ANALYYSI

Keskuspankkien järeät toimet palauttivat vakauden kansainvälisillä dollarimarkkinoilla koronan iskiessä

28.5.2021 – Analyysi – Rahoitusvakaus

Pasi Ikonen
Vanhempi ekonomisti

Kimmo Koskinen
Neuvonantaja

Helinä Laakkonen
Toimistopäällikkö

Globaali talous- ja rahoitusjärjestelmä on hyvin riippuvainen lyhytaikaisen rahoituksen häiriöttömästä välittymisestä etenkin dollarirahoituksen osalta. Koronapandemian aiheuttama likviditeettikriisi osoitti, että järjestelmä on yhä herkkä epävarmuuden äkilliselle kasvulle, vaikka globaalin finanssikriisin jälkeen sen kestävyyttä on parannettu uudistamalla sääntelyä. Koronakriisi tarjoaa hyvän mahdollisuuden tarkastella kansainvälisen rahoitussääntelyn kokonaisvaikutuksia ja riittävyyttä. Se osoittaa myös, kuinka tärkeä ja tehokas keskuspankin turvaverkko on rahoitusvakauden varmistamiseksi.

Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajien omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

Reilu vuosi sitten, maaliskuussa 2020, maailman terveysjärjestö julisti koronaepidemian pandemiaksi ja useat maat ilmoittivat rajuista sulkutoimista, joiden tarkoitus oli estää viruksen leviäminen. Pelko sulkutoimien negatiivisista taloudellisista vaikutuksista ja kasvavista tappioista aiheutti kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla voimakasta epävarmuutta. Talletusten sekä muiden turvallisten ja likvidien sijoitustuotteiden kysyntä kasvoi räjähdysmäisesti, mikä aiheutti rahoitusmarkkinoilla likviditeettikriisin. Kriisi oli maailmanlaajuinen ja ulottui useisiin valuuttoihin. Erityisen vakava se oli kansainvälisillä dollarimarkkinoilla, sillä kansainvälinen talousjärjestelmä on hyvin riippuvainen lyhytaikaisesta dollarirahoituksesta[1].

Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on monimutkainen verkosto toisiinsa vahvasti kytköksissä olevia erilaisia lyhyt- ja pitkäaikaisia rahoitussopimuksia. Normaaliaikoina kansainvälisessä rahoitusjärjestelmässä on saatavilla lyhytaikaista dollarirahoitusta monissa muodoissa valuutta-aluerajat ylittäen. Dollareita tarvitsevat yritykset voivat hakea dollarimääräistä lainaa pankista tai hakea rahoitusta sijoittajilta[2] laskemalla liikkeeseen lyhytaikaisen dollarimääräisen yritystodistuksen niin Yhdysvalloissa kuin sen ulkopuolellakin. Lyhytaikaista dollarirahoitusta voidaan hankkia myös ns. synteettisesti valuuttajohdannaismarkkinoilta. Jos esimerkiksi eurooppalainen yritys ei saa dollarirahoitusta muualta, se voi vaihtaa euromääräisen velkansa dollareiksi valuuttaswapin[3] avulla.

---

1. Lyhytaikaisen kansainvälisen dollarirahoituksen sujuva välittyminen on erittäin tärkeää kansainväliselle kaupalle, jotta globaalien tuotantoketjujen väliset maksut välittyvät ilman häiriöitä. Lyhytaikaista dollarirahoitusta hyödynnetään paljon myös rahoitusmarkkinoilla mm. valuuttakurssiriskeiltä suojautumisessa sekä velkapaperien hinnoittelussa. Ks. lisää dollarin asemasta kansainvälisessä rahoitusjärjestelmästä esimerkiksi artikkeleista Laakkonen (2019) ja Koskinen ja Laakkonen (2018).
2. Rahamarkkinarahastot toimivat tärkeänä lyhytaikaisen rahoituksen välittäjänä sijoittajilta velallisille.
3. Valuuttajohdannaiset ovat yleensä hyvin lyhytaikaisia, ja niiden katsotaan vertautuvan rahoitussopimuksena vakuudelliseen dollarirahoitukseen (kuten takaisinostosopimukseen) (Egure-Martin et al., 2019).

