Analyysi

Lähihistorian talouskriisit mullistivat Suomen Pankin toimintaa rahoitusmarkkinoilla

Rahapolitiikka | 25.08.2020 | Juha Niemelä, Tuomas Välimäki

KIRJOITTAJAT



Juha Niemelä



Tuomas Välimäki
Johtokunnan jäsen

Kansainvälisen finanssikriisin ja eurooppalaisen valtionvelkakriisin jälkeen keskuspankkien perinteiset tavat harjoittaa rahapolitiikkaa ovat muuttaneet muotoaan merkittävästi. Kun riskittömät nimelliskorot laskivat lähelle nollaa, ei rahapolitiikkaa voitu enää ohjata perinteiseen tapaan keskuspankkikorkoja säätelemällä. Rahoitusoloja onkin kevennetty viime vuosina erityisesti laajamittaisilla arvopaperiostoilla ja ehdoiltaan edullisilla luotoilla pankeille.



Rahapolitiikan toimeenpano oli finanssikriisiin saakka suoraviivaista

Suomen Pankki toteuttaa Suomessa rahapolitiikkaa osana eurojärjestelmää. Rahapolitiikan operaatiot näkyvät Suomen Pankin taseessa arvopaperiostoina sekä Suomessa toimivien pankkien talletusten ja niille myönnettyjen luottojen muodossa. Rahapolitiikan toteutuksen lisäksi Suomen Pankki hallinnoi rahoitusvarallisuuttaan rahoitusmarkkinoilla (kuvio 1). Nämä kaikki toimet heijastuvat Suomen Pankin taseeseen (kuvio 2).

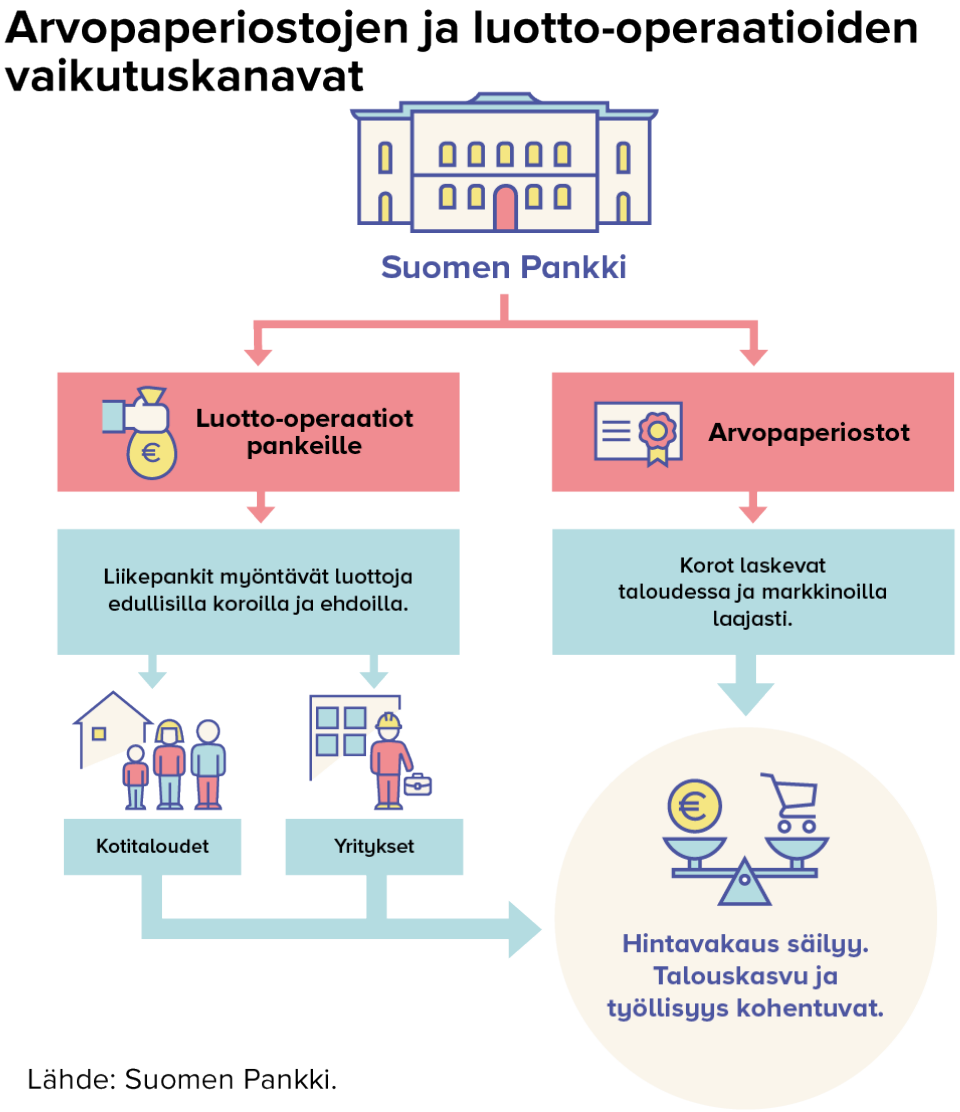
Kuvio 1.



Lähde: Suomen Pankki, tiedot 31.7.2020.

25.8.2020
eurojatalous.fi

Kuvio 2.



Lähde: Suomen Pankki.

Eurojärjestelmän rahapolitiikan tavoitteena on hintavakaus. Ylläpitämällä vakaata inflaatiota rahapolitiikan avulla voidaan edistää talouskasvua ja työllisyyttä sekä ehkäistä yllätyksellisistä hintamuutoksista aiheutuvaa varallisuuden ja tulojen uudelleenjakoa. Euroopan keskuspankki (EKP) pyrkii pitämään euroalueen vuosi-inflaation keskipitkällä aikavälillä alle kahdessa prosentissa mutta lähellä sitä.

