

Finanssisyklit, rahapolitiikka ja makrovakaupolitiikka euroalueella

10.9.2013

Vastasyklisiä makrovakaupolitiikkaa vahvistetaan euroalueella: Euroopan keskuspankki on saamassa uusia makrovakaupolitiikkaa yhteisen pankkivalvonnan käynnistyessä syksyllä 2014 ja vastasyklinen pääomavaatimus on käytettävissä kaikissa euroalueen maissa viimeistään vuodesta 2016 alkaen. Merkittävä osa euroalueen makrovakaupolitiikasta on kuitenkin tulevaisuudessakin kansallisten viranomaisten vastuulla. Yhteisen rahapolitiikan toimintaympäristössä alueen maat voivat vahvalla kansallisella makrovakaupolitiikalla tukea oman sekä euroalueen talouden vakautta ja parantaa rahoitusjärjestelmän kriisinsietokykyä.

Rahapolitiikka pyrkii hintavakauteen ja makrovakaupolitiikka rahoitusvakauteen

Yksi globaalin finanssikriisin tärkeä opetus on, että rahapolitiikan tavoitteena oleva hintavakaus ja yksittäisiin rahoituslaitoksiin kohdistuva rahoitusvalvonta eivät riitä takaamaan rahoitusjärjestelmän vakautta. Kriisi käynnisti toimenpiteet, joilla pyritään vahvistamaan rahoitusjärjestelmän riskien torjumiseen tähtäävää makrovakaupolitiikkaa myös euroalueella. Tässä artikkelissa tarkastellaan erityisesti vastasyklisiä (dynaamista) makrovakaupolitiikkaa, jonka tavoitteena on hillitä luotonannon ja velkaantumisen liiallista kasvua noususuhdanteessa ja siten vaimentaa rahoitusjärjestelmän myötäsyklisyyttä eli suhdanteita voimistavia taipumuksia.¹

¹ Makrovakaupolitiikkaa vahvistetaan euroalueella myös ottamalla käyttöön sellaisia makrovakaupolitiikka-keinoja, joita ei ensisijaisesti ole tarkoitus käyttää vastasyklisesti. Ks. seuraava alaluku.

Ennen globaalia finanssikriisiä luotonanto suhteessa bruttokansantuotteeseen kasvoi euroalueen maista ripeästi mm. Espanjassa, Irlannissa, Kreikassa ja Portugalissa, jotka sittemmin ovat kärsineet kriisistä voimakkaasti. Yleisesti arvioidaan, että rahapolitiikan toteutunutta voimakkaampi kiristäminen EKP:n ohjauksella korottamalla olisi tuskin merkittävästi hillinnyt luotonannon kasvua näissä maissa ja että luotonannon hillitsemiseen olisi tarvittu yhteistä rahapolitiikkaa kohdennettuja keinoja. Lisäksi tulee muistaa, että euroalueella rahapolitiikan päätavoitteena on hintavakauden ylläpitäminen. Rahapoliittiset päätökset perustuvat arvioihin euroalueen hintavakauteen kohdistuvista riskeistä, ja EKP:n neuvosto päättää rahapolitiikan ohjauksella itsenäisesti euroalueen keskimääräisen kehityksen perusteella.²

Makrovakaupolitiikalla pyritään muun muassa säätelemään pankkien vakavaraisuutta ja maksuvalmiutta. Nämä puolestaan vaikuttavat pankkien kykyyn myöntää luottoja ja kasvattaa taseitaan, luotonannon ehtoihin sekä pankkien kriisin- ja tappionsietokykyyn. Pankkien vakavaraisuus- ja maksuvalmiusvaatimuksista säädetään EU:ssa vakavaraisuusdirektiivissä ja -asetuksessa.³

Euroalueen maissa ei ennen globaalin finanssikriisin puhkeamista ollut

² Inflaationäkymien laaja arviointi perustuu sekä reaali- että rahatalouden (ml. luottojen kasvuvauhti) analyysiin.

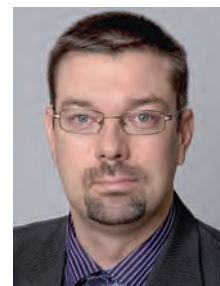
³ Direktiivi toimeenpannaan kansallisella lainsäädännöllä. Suomessa lakien arvioidaan tulevan voimaan viimeistään kesällä 2014. Asetus on suoraan jäsenmaita sitovaa lainsäädäntöä, ja sitä aletaan soveltaa pääasiassa jo aiemmin eli 1.1.2014 lukien.



*Hanna Freystätter
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Hanna Putkuri
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*



*Jukka Vauhkonen
ekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*

*Euroopan
pankkiunionin
yhteisen valvonta-
mekanismin
toiminta alkaa
syksyllä 2014.*

juuri käytössä tehokkaita luotonannon kasvua hillitseviä makrovakausvälineitä eikä luotonannon kasvuun liittyviä riskejä täysin ymmärretty. Tilanne on nyt muuttumassa, kun kaikissa EU-maissa tulee vuodesta 2016 alkaen käytettäväksi EU:n vakavaraisuusdirektiiviin (CRD IV) sisältyvä yhdenmukaisesti määritelty uusi politiikkaväline, pankeille tarvittaessa asetettava muuttuva lisäpääomavaatimus (ns. vastasyklinen pääomapuskurivaatimus)⁴ ja kun jäsenmaat ovat omista kansallisista tarpeistaan riippuen ottamassa käyttöön muitakin makrovakausvälineitä.

Euroalueen makrovakauspolitiikka vahvistuu myös sitä kautta, että EKP:lle tulee uusia valtuuksia, kun Euroopan pankkiunionin yhteisen valvontamekanismin (Single Supervisory Mechanism, SSM) toiminta alkaa syksyllä 2014.⁵ Pankkivalvontatehtävänsä lisäksi EKP:lle tulee tällöin oikeus tiukentaa maakohtaisia vastasyklisiä pääomapuskurivaatimuksia ja muita vakavaraisuusdirektiivissä säädettyjä makrovakausvälineitä yli kansallisten viranomaisten asettaman tason. Merkittävä osa makrovakauspolitiikasta tulee kuitenkin jäämään kansallisten viranomaisten vastuulle.

