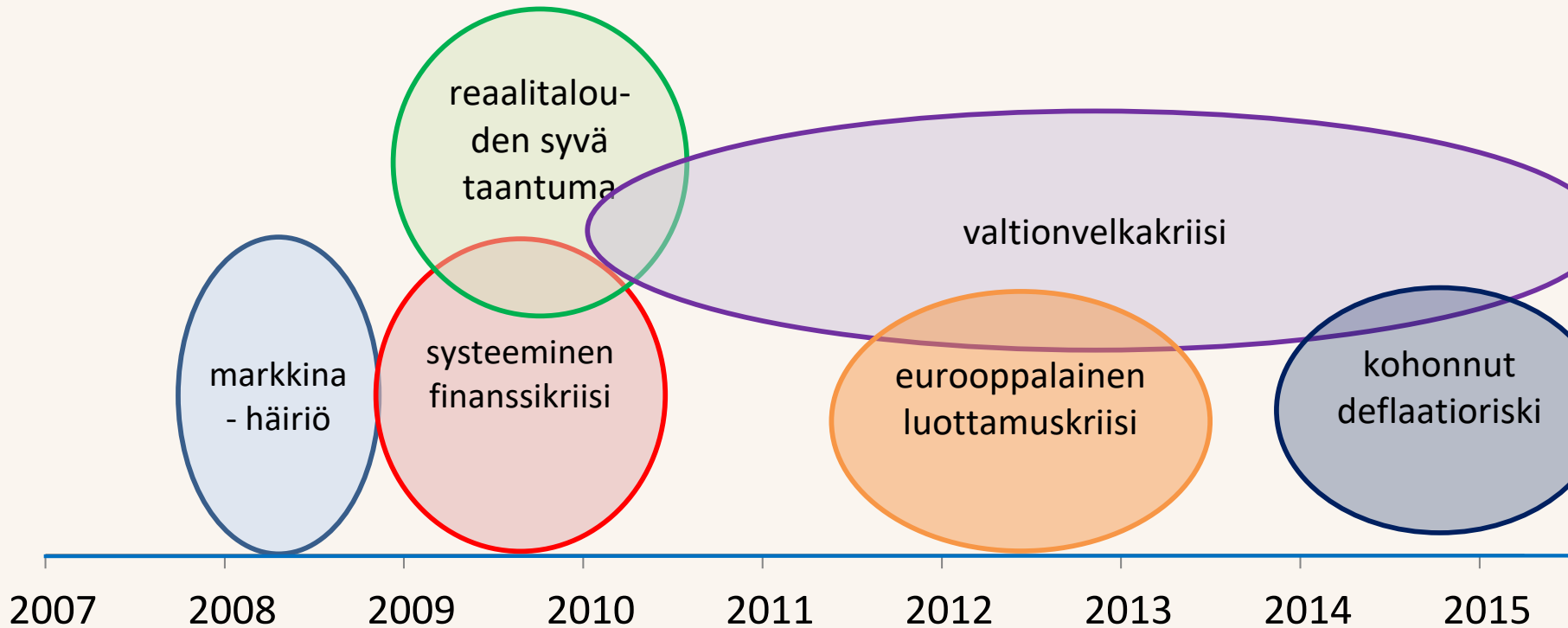


Kriisiä edeltävä rahapolitiikan toimintatapa perustui lyhimmän koron ohjaamiseen





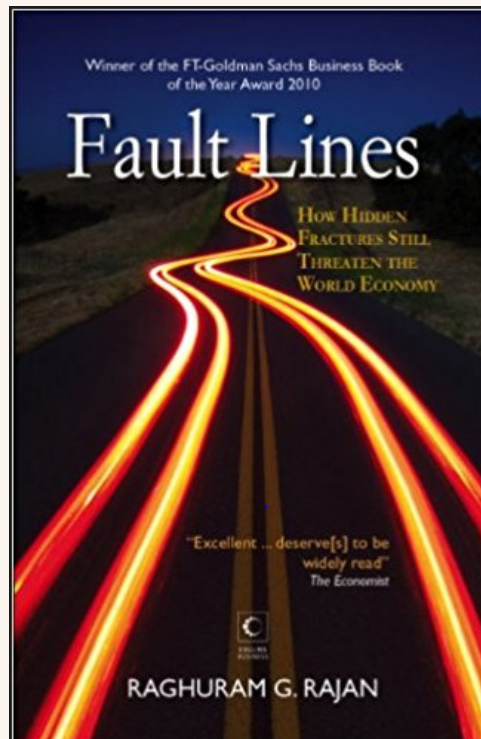
Kriisien sarjan kuusi vaihetta



Raghuram Rajan (2010): Fault Lines – How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy

Totuuden puhuja pilasi pankkimiesten juhlat

Raghuram Rajan on kuin Max Jakobson: hän näki, mihin maailma oli menossa, eikä pelännyt sanoa sitä ääneen.



Erkki Liikanen

Totuuden puhuja pilasi pankkimiesten juhlat **KUN EDUSKUNNAN** ulkoasiainvaliokunta 22 vuotta sitten täytti 70 vuotta, juhlapuhujana oli Max Jakobson. Hän kuvasi syksyn 1988 mullistavia kansainvälisiä tapahtumia ja etsi tarinalle juonta. Yleisö oli suomalaisen politiikan ja virkamiesjohton huippua. Jakobson piti hiljaisella äänellä puheensa, joka päättyi yhteenvedoon: "Mitä tapahtuu DDR:lle, kun usko järkkyy? Puola on edelleen Puola, Unkari on Unkari siinäkin tapauksessa, että sosialistinen järjestelmä murtuu, mutta jos näin tapahtuu DDR:ssä, siitä ei jää jäljelle mitään." Yleisö istui paikallaan hiljaisena ja hämmentyneenä. Tänään tunnemme jatkon. DDR:stä ei jäänyt jäljelle mitään. Alkoi tapahtumasarja, joka muutti Saksan, mutta myös koko maailman.

Jälkikäteen usein kysyttiin, miksi kukaan ei osannut ennustaa tapahtumien kulkua? Oli ainakin yksi: Max Jakobson. Olin kuuntelemassa tuota sensaatiomaista puhetta.

KUN

Alan Greenspan jätti Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtajan tehtävät vuonna 2005, Jackson Holessa, Wyomingissa pidettävä vuotuinen keskuspankkisymposium omistettiin hänen kunniaksaan. Tapahtumaan kokoontuu joka elokuu keskuspankkien pääjohtajia, taloustieteilijöitä ja pankkiekonomisteja eri puolilta maailmaa.

Vuorollaan puhujat korostivat Greenspanin ansioita Fedin puheenjohtajana. Hänet nostettiin historian parhaiden keskuspankin pääjohtajien joukkoon, ellei aivan parhaaksi. Sitten tuli vuoroon Raghuram Rajan, Kansainvälisen valuuttarahaston silloinen pääekonomisti. Hän oli antanut alustukselleen otsikon: Onko rahoitusjärjestelmän kehitys tehnyt maailmasta riskialttiimman? Rajan esitteli tutkimustaan rauhallisesti hiljaisella äänellä. Huolellisesti argumentoiden hän vastasi kysymykseen kolme kertaa "kyllä".



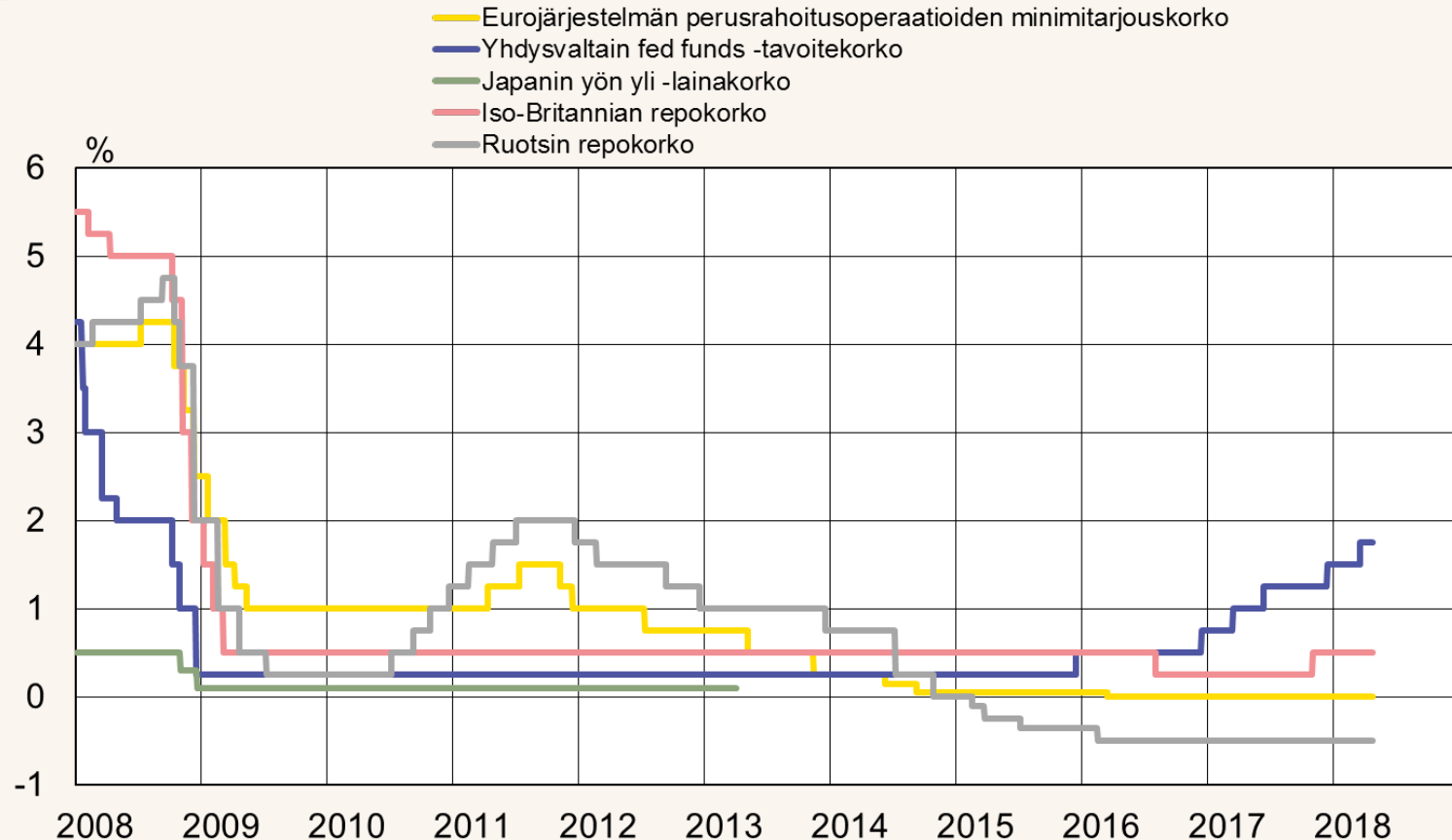
Moni asia on muuttunut finanssikriisin jälkeen