Tavat ja kanavat, joiden kautta rahapolitiikka vaikuttaa talouteen ja erityisesti hintojen kehitykseen, muodostavat rahapolitiikan välittymismekanismin. Välittymisprosessi vaikuttaa hintoihin asteittain, minkä vuoksi rahapolitiikka vaikuttaa viipeellä. Vaikutusten laajuus ja voimakkuus vaihtelevat taloustilanteen mukaan, joten niitä on vaikea ennakoida tarkasti. Viime vuosien laajat myllerrykset taloudessa ja rahoitusmarkkinoilla ovat entisestään hankaloittaneet

rahapolitiikan välittymisen arviointia. Lisäksi keskuspankkien käyttöönottamien uudenlaisten rahapolitiikkatoimien, kuten negatiivisten korkojen ja laajojen arvopaperiostojen talousvaikutuksiin on liittynyt merkittävää epävarmuutta.

Rahapolitiikan toteutus vaatii käytännönläheistä ohjenuoraa. Ennen finanssikriisiä lyhyiden rahamarkkinakorkojen taso toimi kaikkien keskeisimpien keskuspankkien rahapolitiikan toimeenpanon operatiivisena tavoitteena. Keskuspankit olivat ryhtyneet toteuttamaan politiikkaansa ns. symmetrisellä korkoputkella siten, että lyhimmät pankkien väliset korot asettuisivat keskuspankin ohjauskoron tasolle.[1]

Rahapolitiikan toimeenpano oli ennen finanssikriisiä varsin suoraviivaista. Euroalueella tämä tapahtui huutokauppaamalla pankeille viikoittain juoksuajaltaan lyhyitä, viikon mittaisia lainoja (perusrahoitusoperaatiot). Muuttamalla lainarahan hintaa näissä operaatioissa EKP vaikutti rahamarkkinakorkoihin. Rahamarkkinakorkojen muutokset näkyvät puolestaan muissa koroissa, esimerkiksi pankkien myöntämissä lainoissa. Suomessa rahapolitiikka on perinteisesti välittynyt erityisen tehokkaasti, sillä valtaosa kotitalouksien ja yritysten pankkilainoista on sidottu euroalueen keskeisimpiin rahamarkkinakorkoihin – euriboreihin.[2]

Lähihistorian kriisit monipuolistivat keskuspankkien työkalupakkia

Kansainvälisen finanssikriisin, eurooppalaisen velkakriisin ja tuoreimpana koronapandemian aiheuttaman talouskriisin vuoksi rahapolitiikan toimeenpano on monipuolistunut huomattavasti. Näihin muutoksiin on keskeisenä syynä ollut välitysmekanismin toimintakyvyn häiriytyminen sekä korkojen lasku lähelle nollaa.

Ennen kriisejä moitteettomasti toiminut rahapolitiikan toteutus perustui kolmeen keskeiseen oletukseen: 1) keskuspankki kykenee ohjaamaan lyhyttä markkinakorkoa, 2) lyhyen rahamarkkinakoron muutokset välittyvät ennakoidusti muihin korkoihin ja 3) keskuspankki voi viedä ohjauskorkonsa tasolle, joka on sopusoinnussa hintavakaustavoitteen kanssa.[3]

Kriisien aikana näiden oletusten pohja murtui vähitellen. Alkuvaiheessa rahamarkkinakorkojen kytkös keskuspankin ohjauskorkoon heikentyi pankkien likviditeettikysynnän paisuttua ja pankkien välisten rahamarkkinoiden toiminnan heikennyttyä.

Seuraavaksi rahamarkkinakorkojen muutosten välittyminen laajemmin rahoitusmarkkinoille ei enää toiminut entiseen malliin. Esimerkiksi Lehman Brothersin ajauduttua maksukyvyttömyyteen oltiin tilanteessa, jossa talous- ja inflaationäkymät olisivat vaatineet rahoitusolojen keventymistä. Tuolloin kuitenkin euriborien ja riskittömien korkojen välinen erotus suureni hypähdyksenomaisesti kaikissa maturiteeteissa ja kasvatti kotitalouksien ja yritysten

rahoituskustannuksia huomattavasti.

Näiden tekijöiden vuoksi eurojärjestelmä pidensi pankeille myöntämiensä luottojen keskimääräistä juoksuaikaa ja siirtyi pankkijärjestelmän likviditeetin määrän kontrolloinnista puhtaampaan hinnan asetantaan. Käytännössä tämä tarkoitti siirtymistä keskuspankin liikepankeille myöntämien lainojen tarjonnassa kilpailullisista huutokaupoista ns. täydenjaon politiikkaan.[4] Vuoden 2008 lokakuusta lähtien keskuspankkirahoituksen määrän on määrittänyt pankkien kysyntä. Keskuspankkirahan kysyntään puolestaan vaikuttaa rahoituksen hinta sekä vakuuksien riittävyys, mutta finanssikriisin jälkeen näihin päiviin asti keskuspankkirahoituksen kysyntään ovat vaikuttaneet myös muut seikat, ennen kaikkea kasvanut pankkien säätely ja lisääntynyt riskin kaihtaminen. Vakuuksiin liittyvät kysymykset ovatkin nousseet korostetusti koronapandemian aikana keskeiseen rooliin rahoituksen välityksen varmistamisessa. Vakuuksiin liittyviä kysymyksiä kuvataan Marjaana Hohdin ja Katri Järvisen artikkelissa Ei luottoja ilman vakuuksia.