Vastasyklinen pääomavaatimus käyttöön kaikissa euroalueen maissa

Vakavaraisuusdirektiivi määrittelee keskeisesti, millaisia makrovakausvälineitä kansallisilla viranomaisilla on käytettä-

⁴ EU:n vakavaraisuusdirektiivin makrovakauspolitiikkaa koskeva yhteinen sääntely koskee kaikkia EU-maita. Rahapolitiikka on yhteistä vain euromaille.

⁵ EKP:n ja yhteisen valvontamekanismin makrovakausvaltuudet koskevat kaikkia pankkiunioniin liittyviä maita. Vielä ei ole tiedossa, mitkä euroalueen ulkopuoliset EU-maat liittyvät pankkiunioniin.

vissään ja kuinka niiden käyttöä voidaan koordinoita euroalueen tasolla. Vakavaraisuusdirektiivin myötä vastasyklinen pääomapuskurivaatimus tulee kaikkien euromaiden makrovakausvälinevalikoimaan.⁶ Direktiivin siirtymäaikataulun mukaisesti jäsenmaiden tulee voida tarvittaessa asettaa pankeille vuonna 2016 vähintään 0,625 prosentin suuruinen vastasyklinen pääomapuskurivaatimus suhteessa pankin riskipainotettuihin saamisiin. Tasoa nostetaan vuosittain 0,625 prosenttiyksiköllä siten, että vuonna 2019 jäsenmaiden tulee tarvittaessa voida nostaa puskurivaatimus vähintään 2,5 prosentin suuruiseksi.⁷ Pankin on täytettävä lisäpääomavaatimus rajoituksettomilla ensisijaisilla omilla varoilla.

Kansalliset makrovakausviranomaiset päättävät harkintansa mukaan kulloinkin vaadittavan vastasyklisen pääomapuskurin suuruudesta, ja puskuri on mahdollista asettaa myös nolnaan. Pääomapuskurivaatimusta tiukennetaan lähtökohtaisesti silloin, kun luotonanto maan yksityiselle sektorille kasvaa poikkeuksellisen voimakkaasti. Vastaavasti puskurivaatimus voidaan purkaa, jos luotonannon kasvuvauhti tasaantuu tai jos maa ajautuu tilanteeseen, jossa pankkien luotonantokykyä tulee vahvistaa.

Tietyissä maissa asetettu vastasyklinen pääomapuskurivaatimus koskee kaikkia koti- ja ulkomaisia pankeja, jotka myöntävät luottoja tähän maahan. Jos pankilla on antolainausta

⁶ Vastasyklisen pääomapuskurin määritelmästä ja käytöstä, ks. esim. Kauko (2012).

⁷ Euromaat näyttävät pääosin noudattavan vakavaraisuusdirektiivin mukaista aikataulua, vaikka myös aikaistettu käyttöönotto on sallittu.

useassa maassa, siltä vaadittava pääomapuskurivaatimus määräytyy kansallisten vaatimusten painotettuna keskiarvona. Tämä jäsenvaltioiden välinen vastavuoroisuusperiaate rajoittaa mahdollisuutta kiertää vastasyklisiä pääomapuskurivaatimusta.⁸

Vakavaraisuusdirektiivi sisältää myös muita järjestelmäriskien ehkäisemiseen ja vähentämiseen tarkoitettuja makrovakaussäätöjä. Esimerkiksi kansallisella tasolla systemisesti merkittäviksi nimetyille luottolaitoksille voidaan asettaa enintään 2 prosentin suuruinen lisäpääomavaatimus (ns. O-SII-vaatimus). Lisäksi tai vaihtoehtoisesti maan kaikille luottolaitoksille tai osalle luottolaitoksista voidaan asettaa lähtökohteisesti korkeintaan 5 prosentin suuruisen järjestelmäriskipuskurivaatimus (systemic risk buffer). Järjestelmäriskipuskurivaatimus voidaan asettaa ns. rakenteellisista tai makrovakaudeksista syistä. Tällainen on esimerkiksi pankkisektorin suuri koko suhteessa maan talouteen. Nämä vaatimukset tultaneen yleensä asettamaan pysyviksi tai harvoin säädettäviksi vaatimuksiksi.

Edellä tarkastellut lisäpuskurivaatimukset täydentävät kaikilta pankeilta vaadittavia, Basel III -sääntöjen mukaisia, vähimmäispääomavaatimuksia, joiden vähimmäismäärä on 8 % suhteessa pankin riskipainotettuihin saamisiin (kuvio 1).⁹

⁸ Direktiivin mukaan jäsenmaiden on mahdollista asettaa vastasyklinen pääomapuskurivaatimus suuremmaksi kuin 2,5 %, mutta muiden jäsenmaiden ei edellytetä noudattavan vastavuoroisuusperiaatetta kuin 2,5 prosenttiin saakka. Suomessa vastasyklisen pääomapuskurin maksimisuuruudeksi ollaan asettamassa 2,5 %, mutta Suomi aikoo noudattaa vastavuoroisuutta myös yli 2,5 prosentin pääomapuskureiden osalta.

⁹ Pankkien vakavaraisuusvaatimuksista lähemmin, ks. esim. Vauhkonen – Westman (2013).

Vastasyklisiä pääomapuskurivaatimuksia koskevista periaatteista poiketen direktiivi ei sen sijaan velvoita jäsenmaita ottamaan systemisesti merkittäville rahoituslaitoksille asetettavia lisäpääomavaatimuksia tai järjestelmäriskipuskurivaatimuksia makrovakaudesta vastaavan viranomaisen työkaluvalikoimaan. Esimerkiksi muut Pohjoismaat Suomea lukuun ottamatta ovat kuitenkin ilmoittaneet asettavansa maidensa systemisesti merkittäville rahoituslaitoksille direktiivin sallimia lisäpääomavaatimuksia.

