

Erkki Liikanen
Suomen Pankki

Rahapolitiikka suuren finanssikriisin jälkeen

Eduskunnan talousvaliokunta
22.5.2018





Eduskunnan talousvaliokunnan julkiset kuulemiset EKP:n rahapolitiikasta 2007-2018

- *Ensimmäinen kuuleminen 17.10.2007; puheenjohtajana Jouko Skinnari, aloite Suomen Pankilta*
- *Tilaisuus on järjestetty vuosittain joka eduskuntasyksy, ainoa poikkeus vuosi 2016, jolloin se oli 24.5.*
- *Valiokunnan puheenjohtajina ovat olleet aiemmin Skinnari, Mauri Pekkarinen ja Kaj Turunen.*
- *Tänään on 12. julkinen kuuleminen; puheenjohtajana MarttiMölsä.*
- *Perinne osa avoimuutta ja tilivelvollisuutta*



Esityksen sisältö

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



Keskuspankkitoiminta murroksessa

- *Viimeisten puolentoista vuosikymmenen 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*



Stanley Fischerin tiivistämät keskuspankkiperiaatteet (1994)

Stanley Fischer (toimi MIT:n professorina, Israelin keskuspankin pääjohtajana ja Yhdysvaltain keskuspankin varapääjohtajana) tiivistä (1994) teorian ja historian opetukset:

- ***Keskuspankilla pitää olla selvästi määritelty tehtävä***
 - *Hintavakaus ensisijaiseksi tavoitteeksi*
- ***Keskuspankin pitää julkistaa strategia, jolla tavoitteeseen pyritään***
- ***Keskuspankin pitää olla:***
 - *Itsenäinen rahapoliittisten välineiden käytössä*
 - *Tilivelvollinen tavoitteensa saavuttamisesta*
- ***Keskuspankilla ei saa olla velvollisuutta rahoittaa budjettivajeita***
Korko- ja valuuttakurssipolitiikkaa ei voi erottaa toisistaan kelluvan kurssin oloissa



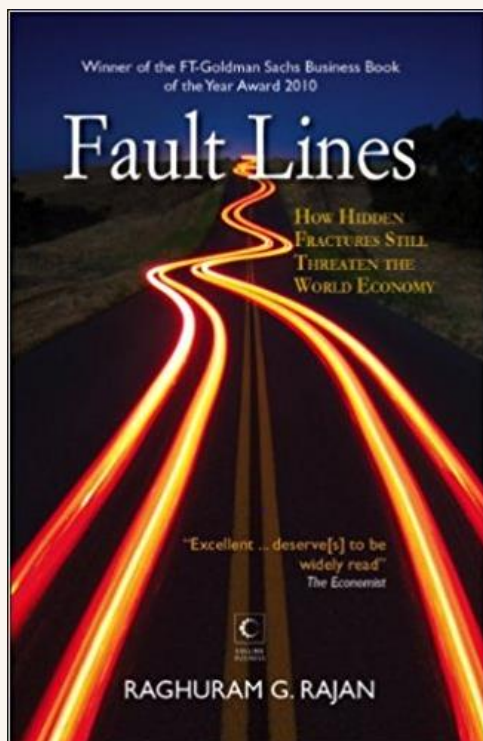
Kriisiä edeltävä rahapolitiikan toimintatapa perustui lyhimmän koron ohjaamiseen



Raghuram Rajan, Jackson Hole 2005: ”Totuuden puhuja pilasi pankkimiesten juhlat” (HS 7.9.2010)

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 virkamiesjohdon 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. Alko 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 kunniakseen. Tapahtumaan kokoontuu joka elokuu keskuspankkien pääjohtajia, taloustieteilijöitä ja pankkiekonomisteja eri puolilta maailmaa.

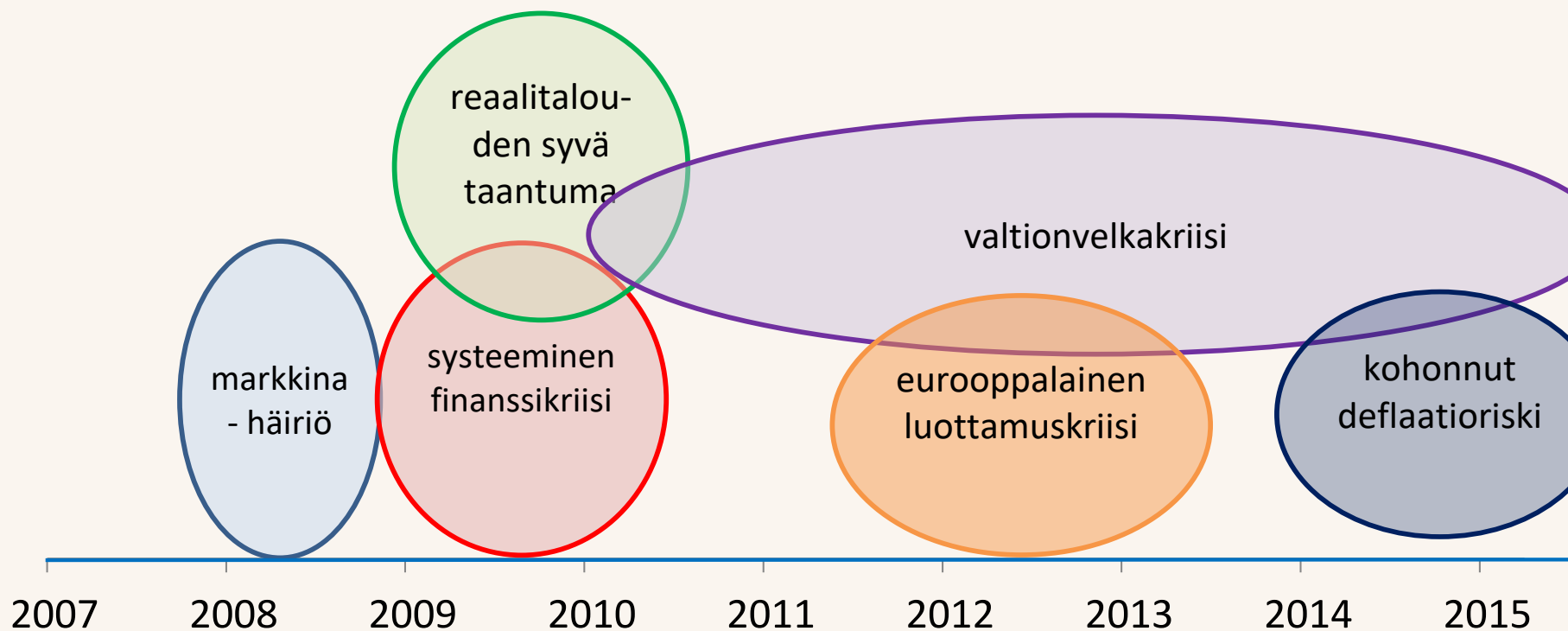
Vuorollaan puhujat korostivat Greenspanin ansioita Fedin puheenjohtajana. Hänet nostettiin historian parhaiden keskuspankin pääjohtajien joukkoon, ellei aivan parhaaksi. Sitten tuli vuoroon Raghuram Rajan, Kansainvälisen valuuttarahaston silloinen pääekonomisti. Hän oli antanut alustukselleen otsikon: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



Finanssikriisin taustatekijät

- ***Makrotaloudelliset epätasapainot maailmantaloudessa***
 - *Kiinan rahoitusylijiäämien 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*

Kriisien sarjan kuusi vaihetta





Markkinahäiriö

- ***Kansainvälinen finanssikriisi alkaa USA:sta, kun riskipitoinen asuntoluototus kasvaa 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
- ***Elokuu 2007: Tappiot leviävät Eurooppaan,***
 - Vakuudettomat rahamarkkinat kiristyivät; EKP varmisti pankkien likviditeetin 9.8., Fed seurasi seuraavalla viikolla, BoE arvosteli toimia.