Vuosina 2010–2012 ongelmat laajenivat myös eurooppalaisille valtionlainamarkkinoille. Velkakriisin aikana pk-yritysten rahoituskustannukset nousivat kriisimaissa erittäin paljon. Tähän vaikutti pitkälti eri maiden valtionlainojen korkoerojen kehitys, mikä heijastui pankkien rahoituskustannusten kautta yrityksiin ja kotitalouksiin. Tällaisessa tilanteessa pahimman kriisin kohdanneissa maissa rahoitusolot kiristyivät samaan aikaan, kun EKP kevensi rahapolitiikkaansa. Tämä heikensi rahapoliittisten toimien tehoa merkittävästi.

Lopulta kolmanneltakin oletukselta murtui pohja, kun inflaatio alkoi jäädä selvästi tavoitteestaan. Eurooppalaisen valtionvelkakriisin jälkimainingeissa ja deflaatiokierteen uhatessa EKP:n ohjauskorko oli laskettu käytännössä nollaan ja jopa sitä alemmaksi. Tuolloin rahapolitiikan perinteinen elvytysvara alkoi olla kulutettu loppuun samaan aikaan kun deflaatiokierre oli noussut merkittäväksi uhaksi. Tarve epätavanomaisille rahapolitiikkatoimille oli ilmeinen.

Rahapolitiikan epätavanomaiset toimet otettiin käyttöön, kun korkojen nollaraja lähestyi

Keskuspankki tukee talouskasvua sekä työllisyyttä normaalisti ohjauskorkoaan laskemalla. Tämä puolestaan kasvattaa hintapaineita ja johtaa aikaa myöden inflaation kiihtymiseen. Viime vuosien pitkittynyt hitaan inflaation jakso on ylläpitänyt tarvetta keventää rahoitusoloja siitä huolimatta, että korkotaso on ollut ennätysalhainen.

Nimelliskorkojen laskeminen negatiiviseksi on kuitenkin hankalaa ja laajasti jopa mahdotonta toteuttaa. Kun keskuspankki laskee ohjauskorkonsa negatiiviseksi, syntyy talouden toimijoille kannustin vaihtaa varallisuuttaan käteiseen. Rahamäärien kasvu ei kuitenkaan tue taloutta, mikäli

rahaa ei kuluteta. Laajamittainen siirtymä käteiseen pienentäisi pankkitalletusten määrää ja söisi siten pankkien rahoituspohjaa. Niinpä pankit eivät olekaan olleet halukkaita laskemaan, ainakaan kotitalouksien talletusten, korkoja alle nollan, vaikka keskuspankin ohjauskorko on ollut euroalueella lievästi negatiivinen jo vuoden 2014 kesäkuusta lähtien. Tämä puolestaan kaventaa pankkien rahoituskatetta, mikä pienentää pankkien kannustimia myöntää luottoja ainakaan entisillä marginaaleilla.[5]

Näiden tekijöiden vuoksi keskuspankin ohjauskorolla on efektiivinen alaraja, vaikka käytäntö on osoittanut, että tämä raja on jonkin verran nollan alapuolella.

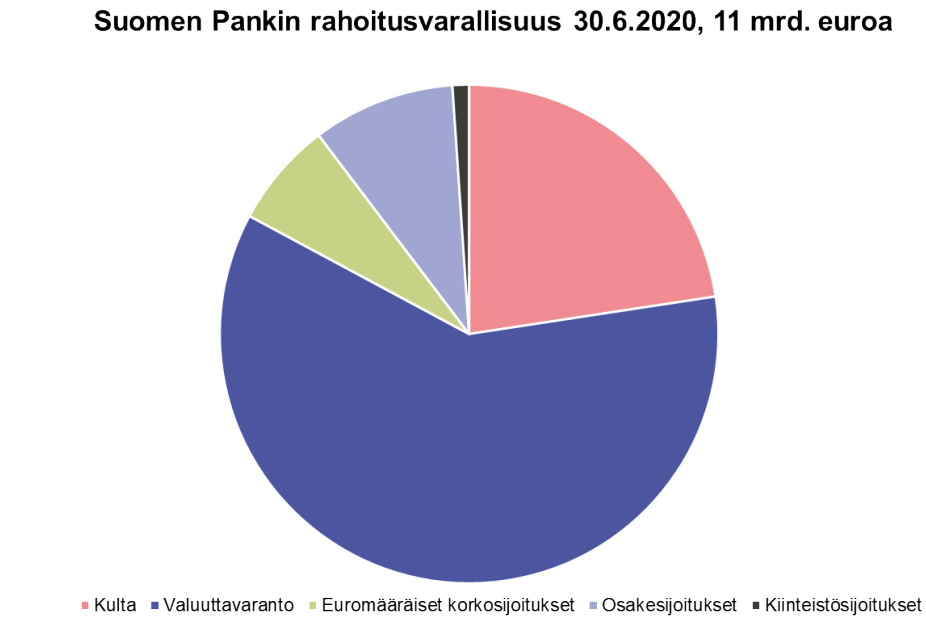
Kun perinteisen rahapolitiikan elvytysvara on ainakin lähes täyskäytössä ja rahapoliittiselle elvytykselle on edelleen ollut lisätarve, eurojärjestelmä on laajentanut rahapolitiikan välineistöään. Lyhyen riskittömän koron ohjauksen lisäksi on ryhdytty vaikuttamaan pitempiin korkoihin ja riskilisiin.

Pitkät korot muodostuvat lyhyiden korkojen odotetusta suuruudesta pitemmällä aikavälillä. Kriisien aikana EKP on alkanut ennakoida omaa tulevaisuuden korkouraansa (toisin sanoen ohjauskorkojen tasoa lähivuosina) ns. ennakoivalla viestinnällä (*forward guidance*). Kun keskuspankki viestii tulevasta korkourasta, korkoihin liittyvä epävarmuus pienenee, mikä laskee niihin liittyviä riskilisiä. Tämä keventää rahoitusoloja. Lisäksi pitkäkestoinen sitoutuminen mataliin korkoihin on omiaan jo suoraan alentamaan pitempiä korkoja. EKP onkin ennakoinut viestinnässään korkojensa tulevaa kehitystä jo vuodesta 2013 lukien.