- **Rahapolitiikan välineet monipuolistuneet**
 - Arvopaperiostot tulleet keskeiseen asemaan
 - Myös pitkäaikaisempia luotto-operaatioita käytetty
- **Operaatioiden mittakaava lisääntynyt huomattavasti**
 - Keskuspankkien taseet moninkertaistuneet
- **Viestinnän merkitys rahapolitiikassa kasvanut**
 - Ennakoiva viestintä, korko-odotusten ohjaus on tärkeä politiikan väline
- **Keskuspankkien rooli rahoitusvakauden ylläpitäjänä korostunut uudelleen**
 - Likviditeetti, makrovakauseräpolitiikka, pankkivalvonta
- **Mutta perusasiat ovat ennallaan:**
 - Hintavakaustavoitteen keskeinen asema rahapolitiikassa
 - Keskuspankkien itsenäisyyden periaate

Seuraavassa muutoksen kulusta ja sen taustaa



Keskuspankkikorot olleet lähes vuosikymmenen ajan nollan tuntumassa



Japanin keskuspankki siirtyi 4.4.2013 rahapolitiikassaan rahaperustan tavoitteeseen, eikä yön yli -koron tavoitetasoa näin ollen enää raportoida.

Lähteet: EKP ja Bloomberg.

22887@Chart2

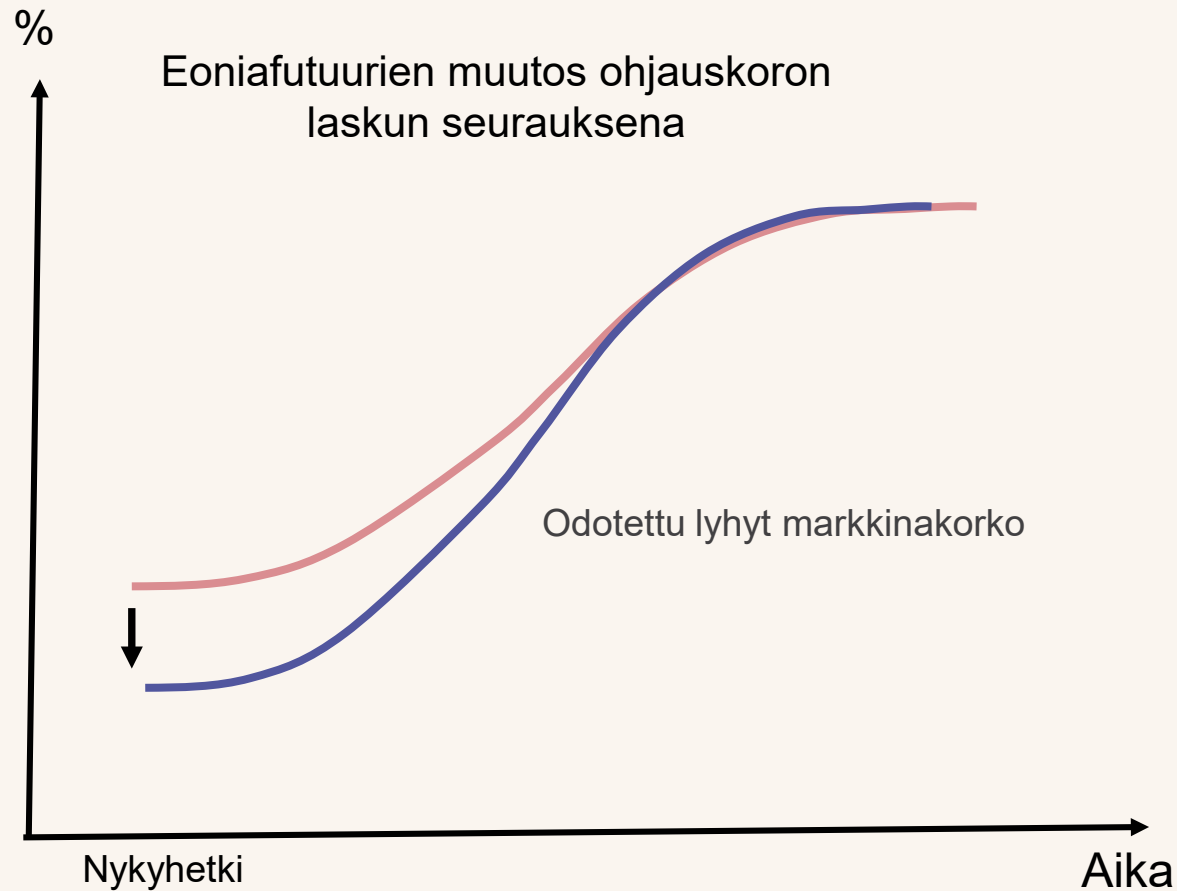


Rahapolitiikka ”nollarajalla”

- ***Korkojen painuminen lähelle nolaa johtuu monista syistä***
 - Inflaation hidastuminen lähelle nolaa painanut nimelliskorkoja alaspäin
 - Taloudellisen kasvun hidastuminen vaati alempia reaalikorkoja
 - Globaali säästämisylijäämä painanut korkotasoa markkinoilla
- ***Korkojen nollaraja rajoittaa korkopolitiikan liikkumavaraa***
 - Setelistö käytettävissä nollakorkoisena sijoituskohteena
 - Tallettajien vastustus negatiivisia korkoja kohtaan
- ***Kun elvyttävää rahapolitiikkaa tarvitaan, pitää ottaa käyttöön uusia välineitä***
 - Arvopaperiostot lisäävät rahan määrää ja alentavat pitkiä korkoja
 - Tulevaa rahapolitiikkaa koskeva ennakoiva viestintä vaikuttaa korkoihin sekä kasvu- ja inflaatio-odotuksiin

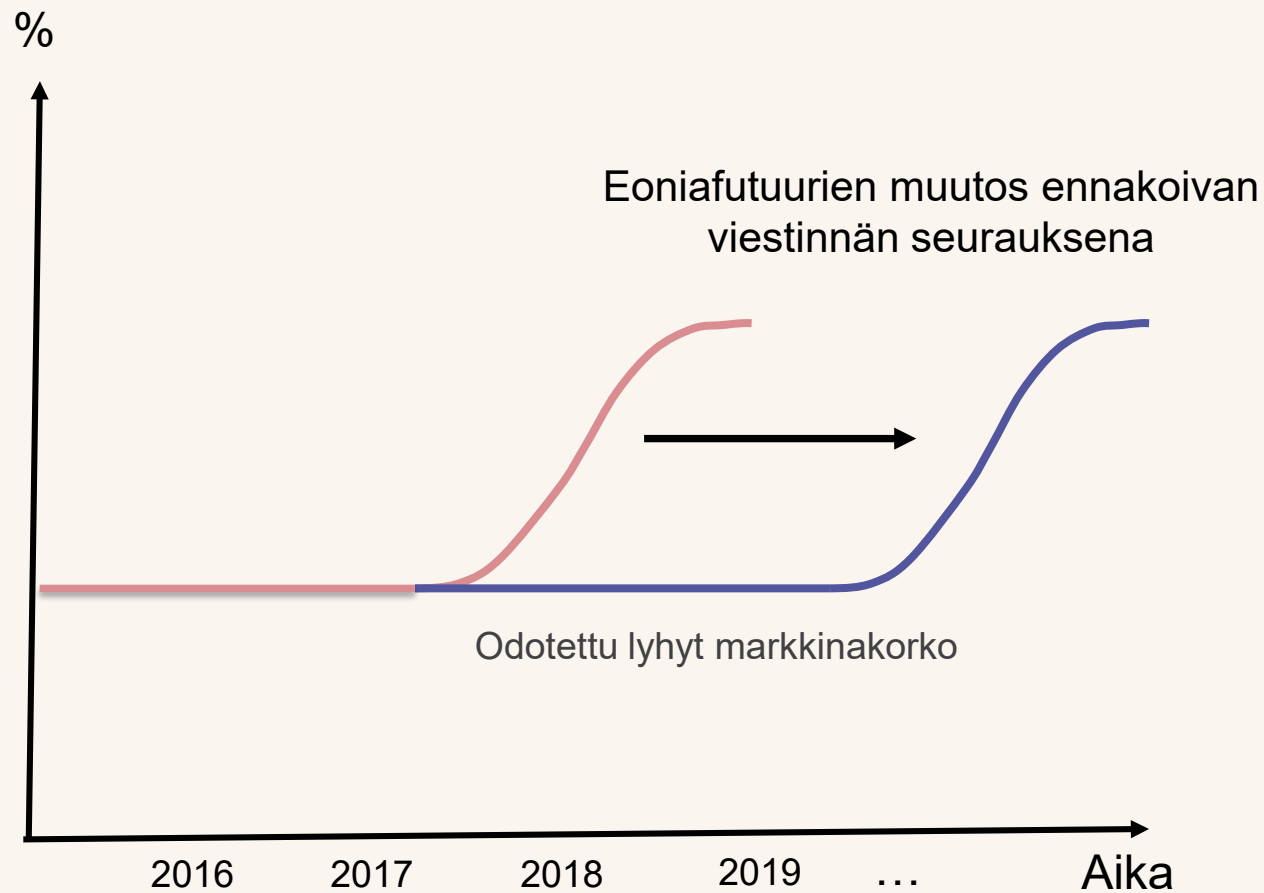


Ohjauskoron alentaminen laskee lyhyitä markkinakorkoja ...