Systeeminen finanssikriisi

■ USA: Maaliskuu 2008, Bear Stearns

- Investointipankki **Bear Stearns** kaatuu USA:ssa; se myydään Federal Reserven tulella JP Morganille

– Syyskuu 2008, Lehman Brothers

- Investointipankki **Lehman Brothers** kaatuu USA:ssa, sitä ei pelasteta, seurauksena globaali rahamarkkinakriisi
- Vakuutusjätti **AIG** joutuu vaikeuksiin ja pelastetaan valtion toimesta

■ Eurooppa: Syyskuu 2007, Northern Rock, UK

- Asuntoluottopankki **Northern Rock** joutuu paniikin kohteeksi ja pelastetaan, seuraavana vuonna valtio ottaa sen haltuunsa

– Syyskuu 2008, Irlanti

- Irlanti takaa irlantilaisten pankkien velat (pankkisektori noin 8 x Irlannin BKT)

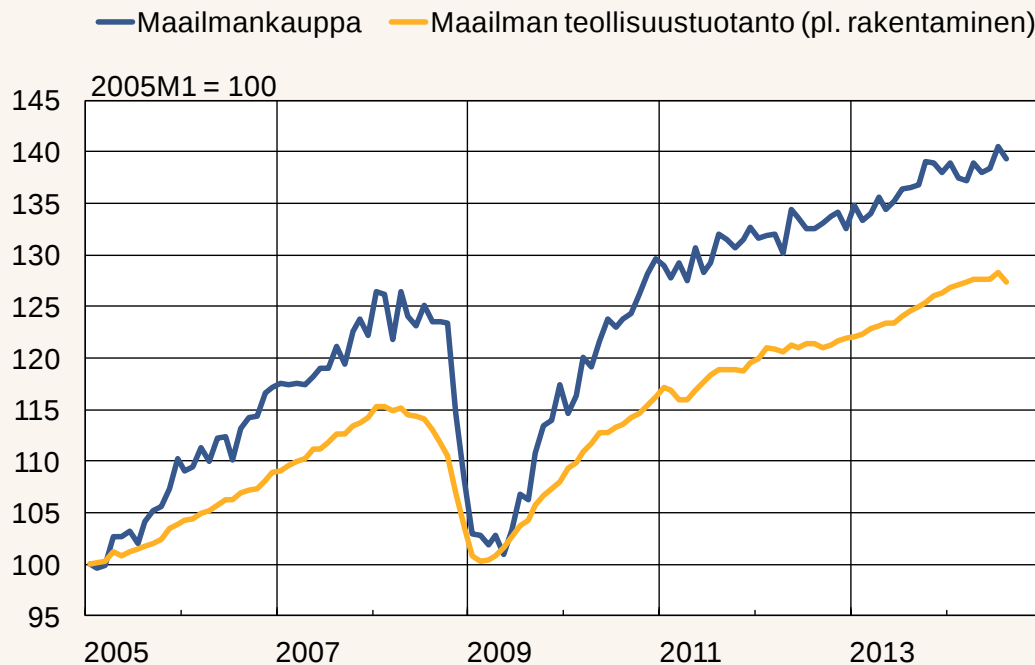
– Lokakuu 2008, Islanti

- Islannin pankkisektori romahtaa (pankkisektori noin 11 x Islannin BKT). Maa kansallistaa pankit ja panee toimeen kattavan valuutansäännöstelyn

Reaalitalouden syvä taantuma

Vuosi 2009

- Euroalueen BKT supistuu 4 %, maailmankauppa jopa 30%



Lähde: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis.



Valtion velkakriisi

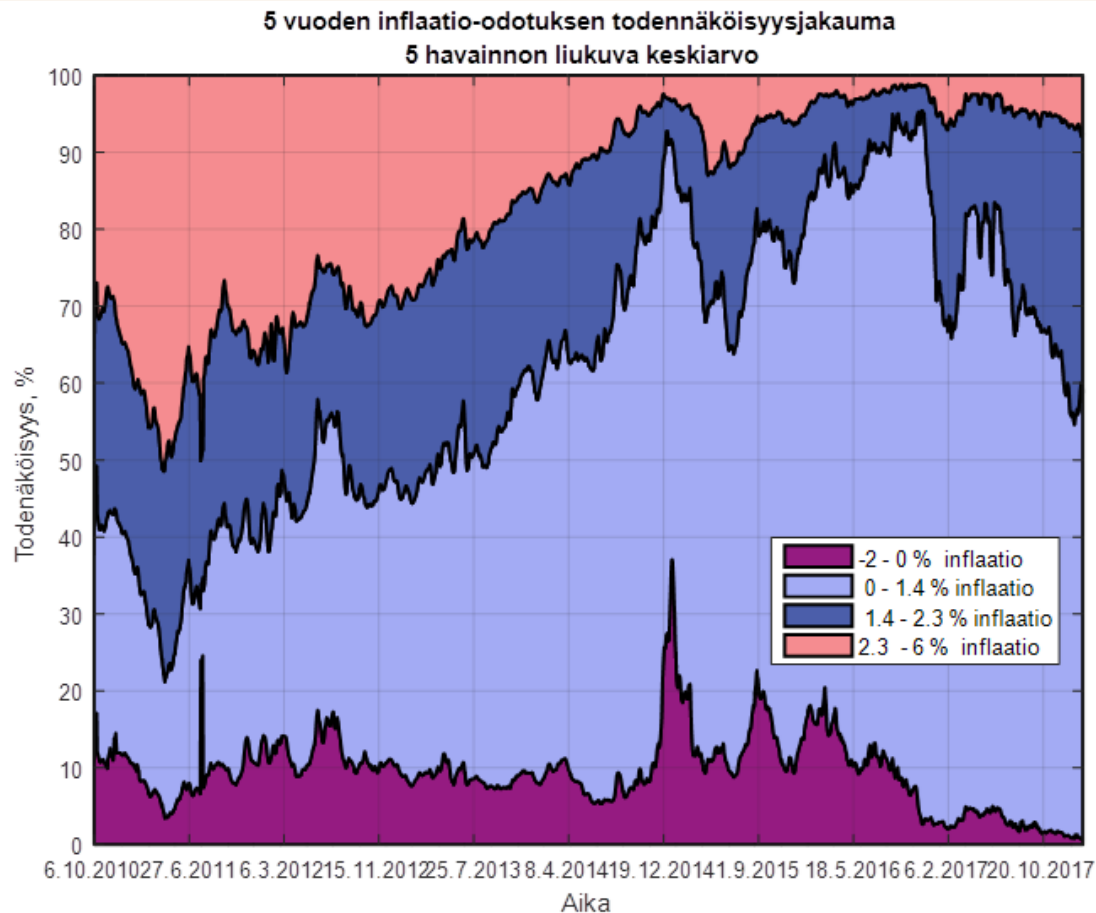
- **Lokakuu 2009 - toukokuu 2010, Kreikka**
 - *julkistalouden alijäämä paljastuu paljon aiemmin kerrottua suuremmaksi*
 - *Kreikalle myönnetään ehdollista lainaa rahoituskriisin ratkaisemiseksi*
- **Toukokuu 2010, Arvopaperien ostot (SMP)**
 - *EKP aloittaa arvopaperien ostot (SMP-ohjelma) rahapolitiikan välittymisen turvaamiseksi*
- **Marraskuu 2010, Irlanti saa tukea**
- **Toukokuu 2011, Portugali saa tukea**
- **Kesäkuu 2012, Kyproksen rahoituskriisi puhkeaa**
- **Heinäkuu 2012, Espanja**
 - *lainaa uudelta Euroopan vakausmekanismilta (EVM) pankkien pääomittamiseen*



Eurooppalainen luottamus kriisi

- **Kesäkuu 2012, EU:n huippukokous**
 - *Päätös pankkiunionin perustamisesta*
- **Heinäkuu 2012, EKP:n pääjohtaja Mario Draghi**
 - ”EKP tulee mandaattinsa puitteissa tekemään kaikkensa, jotta euroalue pysyy koossa. Ja uskokaa minua, se tulee riittämään.”
- **Elokuu 2012, EKP:n neuvosto**
 - *”Lähiviikkoina me tulemme määrittämään asianmukaiset modaliteetit politiikkatoimiksi*
- **Syyskuu 2012, suorat rahapoliittiset kaupat (OMT)**
 - *EKP ilmoittaa ”suorista rahapoliittisista kaupoista” (OMT), joilla voidaan tarvittaessa rauhoittaa kriisimaiden valtiolainamarkkinoita*

Inflaatio-odotusten kehitys





Kohonnut deflaatoriski

- **Kesä 2013, ennakoiva viestintä**
 - Irrottamaan euroalueen korkokehitys USA:n syklistä
- **2014, talletuskorko negatiiviseksi**
 - Ensimmäisenä suurena valuutta-alueena keskuspankkikorko negatiiviseksi
- **2014-, Kohdennetut luotto-operaatiot (TLTRO)**
 - Pankeille pitkäkestoista rahoitusta reaalityalouden luototukseen
- **2015, Julkisen sektorin osto-ohjelma**
 - Euroalueella käynnistetään määrällinen keventäminen (QE)
- **2016, Yrityssektorin osto-ohjelma**
 - Täydentämään rahoituksen välittymistä yksityiselle sektorille