Koronapandemiassa rahapolitiikan toimia laajennettiin edelleen

Arvopapereiden laajamittaisilla ostoilla keskuspankki vaikuttaa arvopapereiden hintoihin. Esimerkiksi joukkolainan hinnan nousu merkitsee sen tuoton (koron) laskua. EKP on tehnyt mittavia rahapoliittisia suoria ostoja valtionlainamarkkinoilla ja yksityisen sektorin joukkolainoilla vuodesta 2015 lukien. Tällä tavoin eurojärjestelmä on kyennyt edelleen keventämään rahoitusoloja tilanteessa, jossa inflaationäkymät ovat sinnikkäästi pysyneet EKP:n hintavakaustavoitetta pienempinä (kuvio 3). Viimeisin laaja rahapoliittinen osto-ohjelma aloitettiin koronapandemian kärjistyttyä maaliskuussa 2020. Ohjelman puitteissa eurojärjestelmä voi ostaa ensi vuoden puoliväliin mennessä jopa 1 350 mrd. euron edestä eurooppalaisia joukkolainoja. Ostoilla lievitetään koronapandemian rahoitusoloja kiristävää vaikutusta (Rahapolitiikan osto-ohjelmien toteutus Suomen Pankissa).

Kuvio 3.



Lähde: Suomen Pankki.
20.8.2020
eurojatalous.fi

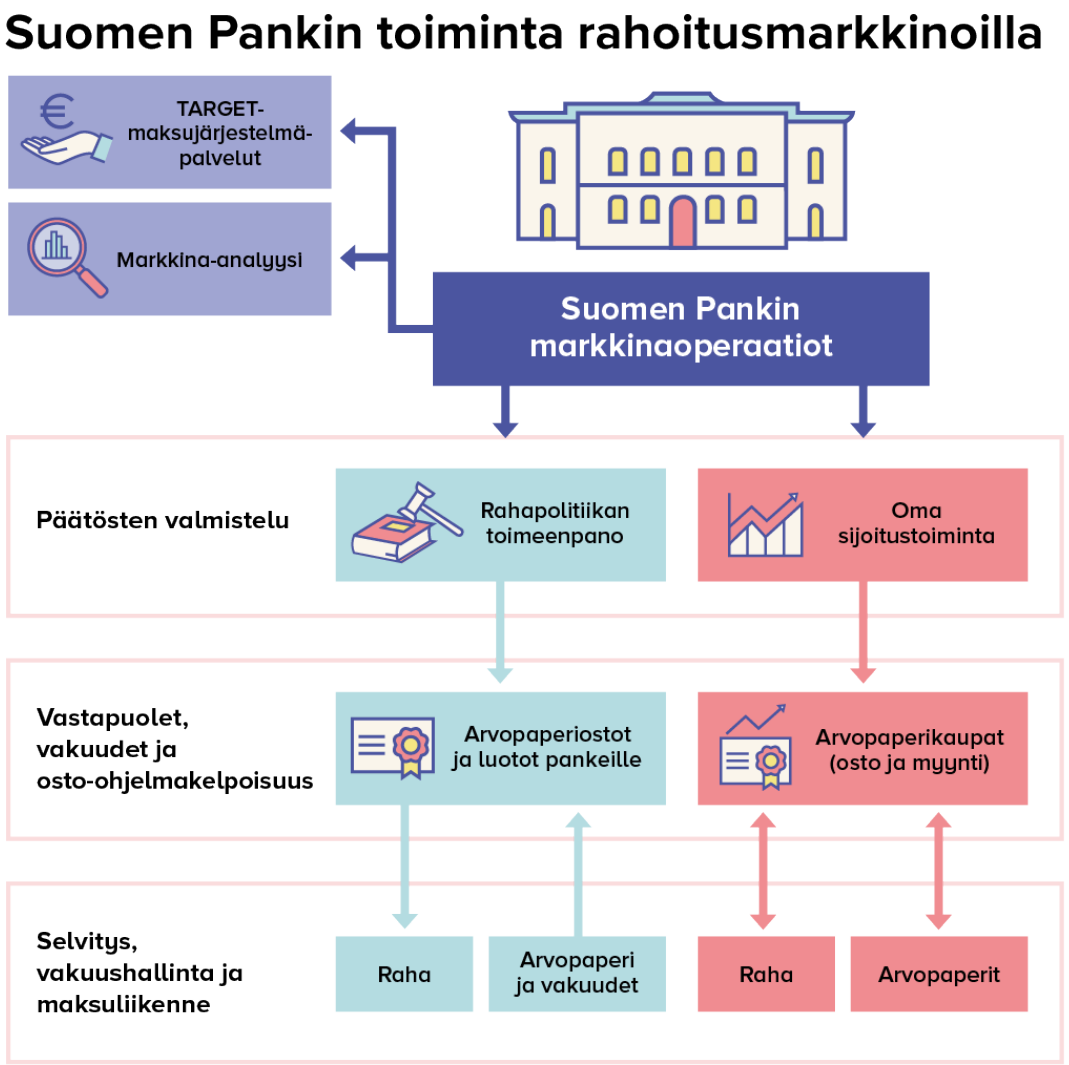
Eurojärjestelmä on myös helpottanut pankkiluottojen myöntämistä ryhtymällä tarjoamaan juoksuajaltaan pitkiä (aina neljään vuoteen asti) luottoja pankeille erittäin edullisin korkoehdoin. Pitkäkestoisen rahoituksen halvimman hinnan edellytyksenä pankkien on täytynyt kasvattaa luotonantoaan reaalitaloudelle. Viimeisimmässä pitkien kohdennettujen operaatioiden sarjassa rahan hinta laskettiin vastauksena koronapandemian talousvaikutuksiin ensi kertaa jopa alle koron, jota EKP maksaa pankkien keskuspankissa pitämille talletuksille. Alhaisen hinnan ansiosta kesäkuun 2020 operaatiossa euroalueen pankeille lainattiinkin yli 1 300 mrd. euron edestä (Ennätysmäärä luottoja suomalaisille pankeille ja taloudelle).