Kriisitilanteessa lyhytaikaisen rahoituksen saatavuus saattaa heiketä merkittävästi, jos yleinen epävarmuus velallisten maksukyvykkyydestä kasvaa. Tällöin sijoittajat pyrkivät siirtämään varansa nopeasti turvallisimpiin sijoituskohteisiin[4] ja samalla pankit herkästi vähentävät riskillisempiä toimintojaan, kuten esimerkiksi valuuttasuojausjohdannaisten tarjontaa. Tällöin epävakaamman, erityisesti vakuudettoman lyhytaikaisen rahoituksen hinta voi kasvaa merkittävästi ja saatavuus voi heiketä hyvin äkillisesti. (Davies ja Kent, 2020.)

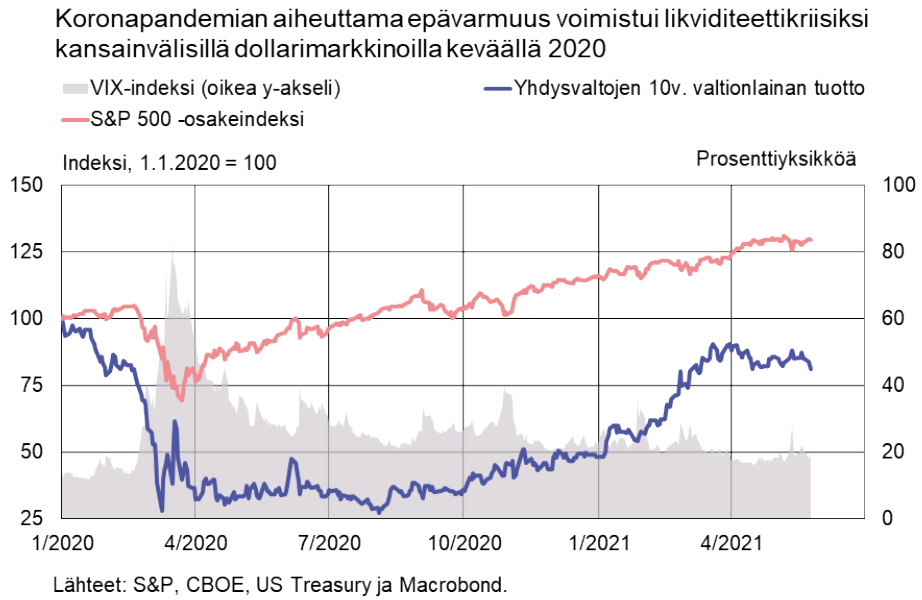
Ristiinkytkökset, läpinäkymättömyys ja riippuvuus lyhyestä epävakaasta rahoituksesta luovat globaaliin rahoitusjärjestelmään likviditeettiriskin, joka realisoitui mm. finanssikriisissä ja viimeisimmäksi koronakriisin yhteydessä maaliskuussa 2020. Globaalin finanssikriisin jälkeen likviditeettiriskiä on pyritty vähentämään lukuisilla sääntelyuudistuksilla, mutta pandemian aiheuttama sokki osoitti, että kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on edelleen haavoittuva äkilliselle epävarmuuden kasvulle. Vakauden palauttamiseen tarvittiin järeitä toimia rahoitusvalvojilta ja keskuspankeilta, etenkin Yhdysvaltojen Fediltä. Tässä artikkelissa kuvataan maaliskuisen likviditeettikriisin keskeiset tapahtumat ja vakauden palauttamiseksi tehdyt politiikkatoimenpiteet. Lopuksi keskustellaan, mitä tapahtumista voidaan oppia kansainvälisen rahoitussääntelyn näkökulmasta.

Rahan hamstraus johti likviditeettikriisiin

Uutiset koronaviruksen leviämisestä ja vaikutuksista alkoivat kasvattaa epävarmuutta rahoitusmarkkinoilla alkuvuonna 2020. Sijoittajat hakivat turvaa ja pyrkivät siirtämään omaisuuttaan riskillisimmistä arvopapereista turvallisempiin kohteisiin, mikä aiheutti voimakasta hintojen heilahtelua arvopaperimarkkinoilla (kuvio 1). Osakemarkkinoilla hinnat laskivat, korkean luottoriskin yritysten ja valtioiden riskilisät nousivat ja turvasatamana pidettyjen sijoituskohteiden, kuten Saksan ja Yhdysvaltojen valtionlainojen korot laskivat. Valuuttamarkkinoilla dollari vahvistui ja erityisesti nousevien talouksien valuutat heikkenivät. Samalla kansainvälisen dollarirahoituksen saatavuuden heikkenemisestä alkoi tulla ensimmäisiä merkkejä esimerkiksi johdannaismarkkinoilta.

