

Makrovakaupolitiikan välineet

7.9.2011

Vuonna 2007 alkanut finanssikriisi on osoittanut, että rahoitusmarkkinoilla esiintyy häiriöitä, joilla on huomattavia kansantaloudellisia vaikutuksia. Luottolaitoksia, vakuutusyhtiöitä, johdannaismarkkinoita ja arvopaperikauppaa koskevia säädöksiä on vaadittu uudistettaviksi rahoitusvakauden edistämiseksi. Tässä artikkelissa tarkastellaan keinoja, joilla julkinen valta voisi sekä ehkäistä finanssikriisejä rahoitusmarkkinoilla että pienentää mahdollisten häiriöiden kansantaloudellisia vaikutuksia. Pääpaino on keinoissa kohentaa pankkijärjestelmän vakautta.

Makrovakaupolitiikka ja sen välineet

Rahoitusmarkkinoiden toiminnan on usein sanottu voimistavan suhdannevaihteluita. Noususuhdanteissa luottojen voimakas tarjonta ja arvopapereiden hintojen nousu vahvistavat talouden kasvua, kun taas laskusuhdanteessa rahoitusmarkkinoiden ongelmat pahentavat kansantalouden tilaa. Vaikutukset ovat voimakkaita, sillä pankeilla on taipumus ajautua samantapaisiin tilanteisiin yhtä aikaa. Pankit altistuvat samoille suhdannevaihteluille, ja vaikeuksiin ajautunut pankki aiheuttaa ongelmia myös terveille luottolaitoksille, sillä pankkien välillä on monenlaisia kytköksiä. Osake- ja kiinteistömarkkinoilla näyttää toisinaan muodostuvan kuplia, joissa hinnannousuodotukset ylläpitävät spekulatiivista kysyntää. Täl-

lainen kupla jää väkisinkin tilapäiseksi, ja sen väistämätön puhkeaminen usein vaarantaa pankkijärjestelmän toimintakyvyn.

Vakavaraisuusvaatimukset edellyttävät, että pankilla pitää olla omia varoja määrä, joka on vähintään kahdeksan prosenttia laskennallisista riskeistä. Yksittäinen pankki voi laskusuhdanteessa kohentaa vakavaraisuuttaan vähentämällä luotonantoa ja myymällä arvopapereita, jolloin se vapautuu näihin saamisiin liittyvistä laskennallisista riskeistä. Saamisiaan ja sijoituksiaan vähentävän pankin omat varat pysyvät suunnilleen ennallaan, joten omien varojen suhde riskeihin kohenee. Makrovakauden kannalta tämä on kuitenkin vaarallinen ratkaisu, sillä sen laajamittainen käyttäminen on omiaan muuttamaan taantumam lamaksi. Luottojen tarjonnan heikkeneminen vähentää entisestään pankkirahoituksesta riippuvaisen yritysten investointeja laskusuhdanteessa, ja arvopapereiden myynti alentaa sijoituskohteiden hintoja, mikä aiheuttaa ongelmia eläkerahastoille ja muille sijoittajille.

Julkinen valta ei aiemmin ole yrittänyt systemaattisesti vähentää pankkitoiminnan käytäntöjen taipumusta voimistaa suhdannevaihteluita. Tilanne on kuitenkin muuttumassa, ja ns. makrovakaupolitiikkaa on alettu pitää aiempaa tärkeämpänä.

G30-ryhmän raportissa¹ makrovakaupolitiikka määritellään keinoik-

¹ G30-ryhmä (lokakuu 2010).



*Juhana Hukkinen
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto*



*Karlo Kauko
tutkijaekonomisti
rahoitusmarkkina- ja
tilasto-osasto*

Vastasyklisen pääomapuskurin toimintaperiaate: noususuhdanteessa pankkien vakavaraisuusvaatimuksia kiristetään ja laskusuhdanteessa helpotetaan.

si, joilla vähennetään rahoitusjärjestelmän systeemiriskiä. Jotta makrovakautta voitaisiin edistää tehokkaasti, on löydettävä tähän tarkoitukseen sopivia välineitä. Tässä artikkelissa esitellään sekä käytössä olleita että ideaasteella olevia politiikkavälineitä, joilla tietoisesti tavoitellaan makrovakautta.