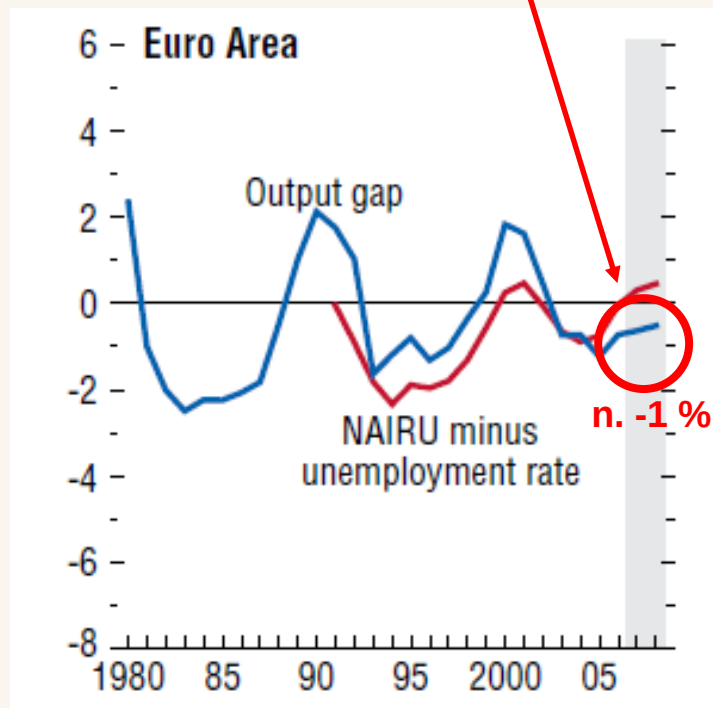
Finanssikriisin opetuksia

- *Kriisi tulee yleensä yllättäen*
- *Rahapolitiikkaa ja sen toteutustapaa on kyettävä muuttamaan nopeasti*
- *Rahoitusvakaus vaatii uudenlaista säätelyä ja makrovakaupolitiikkaa*
- *Rahapolitiikka antaa aikaa, mutta talouksien sopeutumiskyky ratkaisevassa asemassa*

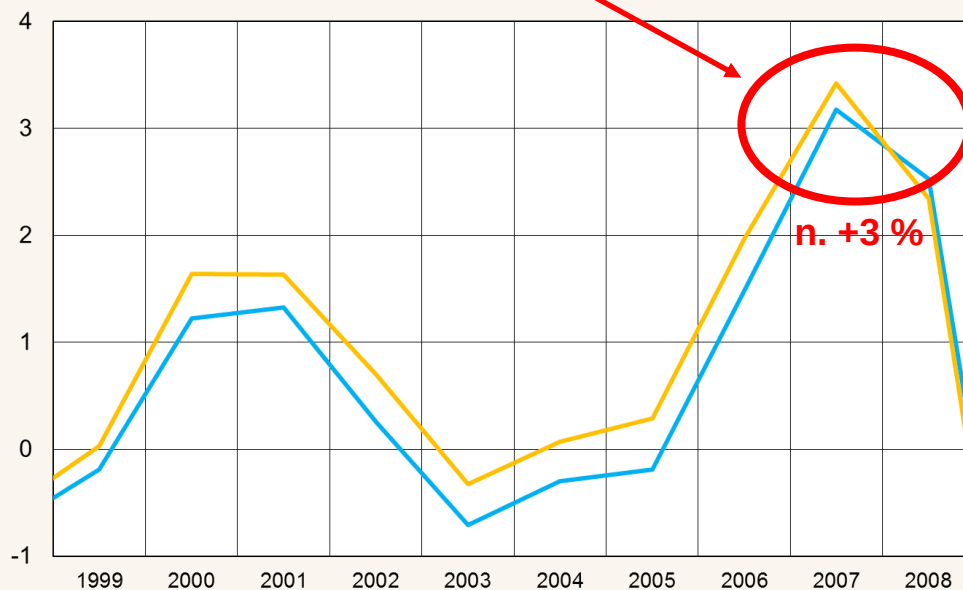


Kriisi tulee yllättäen: reaaliaikainen ja nykyarvio 2007 tuotantokuilusta

IMF:n arvio vuodelta 2007



IMF:n ja OECD:n viimeisimmät arviot kriisin alun tuotantokuilusta

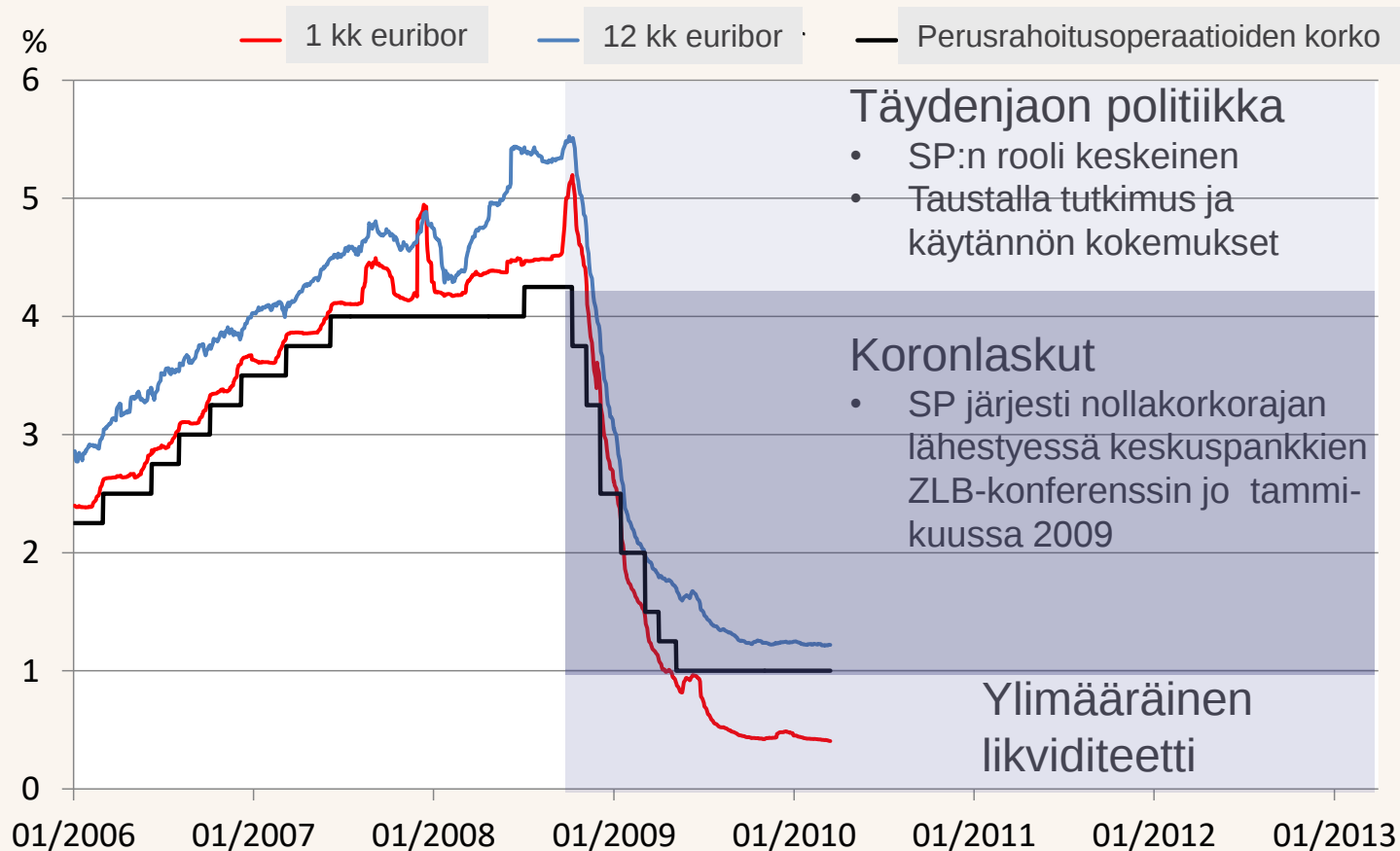


Lähteet: OECD, IMF ja Macrobond..



Rahapolitiikan on kyettävä reagoimaan nopeasti ja voimakkaasti (1)