4. Esimerkiksi Yhdysvaltalaisiin pankkeihin talletetut dollarit ovat Yhdysvaltojen talletussuojan piirissä ja siksi yksi turvallisimmista sijoitusten säilytyskohteista. Yhdysvaltalaiset pankit saavat myös likviditeettitukea tarvittaessa Fediltä turvatakseen dollarirahoituksen jatkumisen. Myös osalla kansainvälisistä pankeista on mahdollisuus saada dollarirahoitusta keskuspankiltaan, jolla on swap-linja Fedin kanssa. Lisäksi osa rahamarkkinarahastoista on valtion takaamia ja osassa rahoitussopimuksista käytetään muita vakuuksia, mikä tekee niistä muita turvallisempia sijoituskohteita.

Kuvio 1.



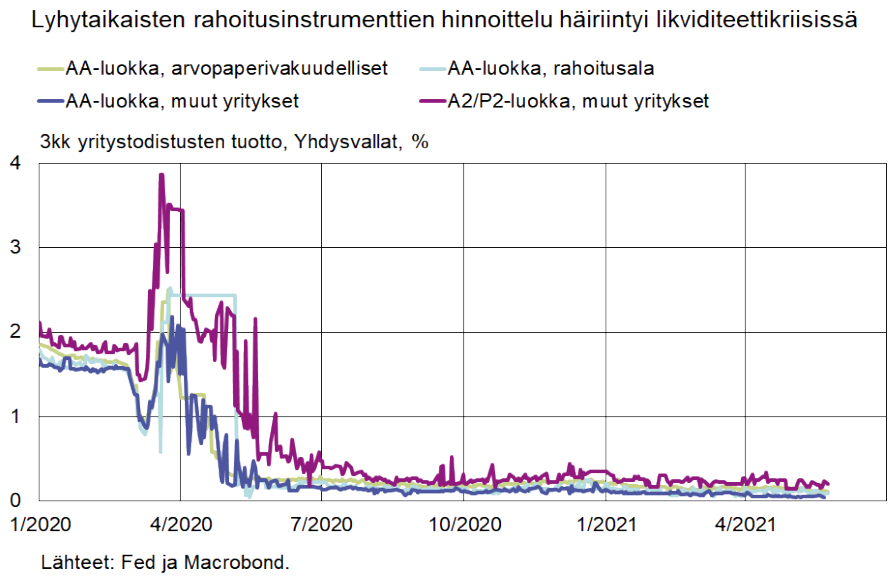
Epävarmuus johti likviditeettikriisiin sen jälkeen, kun maailman terveysjärjestö julisti koronaepidemian pandemiaksi 11.3.2020 ja useat maat ilmoittivat rajuista sulkutoimista sen leviämisen estämiseksi.[5] Tämä laukaisi ennennäkemättömän kysynnän rahalle sen likvideimmissä ja turvallisimmissa muodoissa. Sijoittajat halusivat turvaa, rahoituksen välittäjät halusivat varmistaa likviditeettipuskuriensa riittävyyden ja samaan aikaan yritykset tarvitsivat rahaa varautuakseen myynnin romahtamisesta johtuviin kassavajeisiin pystyäkseen turvaamaan tulevat kulut, kuten palkat, vuokrat ja lainanlyhennykset.

Rahan hamstraus aiheutti markkinoilla arvopaperien myyntiaallon, jonka lopputuloksena useilla markkinoilla kaupankäynti ja hinnanmuodostusprosessi häiriytyivät vakavasti.[6] Vakavimmat häiriöt kohdistuivat lyhytaikaisen dollarirahoituksen markkinoihin ja toimijoihin, kuten talletustodistuksiin ja yritystodistuksiin sijoittaviin rahamarkkinarahastoihin, sekä valuuttajohdannaismarkkinoille. Likviditeettiongelmia oli lisäksi erityisesti myös sellaisilla rahoitusmarkkinoilla, joiden markkinamekanismi nojaa välittäjiin, kuten yritysjoukkolainamarkkinoilla. Pahimmillaan häiriö ulottui jopa Yhdysvaltojen asuntolainavakuudellisten joukkolainojen ja valtionlainojen markkinoille, joita pidetään yleisesti maailman turvallisimpina arvopapereina myös likviditeetin osalta. Dollareiden tarpeessa näitäkin arvopapereita myytiin siinä määrin, että niiden tuotot lähtivät äkilliseen nousuun (kuvio 1).[7]