Edellä mainitussa G30-ryhmän raportissa jaotellaan makrovakauspolitiikan keinot pysyviin ja vaihtuviin. Pysyvän järjestelyn tarkoituksena on muuttaa rahoitusjärjestelmän toimintaa siten, että taipumus myötäsyklisyyteen vähenisi. Pysyvää keinoa käytettäessä säädöksiä ei ole helppo muuttaa, eikä niitä ole tarkoitukseen vaihtaa esimerkiksi suhdannenäkymien muuttuessa. Esimerkiksi kirjanpito- tai verolainsäädäntöä tuskin voidaan hienosäätää neljännesvuositain suhdannetilanteen mukaisesti, vaikka säädösten muutoksilla voitaisiin tavoitella makrovakautta.

Sen sijaan vaihtuvat keinot perustuvat jatkuvaan seurantaan ja säännöllisiin muutoksiin julkisen vallan esittämässä vaatimuksissa. Päätäjien kyky ymmärtää vallitseva tilanne ja sen edellyttämät toimenpiteet on välttämätön ehto menestyksekkäälle vaihtuviin keinoihin perustuvalla makrovakauspolitiikalle.² Esimerkiksi parhaillaan valmisteltava ns. vastasyklinen pääomapuskuri on tyypillinen vaihtuva keino.

² Heidi Schauman ja Katja Taipalus käsittelivät makrovakaudellisten riskien tunnistamista artikkelissaan, joka ilmestyi Euro & talous -lehden numerossa 1/2011.

Vastasyklinen pääomapuskuri

Tällä hetkellä tärkein valmisteilla oleva politiikkaväline lienee vastasyklinen pääomapuskuri. Ehdotus tämän välineen käyttöönotosta esitettiin Englannin pankin keskustelualoitteessa,³ ja Baselin komitea järjesti aiheesta oman julkisen kuulemisen heinäkuussa 2010. Myös Euroopan komissio julkisti oman konsultaatiodokumenttinsa samana vuonna.⁴ Vastasyklinen pääomapuskuri todennäköisesti hyväksytään politiikkavälineeksi mm. EU-maissa. Noususuhdanteessa viranomaiset vaativat pankkeja kasvattamaan vakavaraisuuttaan selvästi normaalia minimitasoa suuremmaksi, mutta laskusuhdanteessa vakavaraisuuden heikkeneminen sallittaisiin, jotta pankeille ei muodostuisi tarvetta supistaa antolainausta ja myydä arvopapereita. Noususuhdanteessa asetettu lisäpääomapuskuri olisi enintään kaksi prosenttia laskennallisista riskeistä.

Puskurivaatimus määräytyisi sen mukaan, mihin maahan pankki on myöntänyt luottoja. Jos pankilla on saamia useista maista, lisäpääomavaatimus muodostuisi saamia koskevien maakohtaisten vaatimusten painotettuna keskiarvona. Jokainen maa määrittää itse lisäpääomavaatimuksen, joka edellytettäisiin kyseiseen maahan myönnettyistä luotoista. Lisäpääomavaatimuksen voisi täyttää ainoastaan kaikkein kiistattomimmil-

³ Bank of England (marraskuu 2009).

⁴ Euroopan komissio (lokakuu 2010).

la ensisijaisilla omilla varoilla, esimerkiksi osakepääomalla.

