

17.3.2008

Deputy Governor Pentti Hakkarainen  
Hannes Snellman Financial Law Seminar 2008  
Financial Market Turbulence – A Conundrum for Analysts?

## Rahoitusmarkkinoiden häiriöt – selittämätön ilmiö analyytikoille

Rahoitusmarkkinoiden turbulenssi herättää kaksi kysymystä. Onko turbulenssi taloudellisen kasvun heikentymisen syy? Vai onko se oire vielä vakavammista talouden häiriöistä?

Tilaisuuden teema sopii tähän päivään, sillä nykyinen rahoitusmarkkinoiden häiriö on melkoinen mysteeri. Termin 'conundrum' toi yleiseen käyttöön Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtaja Alan Greenspan. Hän tarkoitti sillä pitkien korkojen pysymistä alhaisina siitä huolimatta, että keskuspankki oli korottanut lyhytaikaisia ohjaukorkojaan useamman kerran.

Fed aloitti asteittaisen (at a measured pace) korkojen noston kesäkuussa 2004. Korkoja nostettiin neljännesprosentti melkein jokaisessa keskuspankin korkokokouksessa kesäkuuhun 2006 saakka. Nostoista huolimatta pitkäaikaisten joukkovelkakirjojen korot pysyivät alhaalla. Greenspania ihmetytti tämä ilmiö, josta hän käytti termiä 'conundrum'. Ilmiölle loi pohjaa finanssimarkkinoiden globalisoituminen, säästämisen ja ylijäämien voimakas kasautuminen kasvaviin talouksiin ja ns. Kiina-ilmiö, jonka johdosta maailmanmarkkinoilla tuotteet hinnoiteltiin entistä alhaisempiin hintoihin, vaikka niiden laatu parani.

### Rahoitusmarkkinoiden arvoitus

Rahoitusmarkkinoilla on nyt uusi selittämätön ilmiö, 'conundrum'. Häiriöt iskivät finanssimarkkinoiden ytimeen pankkien välisille talletus- ja lainamarkkinoille. Jo usean vuoden ajan rahoitusmarkkinoiden vakaudelle oli identifioitu useita riskejä, mm.

- 1 Alhaiset riskilisät lähes kaikissa tuotteissa, joissa sijoittajat ja rahoitusmarkkinoilla toimivat voivat ottaa riskiä ja hinnoitella sitä.
- 2 Ylenmääräinen rahoituksen riittävyys, jonka ansiosta lähes kaikkiin hankkeisiin sai poikkeuksellisen edullisin ehdoin rahoitusta.
- 3 Kiiwas tuotonhaku, joka kasvatti rahoitusmarkkinoilla toimivien institutionaalisten sijoittajien ja rahalaitosten riskipositioita.

Tunnistetuista riskeistä huolimatta rahoitusmarkkinat toimivat vakaasti ja tuloksellisesti. Elokuussa 2007 tapahtui ennennäkemätön muutos. Syntyi likviditeettikriisi, jossa rahalaitokset eivät olleet halukkaita lainaamaan toisilleen entisin ehdoin, ilman hyvää vakuutta (ks. kuvio sivulla 4). Pankkien väliset markkinat ovat olleet tehokkaat. Hinnoittelu perustuu pankkien keskinäisiin talletuksiin ja lainoihin, joita tehdään eripituisille juoksuajoille, yli yön järjestelystä aina kahden toista kuukauden mittaisiin järjestelyihin. Elokuussa 2007 tämä markkina pysähtyi kuin seinään. Se yllätti rahalaitokset ja analyytikot voimakkuudellaan ja nopeudellaan. Pankit olivat valmiita lainaamaan toisilleen entisin ehdoin vain joko ns. repo-kaupoin tai turvaavaa vakuutta vastaan. Vakuudeton lainananto, jossa määritetään mm. euribor, kallistui hetkessä yli puoli prosenttiyksikköä.

### Turbulenssin syitä

Likviditeettikriisin syyt ovat moninaiset. Ne voidaan yksinkertaistaen luokitella finanssi-innovaatioiden laajaan käyttöön ja rahoitustoiminnan uuden toimintamallin laajentumiseen. Useiden vuosien ajan markkinoilla oli voimakasta riskinottohalua ja alhaiset riskilisät, rahoituk-

17.3.2008

sen saatavuus oli erinomainen. Matalien korkojen aikana tuottojen hakemiseksi otettiin yhä suurempia riskipositioita velkaantumalla ja hyväksymällä yhä huonompaa luottokelpoisuutta. Tästä tuli rahalaitoksille optimaalinen toimintamalli. Vanha pankkirahoitukseen perustuva toimintamalli väistyi yhä enemmän uuden maailman, arvopaperistamisen alta.