5. Financial Stability Board on laatinut seikkaperäisen selonteon maaliskuun markkinatapahtumista aikajanoineen (FSB, 2020).
6. Runsas kaupankäyntiaktiviteetti aiheutti myös operationaalisia haasteita, kuten lisääntyneitä ongelmia arvopaperien selvityksessä, kun työntekijöitä oli siirretty äkillisesti etätöihin (FSB, 2020).
7. Yhdysvaltojen valtionlainoja myivät dollaritarpeissaan etenkin ulkomaiset keskuspankit (Novic, Veiner et. al., 2020), mutta likviditeettipaineita lisäsivät myös eräät velkavipua hyödyntäneet rahastot, jotka purkivat johdannaispositioitaan niiden käytyä turbulenssissa kannattamattomiksi. Yhdysvaltojen rahoitusvalvoja SEC:n mukaan tämä saattoi voimistaa markkinareaktioita (Kothari et. al., 2020).

Rahoitusmarkkinahäiriön vuoksi rahoitusolot kiristyivät huomattavasti lyhyessä ajassa. Yritykset ja rahoitusyhtiöt eivät pystyneet laskemaan liikkeeseen lyhytaikaisia rahoitusinstrumentteja heikon kysynnän vuoksi (kuvio 2). Tämä lisäsi osaltaan yritysten tarvetta realisoida omistuksiaan rahan saamiseksi ja hakea rahoitusta pankeista. Pankit myönsivät yrityksille kriisin ensikuukausina huomattavasti lainaa korvaten markkinavarainhankintaa ja lieventäen sokin vaikutuksia. Riskillisten yritysluottojen myöntäminen asetti kuitenkin paineita pankkien oman taseen riskien hallintaan epävarmassa tilanteessa.

Kuvio 2.



Koronakriisin syy oli epäilemättä äkillinen sokki, joka laukaisi ennennäkemättömän käteisen kysynnän. Koronakriisin tapahtumien jälkipuinnissa on kuitenkin havaittu eräitä odottamattomia tekijöitä, jotka saattoivat voimistaa likviditeettivajetta kriisin keskellä. Ensimmäinen tällainen tekijä oli markkinavolatiliteetin kasvusta johtuneet äkilliset vakuusvajeet (margin call), jolloin keskusvastapuolet joutuivat oman riskienhallintansa vuoksi vaatimaan pankeilta ja sijoittajilta lisävakuuksia hyvinkin nopealla aikataululla. Keskusvastapuolten käyttö markkinoilla vähentää vastapuoliriskejä, mikä edesauttaa rahoituksen häiriötöntä välitystä. Vakuusvaatimusten lisääminen vähensi keskusvastapuolien riskejä ja varmisti niiden omaa kestokykyä kriisissä. Samalla se kuitenkin lisäsi pankkien ja vakuutusyhtiöiden tarvetta hankkia lisää vakuuskelpoista likvidiä varallisuutta. Tämän on arvioitu pahentaneen likviditeettipulaa markkinoilla ja voimistaneen kriisiä (Kothari et. al., 2020). Lisäksi on esitetty, että joidenkin keskusvastapuolten käyttämät mallit painottivat liikaa ennen kriisiä vallinnutta alhaisen markkinavolatiliteetin aikaa, minkä takia volatiliteetin noustua kriisissä mallit alkoivat vaatia huomattavia lisävakuuksia (Huang ja Takáts, 2020).

Toinen markkinamekanismin toimivuutta mahdollisesti häirinnyt tekijä oli se, että pankkien kyky tai halu toimia markkinatakaajana rahoitusmarkkinoilla oli heikentynyt mahdollisesti johtuen tiukoista sääntelyrajoituksista. Pankkien riskinotto ei ole tiukentuneiden sääntelyrajoitusten vuoksi enää yhtä taloudellisesti kannattavaa, joten

niillä voi olla kannustimet kriisitilanteissa huolehtia omasta selustastaan sen sijaan, että ne huolehtisivat rahoitusmarkkinoiden sujuvuudesta.[8] , [9] Markkinatakaukseen liittyvät ongelmat korostuivat etenkin epälikvidimmillä markkinoilla, jotka ovat riippuvaisia välittäjäpankeista, kuten yritysjoukkolainamarkkinoilla (kuvio 3). Markkinalikviditeettiongelmat näillä markkinoilla johtivat siihen, että käteistä saadakseen toimijat joutuivat myymään turvallisia arvopapereita, kuten Yhdysvaltojen valtionlainoja.

Kuvio 3.