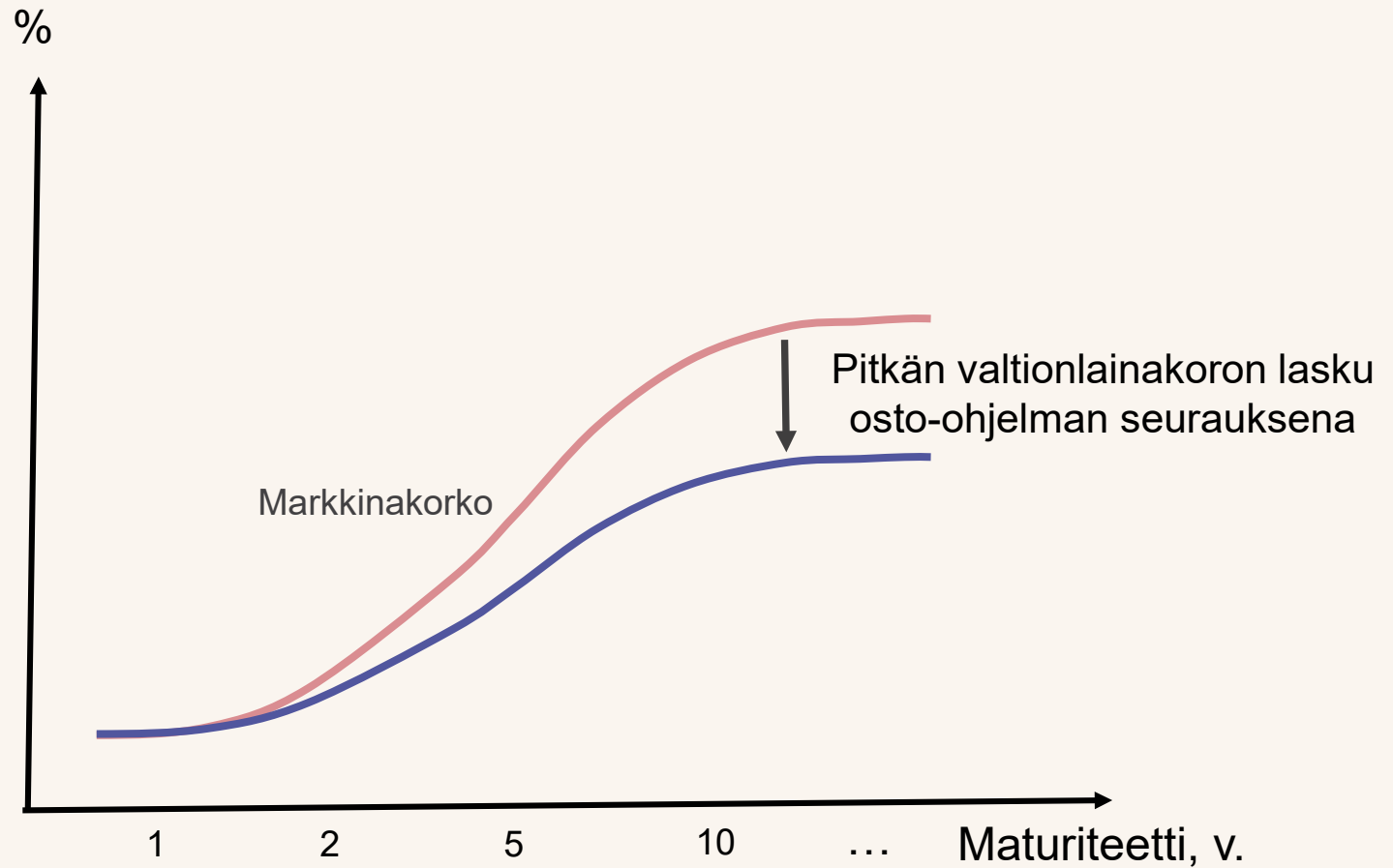


... ennakoiva viestintä lykkää rahopolitiikan odotettua kiristämistä ...