”Vanhassa maailmassa” pankki antoi lainan lainanottajalle ja seurasi koko laina-ajan lainanottajan kykyä huolehtia lainan takaisinmaksusta. Uudessa maailmassa rahoituksen välittämisen ketju piteni. Lainoja myytiin rahoituksen välittäjien kautta. Pankki, jonka kirjoihin lainat tulivat, arvopaperisti niitä paketoimalla lainoja ja myymällä paketin riskeineen sijoittajille. Uusi toimintamalli ruokkii finanssi-innovaatioiden syntyä ja muutti perinteistä rahoituslaitosten toimintaa erilaisen riskielementtien erottamisella mm. erillisyyhtiöihin ja luottoriskijohdannaisiin. Suuri osa lainanannosta ja sen riskeistä siirtyi pankkitoimialan ja samalla valvonnan ulkopuolelle.

Lainoja myyvien välittäjien ja loppusijoittajien kannustimet eivät olleet yhteneväisiä. Uudelle toiminnalle oli keskeistä, että palkkiot ja kannustimet olivat volyympiperusteisia. Palkkioita myönnettiin lainan myyjille, lainojen paketoijille, luottokelpoisuusarvioitsijoille ja erilaisille asiantuntijoille, lainapaketin pilkkoojille ja edelleenmyyjille sekä johdannaisten rakentajille. Pitkän ketjun johdosta loppusijoittajalle jäi vaikeasti hallinnoitava riski.

Uusi toimintamalli lisäsi rahoitusjärjestelmän tehokkuutta. Hyötyjä olivat rahoituksen saatavuuden parantuminen, hinnan alentuminen ja riskien hallinnointi. Uudessa mallissa likviditeetti on sidoksissa markkinoiden vaihdantakykyyn eli siihen, että näillä eri tuotteilla voidaan käydä kauppaa tehokkaasti. Arvopaperistaminen lisää markkinoiden likviditeettiä ja toisaalta perustuu siihen, että markkinat ovat likvidit. Markkinoiden likvidiys on tärkeää myös arvon määrittämisen kannalta normaaliaikoina, jolloin vaihdantaan ei liity vaikeuksia eli varallisuuserien arvon voi määrittää niiden tuottaman kassavirran perusteella. Tiukempina aikoina likvidiiden merkitys kasvaa arvon määrittämisessä ja voi olla sen ratkaiseva osa. Kun rahoitusinstrumentin likviditeettiin liittyy ongelmia, sen arvo voi olla huomattavan vähäinen tuottamiinsa kassavirtoihin nähden.

Uudessa rahoitusmarkkinoiden toimintamallissa rahoitusinstrumentit arvostetaan jatkuvasti. Näin niillä on välitön vaikutus sijoittajien ja rahalaitosten nettovarallisuuteen ja omiin pääomiin. Likviditeettishokista voi syntyä rahoitusmarkkinoille ja toimijoille myös vakavaraisuusshokki. Tätä viimeaikoina tutkineet Tobias Adrian Yhdysvaltain keskuspankista ja Hyun Song Shin Princetonia yliopistosta ovat todenneet, että on muodostunut uusi rahoituskriisien tartuntakanava, jossa markkinalikviditeettiongelmat vaikuttavat kaikkiin toimijoihin välittömästi. Mitä enemmän toimintamalli perustuu arvopaperistamiseen, sitä voimakkaampi ja välittömämpi tämä vaikutus on.

Aiemman toimintamallin kriisit levisivät dominoefektin lailla rahoituslaitoksesta toiseen. Nykytoimintamallissa kriisit vaikuttavat kaikkiin ja välittömästi. Kyse ei ole pelkästään riskistä tai kasvaneesta riskistä vaan epävarmuudesta. Klassinen erottelu epävarmuuden ja riskin välillä on se, että epävarmuus koskee tilannetta, jonka tulelille ei ole todennäköisyysjakaumaa, kun taas riskille se voidaan arvioida.