EU:n uusi vakavaraisuussäätely sisältää vain rajallisen määrän mahdollisia makrovakaussäätöjä. Se ei muun

Kuvio 1.



muassa kata luotonannon ehtoihin vaikuttavia sääntelykeinoja, kuten asuntolainojen lainakattoa tai lainanottajien enimmäisvelkaantumisasastetta. Näiden keinojen käyttö tulee vastaisuudessakin jäämään kansalliseen harkintaan. Uusi sääntely ei myöskään salli pankkien uusien likviditeettivaatimusten käyttöä harkinnanvaraisesti säädettävänä makrovakausräjäytteenä.¹⁰

EKP saamassa yhteisen pankkivalvonnan alkaessa makrovakausräjäytteenä

EU:ssa rahoitusjärjestelmän makrovakausräjäytteenä liittyviä kysymyksiä käsittelee vuoden 2011 alussa toimintansa aloittanut Euroopan järjestelmäriskikomitea (ESRB). Sen keskeisiä tehtäviä on tunnistaa alueellisia tai globaaleja järjestelmäriskejä sekä antaa kansallisille viranomaisille suosituksia ja varoituksia näiden ja muiden järjestelmäriskien torjumiseksi.

Suosituksensa ja varoitustensa välityksellä sekä vertaispainetta luomalla järjestelmäriskikomitea voi epäsuorasti koordinoita ja ohjata jäsenmaiden kansallista makrovakausräjäytteenä, mutta sillä ei ole käytettävissään suoria makrovakausräjäytteenä. Euroopan komissio ei myöskään pysty ohjaamaan tai koordinoimaan jäsenmaiden kansallista makrovakausräjäytteenä, vaikka vakavaraisuusdirektiivin sallimien kansallisten makrovakausräjäytteenä käyt-

¹⁰ Vakavaraisuusasetukseen sisältyvät uudet määrälliset likviditeettivaatimukset, maksuvalmiusvaatimus (Liquidity Coverage Ratio, LCR) ja pysyvän varainhankinnan vaatimus (Net Stable Funding Ratio, NSFR) ovat vakavaraisuusasetukseen sisältyviä ja siten jäsenmaita suoraan velvoittavia kiinteitä säännöksiä, eikä niitä ole mahdollista käyttää kansallisesti vastasyklisesti tai harkinnanvaraisesti. Ks. Kaukon artikkeli tässä lehdessä.

töön liittyy erilaisia lupa- ja informointivelvoitteita komissioon nähden.

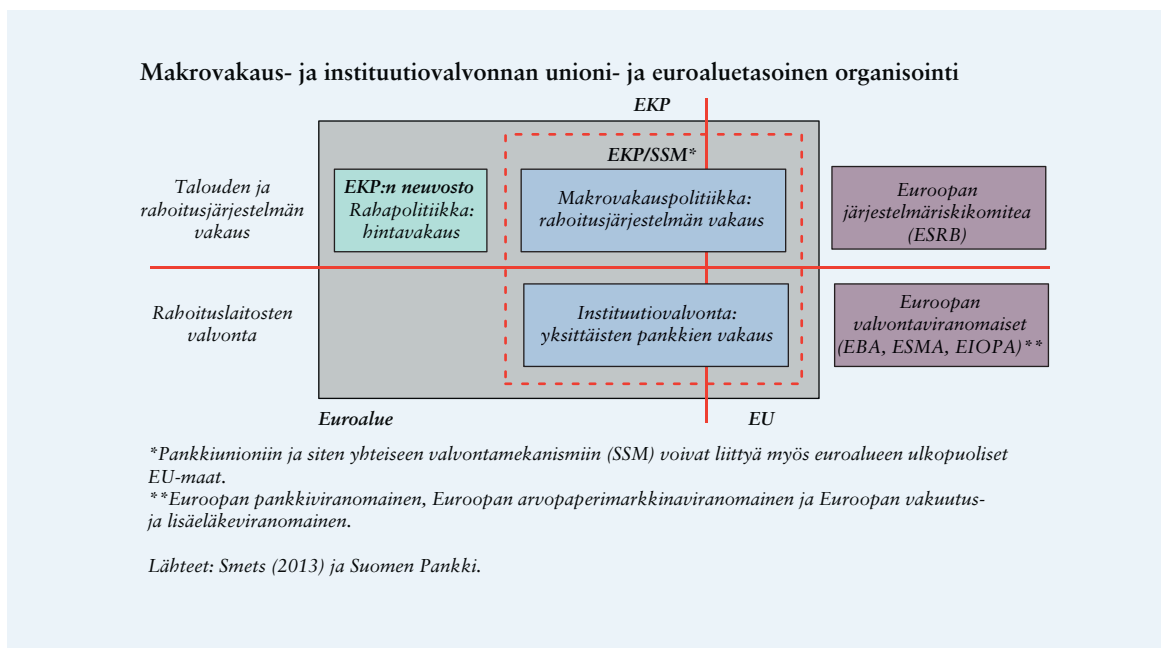
Sen sijaan EKP:n yhteyteen perustettavan yhteisen valvontamekanismin aloittaessa syksyllä 2014 EKP:lle tulee uusia makrovakausräjäytteenä (kuvio 2). Euroopassa esimerkiksi Sveitsin keskuspankki ja Englannin pankki ovat jo vuosina 2012–2013 saaneet merkittäviä makrovakausräjäytteenä.

EKP:lle on suunniteltu annettavan oikeus tiukentaa maakohtaisia pääomapuskurivaatimuksia yli kansallisten viranomaisten asettaman tason. Tämä vähentää liian passiivisen makrovakausräjäytteenä riskiä ja mahdollistaa makrovakausräjäytteenä koordinoitun kiristämisen euroalueella esimerkiksi tilanteessa, jossa luotonanto yksityiselle sektorille kasvaa samanaikaisesti vaarallisen nopeasti useissa maissa. EKP ei kuitenkaan voi edellyttää pankkiunioniin kuuluvalta mailta sellaisten makrovakausräjäytteenä käytön, joiden käyttöönottoa vakavaraisuusdirektiivi ei velvoita. EKP ei voi myöskään vaikuttaa direktiivin piiriin kuulumattomien keinojen, kuten lainakaton, kansalliseen käyttöön. Euroalueella merkittävä osa makrovakausräjäytteenä tulee siis jäämään kansallisten viranomaisten vastuulle.