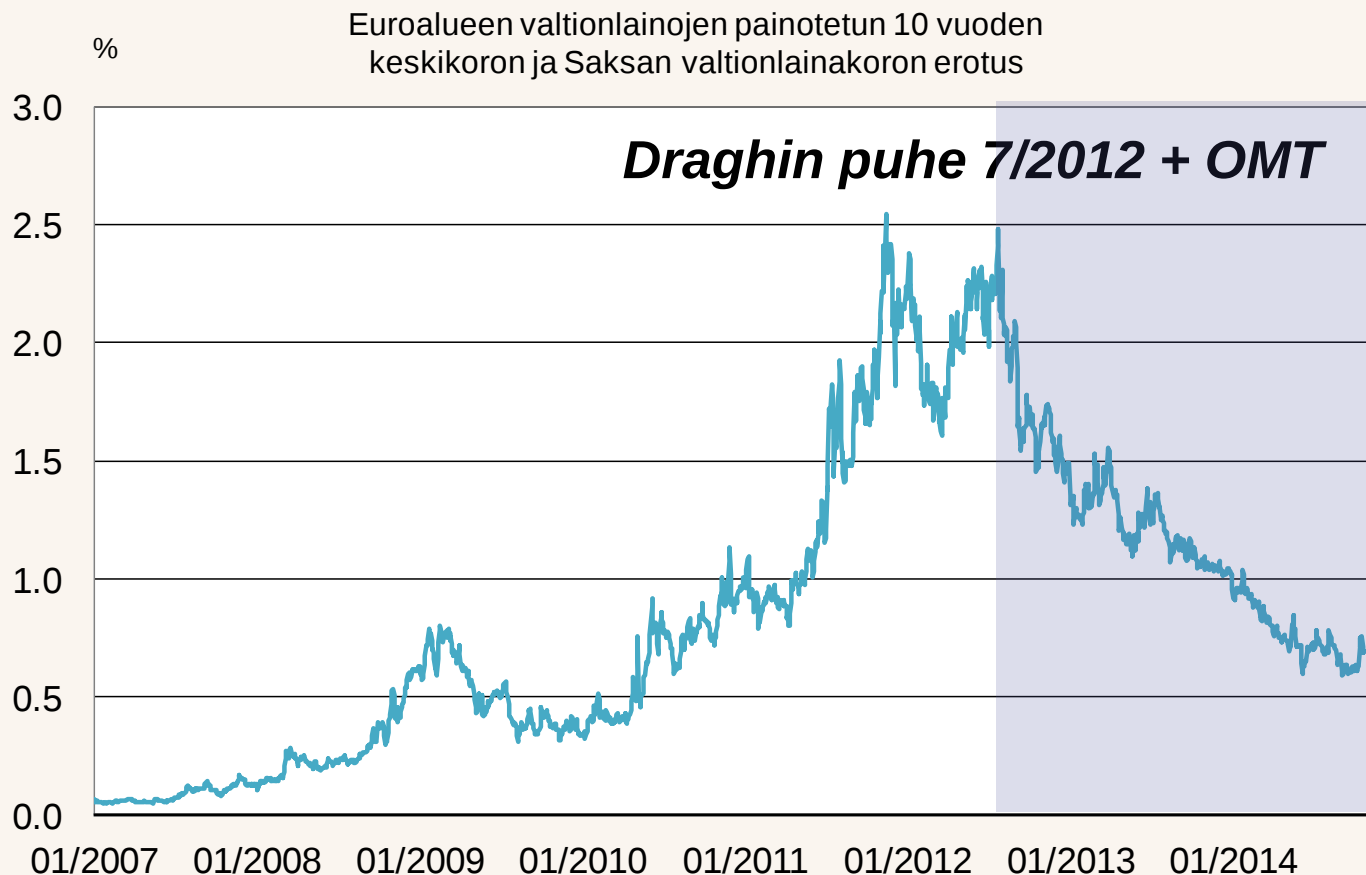
Korkojen kehitys finanssikriisin aikana



Source: Bloomberg.



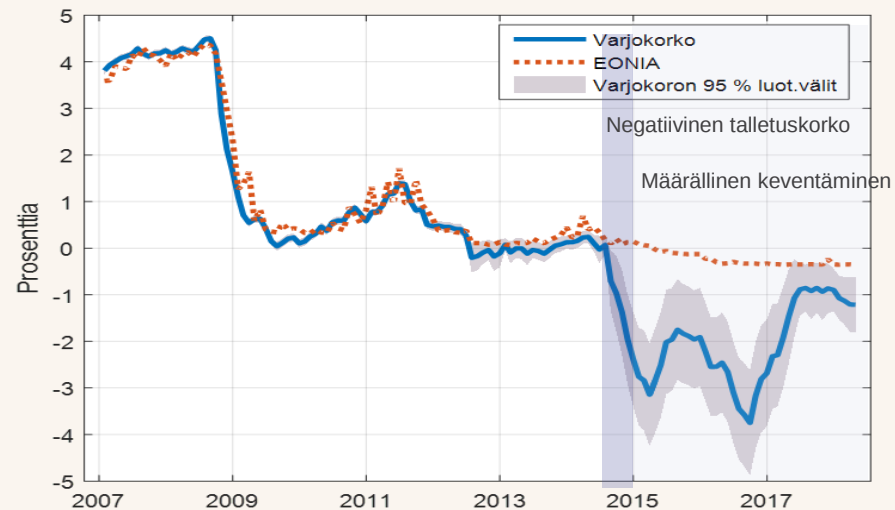
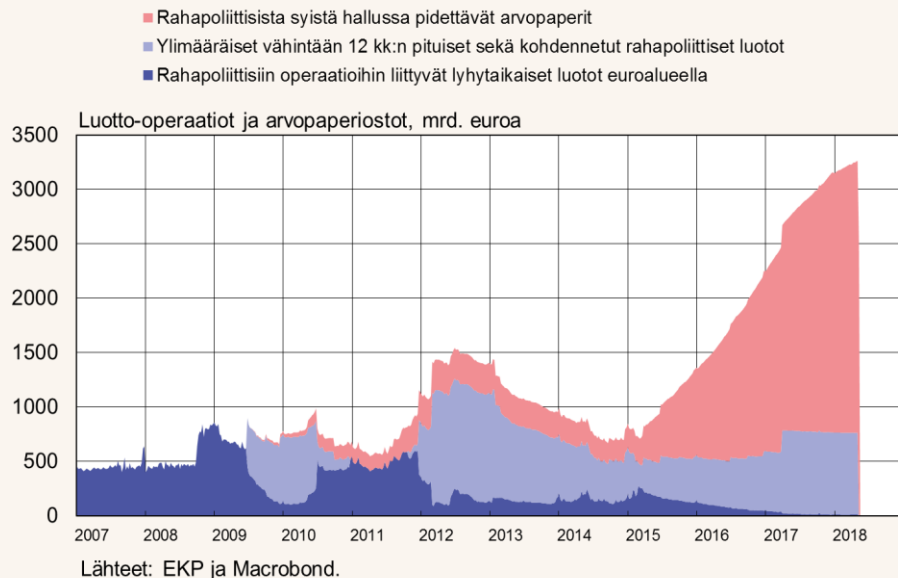
Rahapolitiikan on kyettävä reagoimaan nopeasti ja voimakkaasti (2): *tuhoisan markkinakehityksen ehkäisy*



Lähde: Bloomberg, Suomen Pankin laskelmat.



Rahapolitiikan on kyettävä reagoimaan nopeasti ja voimakkaasti (3): *luotonantoa tukevat ja rahoitusoloja keventävät toimet rahapolitiikan nollakorkorajalla ja deflaation uhatessa*



Papadia with Välimäki (2018), Kortela (2016)