Keskuspankkiluotot ovat aina vakuudellisia, eli luoton saajan täytyy toimittaa arvopapereita tai muita omaisuuseriä keskuspankin haltuun ennen luoton maksamista. Kun keskuspankkiluotot kasvavat satoihin jopa tuhansiin miljardeihin euroihin, pankkien vakuuksien riittävyys muodostuu yhä kriittisemmäksi rajoitteeksi luottomäärien kasvun kannalta. EKP onkin koronapandemian aikana helpottanut luottojen vakuuksiksi kelpaavien arvopapereiden ehtoja useaan otteeseen. Tämän lisäksi kansallisille keskuspankeille on annettu mahdollisuus hyväksyä väliaikaisesti pankkilainoja vakuudeksi normaalia kevyemmin ehdoin ja menettelyin. Suomen Pankkikin on päättänyt ensi kertaa ottaa tällaisen lisälainasaamiskehikon käyttöön syyskuun 2020 alusta lukien.[6]

Laajamittaiset arvopaperiostot ja pitkät lainaoperaatiot kasvattavat euroalueen

pankkijärjestelmän hallussa olevaa keskuspankkirahan määrää (kuvio 4). Tämän seurauksena pankeilta vaadittavien vähimmäisvarantovelvoitteet ylittävän keskuspankkirahan, ns. ylimääräisen likviditeetin määrä euroalueella on kasvanut noin 2 800 mrd. euroon heinäkuussa 2020. Pankit tallettavat ylimääräisen likviditeetin eurojärjestelmän keskuspankkeihin päivittäin. Markkinakorkojen ohjauksen kannalta keskeisimmäksi keskuspankkikoroksi onkin noussut EKP:n talletuskorko, joka on ollut negatiivinen vuodesta 2014 lähtien. Kun markkinat odottavat ylimääräisen likviditeetin pysyvän pankkijärjestelmässä ja EKP:n pitävän talletuskorkonsa negatiivisena vuosien ajan, vähäriskisimmät markkinakorot ovat laskeneet nollan alapuolelle laajasti pitkin euroalueen tuottokäyrää.

Kuvio 4.



Lähde: Suomen Pankki.

Korkojen laskeminen negatiiviseksi, laajamittaiset avomarkkinaoperaatiot ja ennakoiva viestintä

ovat muuttaneet rahapolitiikan perinteistä toimeenpanoa euroalueella oleellisesti viime vuosina. Tämä muutos on luonnollisesti koskenut myös rahapolitiikan toimeenpanoa Suomen Pankissa. Näissä oloissa rahoitusmarkkinoiden seuranta on tärkeä osa rahapolitiikan päätösten valmistelua ja niiden toimeenpanon seurantaa. Erityisesti kriiseissä rahoitusmarkkinoiden seurannan merkitys korostuu, sillä orastavat ongelmat taloudessa ja rahoitusjärjestelmässä näkyvät yleensä ensimmäisenä rahoitusmarkkinoilla (Markkinoiden myllerryksessä on pysyttävä ajan tasalla).

Yhteiskunnan toiminnassa yleisesti ja rahapolitiikan toteutuksen ketjussa erityisesti yksi kriittisimmistä lenkeistä on transaktioiden häiriötön selvitystoiminta ja maksujärjestelmien toimivuus. Kriittisiä järjestelmiä rakennetaankin yhä enemmän eurojärjestelmätasolla. Tällä haetaan paitsi operatiivista tehokkuutta myös kustannusmielessä tehokkaita ratkaisuja. Teemu Peltoniemen artikkelissa (Suomen Pankki ylläpitää ja kehittää yhteistä eurooppalaista rahoitusmarkkinainfrastruktuuria) kuvataan keskeisimpiä eurojärjestelmän tuottamia järjestelmiä sekä Suomen Pankin roolia niissä.

ⓘ Rahapolitiikan päätöksenteko euroalueella

Euroalueella rahapoliittiset päätökset tekee EKP:n neuvosto. Sen jäseninä ovat EKP:n johtokunnan jäsenet sekä kaikkien euroalueen kansallisten keskuspankkien pääjohtajat. Suomen Pankin pääjohtajalla on siten keskeinen asema koko Euroopan rahoitusolojen määrittelyssä.

Neuvoston päätöksenteon tukena toimii kaikkien eurojärjestelmän keskuspankkien asiantuntijoista koostuvia komiteoita. Rahapolitiikan valmistelun ja toimeenpanon kannalta merkittävimpiä komiteoita ovat rahapolitiikkakomitea (MPC) ja markkinaoperaatioiden komitea (MOC). Suomen Pankin asiantuntijoilla onkin hyvät kanavat vaikuttaa euroalueen rahapolitiikkaan sen valmisteluvaiheessa. Vaikuttavuudessa onnistuminen riippuu oleellisesti suomenpankkilaisten kyvyistä tehdä laadukasta tutkimusta, oikea-aikaista analyysiä ja verkottua kansainvälisten kollegoittensa kanssa.