Pääomavaatimusta koskevan viranomaispäätöksen tulisi normaalisti perustua luottokanta–bruttokansantuote-suhdeluvun trendipoikkeamaan. Lisäpääomavaatimus voisi periaatteessa riippua muustakin tekijästä, esimerkiksi varallisuushintojen kehityksestä.⁵

Pääomapuskurin soveltamiseen voi liittyä ongelmia. Kannattavia liiketoimintamahdollisuuksia ja yleisön luotonsaantia rajoittavan puskurivaatimuksen asettaminen noususuhdanteessa olisi vaikeaa, koska sitä vastustettaisiin kiivaasti, kun riskit vaikuttavat vähäisiltä. Taantumassa esiintyisi toisenlaisia ongelmia: markkinoiden luottamuksesta riippuvainen pankki ei ehkä anna näkyvästi raportoidun vakavaraisuutensa heikentyä, vaikka lakisääteistä minimipääomista supistettaisiin. Taantumien kesto on vaikea ennustaa, joten pankki ei voisi optimoida puskurinsa käyttöä siten, että ylimääräinen vakavaraisuus olisi käytetty loppuun juuri silloin, kun nousu alkaa.

Vähimmäisvarantovelvoite

Suomessa havaittiin 1980-luvun lopulla, että pankkien luotonannon kasvu oli liian nopeaa. Tilanteen rauhoittamiseksi harkittiin muitakin keinoja, mutta lopulta luotonkasvua päätettiin hillitä kassavarantovelvoitteella.⁶ Suomen Pankki sai maaliskuussa 1989

mahdollisuuden korottaa kassavarantovelvoitetta 12 prosenttiin, mistä kahdeksan prosenttia ylittävä osuus oli korotonta. Lisävarantovelvoite olisi ollut pankkikohtainen ja riippunut pankin antolainauksen kehityksestä. Kyseessä oli siis eräänlainen sakko, koska pankin varoja olisi sidottu korottomaan talletukseen, eikä niitä olisi voinut sijoittaa tuottavasti.⁷ Toimenpide ei ollut puhtaasti makro-kaudellinen, sillä lisätalletusvelvoite oli pankkikohtainen.

Toimenpiteellä on voinut olla toivottu vaikutus, sillä samoihin aikoihin lähes kaikkien pankkien antolainauksien kasvu alkoi selvästi hidastua.⁸ Asuntojen hintakupla alkoi purkautua suunnilleen samoihin aikoihin.

Periaatteessa on mahdollista, että esimerkiksi euroalueella jokin koroton lisävähimmäisvarantovelvoite riippuisi kunkin pankkiryhmän antolainauksen kasvusta joidenkin makrotalouden ylikuumenemista mittaavien indikaattoreiden mukaisesti. Keino olisi nykyään todennäköisesti tehottomampi kuin 1980-luvun lopulla, koska nimelliskorot ovat selvästi tuolloista alemmat, joten velollisuus tehdä korottomia talletuksia olisi aiempaa pienempi lisäkustannus. Taseiden ulkopuolinen rahoituksen välitys jäisi järjestelyn ulkopuolelle, mikä heikentäisi menetelmän tehoa. Tietysti voisi ideoida jonkin muun

Nimelliskorkojen ollessa alhaiset vähimmäisvarantovelvoitteen teho makrovakaupolitiikan välineenä on vähäinen.

⁵ Goodhart, C. (2005).

⁶ Korhonen, T. (2011) s. 187.

⁷ Aaltonen, E. – Aurikko, E. – Kontulainen, J. (1994) s. 76–77 sekä Bank of Finland Monthly Bulletin (4/1989) s. 13.

⁸ Kullberg, R. (1996).

tavan asettaa ylimääräisiä rasitteita pankeille, joiden luotonkasvu vaikuttaa liialliselta noususuhdanteessa.