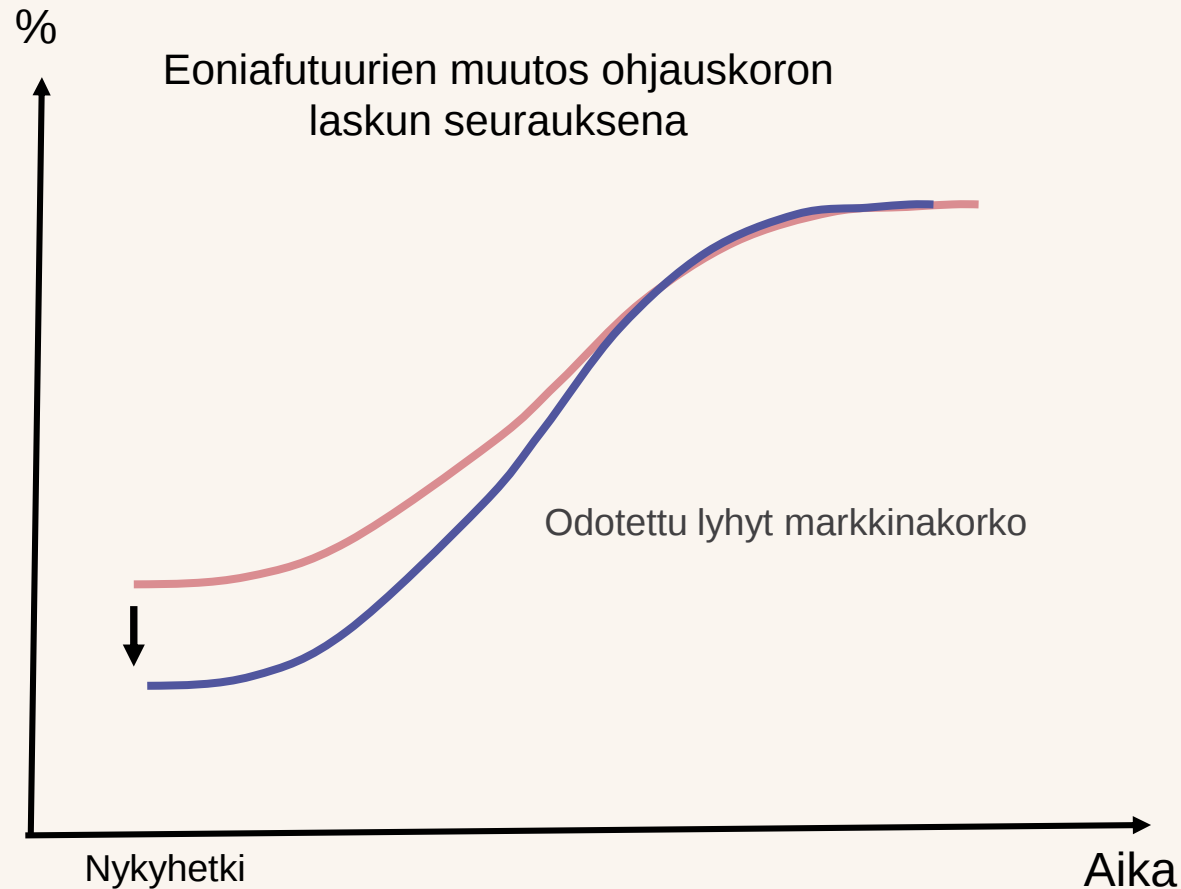


Moni asia on muuttunut finanssikriisin jälkeen

- ***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

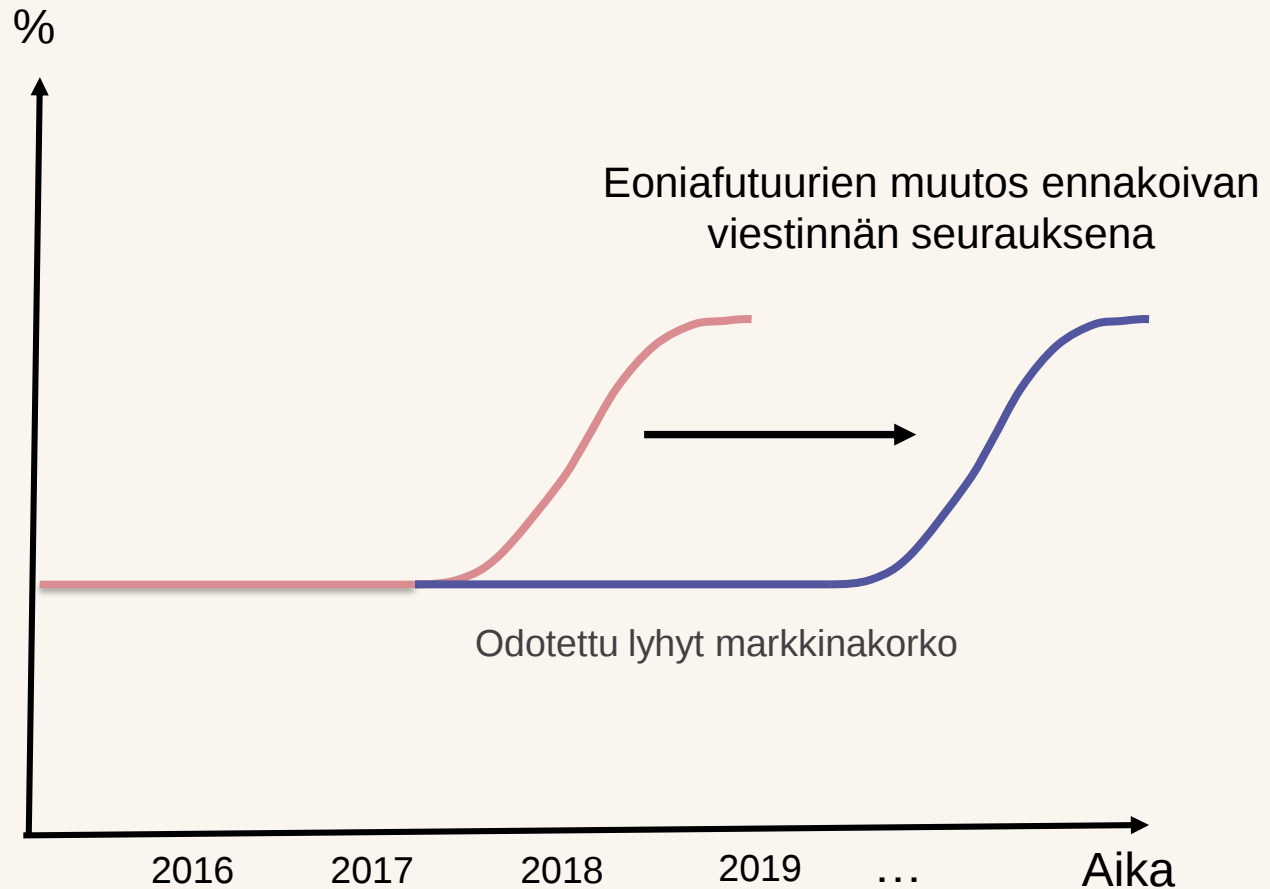


Ohjauskoron alentaminen laskee lyhyitä markkinakorkoja ...



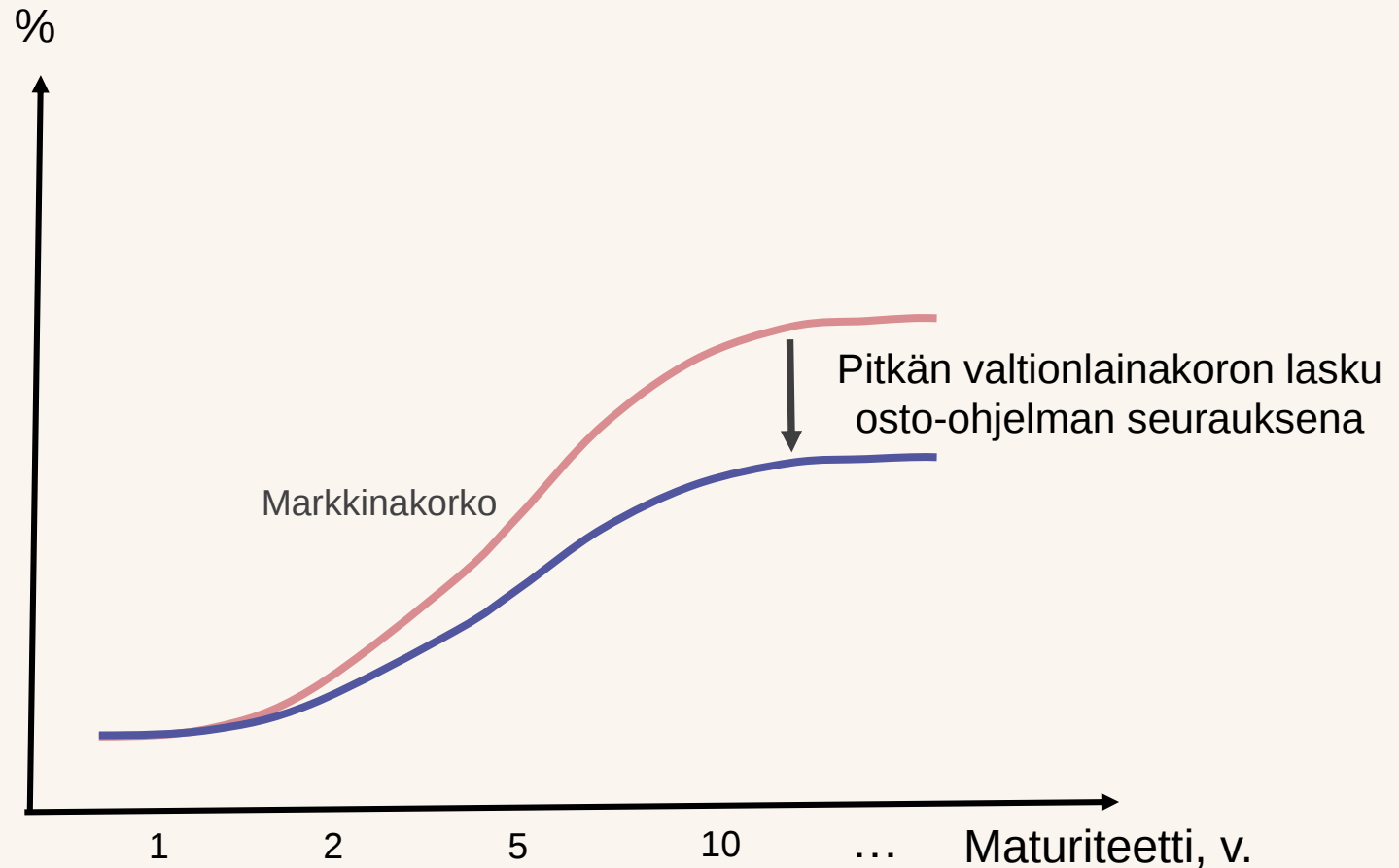


... ennakoiva viestintä lykkää rahapolitiikan odotettua kiristämistä ...