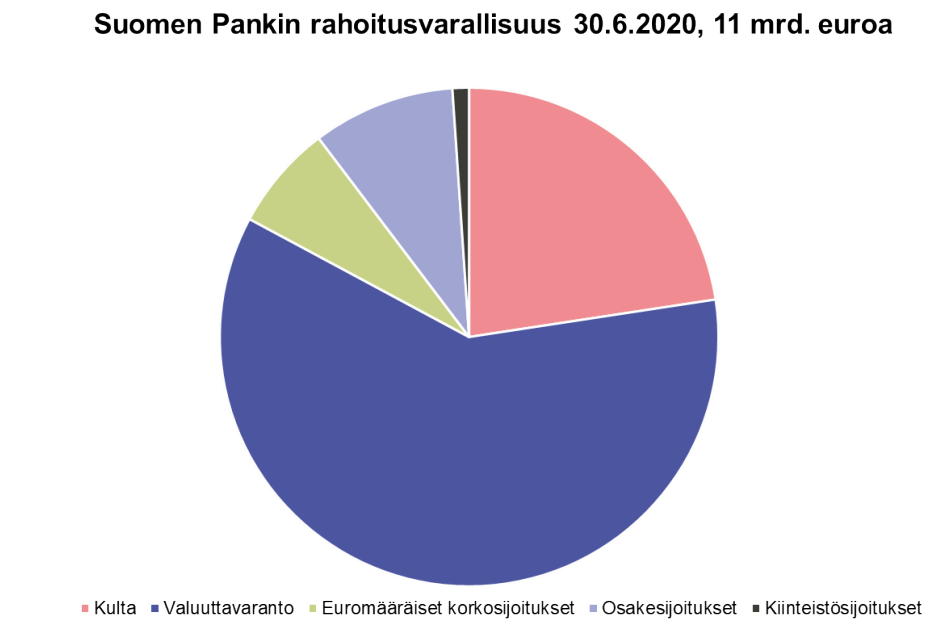
Keskuspankki reagoi sijoittajana muuttavaan toimintaympäristöön ja tarvittaessa poikkeusoloihin

Osana eurojärjestelmää Suomen Pankin taseella on omat erityispiirteensä (Rahapolitiikan toteuttamiseen liittyvät taseriskit). Osa tase-eristä liittyy suoraan rahapolitiikan toteutukseen, josta päättää EKP:n neuvosto. Osasta tase-eriä, kuten valuuttavarannosta ja sijoitusvarallisuudesta, Suomen Pankki voi päättää itsenäisemmin EKP:n neuvoston asettamissa raameissa. Eurojärjestelmän kansalliset keskuspankit ovat taloudellisesti riippumattomia, ja niillä on eurojärjestelmän ensisijaiseen tavoitteeseen eli hintavakauden ylläpitämiseen liittyvien rahapoliittisten tehtävien lisäksi useita kansallisia tehtäviä.

Suoraan rahapolitiikkaan liittyvien saatavien ohella Suomen Pankilla on sijoitusvarallisuutta. EKP:n neuvosto asettaa puitteet kansallisten keskuspankkien rahoitusvarallisuuksien määrille (Agreement on Net Financial Assets). Sopimuksella varmistetaan, että kansallisten keskuspankkien oma varallisuudenhallinta on sopusoinnussa rahapoliittisten päämäärien kanssa. Esimerkiksi sallimalla kansallisten keskuspankkien sijoitusten kasvaa ennen finanssikriisiä (ja ennen rahapoliittisten arvopaperisalkkujen muodostamista) rajoitettiin tarvetta kasvattaa rahapoliittisia luotto-operaatioita liian suuriksi.

Kesäkuun 2020 lopussa Suomen Pankin sijoitusten eli rahoitusvarallisuuden koko oli noin 11 mrd. euroa. Se koostui kulta- ja valuuttavarannosta, euromääräisistä korkosijoituksista sekä osake- ja kiinteistösijoituksista.

Kuvio 5.



Lähde: Suomen Pankki.
20.8.2020
eurojatalous.fi

Suomen Pankin oman valuuttavaranto[7] on mitoitettu kooltaan sen suuruiseksi, mitä keskuspankkitehtävät edellyttävät. Valuuttavarannon kokoon vaikuttavat ensisijaisesti varautumisperusteiset tekijät: eurojärjestelmän keskuspankit ovat sitoutuneet tarvittaessa siirtämään osan valuuttavarannostaan EKP:lle interventiotarkoituksiin, ja toisaalta Suomen Pankki varautuu Suomen ulkoisesta maksukyvystä huolehtimiseen kriisiolosuhteissa. Suomen Pankki sijoittaa myös osaa EKP:n valuuttavarannosta. Tätä varantoa käytetään mahdollisiin eurojärjestelmän interventioihin.

Suomen Pankin valuuttavarannon koko oli kesäkuun lopussa 6,6 mrd. euroa ja kultavarannon markkina-arvo 2,5 mrd. euroa. Tyypillisesti keskuspankkien valuuttavarannot on sijoitettu hyvän luottoluokituksen joukkovelkakirjoihin maltillisella korkoriskillä ja hyvällä likviditeetillä. Suurin osa valuuttavarannosta on Yhdysvaltain dollarin määräistä. Valuuttavarannossa on lisäksi Englannin punnan ja Japanin jenin määräisiä velkakirjoja. IMF-saamisten kautta Suomen Pankin valuuttariski hajautuu pieniltä osin myös Kiinan juanin määräisiin velkakirjoihin. Varanto on sijoitettu valtionlainoihin, valtiosidonnaisiin lainoihin, vakuudellisiin lainoihin ja yrityslainoihin.