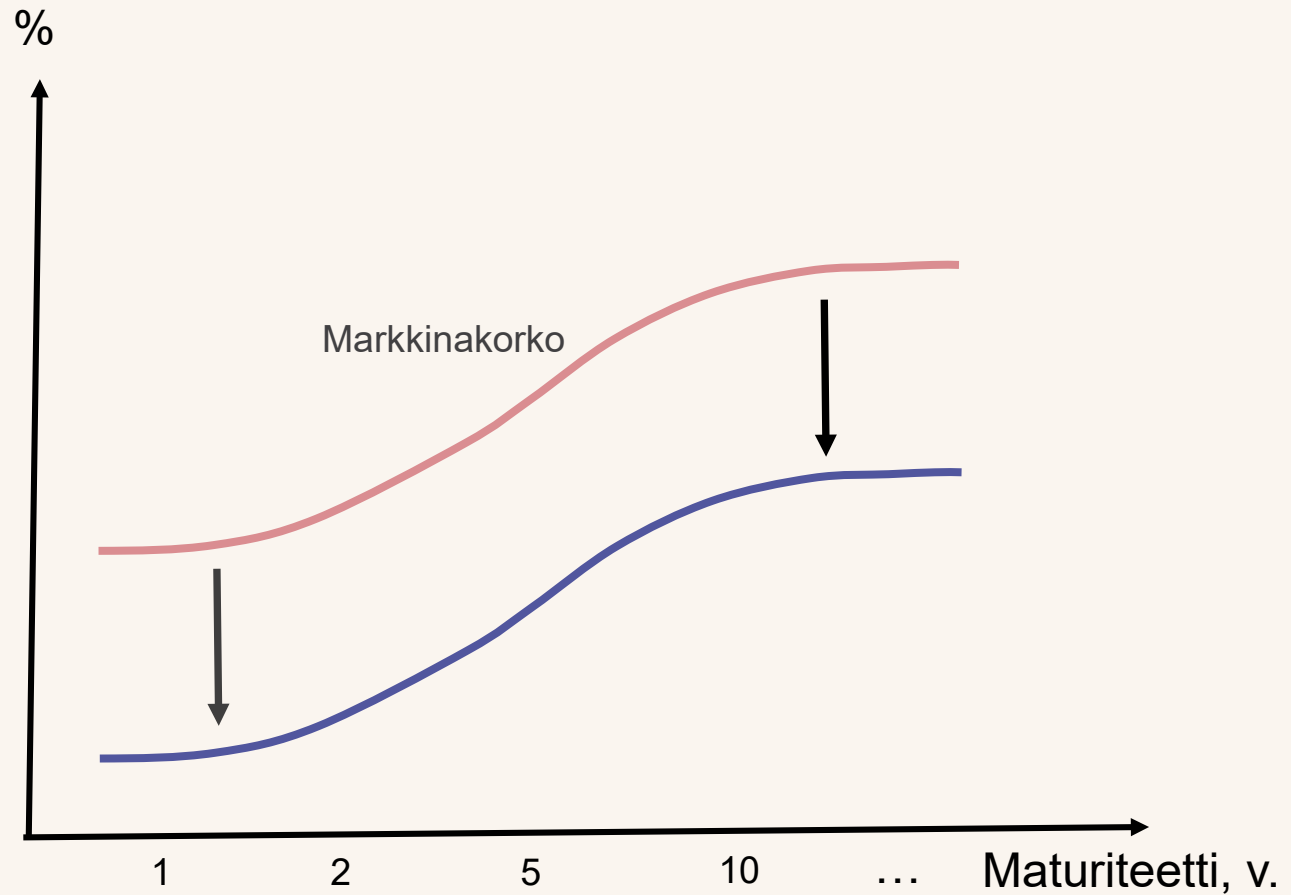


... ja pidempiä korkoja voidaan alentaa myös osto-ohjelmilla





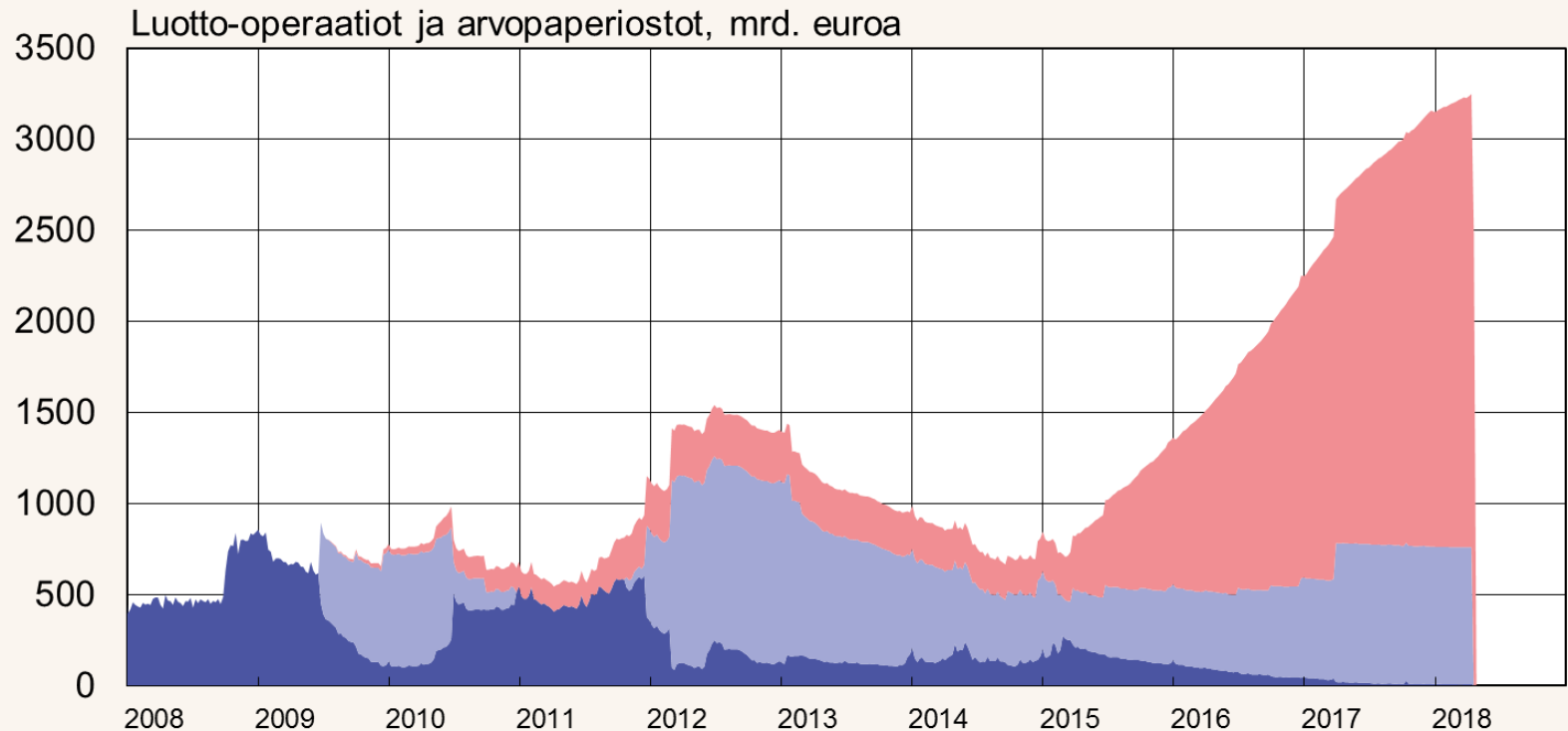
Yhteisvaikutus: koko tuottokäyrä laskee





Arvopaperiostot nykyisin EKP:n tärkein rahapolitiikan väline

- Rahapoliittisista syistä hallussa pidettävät arvopaperit
- Ylimääräiset vähintään 12 kk:n pituiset sekä kohdennetut rahapoliittiset luotot
- Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät lyhytaikaiset luotot euroalueella

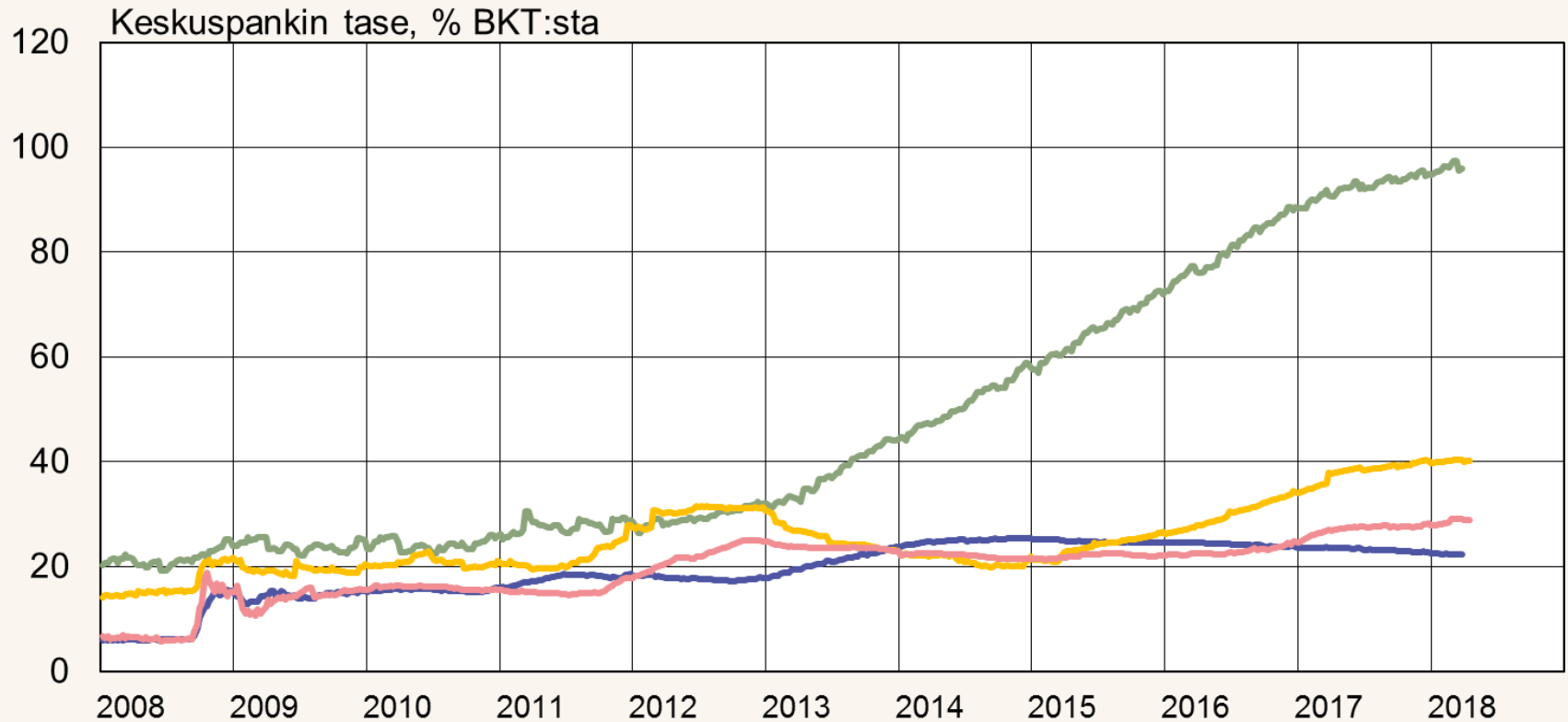


Lähteet: EKP ja Macrobond.



Keskuspankkien taseet kasvaneet kaikkialla maailmassa

— Yhdysvallat — Japani — Euroalue — Iso-Britannia



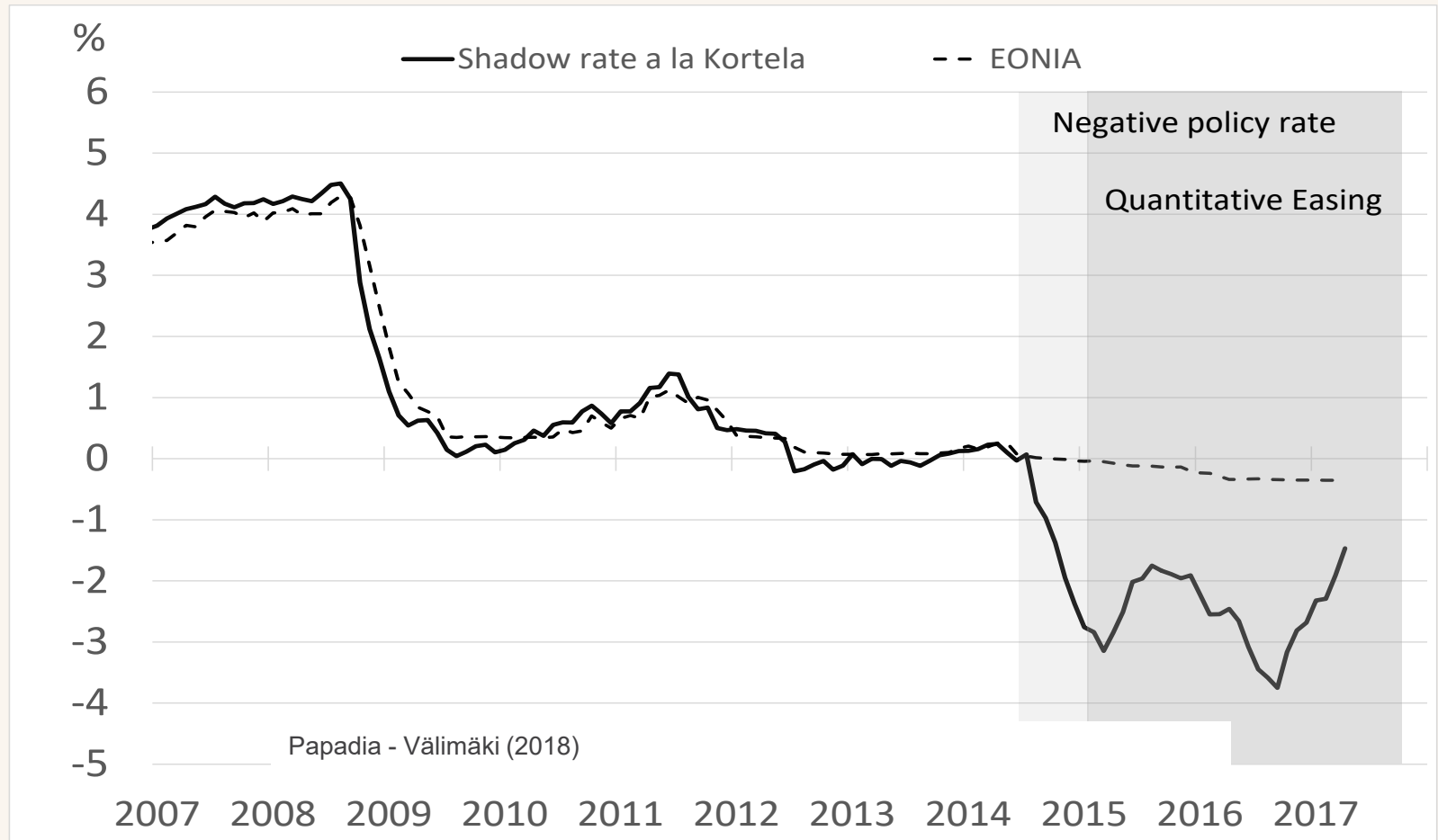
BoE:n taseen osalta sarja muuttuu 1.1.2014.