Vastasyklisen makrovakausräjäytteenä käytöstä vasta vähän kokemuksia

Euroalueella suurin osa makrovakausräjäytteenä on otettu käyttöön vasta globaalin finanssikriisin puhkeamisen jälkeen. Tällä hetkellä vastasykliset makrovakausräjäytteenä eivät ole euromaissa kovin laajasti käytössä.

Kuvio 2.



Euroalueen maissa yleisimmin käytetyt makrovakausvälineet kohdistuvat asuntoluotonantoon.¹¹ Näiden sääntelykeinojen käytöllä on tosin myös muita kuin makrovakaudellisia tavoitteita, kuten kuluttajansuojan vahvistaminen. Asuntoluotonantoon kohdistuvien sääntelykeinojen vertailua maiden välillä vaikeuttaa myös se, että samaa instrumenttia voidaan käyttää eri tavoin eri maissa. Esimerkiksi lainakaton laskentatavassa ja juridisessa sitovuudessa on suuria maakohtaisia eroja.¹²

Euromailla on toistaiseksi hyvin vähän kokemuksia makrovakausväli-

¹¹ Lainakatto on keinoista selvästi yleisin, mutta käytössä ovat myös enimmäisvelkaantumisaste, sektori-kohtaiset pääomavaatimukset sekä rajoitukset asuntoluottojen riskipainoille tai asuntoluottojen pituudelle. Euromaista lainakatto on jossakin muodossa käytössä tai käytettävissä ainakin Alankomaissa, Belgiassa, Espanjassa, Italiassa, Portugalissa ja Ranskassa.

¹² Lainakatosta saaduista kokemuksista lähemmin, ks. esim. Vauhkonen – Putkuri (2013).

neiden aktiivisesta, vastasyklisestä säätelystä. Esimerkiksi lainakatto on useissa maissa ainakin tähän saakka asetettu lähtökohtaisesti kiinteäksi, eikä sen käytöllä ole aktiivisesti pyritty loiventamaan asuntoluotonannon heilahteluja.

Euromaista ainoastaan Espanjalla on pitkäaikaisia kokemuksia aidosti vastasyklisestä makrovakauspolitiikasta. Espanjassa on 2000-luvun alusta saakka edellytetty, että pankit varautuvat odotettavissa oleviin luottotappioihinsa kirjaamalla näitä tappioita tuloksiinsa etupainotteisesti ns. dynaamisten luottotappiovarausten avulla. Tämä vahvisti pankkien tappionsietokykyä mutta ei estänyt Espanjan ajautumista asuntomarkkina- ja pankkikriisiin. Dynaamisten luottotappiovarausten tehokkuutta vähensi osaltaan se, että Espanja joutui muokkaamaan luottotappiovarausta koskevaa sääntelyään

2000-luvun puolivälissä saadakseen säännökset vastaamaan kansainvälisiä kirjanpitostandardeja.

Aasian maiden kokemusten perusteella asuntoluotonantoon vaikuttavilla dynaamisilla makrovakaussäilyneillä on pystytty hillitsemään asuntoluotonannon ja -markkinoiden epätasapainoja. Muun muassa asuntolainakaton asettamisella ja säätämällä on voitu hidastaa asuntoluotonannon kasvuvauhtia ja heilahteluja, vaimentaa asuntojen hintojen nousua ja nousuodotuksia, hillitä spekulatiivista asuntokauppaa, pienentää pankkien asuntoluotonantoon liittyviä luottotappioita, vähentää kotitalouksien velkaantumista ja parantaa pankkien luotonannon käytäntöjä.¹³

Miten vastasyklinen makrovakaussäilyne muuttaa rahapolitiikan toimintaympäristöä?

Koska vastasyklisten makrovakaussäilyneiden käyttö vaikuttaa luotonannon ja varallisuushintojen kautta myös reaali-talouden suhdannevaihteluihin ja sitä kautta inflaatioon, rahapolitiikan toimintaympäristö tulee euroalueella muuttumaan tavalla, jota ei vielä täysin tunneta. Vastasyklisten makrovakaussäilyneiden ja rahapolitiikan keskinäistä vaikutusta voidaan arvioida makrotaloutta kuvaavien mallien avulla. Näissä malleissa voidaan ikään kuin laboratorio-olosuhteissa tarkastella tilannetta, jossa viranomaisilla on esimerkiksi noususuhdanteessa mahdollisuus samaan aikaan sekä nostaa rahapoliti-

¹³ Esim. Lim ym. (2011).

tista ohjauksorkkoa että kiristää makrovakaussäilyneitä.

Makrovakaussäilyneitä kiristämistä seuraa malleissa tyypillisesti, että yritysten ja kotitalouksien lainoistaan maksamat korkomarginaalit kasvavat, mikä taas vähentää luotonottoa ja investointeja sekä hidastaa talouskasvua, jolloin myös inflaatio hidastuu.¹⁴ Mallilaboratoriossa haetaan vastausta rahapolitiikan ja makrovakaussäilyneitä keskinäistä vaikutusta koskeviin kysymyksiin: Mikä olisi paras rahapolitiikan ja makrovakaussäilyneitä yhdistelmä noususuhdanteessa? Tarvitaanko aina molempia? Mallilaskelmien tuloksia arvioitaessa on hyvä pitää mielessä, että aihepiirin tutkimusta on olemassa vasta melko vähän. Lisäksi laskemien oletukset makrovakaussäilyneitä merkityksestä voivat poiketa siitä, millaiseksi tämä politiikka eri talousalueilla tulee muodostumaan.