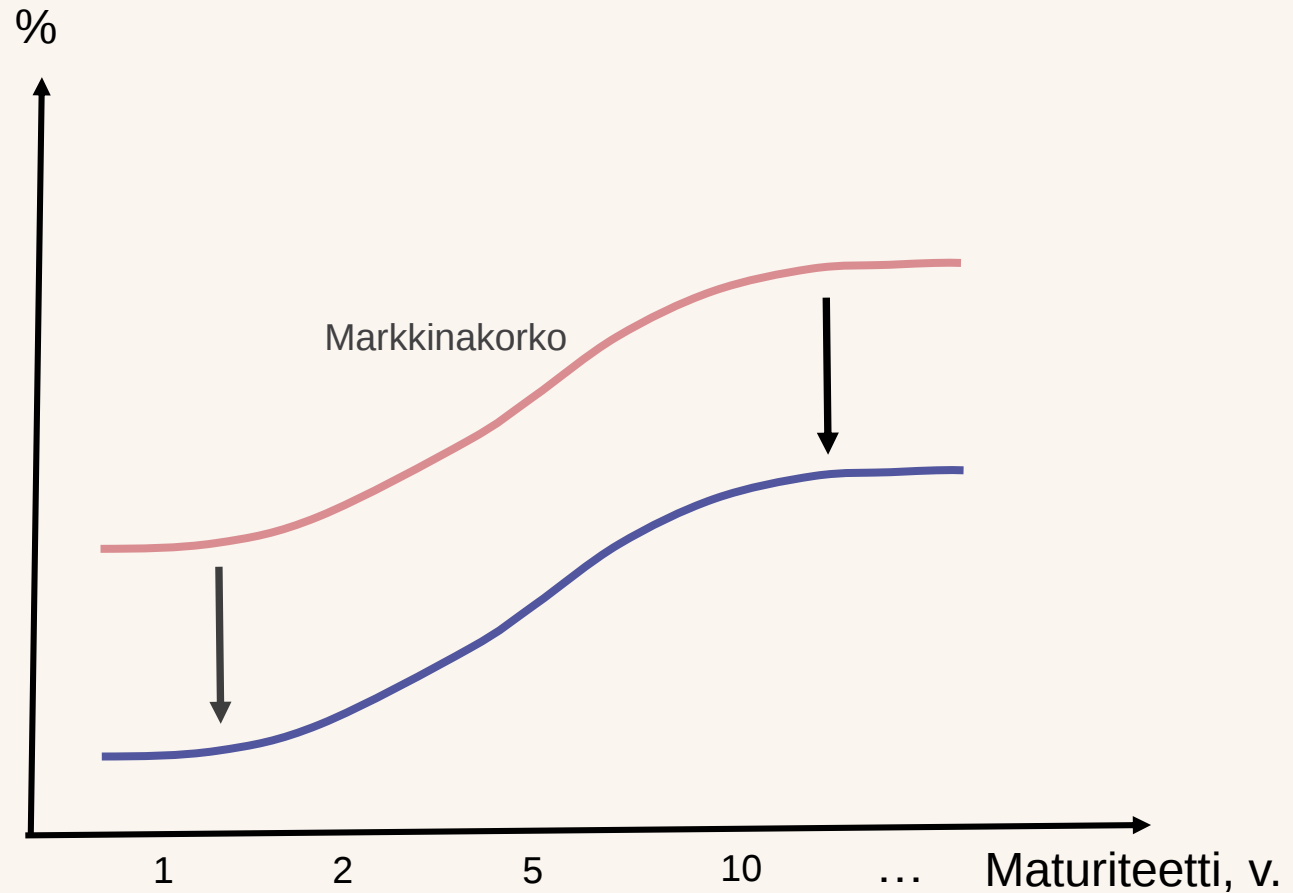




... ja pidempiä korkoja voidaan alentaa myös osto-ohjelmilla



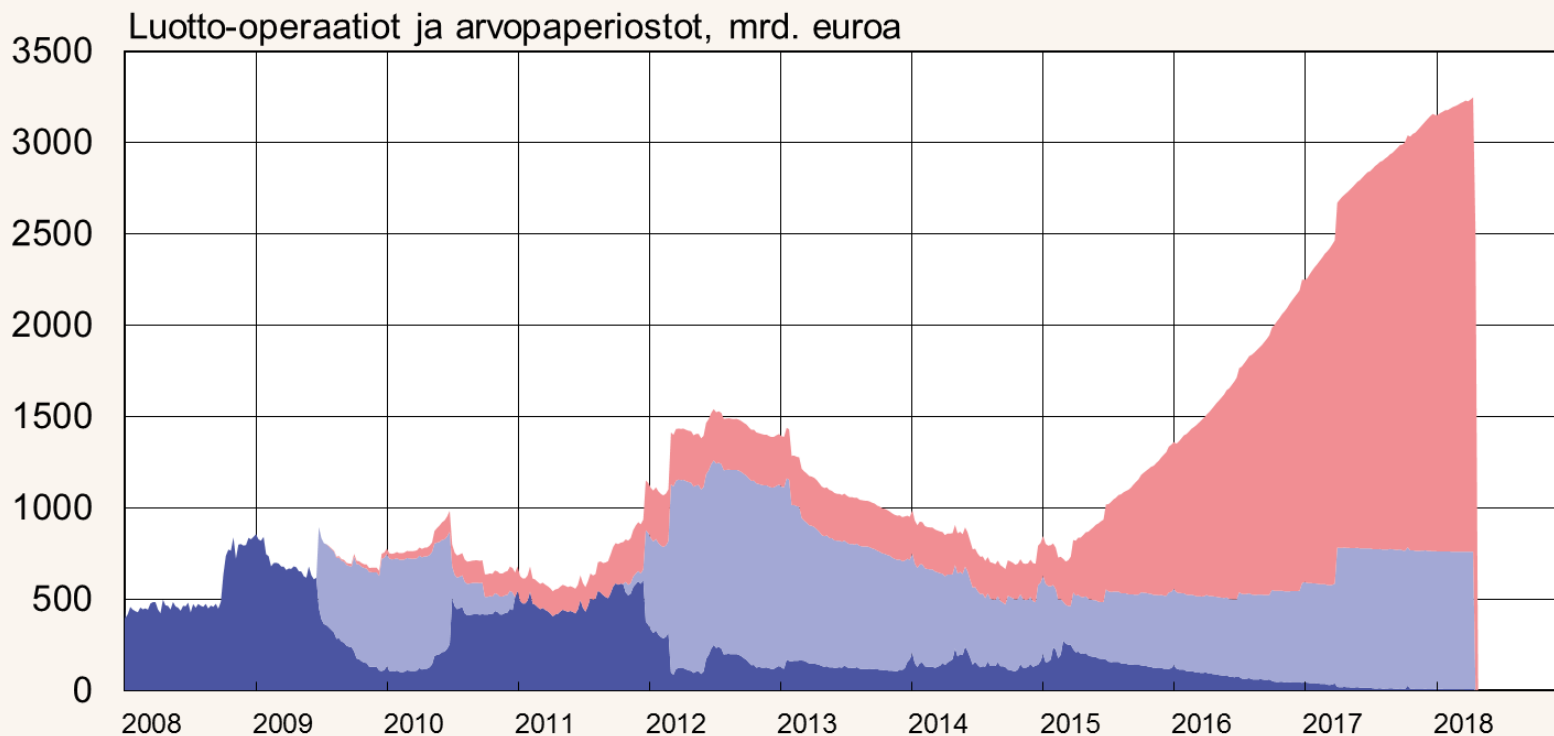
Yhteisvaikutus: koko tuottokäyrä laskee





Arvopaperiostot nykyisin EKP:n tärkein rahapolitiikan väline

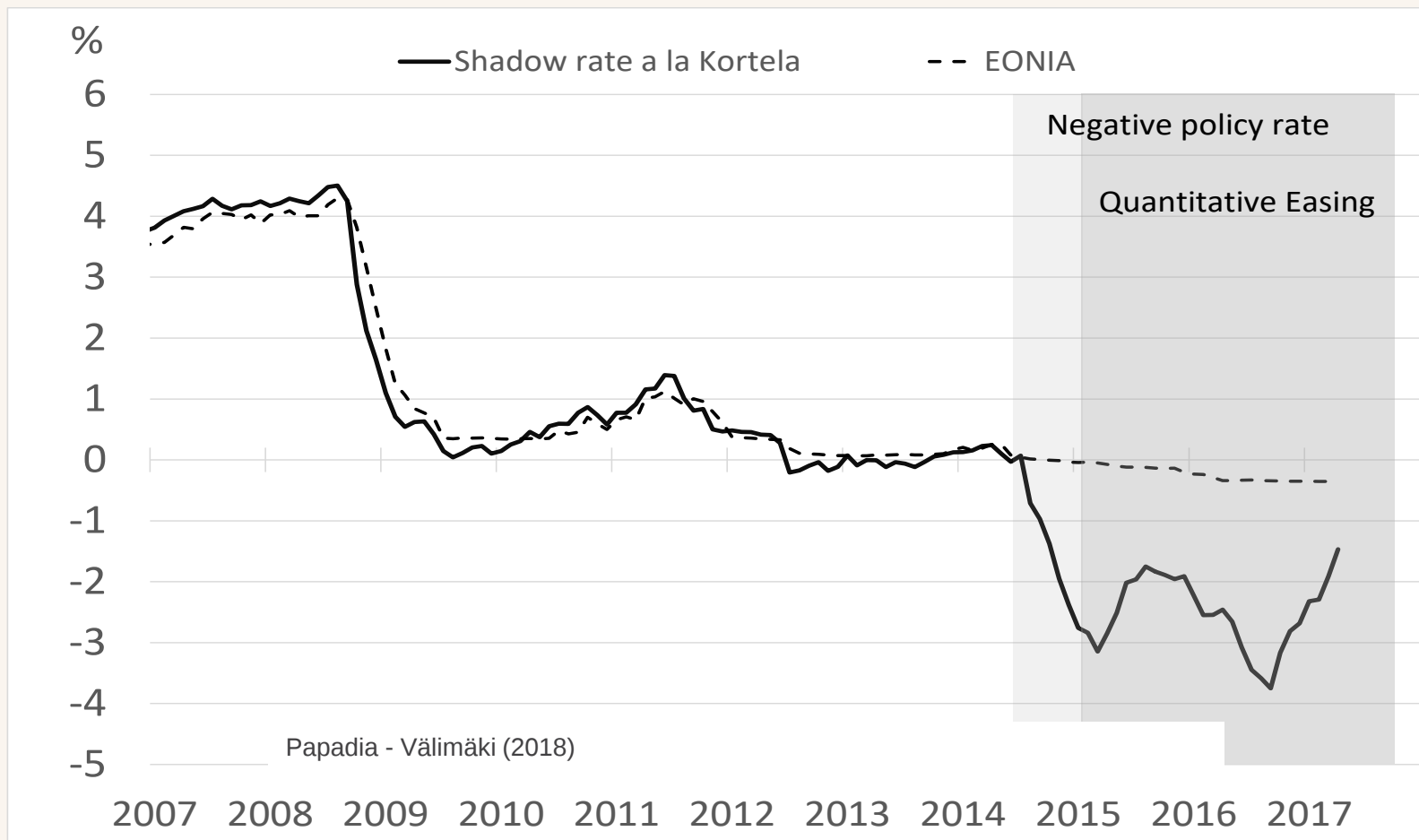
- Rahapoliittisista syistä hallussa pidettävät arvopaperit
- Ylimääräiset vähintään 12 kk:n pituiset sekä kohdennetut rahapoliittiset luotot