Lähteet: EKP, kansalliset keskuspankit ja Macrobond.

32422@taseet_bkt



”Varjokorko” rahapolitiikan mitoituksen mittarina, kun ollaan nollakorkorajalla

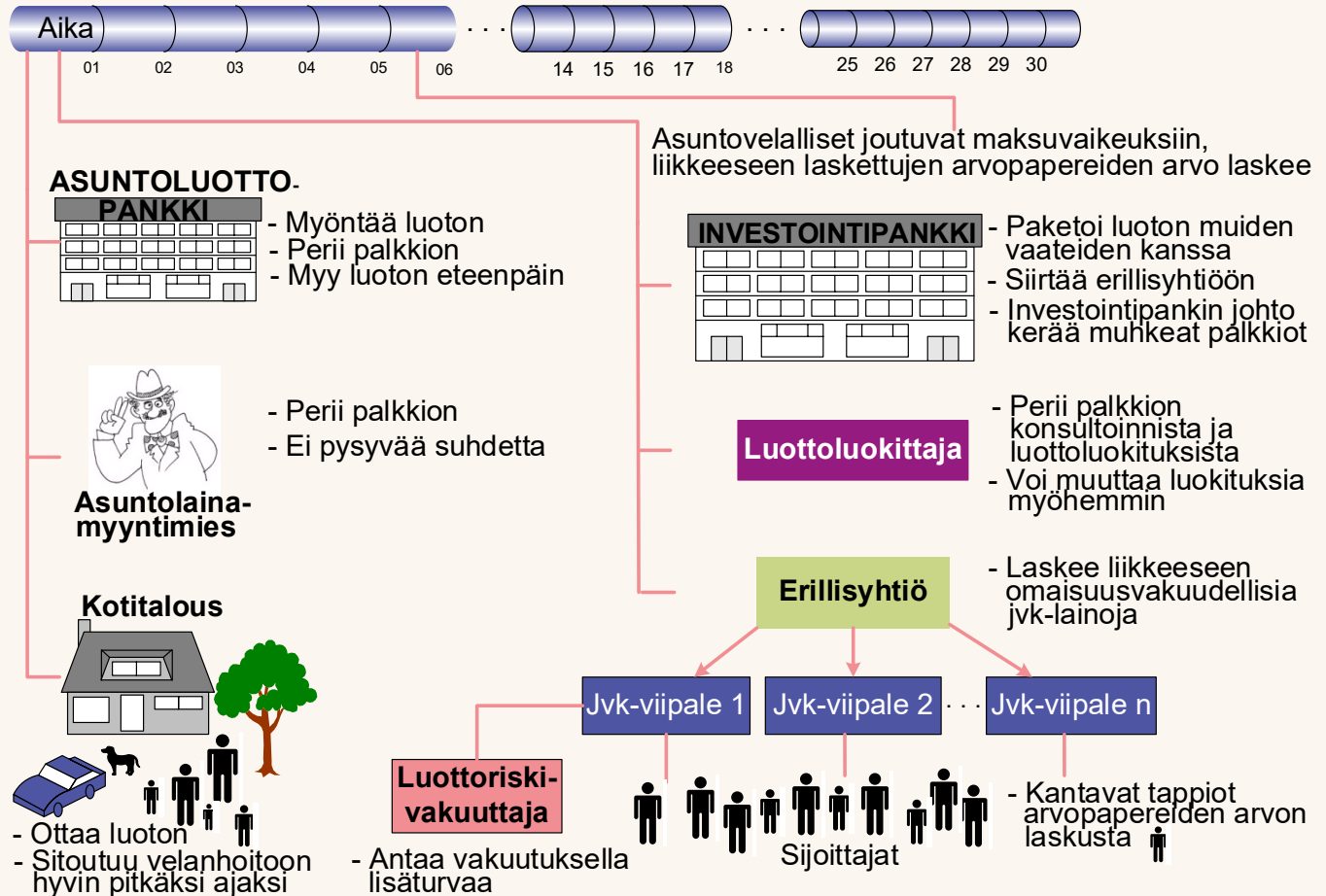




Finanssikriisin taustatekijät

- **Makrotaloudelliset epätasapainot maailmantaloudessa**
 - Kiinan rahoitusylijäämien ja USA:n velkaantumisen yhteys
 - Nousevien talouksien aiheuttamat deflaatiopaineet
- **Rahapolitiikan ongelmat**
 - Erittäin kevyt rahapolitiikka ”suuren vakauden” aikana
- **Rahoitusmarkkinoiden toiminnan ja sääntelyn puutteet**
 - Pankkien sääntelyä oli purettu
 - Arvopaperistuminen ja varjopankkisektori olivat kasvaneet
- **Euroalueen erityisongelmat**
 - Pankkivalvonnan hajanaisuus ja heikkous
 - Valtiontalouksien alijäämät eräissä maissa
- **Mikä oli psykologisten tekijöiden rooli?**
 - Riskien aliarviointi USA:n asuntomarkkinoilla ja euroalueen valtionlainamarkkinoilla

Luo- ja hajauta –malli epäonnistui





SuomiAreena Pori ja Noormarkku, heinäkuu 2007





Suuren finanssikriisin vaihe 1: Subprime -kriisi

- ***Riskipitoinen asuntoluototus kasvaa USA:ssa nopeasti 2002-2006***
 - Iso osa lainoista arvopaperistetaan ja myydään markkinoilla
 - Strukturoidut asuntolainaobligaatiot erityisen suosittuja
- **Kevät 2007: Asuntojen hinnat kääntyvät laskuun**
 - Asuntolainaobligaatioiden markkinat hyytyvät epävarmuuden levitessä
- **Maaliskuu 2008**
 - ***Bear Stearns –investointipankki*** kaatuu USA:ssa; se myydään JP Morgan Chase –pankille ja Federal Reserve tukee kauppaa
- **Syyskuu 2008**
 - ***Lehman Brothers –investointipankki*** kaatuu USA:ssa, sitä ei pelasteta, seurauksena globaali rahamarkkinoiden kriisi
 - Vakuutusjätti ***AIG*** joutuu vaikeuksiin ja pelastetaan



Kriisi leviää Eurooppaan

- **Elokuu 2007 Subprime-sijoitustappiot leviävät Eurooppaan,**
 - Vakuudettomat rahamarkkinat kiristyivät; EKP antoi pankeille likvideettiä vakuuksia vastaan **9.8.2007**; Fed seurasi seuraavalla viikolla,
- **Syyskuu 2007, Northern Rock, UK**
 - Northern Rock –asuntoluottopankki joutuu paniikin kohteeksi ja joudutaan pelastamaan, seuraavana vuonna valtio ottaa sen omistukseensa
- **Syyskuu 2008, Irlanti**
 - Irlannin hallitus takaa kaikkien irlantilaisten pankkien velat (pankkien yhteenlasketut saamiset tässä vaiheessa noin 8 x Irlannin BKT)
- **Lokakuu 2008, Islanti**
 - Islannin pankkisektori romahtaa (sen saatavat olivat jo 11 x Islannin BKT). Maa kansallistaa pankit ja panee toimeen kattavan valuutansäännöstelyn
- **Vuosi 2009**
 - Euroalueen BKT supistuu 4 % maailmankaupan sukeltaessa jopa 30%



Eurokriisin eteneminen...

- **Lokakuu 2009: Kreikan julkistalouden alijäämä paljastuu paljon suuremmaksi kuin oli aiemmin kerrottu**
- **Toukokuu 2010: Kreikalle myönnetään ehdollista lainaa sen rahoituskriisin ratkaisemiseksi**
 - ***EKP aloittaa arvopaperien ostot (SMP-ohjelma) rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi maihin, jossa markkinat levottomat***
- ***Valtionvelkakriisi leviää seuraavina vuosina useisiin Euroopan maihin: Irlantiin (2010) Portugaliin (2011) Kyprokseen(2012) ja Espanjaan (2012)***
- **Kesäkuu 2012: Euroopan vakausmekanismi (EVM) päätetään perustaa huolehtimaan kriisiin joutuvien maiden vakaushjelmien rahoituksesta**
 - ***EVM:n perustaminen selkiytti EKP:n asemaa keskuspankkina***