Keskuspankkien toimenpiteet palauttivat rahoitusvakauden

Pandemian aiheuttama rahoitusmarkkinasokki oli poikkeuksellisen raju, ja sen rauhoittamiseksi tarvittiin hyvin järeitä toimenpiteitä. Kehittyneiden maiden keskuspankit laskivat korkoja, laajensivat olemassa olevia arvopapereiden osto-ohjelmiaan ja antoivat laaja-alaisesti likviditeettitukea pankeilleen – myös vakuusehtojen ja -menettelyn helpottamisen muodossa. Nousevissa talouksissa osa keskuspankeista puolusti valuuttakurssejaan interventioilla ja käytti ensimmäistä kertaa epätavanomaisia rahapolitiikan keinoja tukeakseen oman valuutan määräisiä joukkovelkakirjalainamarkkinoitaan. Kriisinhoitoon kontribuoivat rahapolitiikan lisäksi omalta osaltaan muutkin politiikkalohkot ja kansainväliset instituutiot. Myös

8. Koskinen ja Laakkonen (2018) tarkastelivat kansainvälisessä rahoitusjärjestelmässä viime vuosikymmenen aikana tapahtuneita muutoksia järjestelmän likviditeettiriskiin ja toteavat, että likviditeettiriskin vaikutukset ovat nykyisessä järjestelmässä pankkien sijaan suuremmat sijoittajille ja velallisille. Pankkien oman riskienhallinnan pitää epäilemättä olla niiden prioriteettilistan kärjessä, mutta on hyvä huomata, että jos pankit eivät kykene toimimaan markkinatakaajana, ainoaksi vaihtoehdoksi jää, että yksisuuntaisilla markkinoilla ostajaksi tulee keskuspankki.

9. Davies ja Kent (2020) huomauttavat myös, että dollarikysynnän kasvu osui kvartaalin loppuun, jolloin pankkien taseet ovat normaalissakin markkinatilanteessa tyypillisesti melko joustamattomia.

rahoitussääntelyssä otettiin käyttöön monenlaisia joustoja, jotka helpottivat rahoituksenvälittäjien taseisiin kohdistuneita paineita ja edistivät rahoituksenvälitystä.

Kansainvälisen dollarirahoitusmarkkinan vakauden kannalta keskeinen toimija on Yhdysvaltojen keskuspankki Fed. Fedin laajamittaiset toimet lisäsivät dollarimääräistä likviditeettiä niin kotimaassa kuin kansainvälisesti ja todennäköisesti estivät likviditeettikriisin pahenemisen laaja-alaisemmaksi rahoitusmarkkinoiden romahdukseksi. Kotimaisista operaatioista merkittävimpiä olivat laaja-alaiset arvopaperiostot Yhdysvaltojen valtionlainamarkkinoilla ja asuntolainavakuudellisten arvopapereiden markkinoilla. Maaliskuun ja toukokuun välisenä aikana Fed osti näiltä markkinoilta noin 2100 mrd. USD:n arvosta arvopapereita, mikä lisäsi dollarilikviditeetin määrää järjestelmässä. Lisäksi Fed perusti erilaisia rahoitusvälineitä, jotka suunnattiin rahoituslaitoksille, yrityksille sekä osavaltion- ja paikallishallinnoille.

Kansainvälisen dollarimarkkinan osalta keskeinen likviditeettityökalu oli Fedin ja muiden keskuspankkien väliset swap-linjat[10], joita käytettiin onnistuneesti likviditeettiongelmien ratkaisussa myös globaalissa finanssikriisissä. Kansainvälisen swap-linjan kautta ulkomainen keskuspankki voi vaihtaa Fedin kanssa omaa valuuttansa dollareihin markkinahintaisella valuuttakurssilla, ja taas takaisin omaksi valuutakseen samalla valuuttakurssilla sovittuna ajankohtana tulevaisuudessa. Fediltä saaduilla dollareilla keskuspankki voi tarjota dollarilikviditeettiä oman valuutta-alueensa pankeille, jos niillä on vaikeuksia saada dollareita rahoitusmarkkinoilta.

Fedillä on pysyvä swap-linja viiden keskeisimmän keskuspankin kanssa (EKP, BoE, BoJ, BoC ja SNB)[11]. Maaliskuun 19. päivä Fed ilmoitti avaavansa väliaikaisesti rajoitetumpia swap-linjoja myös muihin keskuspankkeihin. Australian, Brasilian, Korean, Meksikon, Singaporen ja Ruotsin keskuspankeilla oli tarvittaessa mahdollisuus saada Fediltä maksimissaan 60 mrd. USD, ja Tanskan, Norjan ja Uuden-Seelannin keskuspankit olisivat saaneet swap-linjan kautta tarvittaessa 30 mrd. USD. Väliaikaiset swap-linjat määriteltiin aluksi olemaan voimassa vähintään kuusi kuukautta, mutta kesäkuun lopussa niitä jatkettiin maaliskuun 2021 loppuun ja joulukuun puolivälissä edelleen syyskuun 2021 loppuun.