Tällä hetkellä ongelmat perustuvat epävarmuuteen ja siihen, että kaikilla osapuolilla ei ole samaa tietoa. Tätä ongelmaa on pyritty vähentämään luottokelpoisuusarvioinneilla, joissa epävarmuus on muunnettu riskiksi. Luottokelpoisuusarvioijat ovat avoimia menetelmistään, mutta on vallinnut laaja ja syvä väärinymmärrys siitä, mikä on luokituksen todellinen tarkoitus. Tämä on näkynyt erityisen selvästi strukturoiduissa tuotteissa, joissa luottokelpoisuusarvioinnit on samaistettu tavallisiin joukkovelkakirjatuetuksiin. Luottokelpoisuusarvioijat ovat tehneet arvion luoton takaisinmaksusta eivätkä tuotteen markkina-arvosta.

17.3.2008

## Häiriöt yllättivät

Rahoitusmarkkinoiden häiriöiden yllätyksellisyyttä kuvaa se, että suurimmat vaikeudet ovat kohdistuneet ensiluokan toimijoihin. Northern Rock oli Britanniassa arvostettu perusliiketoimintaa harjoittava asuntoluototuspankki ja Société Générale on Ranskassa tunnettu hyvästä riskienhallinnastaan. Bear Stearns on Wall Streetin investointitalojen kärkeä ja myynyt palvelujaan ja omia osakkeitaan mm. viittaamalla siihen, että viimeisen 86 vuoden aikana he eivät ole tehneet tappiollista tilinpäätöstä. Alaskirjaukset ja erilaisten pääomavajeiden täyttämiset ovat kohdistuneet muutenkin hyvämaineisiin pankkeihin, kuten Citibank, Merrill Lynch, UBS, Hong Kong Shanghai Banking Corporation, Morgan Stanley, Bank of America jne.

## Kriisien ehkäiseminen

Miten kriisi ratkaistaan, olisi vältetty ja tulevaisuudessa vältetään? Rahoitusalan toimijat ja tutkijat ovat esittäneet erilaisia ratkaisuja. Keskuspankit ovat lisänneet markkinoille likviditeettiä tavanomaisesti pankkien pankkina toimien. Viime perjantaina tuli uudenlainen keskuspankin osallistuminen, kun Yhdysvaltain keskuspankki Fed rahoitti investointipankki JPMorgan Chasen välityksin Bear Stearnsia siten, että rahoituksen välittävälle investointipankille ei muodostu tästä rahoituksesta erillistä riskiä. Riskin kantaa Fed. Järjestely poikkeaa aiemmista likviditeetin vahvistamisista, joissa on toimittu täyttä vakuutta vastaan tai ns. repo-kaupoin.

Keskuspankeilta on odotettu myös rahapolitiikan keinoin tukea rahoitusmarkkinoiden vakaudelle. Eri keskuspankit ovat tässä suhteessa toimineet eri tavoin. Fed on alentanut korkoa nopeasti. Näyttää siltä, että se on asettanut rahoitusmarkkinoiden toimivuuden inflaation hillitsemisen edelle. EKP on pitänyt rahapolitiikan virityksen entisellään. Muutamat pienemmät keskuspankit ovat jopa nostaneet korkojaan siitä huolimatta, että rahoitusmarkkinoiden vakaudelle tällä voi olla kielteisiä vaikutuksia.

Toiseksi on vaadittu, että valvontaa pitää lisätä ja että valvojien tulisi pitää tiukempi ote rahoitus-toiminnasta. Tätä on perusteltu mm. sillä, että subprime-lainoituksen kaltaiset ylilyönnit voitaisiin estää. Kolmas ehdotus on, että monimutkaisten finanssi-innovaatioiden kirjo pitäisi supistaa standardoituihin tuotteisiin, joilla kauppaa käytäisiin säädellyillä markkinapaikoilla esim. pörseissä. Neljäs vaade on ollut se, että rahalaitosten pääomaa ja vaatimuksia pitää kiristää ja erilaiset taseen ulkopuoliset erät ja erillisyyhtiöt on huomioitava. Myös likviditeettipuskureita rahalaitoksille on vaadittu.