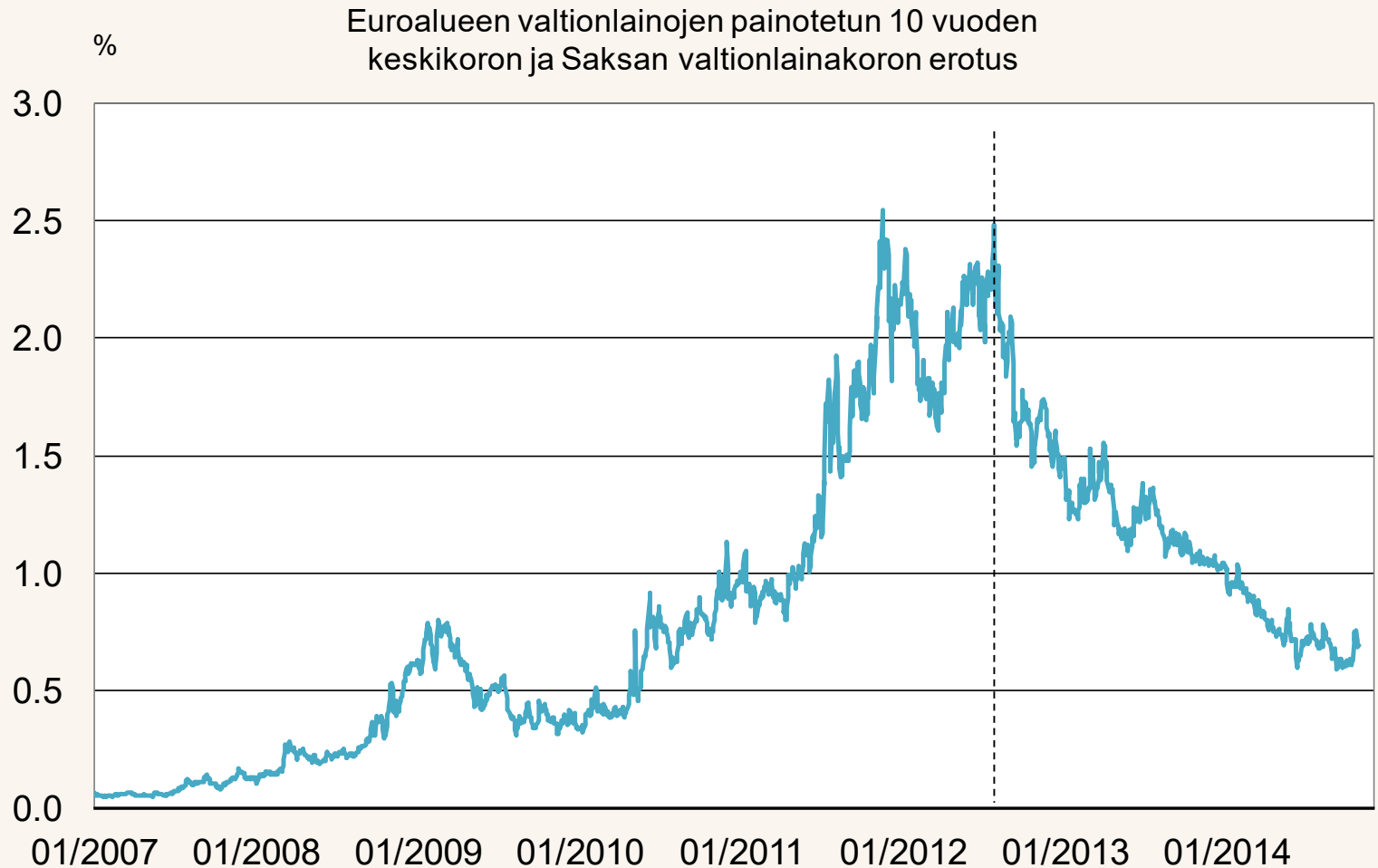


...ja tahtuminen

- **26.7.2012 EKP:n pääjohtaja Mario Draghi puhui Lontoossa:**
 - *”EKP tulee mandaattinsa puitteissa tekemään kaikkensa, jotta euroalue pysyy koossa. Ja uskokaa minua, se tulee riittämään.”*
 - *”...the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the euro. And believe me, it will be enough”*
- **2.8.2012 EKP:n neuvosto ilmoitti: ”Lähiviikkoina me tulemme määrittämään asianmukaiset modaliteetit politiikkatoimiksi”**
- **6.9.2012: EKP julkisti ohjelman ”suorista rahapoliittisista kaupoista” (OMT) joilla voitaisiin rauhoittaa kriisimaiden valtiolainamarkkinoita tarvittaessa**
- ***EKP:n sitoutuminen euron yhtenäisyyden puolustamiseen osoittautui dramaattisen tehokkaaksi***



OMT-ohjelman vaikutus: eurokriisi väistyi



Lähde: Bloomberg, Suomen Pankin laskelmat.



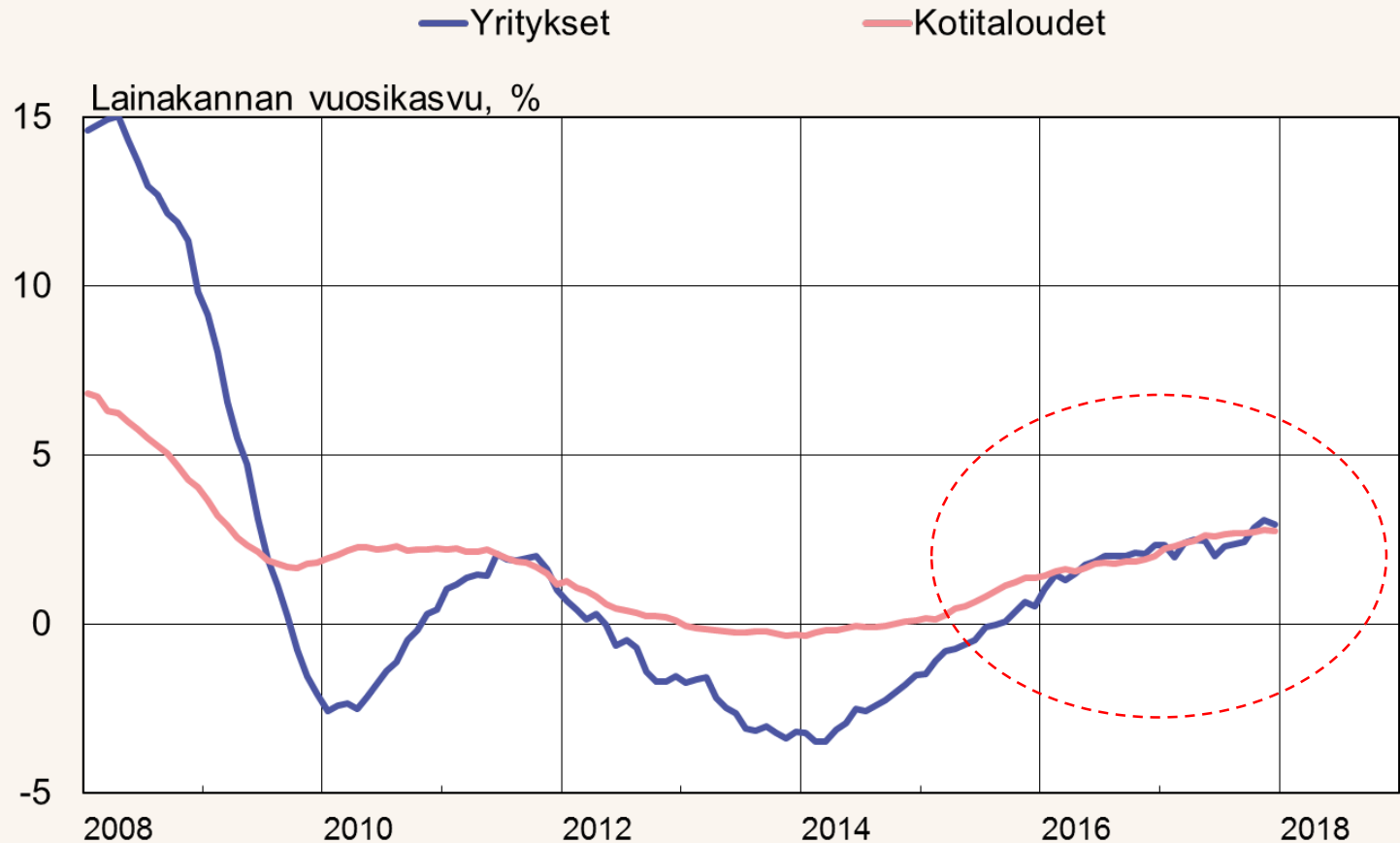
EKP:n arvopaperiostojen kritiikki

- ***Euroopan keskuspankin osto-ohjelmat ovat osoittautuneet tehokkaiksi, mutta niitä on kritisoitu***
- ***Saksan perustuslakituomioistuimeen nostettiin kanteita***
 - ***Onko EKP ylittänyt rahapoliittisen mandaattinsa?***
 - ***Onko EKP syyllistynyt kiellettyyn luotonantoon valtioille?***
- Ensimmäinen näistä (ns. Gauweiler –kanne) oli suunnattu vuoden 2012 OMT-ohjelmaa vastaan
- EU-tuomioistuin antoi tästä kesäkuussa 2015 ennakkoratkaisun, joka mukaan ***EKP:n toimet olivat laillisia***, koska
 - ***Toimet perusteltu hintavakauden tavoitteen näkökulmasta***
 - ***EKP:lla on laaja itsenäisyys valita rahapolitiikan välineet***
 - ***EKP ei osta valtionlainoja suoraan liikkeeseenlaskusta***
- Parhaillaan on vireillä vastaava kanne myös nykyistä osto-ohjelmaa vastaan (ns. Weiss –kanne)
 - EKP tietenkin lähtee siitä, että nykyinenkin osto-ohjelma laillinen



Miten EKP:n politiikka on toiminut?