- Rahapoliittisiin operaatioihin liittyvät lyhytaikaiset luotot euroalueella



Lähteet: EKP ja Macrobond.



”Varjokorko” rahapolitiikan mitoituksen mittarina, kun ollaan nollakorkorajalla

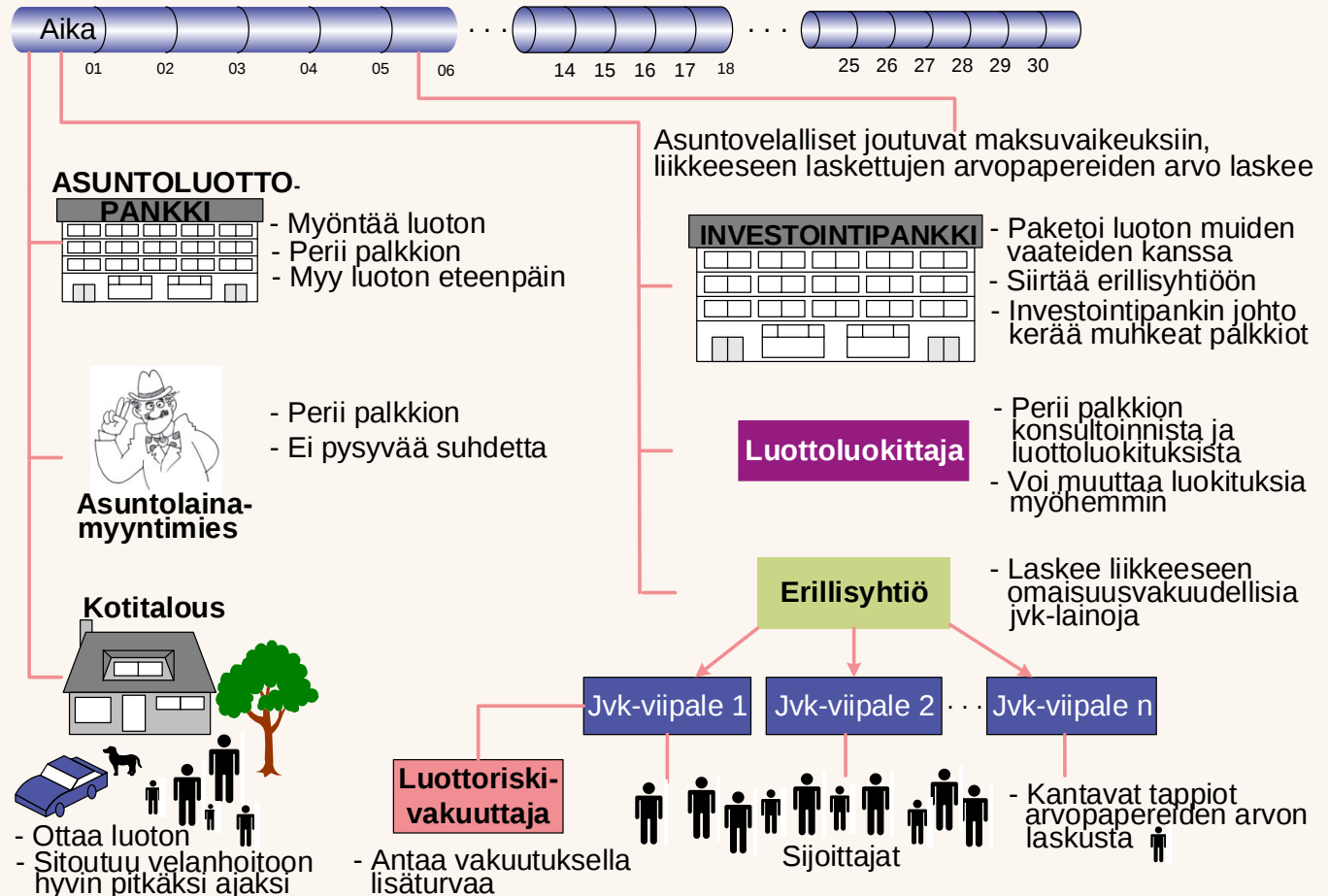




Finanssikriisin opetuksia

- *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*

Yksi kriisin syistä; Talousvaliokunta 2008: ”Luo- ja hajauta –malli epäonnistui”