Arvioiden mukaan swap-linjat helpottivat kansainvälistä dollarilikviditeettitilannetta (Cetorelli et al., 2020). Swap-linjojen käyttö alkoi kasvaa nopeasti maaliskuun 19. päivä, ja ne saavuttivat maksimitasonsa (449 mrd. USD) toukokuun 27. päivä, jonka jälkeen niiden käyttö väheni (kuvio 4). Swap-linjoja käyttivät eniten EKP (143 mrd. USD 27.5.) ja Japanin keskuspankki (226 mrd. USD 27.5.). Euroalueella EKP välitti dollarimääräistä rahoitusta etenkin pankkien tarpeisiin, kun taas Japanissa dollarirahoitusta tarvitsivat etenkin henkivakuutusyhtiöt sijoitustensa riskienhallintaan (Setser et al., 2020).

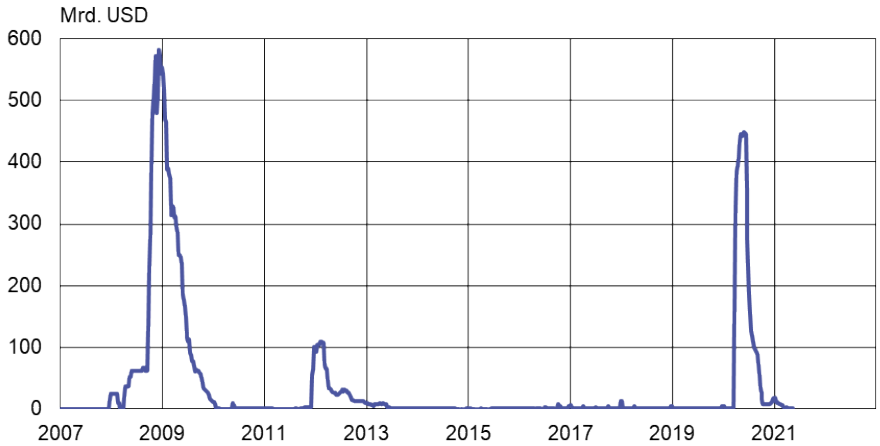
---

10. Ks. The Fed - Central Bank Liquidity Swaps (federalreserve.gov).

11. 15. maaliskuuta 2020 Fed ilmoitti kahdesta muutoksesta näihin linjoihin. Se laski swapin hintaa 25 peruspisteellä ja tarjosi aikaisempien yhden viikon pituisten rahoitusoperaatioiden rinnalle myös 84 päivän pituisia swap-operaatioita. 20. maaliskuuta 2020 Fed ilmoitti alkavansa tarjota viikon pituisia operaatioita keskuspankeille kerran päivässä, aikaisemman viikoittaisen tahdin sijaan.

Kuvio 4.

Fed välitti dollareita swap-linjan kautta muille keskuspankeille koronakriisin aikana



Lähde: Yhdysvaltojen keskuspankki Fed.

Koronakriisissä Fedin swap-linja oli käytössä samoihin keskuspankkeihin kuin mihin se oli auki globaalissa finanssikriisissä. Koronakriisissä Fed perusti myös toisen rahoitusvälineen helpottamaan kansainvälisiä dollarirahoituspaineita. Fed ilmoitti FIMA-repovälineen[12] perustamisesta 31. maaliskuuta 2020. Tämä rahoitusväline oli kohdistettu ulkomaisille ja kansainvälisille rahaviranomaisille, joilla on FIMA-tili New York Fedissä. Tilin haltijat saivat dollareita myymällä omistamiaan Yhdysvaltojen valtionlainoja Fedille takaisinostosopimuksella. Myös tämä väline määriteltiin aluksi olemaan voimassa vähintään kuusi kuukautta, ja sitä jatkettiin maaliskuun 2021 loppuun kesäkuussa 2020 ja edelleen syyskuun 2021 loppuun joulukuussa 2020.