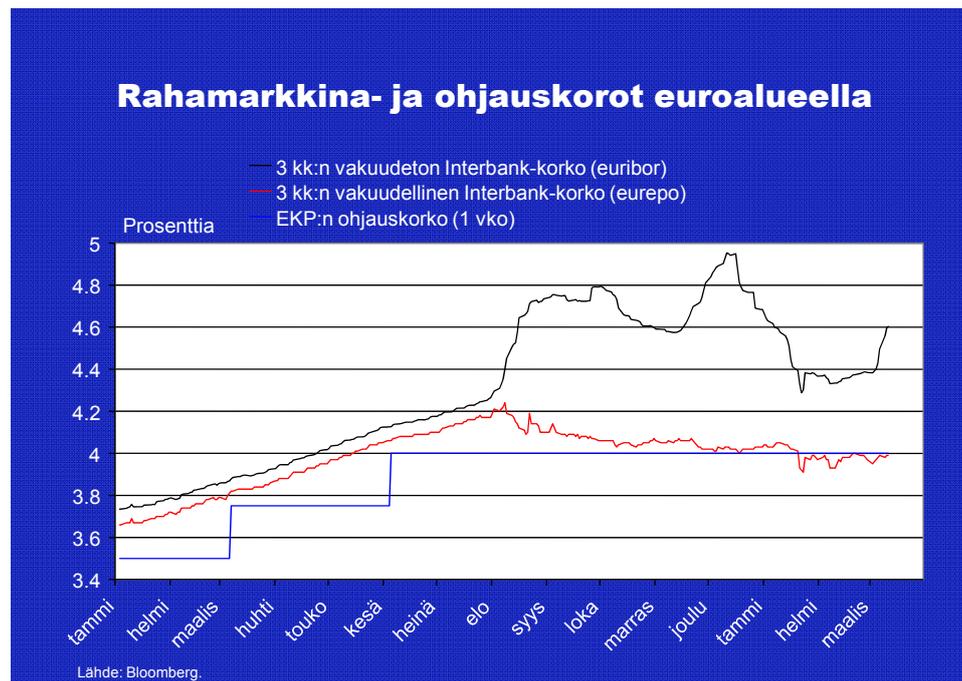
Kaikkia näitä neljää esitystä on vastustettu perustellen niiden johtavan takaperoiseen kehitykseen. Keskuspankkien osallistumista sekä likviditeetin antajana että rahalaitosten rahoitusmarkkinoiden vakauden tukijana vierastetaan, sillä se voi johtaa moraalikatoon (moral hazard). Mikäli rahoitusmarkkinoiden vakautta vahvistetaan löysällä rahapolitiikalla, sen riskinä nähdään inflaation noidankehä. Viranomaisten kykyä tehostaa valvontaa olennaisesti nykyrahoitusmarkkinoiden toimintamallissa epäillään. Viranomaiset ovat valvonnassaan aina ajallisesti jäljessä. Tuotteet kehittyvät niin nopeasti, että niitä ei tunneta riittävästi. Onkin korostettu, että viranomaisvalvonnan ohella pitäisi vahvistaa markkinoilla toimivien omaa markkinakuria ja keskinäistä tiedonantovelvollisuutta.

Finanssituotteiden yksioikoista standardoimista vastustetaan, koska se ehkäisee innovointia ja rahoitusmarkkinoiden tehostumista. Pääomavaatimusten kiristämisehdotuksissa on nähty ongelmana se, että kiristäminen pienentäisi rahoitustoiminnan tuottoa ja rahoituskustannukset kasvaisivat. On myös arvioitu, että näitä vaatimuksia joka tapauksessa kierrettäisiin eri tavoin.

17.3.2008

## Lopuksi

Yhteenvedon voi todeta, että eri keinoja tulee edelleen tutkia. Mahdollisesti eri toimia yhdistellen ja rahoitusmarkkinoiden dynamiikka säilyttäen tulisi edetä siinä, että markkinat itse pystyisivät ratkaisemaan tilanteen nopeasti huomioiden globalisoituneiden rahoitusmarkkinoiden eri ominaisuudet. Ei ole realistista eikä edes toivottavaa palata menneeseen säätelyyn. Viime perjantaina Fedin johtokunnan jäsen Frederic Mishkin totesi, että finanssi-innovaatioiden johdosta ”bad things happen, because in the long run they bring benefits”.



SUOMEN PANKKI | FINLANDS BANK | BANK OF FINLAND

Kuvio: Rahamarkkina- ja ohjauskorot euroalueella