EKP:n valuuttavarannon hallinta

Kansalliset keskuspankit siirsivät euron käyttöönoton yhteydessä EKP:n taseeseen varantoja pääoma-avaimen mukaisissa suhteissa. EKP:n valuuttavarannot on nykyisin sijoitettu pääasiassa Yhdysvaltain dollarin, Japanin jenin ja Kiinan renminbin määräisiin valtioiden liikkeeseen laskemiin velkakirjoihin. Suomen Pankki hallinnoi osaa EKP:n valuuttavarannosta. Tätä varantoa käytetään mahdollisiin eurojärjestelmän valuuttainterventioihin, niinpä sen hoidossa korostuvat turvallisuus ja likvidiys.

EKP:n valuuttavarantoon liittyvät päätökset tehdään eurojärjestelmän tasolla keskitetysti, mutta sen hallinnointi toteutetaan hajautetusti kansallisten keskuspankkien kautta. Hajautetussa mallissa tapahtuu kuitenkin erikoistumista ja toiminnan rationalisointia salkkukokonaisuuksia yhdistelemällä. Esimerkiksi Suomen Pankki ja Viron keskuspankki hallinnoivat yhdessä yhdistettyä varanto-osuuttaan niin, että toiminnan markkinoilla hoitaa Suomen Pankki. Lisää tehokkuutta on haettu myös sillä, että Suomen Pankin hallinnoiman varanto-osuuteen liittyvästä kauppojen selvitystoiminnasta vastaa EKP. On selvää, että esimerkiksi varannon hoitoon liittyvien tietotekniikka- ja järjestelmäkehitysprojektien suhteen on saavutettavissa skaalaetuja tekemällä asioita yhdessä eurojärjestelmän tasolla. Hajautetun mallin etuihin kuuluu laajan yhteistyöverkon kautta saatava informaatio ja oppiminen ja toisaalta mahdollisuus vaikuttaa suoraan ja läpinäkyvästi kokonaisuutta koskevaan päätöksentekoon.

Taseanalyysin perusteella Suomen Pankki sijoittaa osan rahoitusvarallisuudestaan kansainvälisille osake- ja kiinteistömarkkinoille. Nämä ns. pitkäaikaiset sijoitukset hajauttavat taseessa olevia riskejä ja parantavat taseen ominaisuuksia erilaisissa markkinatilanteissa. Osa pitkäaikaisista sijoituksista on tehty pankin työntekijöiden eläkevastuiden kattamiseksi. Pitkäaikaisten sijoitusten markkina-arvo oli kesäkuun lopussa 2020 noin miljardi euroa. Sijoitukset tehdään ulkoisten salkunhoitajien ja rahastojen kautta.

Talouden kriisitilanteissa myös euroalueen keskuspankit pystyvät panemaan toimeen kansallisia tukitoimia. Esimerkiksi maaliskuun 2020 puolivälissä viestit suomalaisten yritysten yritystodistusmarkkinalta kertoivat yritysrahoituksen tyrehtymisestä: markkinan tavanomaiset osapuolet eivät olleet halukkaita tai pystyneet uudelleen investoimaan erääntyviä yritystodistuksiaan, vaan suosivat varojen pitämistä käteisenä. Suomen Pankki reagoi tilanteeseen

nopeasti aloittamalla sijoitustoiminnan, oman riskienhallintakehikkonsa puitteissa, yritystodistusmarkkinoilla muutamien päivien sisällä markkinoiden likviditeetin katoamisesta. Suomen Pankin läsnäolo yritystodistusmarkkinalla helpotti suoraan Suomen Pankin riskienhallintakriteerit täyttävien yritysten lyhytaikaisen rahoituksen tilannetta ja vapautti välillisesti pankkien taseita muiden suomalaisten yritysten luototukseen (ks. Suomen Pankki käynnisti toimintansa yritystodistusmarkkinoilla).

Matalan korkotason ympäristö asettaa haasteita myös keskuspankin sijoitustoiminnan lyhyen ajan tuottonäkymille. Matala korkotaso, tuottokäyrien loiva muoto ja luottoriskilisien pienuus luovat ympäristön, jossa lisäriskinotosta saatava lisätuotto on historiallisesti arvioiden hyvin vähäistä. Yksityisen sektorin sijoittajien allokaatiot ovat alhaisten korkojen ajanjaksolla muuttuneet tuottohakuisesti tyypillisesti riskillisempään ja epälikvidimpään suuntaan. Myös Suomen Pankin sijoitusallokaatiossa osakkeiden ja kiinteistösijoitusten osuus on kasvanut viime vuosina, mutta hyvin maltillisesti. Keskuspankkitoimintojen lähtökohdista arvioiden likvidiyden vaade ja yksittäisen sijoituksen riskitaso sulkevat sijoitusvalikoimasta pois esimerkiksi listaamattomat pääomasijoitukset. Sama koskee myös listaamattomia velkapääomasijoituksia ja strukturoitua luottoriskiä.

ⓘ Keskuspankin sijoitustoiminnan erityispiirteitä

Suomen Pankin sijoitustoiminnan tavoitteet ovat turvallisuus, likvidiys ja tuotto. Tavoitteiden järjestys ei ole sattumaa, sillä keskuspankki on varovainen sijoittaja. Tavanomaista suurempi sijoitusten likvidiysvaade perustuu keskuspankkitehtäviin, valuuttavarannon rooliin ja kykyyn reagoida mahdollisiin rahoitusmarkkinakriiseihin tai poikkeusoloihin. Koska Suomen Pankki toteuttaa rahapolitiikkaa, se on hyvin erilainen sijoittajana esimerkiksi tyypilliseen instituutiosijoittajaan verrattuna.

Turvallisuuden ja likvidiyden asettamien ehtojen puitteissa sijoitustoiminnalla tavoitellaan parasta mahdollista tuottoa. Tällä pyritään varmistamaan esimerkiksi pankin riskipuskureiden reaaliarvoinen kehitys. Tarvittavien riskipuskurien määrä kasvaa toisaalta talouskasvun ja inflaation myötä sekä toisaalta rahoitussektorin muutosten seurauksena.