Dollarilikviditeettipaineiden helpottamisen lisäksi Fedin FIMA-repoväline saattoi hellittää paineita Yhdysvaltojen valtionlainamarkkinoilla, sillä se vähensi maiden tarvetta myydä omistamiaan valtionlainoja dollareiden saamiseksi. Väline oli tarkoitettu erityisesti nouseville talouksille, joilla on paljon dollarireservejä valtionlainamuodossa. Vaikka repoväline saattoi olla tärkeäkin dollarirahoituksen lähde joillekin näistä maista, swap-linjoihin verrattuna FIMA-repovälineen käyttö oli vähäistä. Suurimmillaan sen käyttö oli 14.5.2020, jolloin dollarirahoitusta oli haettu välineellä 1,4 mrd. FIMA-repovälineen arvioidaan kuitenkin voineen myös tuoda luottamusta, että rahoitusta on tarvittaessa saatavilla, mikä on voinut vähentää tarvetta sen hamstraamiselle varmuuden vuoksi.

Miten rahoitusjärjestelmästä saadaan vakaampi?

Järjestelmätason likviditeettiriski realisoitui globaalissa finanssikriisissä, ja sen jälkeen on tehty lukuisia sääntelyuudistuksia, joiden pyrkimyksenä on ollut tehdä rahoitusjärjestelmästä vakaampi. Uudistusten fokus on ollut pankeissa, joiden heikko

12. Ks. The Fed - Temporary Foreign and International Monetary Authorities (FIMA) Repo Facility (federalreserve.gov).

vakavaraisuus ja epävakaat lyhyen rahoituksen lähteet olivat finanssikriisin keskiössä. Lukuisia sääntelyuudistuksia on tehty myös rahoitusmarkkinoille. Keskusvastapuolten lisääntynyt käyttö on vähentänyt vastapuoliriskejä, ja rahamarkkinarahastojen vakautta on pyritty lisäämään monin tavoin, mm. rajoittamalla niiden riskinottoa ja kasvattamalla likviditeettipuskureita (Davies ja Kent, 2020). Sääntelyuudistusten vuoksi pankit ovatkin nyt paljon vakavaraisempia ja vähemmän riippuvaisia epävakaista lyhytaikaisista rahoitusmuodoista, mikä näkyi myös siinä, että ne pystyivät paikkaamaan rahoitusmarkkinoiden jättämän aukon yritysten rahoittajana koronakriisin keskellä. Kriisi osoitti kuitenkin myös sen, että sääntelyuudistuksista huolimatta kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on edelleen herkkä äkilliselle epävarmuuden kasvulle.

Koronakriisi onkin hyvä tilaisuus arvioida finanssikriisin jälkeisten sääntelyuudistusten toimivuutta ja mahdollisia tarpeita hienosäädölle. Keskustelu aiheen tiimoilta on jo käynnistynyt eri foorumeilla, ja esimerkiksi Financial Stability Board julkaisi loppuvuonna 2020 ohjelmansa tuleville vuosille (FSB, 2020). Ohjelma keskittyy erityisesti pankkien ulkopuoliseen rahoitusjärjestelmään ja mahdollisiin sääntelyuudistuksiin, joita tarvitaan järjestelmän vakauden edistämiseksi. Keskustelu koronakriisin opetuksista sääntelynäkökulmasta on erittäin tervetullutta ja tarpeellista. On kuitenkin varottava, ettei koronakriisin varjolla kiirehditä uudistamaan sääntelyä ennen kuin ymmärretään nykyisen sääntelyn vaikutuskanavat ja kokonaisvaikutukset - ei pelkästään sääntelyn kohteeseen vaan myös sen ympärille. Sääntelyä on uudistettu viimeisen kymmenen vuoden aikana markkina kerrallaan pala palalta. Järjestelmäriski syntyy kuitenkin erityisesti eri toimijoiden välisestä vuorovaikutuksesta ja kytköksistä, jotka ovat jääneet vähemmälle huomiolle.

Lisäksi on tärkeää muistaa, että koronakriisi on hyvin erilainen kuin globaali finanssikriisi. Globaali finanssikriisi syntyi järjestelmän sisäisistä haavoittuvuuksista ja riskeistä. Koronakriisi on puolestaan täysin ulkopuolelta tullut, hyvin voimakas ja maailmanlaajuinen sokki. Vaikka rahoitusjärjestelmän haavoittuvuudet ja rakenteelliset tekijät selittävätkin sokin voimakasta vaikutusta järjestelmään, ei sääntelyllä olisi todennäköisesti pystytty estämään tällaisen sokin aiheuttamaa epävakautta, vaikka se olisi miten kireää hyvänsä. Tapahtuman poikkeuksellisuus on siten syytä huomioida sääntelyn kalibroinnissa.