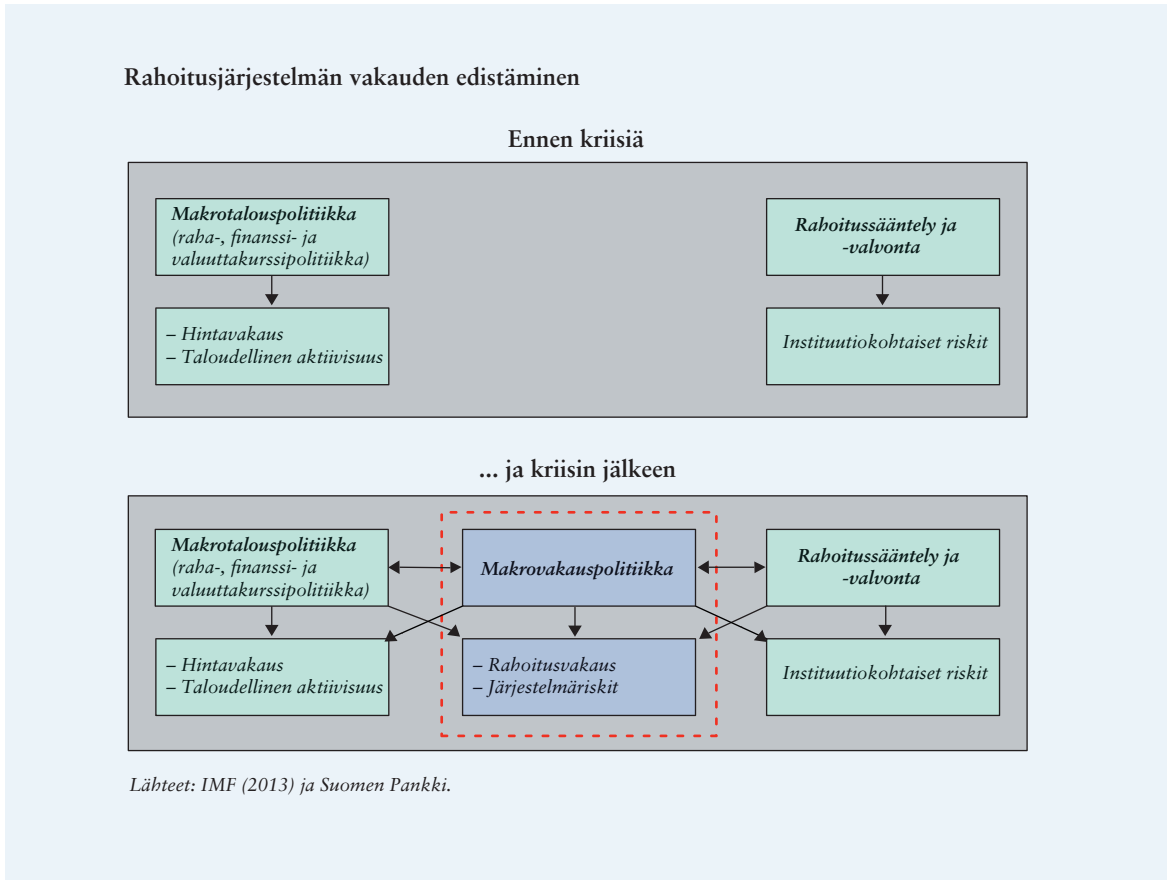
Rahapolitiikka ja vastasyklinen makrovakaussäilyneitä tukevat toisiaan...

Uusimpien akateemisten tutkimusten mukaan rahapolitiikka ja makrovakaussäilyneitä täydentävät toisiaan.¹⁵ Pelkällä rahapolitiikalla ei ole mahdollista saavuttaa hintavakauden lisäksi rahoitusjärjestelmän vakautta. Rahapolitiikka voi kuitenkin tukea makrovakaussäilyneitä tavoitteiden ja makro-

¹⁴ Paul Tucker (2013) on arvostellut sitä, että malleissa yksinkertaistetaan liikaa olettamalla, että makrovakaussäilyneitä kiristäminen johtaa aina lainamarginaalien kasvuun. Jos esimerkiksi pankkien pääomat arvioidaan markkinoilla yleisesti liian pieniksi, viranomaisen vaatimus niiden kasvattamisesta saattaa pienentää pankkien varainhankinnan kustannuksia ja keventää näin rahoitusoloja.

¹⁵ IMF (2013).

Kuvio 3.



vakauseräpolitiikka rahapolitiikan tavoitteiden saavuttamista (kuviokuva 3).

Mallilaskelmien perusteella tietyissä tilanteissa olisi tehokkaampaa nojata ensisijaisesti makrovakauseräpolitiikkaan rahapolitiikan sijasta. Esimerkki tällaisesta tapauksesta on luottojen kasvun kiihtyminen ja siitä seuraava asuntomarkkinoiden kuumeneminen tilanteessa, jossa inflaationäkymät pysyvät maltillisina.¹⁶

Makrovakauseräpolitiikka ja rahapolitiikka voivat tukea toisiaan, jos esi-

¹⁶ Esim. Darracq, P. M. – Sorensen, C. K. – Rodriguez-Palenzuela, D. (2011).

merkiksi epäsuotuisa sokki heikentää pankkisektorin vakavaraisuutta. Tässä tilanteessa vastasyklisen pääomapsukurivaatimuksen alentaminen vapauttaa pääomia pankin käyttöön ja vähentää sokin epäsuotuisia vaikutuksia talouteen: Pankkien luotonanto supistuu lievemmin, jolloin investoinnit ja tuotanto hiipuvat maltillisemmin ja myös inflaatio hidastuu vähemmän. Keskuspankin ohjauuskorko laskee, mutta hintavakauseräpolitiikan turvaamiseksi tarvittava ohjauuskoron muutos on vähäisempi kuin kiinteän pääomavaatimuksen tilanteessa. Kahden työvälineen käyttö selittää tässä

mallilaskelmassa sen, että rahoitusmarkkinasokista seuraava laskusuhdanne on huomattavasti vaimeampi ja lyhytkestoisempi. Tämäkin tulos voidaan kääntää toisin päin, jolloin pankkien pääomiin kohdistuvasta positiivisesta sokista seuraa vaimeampi noususuhdanne, kun vastasyklisen pääomapuskurivaatimuksen kiristäminen noususuhdanteessa osaltaan hidastaa luottojen ja tuotannon kasvua. Tällöin inflaatio kiihtyy vähemmän ja tarvittava ohjauskoron nousu on pienempi.¹⁷