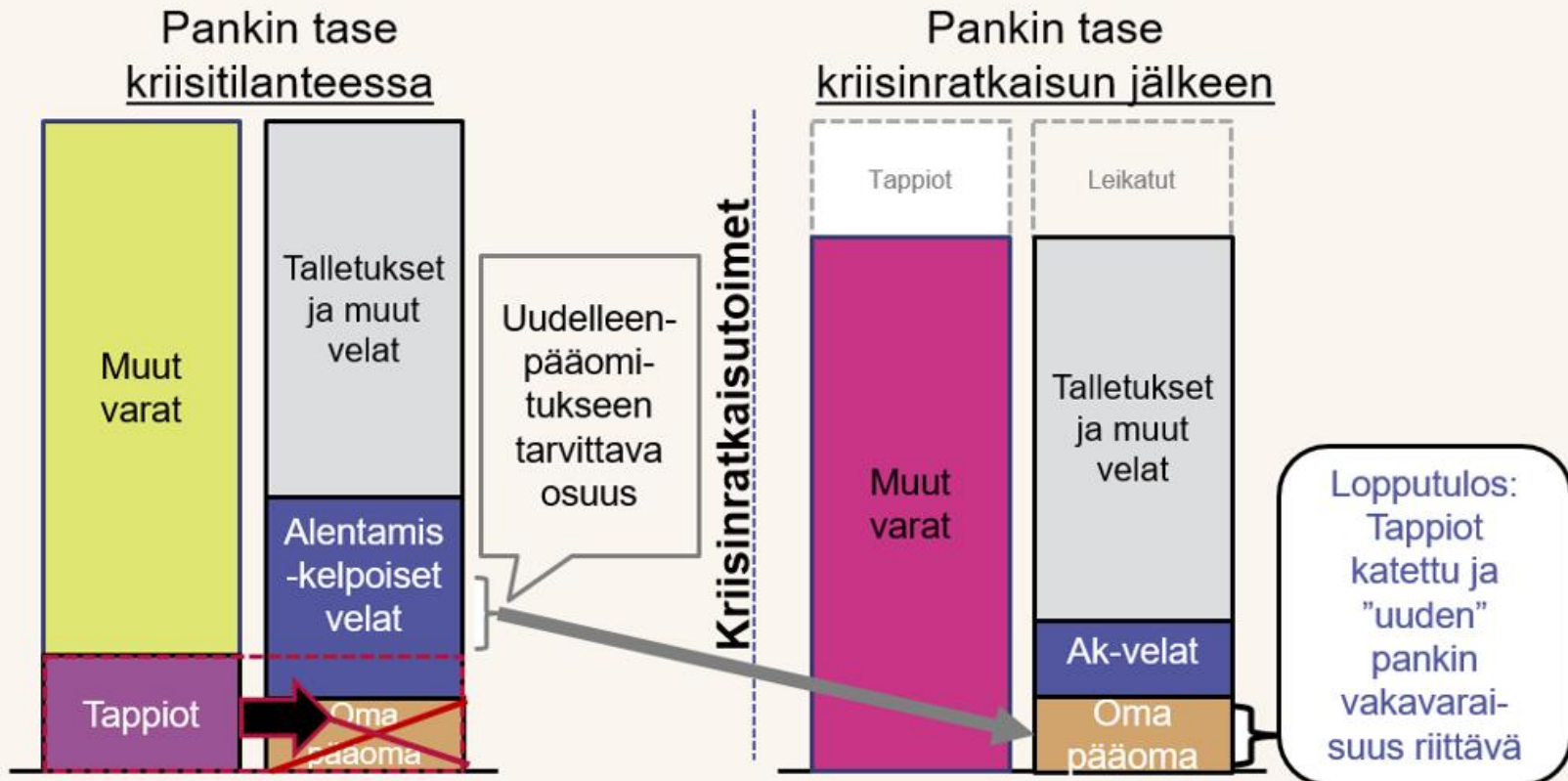




Rahoitussäätelyä ja –valvontaa on uudistettu kriisin jälkeen

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

Onnistunut kriisinratkaisu sijoittajavastuuta toteuttamalla



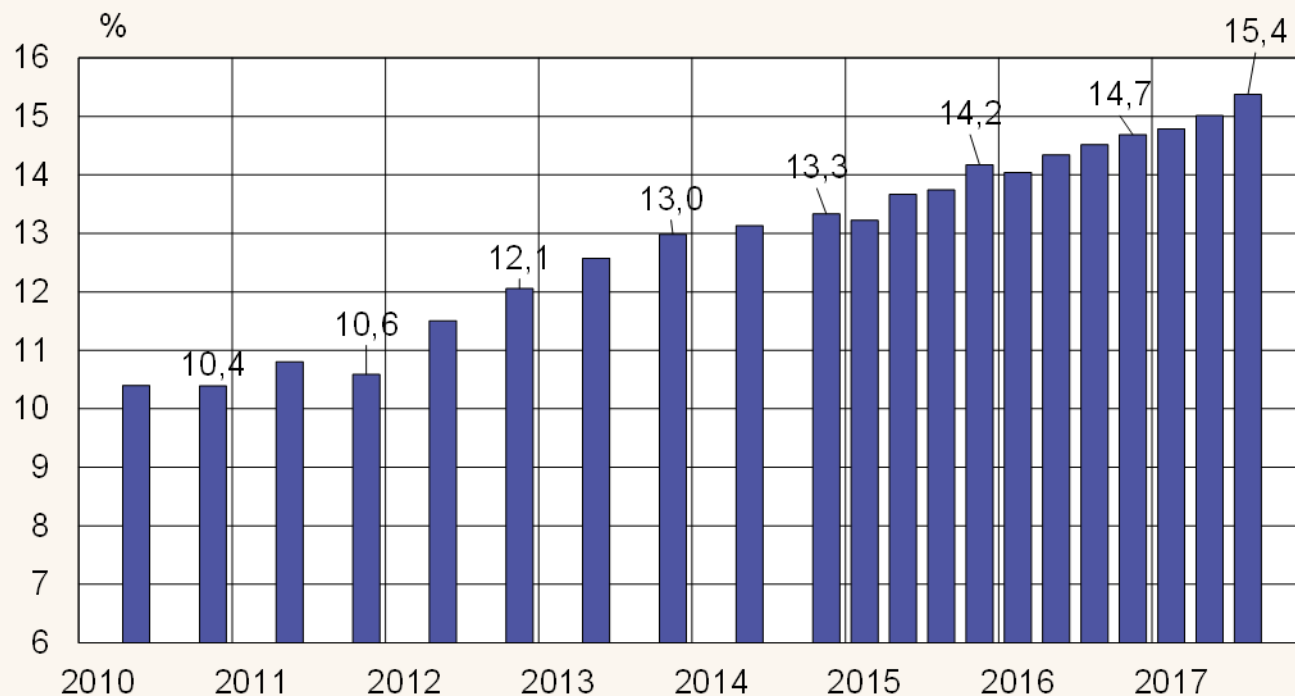
Sijoittajan näkökulmasta kriisinratkaisutoimet voivat tarkoittaa sijoituksen arvon alentamista, muuntamista omaksi pääomaksi tai siirtämistä väliaikaishankkiin tai omaisuudenhoitoyhtiöön

Lähde: Finanssivalvonta



Euroalueen pankkien vakavaraisuus on vahvistunut

■ Vakavaraisuussuhde ensisijaisella pääomalla (Tier1)



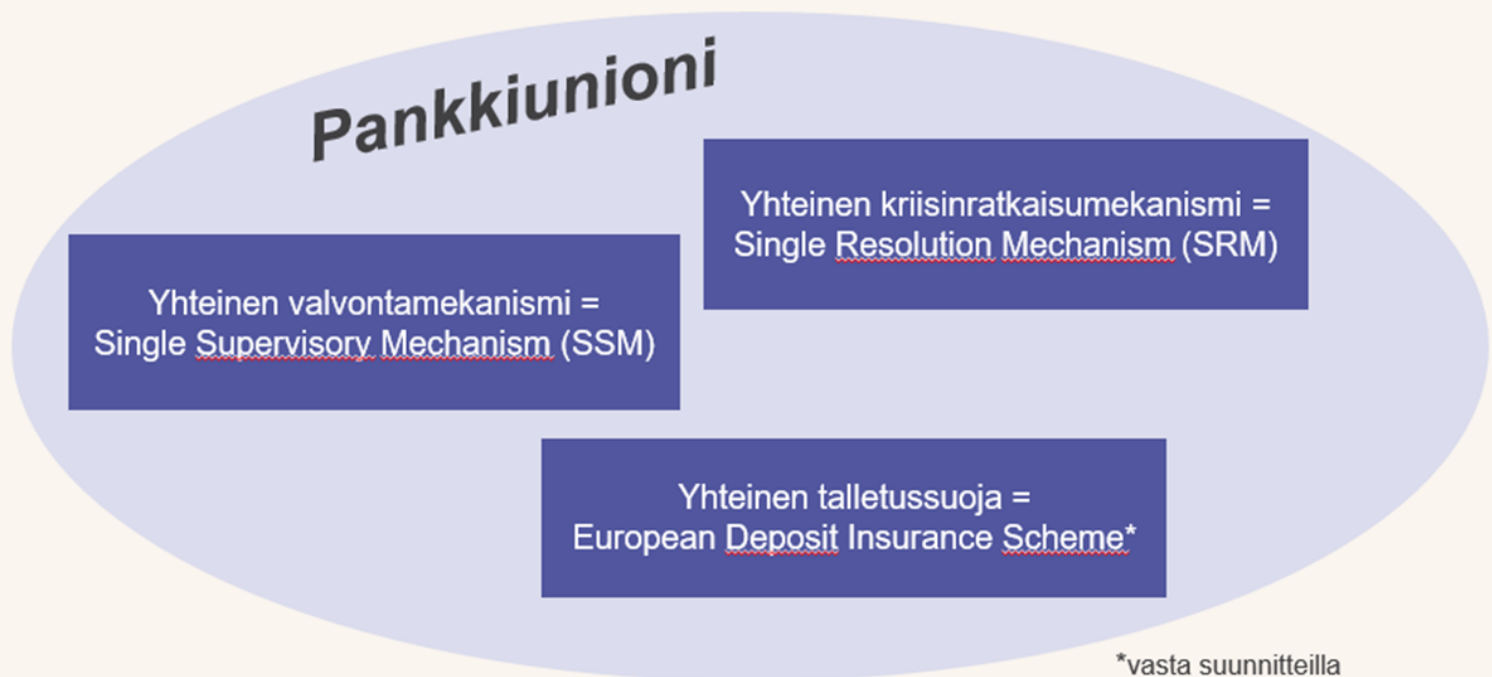
Lähde: Euroopan keskuspankki.

32410@Pääoma4



Pankkiunioni vahvistaa valvontaa ja kriisinratkaisua Euroopassa

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



*vasta suunnitteilla



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*
- *Olennaista pankin riskillisuus - ei kansallisuus*



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*



Yhteenvetoa:

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



Rahapolitiikan tulevien päätöksien periaatteet:

Kärsivällisyys

- vie aikaa ennen kuin pohjainflaation nopeutumispaine tukee riittävästi kokonaisinflaation kehitystä keskipitkällä aikavälillä

Pitkäjänteisyys

- hintavakaustavoitteen saavuttaminen riippuu vielä toistaiseksi kevyestä rahapolitiikasta.

Varovaisuus

- rahapolitiikan välittymiseen liittyy poikkeuksellisen paljon epävarmuutta.



Kiitos!