Sen sijaan koronakriisi on hyvä esimerkki myös sellaisesta sokista, minkä vuoksi järjestelmässä täytyy olla turvaverkkona keskuspankki, joka viimekädessä turvaa likviditeettitarjonnan markkinoilla. Koronakriisin tapahtumat osoittavat swap-linjojen tehokkuuden kriisinhallinnassa. Vaikka swap-linjat ovat ratkaisevan tärkeitä, niiden tarjoama likviditeetti ei ole kaikkien käytettävissä. Suuri osa maailmanlaajuisesta rahoitusjärjestelmästä toimii perinteisen rahoitusjärjestelmän ulkopuolella. Eren et al. (2020) huomauttavat, että voisi olla hyödyllistä pohtia, mitkä ovat systeemiset edut ja kustannukset, jos keskuspankkien likviditeettituki olisi saatavilla tarvittaessa laajemmalle joukolle toimijoita.

Lähtökohtaisesti likviditeettiriskien hallinta pitäisi silti tietysti olla rahoitusyritysten oma tehtävä. Monet ehdotetut sääntelyuudistukset perustuvatkin esimerkiksi rahastojen likviditeettipuskurien kasvattamiselle tai niiden käytön kontrolloimiselle. Likviditeettipuskurivaatimusten kasvattaminen voi olla haaste matalien ja negatiivisten korkojen oloissa, sillä huonosti tuottavien arvopaperien pitäminen taseessa syö

rahoitusyritysten kannattavuutta. Puskureiden lisääminen voi johtaa suuremman riskin ottamiseen lopputaseella riittävän tuottotason takaamiseksi. Lisäksi likviditeettisääntelyssä yleensä keskeisiä ovat toimenpiteet, jotka edesauttavat arvopaperilunastusten sujuvuutta häiriötilanteissa. Sääntelyä uudistettaessa olisi hyvä harkita myös keinoja, joiden avulla rahamarkkinarahasto-osuudet ja muut perinteistä rahaa muistuttavat arvopaperit pitäisivät likviditeettistatuksensa myös turbulensseissa.

Lähteet

Cetorelli, N., Goldberg, L., Ravazzolo, F., (2020) “Have the Fed Swap Lines Reduced Dollar Funding Strains during the COVID-19 Outbreak?” Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York.

Davies, S., Kent, C., (2020) “US dollar funding: an international perspective” CGFS Papers No 65, BIS, Report prepared by a Working Group chaired by Sally Davies (Board of Governors of the Federal Reserve System) and Christopher Kent (Reserve Bank of Australia).

Eguren-Martin, F., Busch, M. O., Reinhardt, D., (2019) “Global banks and synthetic funding: the benefits of foreign relatives” Staff Working Paper No. 762, Bank of England.

Eren, E., Schrimpf, A., Sushko, V., (2020) “US dollar funding markets during the Covid-19 crisis – the international dimension” BIS Bulletin, No 15.

Financial Stability Board (2020) ”Holistic Review of the March Market Turmoil”, marraskuu 2020.

Huang, W., Takáts, E., (2020) “The CCP-bank nexus in the time of Covid-19”, BIS Bulletin, No 13.

Koskinen ja Laakkonen (2018) ”Dollaririippuvuus luo globaaliin rahoitusjärjestelmään riskin” Euro & talous Analyysi.

Kothari, S. P., Blass, D., Cohen, A., Rajpal, S., (2020) ”U.S. Credit Markets Interconnectedness and the Effects of the COVID-19 Economic Shock”, U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, Division of Economic and Risk Analysis.

Laakkonen (2019) ”Dollarin valta-aseman vuoksi Yhdysvaltojen riskit ovat muidenkin riskejä” Euro & talous.

Novic, B., Veiner, D., De Jesus, H., Mayston, D., Pucci, J., Kiely, E., Fisher, S., DeZur, S., (2020) “Market Structure Underlies Interconnectedness of the Financial Market Ecosystem”, Public Policy View Point, BlackRock.

Setser, B., Goldberg, L., Reis, R., (2020) Kommentit paneelikeskustelussa Per Jacobsson Lecture - Schenk, C., (2020) “Central bank cooperation and US dollar liquidity: what can we learn from the past?” BIS.

Avainsanat

korona, koronapandemia, likviditeetti, rahoitusvakaus, kansainvälinen rahoitusjärjestelmä, dollari