... mutta joskus riittävän voimakasta vastasyklisestä makrovakaupolitiikkaa on vaikea toteuttaa

Mallilaskelmissa vastasyklinen makrovakaupolitiikka voi vakauttaa taloutta paremmin kuin pelkästään rahapolitiikan käyttö, mutta pankeilta vaadittavien pääomapuskurien vaihtelu voi tällöin voimistua moninkertaiseksi. Hyvin voimakkaat ja nopeat vaihtelut pankeilta vaadittavissa pääomissa ovat käytännössä mahdottomia. Jos pankkien vastasyklisen pääomapuskurivaatimusten vaihtelu rajataan kohtuulliseksi, mallilaskelmassa palataan rahapolitiikan kannalta hyvin lähelle tilannetta, jossa pankkien pääomavaatimukset eivät vaihtele lainkaan. Tällöin rahapolitiikan pitäisi talouden vakauttamisen kannalta reagoida luottokehitykseen ja varallisuushintojen vaihteluihin, koska dynaaminen makrovakaupolitiikka ei todennäköisesti aina pysty toimimaan – eikä sen ole tarkoituksen-

mukaistakaan toimia – riittävän voimakkaasti.¹⁸

Esimerkiksi Norjassa keskuspankki ottaa rahapolitiikassaan huomioon makrovakauteen liittyvät riskit.¹⁹ Norjan keskuspankki välttää lähiaikoina ohjauskoron selvää alentamista vaimeasta inflaatiosta huolimatta, jotta rahapolitiikka ei voimistaisi asuntojen huolestuttavan kalliiksi nousseiden hintojen nousua ja velkaantuneisuuden kasvua. Myös Norjassa otetaan uusia makrovakaavälineitä käyttöön vuosina 2014–2016. Vastaavasti Englannin pankki hyödyntää ennakoivassa viestinnässään uutta rooliaan rahoitusvakauden vaalijana. Sen rahoitusvakauteen liittyvä ehto täyttyy ja korot voidaan pitää matalina, jos keskuspankin Financial Policy Committee (FPC) ei näe matalien korkojen aiheuttavan rahoitusvakaudelle sellaista riskiä, jota ei voitaisi torjua useiden viranomaisten käytössä olevilla valvonnan ja sääntelyn välineillä.

... ja toisinaan raha- ja makrovakaupolitiikan välille voi syntyä ristiriitatilanteita

Rahapolitiikan ja vastasyklisen makrovakaupolitiikan välille voi myös toisinaan syntyä ristiriitatilanteita esimerkiksi, jos inflaatio hidastuu samalla, kun luottojen kasvu kiihtyy tai päinvastoin. Tällainen tilanne on mahdollinen, jos tuotannon kasvu teknologiasokin myötä hidastuu, mutta lainakanta suhteessa tuotantoon kasvaa. Jos raha-

¹⁷ Christensen, I. – Meh, C. – Moran, K. (2011).

¹⁸ Darracq, P. M. – Sorensen, C. K. – Rodriguez-Palenzuela, D. (2011). Ks. myös Angeloni, I. – Faia, E. (2013).

¹⁹ Norges Bank (2013).

politiikassa reagoidaan tuotannon kasvun hidastumiseen korkoa laskemalla, mutta samaan aikaan tästä riippumattomasti makrovakauseräpolitiikassa reagoidaan lainakannan kasvuun, seurauksena voi olla voimakkaita muutoksia ohjauskorossa ja pääomavaatimuksissa ilman, että tuotanto ja lainakannan suhde tuotantoon pystytään vakauttamaan. Jos sen sijaan makrovakauseräpolitiikka ja rahapolitiikka koordinoitetaan tällaisessa tilanteessa, talous pystytään vakauttamaan vain pienillä muutoksilla pääomavaatimuksissa ja ohjauskorossa.²⁰

... ja aina vastasyklisiä makrovakauseräpolitiikkaa ei tarvita lainkaan

Esimerkiksi teknologiasokin tapauksessa pelkkä rahapolitiikka voi mallilaskelmissa vaimentaa makrotalouden vaihteluita riittävästi. Vastasyklisiä makrovakauseräpolitiikkaa ei siis tarvita tavanomaisen suhdannevaihtelun hallintaan eikä sitä ole sellaiseen tarkoitettukaan, koska tavanomaiseen suhdannevaihteluun ei liity rahoitusjärjestelmää uhkaavia riskejä. Tavanomaisissa suhdannevaihteluissa vastasyklisen makrovakauserävälineen käyttö voi jopa olla haitallista, varsinkin jos sitä ei koordinoita rahapolitiikan kanssa. Makrovakauseräpolitiikan ja -välineiden merkitys on mallilaskelmien perusteella suurin silloin, kun talouteen kohdistuu rahoitusmarkkinasokki tai yksittäiseen sektoriin kohdistuu sokki. Tällöin makrovakauseräpolitiikalla on rahapolitiikkaa tukeva vaikutus makrotalouden muuttujien vakauttamisessa.²¹

²⁰ Beau, D. – Clerc, L. – Mojon, B. (2011).

²¹ Angelini, P. – Neri, S. – Panetta, F. (2012).

Makrovakauseräpolitiikan onnistuminen euroalueella riippuu monesta tekijästä

Euroalueen taloudessa ja rahoitusmarkkinoissa on joitakin erityispiirteitä, jotka tulee ottaa huomioon makrovakauseräpolitiikassa. Euroalueen taloudet ja rahoitusmarkkinat ovat useilla osa-alueilla pitkälle integroituneita, joskin finanssikriisi on osin kääntänyt kehitystä taaksepäin. Maiden rajat ylittävät makrovakauseräpolitiikan vaikutukset – positiiviset ja negatiiviset – voivat euroalueella olla siten erityisen suuria. Nämä vaikutukset ovat osasyynä siihen, että Euroopan järjestelmäriskikomitealle on annettu erilaisia makrovakauseräpolitiikan koordinoitavuutta, ja siihen, että EU:n vakavaraisuusdirektiiviin sisältyvien kansallisten makrovakauserävälineiden käyttöön liittyy paljon erilaisia tiedonanto- ja lupamenettelyvelvoitteita. Osa makrovakauserävälineistä voi vaikuttaa tehokkaammin, jos välineet otetaan käyttöön useassa maassa.