Tässä yhteydessä on syytä korostaa keskuspankin eroa ns. sovereign wealth fundeihin tai

valtioiden sijoitusrahastoihin. Niiden sijoitustoiminta on tyypillisesti huomattavasti tuottohakuisempaa ja likviditeettivaade olematon. Niiden tarkoituksena on siirtää ja säilyttää usein luonnonvarojen käytöstä nykyhetkellä saatavan tulovirran generoima varallisuus yli sukupolvien. Valtion sijoitusrahastoilla taas sijoitustoiminnan tavoitteet saattavat olla esimerkiksi teollisuus- tai aluepolitiikkaan liittyviä. Keskuspankin riskinottohalu ja -kyky määräytyvät lakisääteisistä keskuspankkitehtävistä. Oman kulta- ja valuuttavarannon hallinnan ja pitkäaikaisen sijoittamisen ensisijaisena tavoitteena on rahoitusjärjestelmän vakauden ja toimivuuden turvaaminen kaikissa mahdollisissa tilanteissa. Suomen Pankin taseen ja riskipuskureiden vahvistaminen pitkäjänteisesti palvelee tätä tavoitetta ja varmistaa pankin toimintakyvyn kriiseissä myös pitkälle tulevaisuuteen.

Sijoitustoimintaa harjoitetaan pitkäjänteisesti. Sijoitustoiminnan riskinoton on tärkeää olla tasolla, jolla keskuspankki voi sietää voimakastakin lyhyen ajan markkinaheiluntaa. Tämä on välttämätön ehto sille, että keskuspankki voi toimia politiikassaan vastasyklisesti markkinaliikkeisiin nähden eikä ole vahvistamassa markkinaliikkeitä omilla sijoitustoimillaan. Riskinottokyvyn ylläpitäminen korostuu kriisiaikoina eli juuri silloin, kun yksityisen sektorin toimijat ovat pakotettuja joko sääntelystä johtuvista tai riskienhallinnallisista syistä pienentämään riskejään.

Riskien läpinäkyvyys eli kyky tunnistaa ja mitata sijoituskohteen riskejä jatkuva-aikaisesti korostuu keskuspankin sijoitustoiminnassa. Matalan korkotason ympäristössä keskuspankin näkökulmasta sijoitustoiminnan laajentaminen edelleen nykyisten omaisuusluokkien sisällä maantieteellisesti tai sektorikohtaisesti ovat vaihtoehtoja sijoitussalkun edelleen hajauttamiseksi. Myös faktoripohjaiset sijoitusstrategiat ja temaattiset sijoitukset voivat olla keinoja parantaa salkun tuotto/riskisuhdetta. Yksi vahvimmista sijoittamiseen liittyvistä viimevuosien trendeistä on ollut vastuullisuuden huomioiminen toiminnassa (Suomen Pankki hallinnoi rahoitusvarallisuuttaan vastuullisesti). Huolimatta matalan korkotason ympäristöstä sijoituskohteen likvidiys ja läpinäkyvyys ovat edelleen tärkeitä kriteereitä sijoitusallokaatiota kehitettäessä.

Rahapolitiikka ja erityisesti sen toimeenpano ovat kokeneet suuren joukon mullistuksia vuonna 2008 alkaneesta finanssikriisistä lähtien. Vierailla vesillä navigointi on tarkkaa puuhaa, mutta kun vanhojen toimintamallien teho on heikentynyt, rahapolitiikan toteutuksessa on ollut pakko löytää uusia välineitä ja keinoja saada aikaan haluttu rahapoliittinen vaikutus. Rahapolitiikan uusien välineiden ja uudenlaisten toimintamallien innovoinnissa euroalue on hyötynyt eri kansallisten keskuspankkien heterogeenisista kokemuksista ajalta ennen rahaliittoa. Keskeisimpinä tekijöinä uuteen tilanteeseen sopeutumisessa ovat kuitenkin oikea-aikainen tilannekuvan muodostaminen

sekä laadukas rahapolitiikan toimeenpanoon liittyvä analyysi ja tutkimustoiminta. Tässä suhteessa Suomen Pankki on kyennyt olemaan yksi merkittävimpiä toimijoita viime vuosien kriiseissä.

Viitteet

1. Ks. Papadia ja Välimäki (2011) tai Suvanto ja Kontulainen (2016). Keskuspankin talletuskorko ja maksuvalmiusluoton korko määrittelevät korkoputken ylä- ja alarajat. Rahamarkkinakorot asettuvat tavallisesti tämän korkoputken sisälle. ↑
2. Rahapolitiikan välittymismekanismia koroista rahoitusoloihin ja odotuksiin sekä myöhemmässä vaiheessa talouteen laajasti katsottuna ja inflaatioon erityisesti ovat kuvanneet julkaisuissaan esimerkiksi Papadia ja Välimäki (2018) ja EKP (2011). ↑
3. Papadia ja Välimäki (2018). ↑
4. Keskuspankkien käyttämien huutokauppamenettelyjen teoreettinen pohja on esitetty teoksessa Central Bank Tenders: Three Essays on Money Market Liquidity Auctions (Välimäki, 2003). ↑
5. Tämän vaikutuksen pienentämiseksi eurojärjestelmä ei nykyisin sovella negatiivista korkoa kaikkiin pankkien keskuspankkitalletuksiin (katso Eurojärjestelmän porrastettu talletuskorkojärjestelmä). ↑
6. Ks. Hohti ja Järvinen (2020): Ei luottoja ilman vakuuksia. ↑
7. Ei sisällä osuutta EKP:n valuuttavarannoista. ↑

Asiasanat

eurojärjestelmä, korona, koronapandemia, markkinaoperaatiot, rahapolitiikka, Suomen Pankki