Luottomäärät kääntyivät kasvuun vuonna 2015



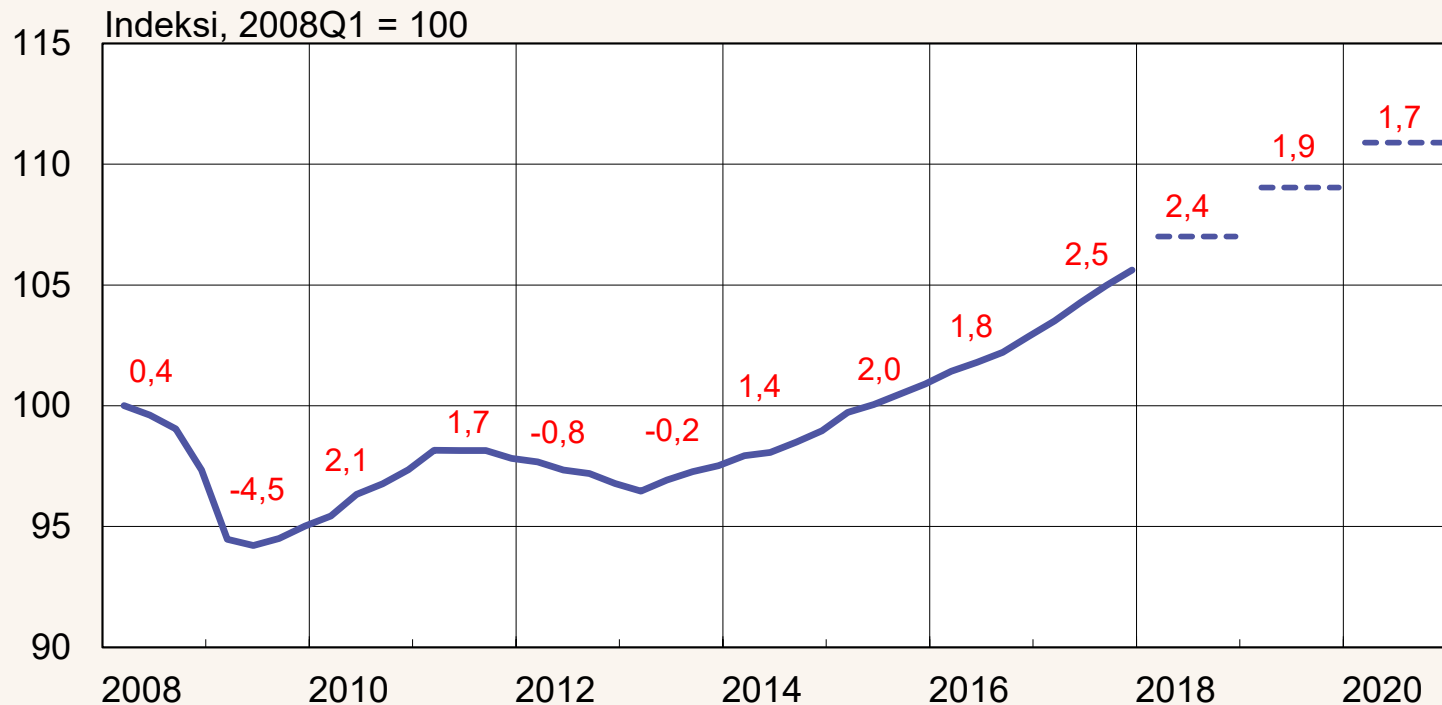
Lähteet: EKP ja Macrobond.

patu32423@lainakannat2



Talous kasvaa laaja-alaisesti, jo 5.vuosi, inflaatio alle hintavakaustavoitteen

— Euroalueen reaalin BKT - - - EKP:n ennuste, maaliskuu 2018



Käyrän yläpuolella olevat luvut ovat vuosikasvuja.
Lähteet: EKP, Eurostat ja Macrobond.



EKP:n neuvosto (26.4.)

- ***Johtopäätös:***
- ***”Runsas rahapoliittinen elvytys edelleen tarpeen, jotta pohjainflaatioiden nopeutumispaine voi jatkua ja tukea kokonaisinflaation kehitystä keskipitkällä aikavälillä”***

- ***Toimenpiteet:***
- ***1) arvopaperien netto-ostot***
- ***2) arvopaperien kanta***
- ***3) erääntyvien arvopaperien uudelleensijoitukset***
- ***4) ennakoiva viestintä korkojen osalta.***



Finanssikriisin opetuksia

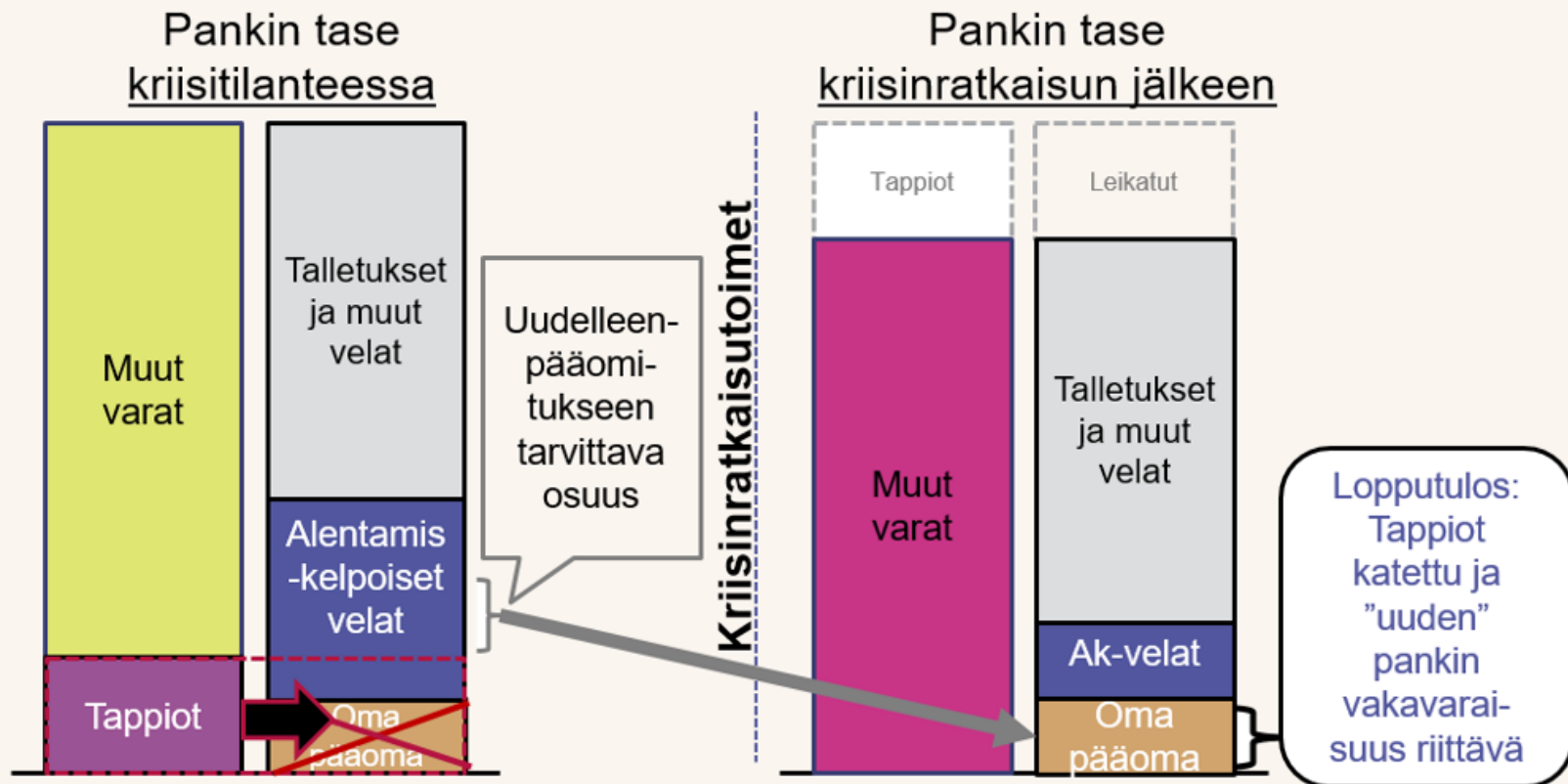
- ***Vakavaraisuusvaatimukset olivat riittämättömät***
- ***Likviditeettivaatimuksia tarvitaan***
- ***Vauhtisokeus finanssi-innovaatioiden suhteen on vaarallista***
- ***Suurimmilla pankeilla oli epäterveet kannustimet riskinottoon: ”liian suuria kaatumaan”***
- ***Euroalueen pankkien valvontaa piti vahvistaa***



Rahoitussäätelyä ja –valvontaa on uudistettu kriisin jälkeen

- ***Euroalueen pankkivalvonta on yhdistetty ja annettu EKP:n vastuulle***
- ***Tiukentuneet pääomavaatimukset parantavat pankkien kykyä selvitä suurista tappioista***
- ***Sijoittajavastuuta vahvistettu pankkien kriisinhoidossa: Viranomaisille vahvistetut kriisinratkaisuvalltuudet***
- ***Uudet likviditeettivaatimukset parantavat pankkien kykyä kestää varainhankinnan häiriöt***
- ***Makrovakausvälineitä otettu käyttöön monissa maissa (mm. suhdanneluontoiset pääomapuskurit ja asuntolainojen ns. lainakatot)***

Onnistunut kriisinratkaisu sijoittajavastuuta toteuttamalla



Sijoittajan näkökulmasta kriisinratkaisutoimet voivat tarkoittaa sijoituksen arvon alentamista, muuntamista omaksi pääomaksi tai siirtämistä väliaikaispankkiin tai omaisuudenhoitoyhtiöön

Lähde: Finanssivalvonta



Makrovakaussvälineet käytössä - myös Suomessa

- ***Makrovakaussvälineillä pyritään ehkäisemään riskejä sekä pienentämään finanssikriisien todennäköisyyttä ja kustannuksia***

Talouselämä

Kotitalouksien velkaantuneisuusaste jo 128 % ja kasvaa edelleen - Fiva kiristää lainakattoa

19.3.2018 10:13 | päivitetty 19.3.2018 12:29

PÄÄKIRJOITUS

HS 20. maaliskuuta 2018

Matalampi katto hillitsee

Kun taloudessa menee hyvin, halu riskinottoon kasvaa. Yksittäisen kotitalouden kohdalla merkittävä riskinoton tapa on asunnon ostaminen lainan avulla.