Euroalueella samat järjestelmäriskit voivat kohdistua samanaikaisesti useisiin maihin. Yksittäisellä maalla voi olla tällaisessa toimintaympäristössä kiusaus välttää epäsuosittuja makrovakauseräpolitiittisia toimia ja odottaa, että muut maat reagoivat ensin. Makrovakauseräpolitiikan kiristäminen yksittäisessä maassa voi ainakin jossain määrin heikentää maan rahoituslaitosten kilpailuasemaa suhteessa muiden maiden rahoituslaitoksiin. Euroalueella tämä voi pitkälle yhdentyneiden rahoitusmarkkinoiden vuoksi olla potentiaalisesti suurempi ongelma kuin muualla ja osaltaan hidastaa ja passivoida makro-

*Vastasyklisten
pääomapuskurien
ensisijainen tavoite
on vahvistaa
pankkien
tappionsietokykyä.*

vakauseräpolitiikkaa liikaa.²² EKP:lle tuleva oikeus korottaa vastasyklistä pääomapuskurivaatimusta yli kansallisen viranomaisen asettaman tason pyrkii vähentämään tämänkaltaista makro- vakauseräpolitiikan passiivisuutta.

Pääoman vapaan liikkuvuuden vuoksi ja valuuttakurssiriskin puuttumisen takia maiden rajat ylittävät pääomavirrat euroalueen sisällä voivat olla suuria. Esimerkiksi Espanjassa ulkomainen kysyntä nosti ennen finanssi- kriisiä myös paikallisten asukkaiden omistamien ja usein lainarahalla hankittujen asuntojen arvoa ja siten ylikuumensi maan asuntomarkkinoita. Yksittäisen euroalueen maan asuntomarkkinoille suuntautuvia pääomavirtoja voi olla vaikea hillitä lainakatolla, joka rajoittaa ensisijaisesti kotimaisten luotonhakijoiden asuntoluotonottoa.

Omat haasteensa euroalueelle tuo myös sirpaleinen institutionaalinen toimintaympäristö. EU:n rahoitusmarkkinalainsäädännön yhtenä tavoitteena on ollut rakentaa yhteiset pelisäännöt (Single Rule Book) eri maiden rahoituslaitoksille ja siten edistää kilpailua ja rahoitusmarkkinoiden yhdentymistä. Tavoitteena on niin ikään ollut estää kotimaisten rahoituslaitosten suosiminen sääntelyä keventämällä, mikä aiemmin johti maiden väliseen haitalliseen sääntelykilpailuun. EU:n vakavaraisuussääntelyä rakennettaessa yhteisiä pelisääntöjä noudatettiin niin kirjaimellisesti, että EU-sääntelyn piiriin kuuluvien säännösten kansallinen kiristäminen on pääosin kiellettyä. Tämä ns.

²² Saarenheimo, T. (2010).

maksimiyhdenmukaistamisen periaate rajoittaa monien potentiaalisten makro- vakauserävälineiden käyttöä EU- maissa.

Baselin komitean mukaan vastasyklisten pääomapuskurien ensisijainen tavoite on vahvistaa pankkien tappionsietokykyä ja luottosyklin loiventaminen on mahdollinen myönteinen sivuvaikutus. Yhteisen rahapolitiikan toimintaympäristössä voi kuitenkin syntyä tilanne, jossa rahapolitiikan mitoitus ei tue yksittäisen maan makro- vakauseräpolitiikan tavoitteita. Euroalueella herääkin kysymys, tulisiko alueeseen kuuluvien maiden ottaa luotonannon hillitseminen selvemmin makro- vakauseräpolitiikan tavoitteeksi. Vaarana on myös se, että maat jakautuvat makro- vakauseräpolitiikassaan aktiivisiin ja passiivisiin, eikä kansallisessa makro- vakauseräpolitiikassa oteta riittävästi huomioon mahdollisia epäsuotuisia ulkoisvaikutuksia ja ongelmia mm. rahapolitiikan välittymisen kannalta.

Ovatko finanssikriisit vältettävissä uusien politiikkavälineiden avulla?

Viimeisimmän finanssikriisin kokemukset viittaavat siihen, että vakavimmat makro- vakauseräpolitiikkaan liittyvät epäsuotuisat maiden rajat ylittävät vaikutukset voivat aiheutua liian passiivisesta makro- vakauseräpolitiikasta. Vie kuitenkin vielä useita vuosia ennen kuin uudet makro- vakauserävälineet ovat kaikissa maissa tehokkaasti käytössä ja riittävät uudistukset koko euroalueen yhteiseen sekä alueen yksittäisten maiden makro- vakauseräpolitiikkaan toteutettu.

Vasta myöhemmin tullaan näkemään, kuinka suuri EKP:n rooli tulee

olemaan makrovakausrakenteiden tiukentamisessa yli kansallisten viranomaisten asettaman tason. Vastasyklinen pääomapuskurivaatimus on ainoa yhdenmukainen ja velvoittavasti kaikissa jäsenmaissa käyttöön otettava direktiiviin sisältyvä dynaaminen makrovakausrakenteellinen. Euroalueella merkittävä osa makrovakausrakenteita tulee vastaisuudessaakin jäämään kansallisten viranomaisten vastuulle. Euroalueella makrovakausrakenteiden käyttöönotossa suurin osa maista on vasta lähtökuopissa. Tämä on tilanne myös Suomessa.

Rahapoliittisten korkojen säilyminen pitkään matalina voi joissakin euroalueen maissa tai joillakin sektoreilla kiihdyttää velkaantumista ja lisätä muita rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä. Tämänkaltaiseen kehityskulkuun tulisi puuttua ajoissa makrovakausrakenteiden eikä yhteisen rahapolitiikan avulla. Parhaimmillaan sekä yhteinen että maakohtainen makrovakausrakenteellinen loiventaa finanssisyklejä ja vakauttaa myös yhteisen rahapolitiikan toimintaympäristöä.