Suhdanteista riippumattomat luottoriskimallit

Basel II- ja Basel III -vakavaraisuusjärjestelmissä pankit voivat olla käyttämättä annettuja riskipainoja ja arvioida itse valvontaviranomaisten luvalla yksittäisten velallisten luottoriskejä. Tähän on arveltu liittyvän suhdanteiden kärjistymisen ongelma, koska luottoriski ja siitä aiheutuva pääomavaatimus ovat suhdanneherkkiä. Mallien osoittamat luottoriskit pahenevat laskusuhdanteessa, jolloin pankkijärjestelmän kyky myöntää luottoja heikkenee, mikä syventää laskusuhdannetta. Toisensuuntainen kierre voi käynnistyä noususuhdanteessa.⁹

Yhtenä ratkaisuna ongelmaan voisi olla siirtyminen suhdanteista riippumattomiin luottoluokituksiin pankkien vakavaraisuuslaskelmissa. Riippumattomuudella suhdanteista voidaan tarkoittaa ainakin seuraavia asioita:

1) Arvioidaan, mikä olisi kunkin velallisen luottotappioriski laskusuhdanteessa, ja määritetään kunkin velallisen riskipaino tämän mukaan. Todellista, vallitsevaa suhdannetilannetta ei oteta huomioon.

2) Arvioidaan, mikä olisi kunkin velallisen luottotappioriski keski-

määräisessä suhdannetilanteessa. Kunkin velallisen riskipaino perustuisi tähän arvioon.

3) Otetaan tämänhetkisen luottotappioriskin lisäksi huomioon kunkin velallisen suhdanneherkkyys: velallinen, jonka luottokelpoisuus todennäköisesti kärsisi enemmän laskusuhdanteesta, saa suuremman riskipainon.

Suhdanteista riippumattomissa luottoluokituksissa riskin tilapäiset, suhdanneluonteiset vaihtelut pitäisi pystyä nopeasti erottamaan pysyvistä muutoksista tyydyttävällä tarkkuudella. Toisaalta on hyvin vähän näyttöä siitä, että yksittäisen yrityksen konkurssitodennäköisyydessä olisi erillinen, aaltoliikettä muistuttava suhdannekomponentti, joka ei aiheuta pysyviä muutoksia konkurssitodennäköisyydessä.¹⁰ Käytössä olevat suhdanteista riippumattomat luokitukset perustuvat usein historiallisiin keskiarvoihin, joiden perusteltu käyttö edellyttää aitoja, palautuvia suhdannesyklejä. Julkisia luottoluokituksia antavien laitosten periaatteena on yleensä antaa suhdanteista riippumattomia luokituksia, mutta ilmeisesti tehdyt luokitukset pikemminkin ali-reagoivat uuteen informaatioon ja antavat vanhentuneen kuvan tilanteesta kuin tasoittavat luottoriskin tilapäisiä vaihteluita.¹¹

⁹ Tästä aiheesta julkaistua kirjallisuutta ovat esitelleet Gordy ja Howells (2006) sekä Drumond (2009).

¹⁰ Kauko, K. (2010).

¹¹ Altman, E. – Rijken, H. (2005).

Tobin-vero

James Tobin ehdotti vuonna 1972 valuuttamarkkinoille asetettavaa transaktioveroa. Alkuperäinen ajatus oli turvata rahataloudellinen autonomia sekä vähentää spekulatiivista valuuttakauppaa, joka oletuksen mukaan voimistaa vaihtelua markkinoilla. Kurssivaihtelun vähentäminen voisi hyvinkin vähentää myös pankkien riskejä, joten veroa voisi pitää myös makrovakaustyökaluna. Ajatus on saanut tukea monilta tahoilta.

Ehdotusta on kuitenkin myös kritisoitu. Vero ei paljonkaan vähentäisi onnistuneesta valuuttaspekulaatiosta saatavaa voittoa, jos kyse on todella suurista kurssimuutoksista. Veroa olisi helppo kiertää veroparatiisien avulla.¹² Veron vaikutus volatilitettiin on vaikeasti arvioitavissa etukäteen, koska vero ajaisi markkinoilta sekä volatilitteettia aiheuttavia ns. noise trader -tyyppisiä sijoittajia että hyvin informoituja ja rationaalisia toimijoita, joiden läsnäolo todennäköisesti vähentää volatilitteettia.¹³ Laboratoriokoetta varten luoduilla keinotekoisilla valuuttamarkkinoilla transaktiovero itse asiassa lisäsi kurssivolatilitteettia ja olisi siis huonontanut markkinoiden vakautta.¹⁴ Suomessa poistettiin pörssikauppojen leimavero toukokuussa 1992, mutta mitään tasosiiirtymää pörssikurssien volatilitteetissa ei tuolloin ilmennyt.