Matalien korkojen ja kasvukeskuksissa nousevien hintojen aikana käsitys riskistä saattaa hämärtyä. Muutokset töissä, perhesuhteissa, koroissa ja asuntojen hinnoissa voivat muuttaa nopeasti kuvaa, joka oli mielessä lainaa otettaessa.

Finanssivalvonta Fiva ryhtyi hillitsemään riskinottoa jo toissa vuonna lainakatolla, ja maanantaina Fiva kertoi laskevansa kesällä kattoa vielä hiukan alemmaksi muilta paitsi ensiasuntoa ostavilta.

Fivan johtaja Anneli Tuominen toivoo, että muutos vaikuttaisi lainojen määrään.

Lainakatto toivottavasti hillitsee pahimpia ylilyöntejä, mutta se ei ole lääke kaikkiin ongelmiin.

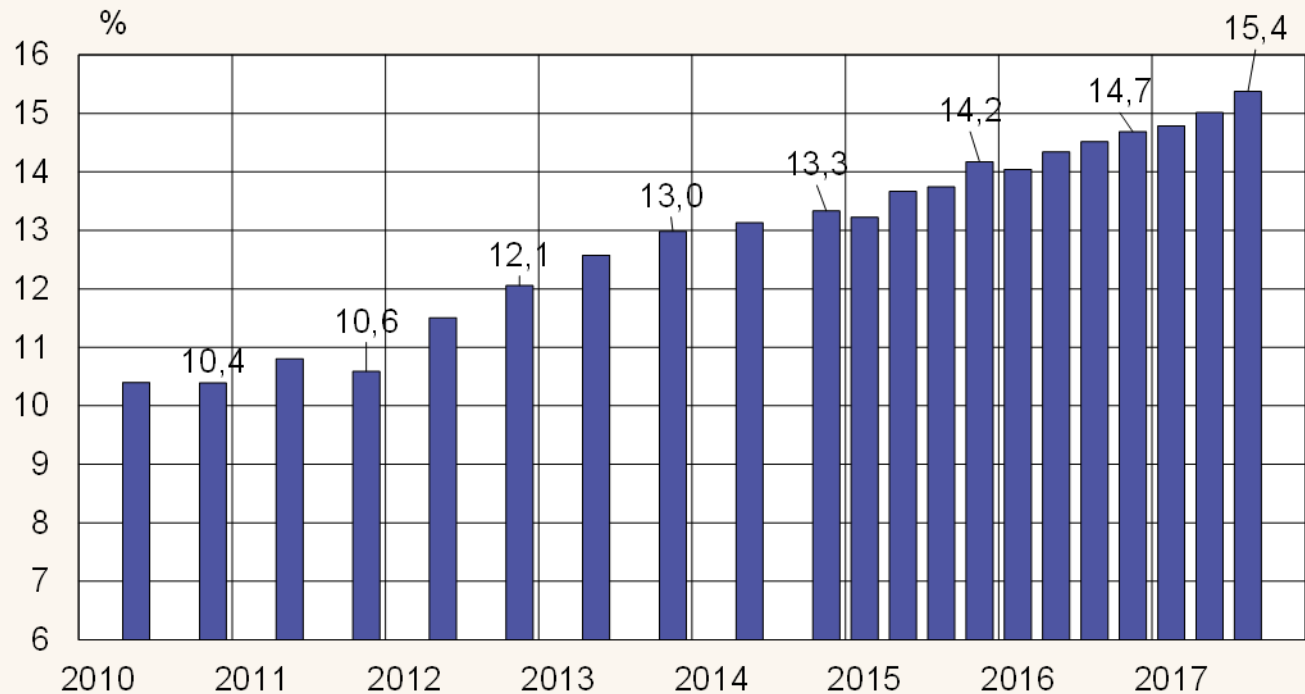
On vielä paljon tilanteita, joissa reilusti lainakaton alle jäävä asuntovelka osoittautuu ajan mittaan liian raskaaksi. Lainanottajan pitää itse tiedostaa nämä riskit, sillä pankit polttavat vain harvoin näppinsä asuntojen kanssa.

Lainakaton alentaminen on tervetullut muistutus vauhtisokeuden vaaroista, mutta muutoksia kaipaavat myös asumiin liittyvät tuet, verot ja uusien asuinalueiden kaavoittaminen.



Euroalueen pankkien vakavaraisuus on vahvistunut

■ Vakavaraisuussuhde ensisijaisella pääomalla (Tier1)



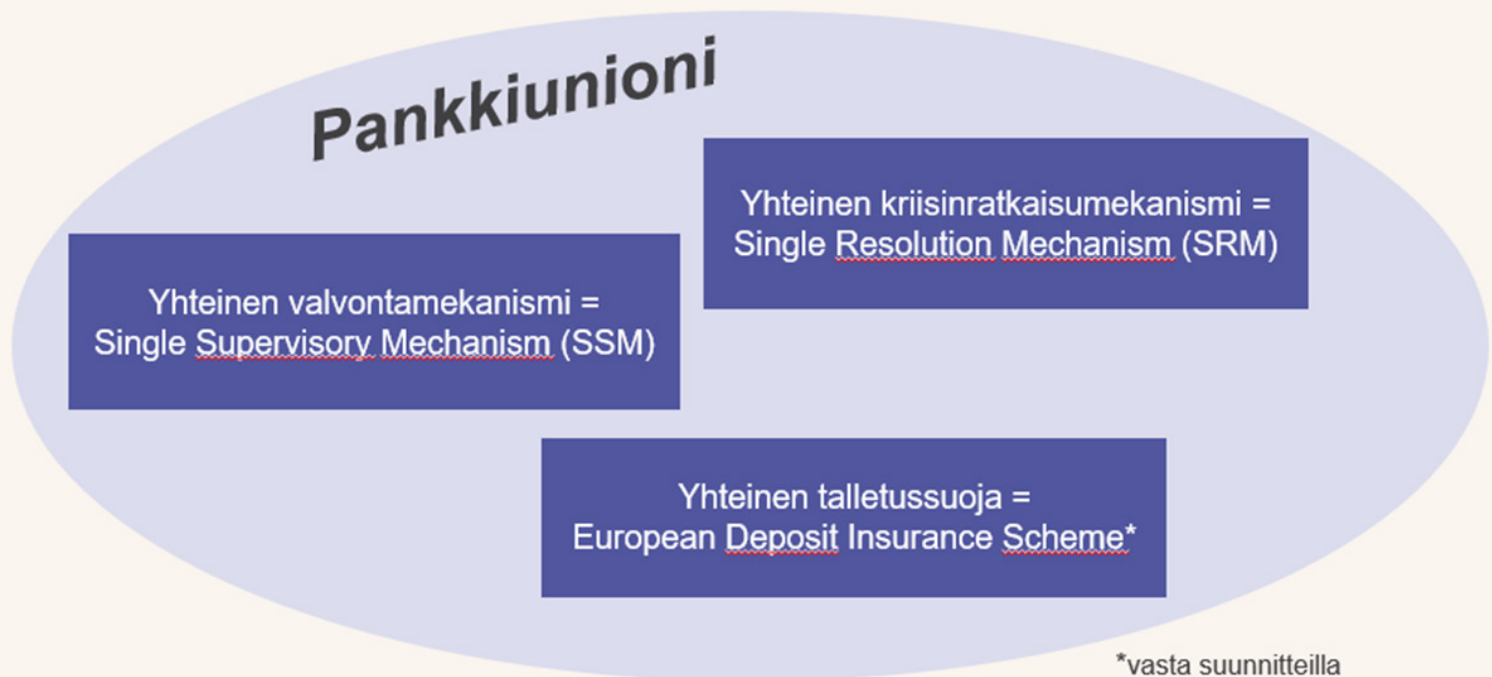
Lähde: Euroopan keskuspankki.

32410@Pääoma4



Pankkiunioni vahvistaa valvontaa ja kriisinratkaisua Euroopassa

- *Yhteinen pankkivalvonta ja kriisinratkaisumekanismi toiminnassa*
- *Kriisinratkaisurahaston kartuttaminen käynnissä*
- *Yhteinen talletussuoja puuttuu*





Yhteinen talletussuoja – pankkiunionin puuttuva pilari

- ***Talletussuoja ehkäisee talletuspakoja ja siten vakauttaa pankkeja***
- ***Mitä vahvempi ja uskottavampi talletussuoja on, sitä epätodennäköisempää on sen käyttö***
- ***Talletussuojamaksut kerättäisiin pankeilta vakuutusperiaatteella niiden riskien perusteella, joten pankkien erilaisuus otetaan huomioon.***
- ***Olennaista pankin riskillisuus - ei kansallisuus***
- ***Yhteinen talletussuoja tärkein maille, joissa on maan talouteen nähden suuri ja keskittynyt pankkijärjestelmä***



EKP:ssä on analysoitu talletussuojan kantokykyä ja riskien jakautumista

- ***Täysimääräinen talletussuojarahasto kestäisi vuoden 2007-2010 finanssikriisiä vakavamman skenaarion***
- ***Yhteisessä talletussuojajärjestelmässä ei pääsääntöisesti syntyisi suuria tulonsiirtoja eri maiden pankkisektorien välillä***
- ***Talletussuojajärjestelmän hyödyt - luottamuksen vahvistaminen ja kriisien estäminen - olisivat merkittävät suhteessa järjestelmän riskeihin***



Loppupäätelmiä

- ***Rahapolitiikan tavoitteet eivät ole kriisin aikana muuttuneet – hintavakaus edelleen ohjenuorana***
- ***Rahapolitiikan välineistö on monipuolistunut ja keskuspankkitoiminnan mittakaava on merkittävästi kasvanut***
- ***Rahoitusvakauden merkitys nähdään nykyään paljon suurempana asiana kuin ennen***
- ***Euroalueen rakenteiden vahvistaminen on osoittautunut välttämättömäksi. Pankkiunioni tulee saattaa päätökseen.***



Kiitos!