Pelkäämään yhdellä kaikissa maissa käytettävissä olevalla makrovakausrakenteella – vastasyklisellä pääomapuskurilla – ei aina ole mahdollista tehdä riittävää makrovakausrakenteita. Olisikin toivottavaa, että mailla olisi käytettävissään myös muita kansallisia makrovakausrakenteita, jotta toimenpiteet voitaisiin kohdentaa parhaalla mahdollisella tavalla.

Makrovakausrakenteiden käytön ensisijaisena tavoitteena tulee todennäköisesti useissa maissa ainakin lähivuosina olemaan rahoituslaitosten pääomapuskureiden vahvistaminen tulevien

kriisitilanteiden varalta. Tällainen politiikka voi näyttää varsin passiiviselta. Esimerkiksi jos vastasyklisiä pääomapuskuria käytettäisiin mekaanisesti Baselin komitean määrittelemän laskentatavan mukaisesti, puskuri tulotaisiin aktivoimaan yksittäisessä maassa keskimäärin 10–20 vuoden välein.²³

Makrovakausrakenteellinen vakauttaa Suomen taloutta

Kaikissa euromaissa yhdenmukaisesti määritellyn vastasyklisen pääomapuskurin lisäksi olisi erittäin suotavaa, että euroalueen maat ottaisivat käyttöön muitakin dynaamisia makrovakausrakenteita. Makrovakausrakenteellisessä joudutaan kaikissa euroalueen maissa, myös Suomessa, kantamaan erityisen paljon vastuuta rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaavien ja finanssikriisejä aiheuttavien järjestelmäriskien torjumisessa, koska finanssisyklit voivat poiketa toisistaan maittain, mutta rahapolitiikka on kaikille yhteistä. Keinoiksi eivät riitä tehottomiksi osoittautuneet suositukset ja suostuttelu. Finanssipoliitiikan välineiden, kuten asumiseen liittyvien verojen, käytöllä on puolestaan muitakin kuin makrovakausrakenteellisia tavoitteita.

Suomen rahoitusjärjestelmässä on ainakin kaksi vakavaa rakenteellista haavoittuvuutta, joiden torjumiseksi Suomessa tarvitaan nykyistä vahvempia makrovakausrakenteita. Ensimmäinen Suomen kansantalouden ja suomalaiset kotitaloudet ovat haavoittuvia asuntomarkkinoiden vakavien häiriöiden suhteen. Toiseksi Suomen pankkijärjestel-

Suomen rahoitusjärjestelmässä on kaksi vakavaa rakenteellista haavoittuvuutta: asuntomarkkinoiden häiriöille alttiit kotitaloudet ja kansantalouden sekä keskittynyt pankkijärjestelmä.

²³ Baselin pankkivalvontakomitea (2010).

mä on suuri, erittäin keskittynyt ja voimakkaasti kytkeytynyt kansallisesti ja yli maiden rajojen. Lisäksi joidenkin yksittäisten suurten pankkien vakavat ongelmat voisivat vaurioittaa koko taloutta ja rahoitusjärjestelmää.

Viennistä riippuvaisena pienenä avotaloutena Suomi voi myös kärsiä suljetumpia maita enemmän alueellista tai maailmanlaajuisista finanssikriiseistä. Suomen etujen mukaista on siten edistää rahoitussäätelyn, ja myös makrovakaussäätelyn, vahvistamista sekä EU:ssa että maailmanlaajuisesti.

Asiasanat: rahapolitiikka, makrovakaussäätely, finanssisyklit, euroalue, SSM

Lähteet

- Angelini, P. – Neri, S. – Panetta, F. (2012) Monetary and macroprudential policies. ECB working paper no 1449.
- Angeloni, I. – Faia, E. (2013) Capital regulation and monetary policy with fragile banks. *Journal of Monetary Economics* 60.
- Baselin pankkivalvontakomitea (2010) Countercyclical capital buffer proposal – consultative document. Ks. <http://www.bis.org/publ/bcbs172.htm>.
- Beau, D. – Clerc, L. – Mojon, B. (2011) Macroprudential policy and the conduct of monetary policy. Bank of France occasional paper 8.
- Christensen, I. – Meh, C. – Moran, K. (2011) Bank leverage regulation and macroeconomic dynamics. Bank of Canada. Working paper no 32.
- Darracq, P. M. – Sorensen, C. K. – Rodriguez-Palenzuela, D. (2011) Macroeconomic propagation under different regulatory regimes: Evidence from an estimated DSGE model for the euro area. *International Journal of Central Banking*, vol 7 no 4.
- IMF (2013) The interaction of monetary and macroprudential policies.
- Kauko, K. (2012) Vastasykliset pääomapuskurit Suomessa. *Euro & talous* 2/2012.
- Kauko, K. (2013) Likviditeetinsäätely tulee takaisin. *Euro & talous* 4/2013.
- Lim, C. – Columba, F. – Costa, A. – Kongsamut, P. – Otani, A. – Saiyid, M. – Wezel, T. – Wu, X. (2011) Macroprudential policy: What instruments and how to use them? Lessons from country experiences. IMF working paper 11/238.
- Norges Bank (2013) Monetary policy report with financial stability assessment, no. 2-2013.
- Saarenheimo, T. (2010) Towards a European macroprudential policy. *Bank of Finland Bulletin* 1/2010.
- Smets, F. (2013) Financial stability and monetary policy: How closely interlinked? Muistio, 25.5.2013.
- Tucker, P. (2013) Banking reform and macroprudential regulation: implications for banks' capital structure and credit conditions. Puhe SUERF:n ja Suomen Pankin järjestämässä konferenssissa. Kesäkuu 2013. Helsinki.
- Vauhkonen, J. – Putkuri, H. (2013) Lamauttaako vai vakauttaako lainakatto Suomen asuntomarkkinat. *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 1/2013.
- Vauhkonen, J. – Westman, H. (2013) Suomessa luotava valmiudet asettaa pankeille systeemisiä lisäpääomavaatimuksia. *Euro & talous* 2/2013.