¹² Suvanto, A. (2001).

¹³ Shi, K. – Xu, J. (2009).

¹⁴ Mannaro, K. – Marchesi, M. – Setzu, A. (2008).

Konvertoitava velka ja pääomavakuutus

Yksi mahdollinen makrovakaudeellinen keino olisi pankin velkojen muuntaminen osakepääomaksi tarpeen vaatiessa. Muuntaminen koskisi vain velkoja, joihin on jo liikkeeseen laskettaessa sisällytetty tällainen ehto. Tällaisia instrumentteja on käyttänyt ainakin brittiläinen Lloyds-pankki. Pankki vaihtoi joulukuussa 2009 huonomman etuoikeuden velkaansa joukkovelkakirjoiksi, jotka muuttuvat automaattisesti osakkeiksi, jos pankin ensisijaisten omien varojen perusteella laskettu vakavaraisuus heikkenee alle viiteen prosenttiin. Alkuvuonna 2011 sveitsiläinen Credit Suisse laski liikkeeseen velkainstrumentteja, jotka muuntuvat osakkeiksi pankin ensisijaisten omien varojen perusteella lasketun vakavaraisuuden mahdollisesti heikennyttyä erikseen määriteltyjen tasojen alapuolelle. Myös hollantilainen Rabobank on laskenut liikkeeseen samantapaisen instrumentin. Näiden instrumenttien kysyntä on ollut vilkasta, mutta Goodhart¹⁵ on esittänyt skeptisiä kommentteja järjestelystä: konversion ainoa suora kassavirtavaikutus on pakollisen koronmaksun loppuminen, ja finanssikriisissä saadut kokemukset velan ja osakerahoituksen välimuodoista ovat huonoja.

Kashyap, Rajan ja Stein ehdottivat eräänlaista pankkikriisivakuutusta.¹⁶ Jos pankkisektorin tappiot olisivat

¹⁵ Goodhart, C. (kesäkuu 2010).

¹⁶ Kashyap, A. – Rajan, R. – Stein, J. (2008).

Pääomavakuutuksella pankki voisi varautua koko pankkisektorin ongelmiin, mutta ei suojautua omilta tappioiltaan.

jotakin tiettyä rajaa suuremmat, vakuutuksen myyjä maksaisi sovitun korvauksen vakuutuksen ottaneelle pankille. Pankki voisi siis ottaa vakuutuksen koko pankkisektorin tappioiden varalta, mutta ei omien vaikeuksiensa varalta, jotta pankille ei muodostuisi kannusteita olla piittaamatta omista tappioistaan. Vakuutuksen myyjän olisi asetettava vakuudeksi mahdollisimman vähäriskisiä korkoa tuottavia arvopapereita, jotka tallettaisiin suljetulle arvo-osuustilille. Jonkin määrän pääomavakuutuksia pankki voisi laskea omiin varoihinsa vakavaraisuuslaskennassa jo normaaliaikoina. Sijoittajalle instrumentti olisi pääasiassa vakaa korkosijoitus, jolle saisi normaalin koron ohella lisätuottoa vakuutusmaksuista, mutta epätodennäköisissä tilanteissa sijoitus tuottaisi runsaasti tappiota. Ehdottajat arvelivat, että markkinoilla on runsaasti kysyntää sijoituskohteille, jotka tuottavat useimmissa tapauksissa riskitöntä korkoa paremmin, mutta aiheuttavat jossain epätodennäköisessä tilanteessa runsaasti tappiota. Toisaalta esimerkiksi Goodhart arveli konvertoitavan velan osalta tämän olevan erittäin epähoukutteleva tuotto profiili.¹⁷

Etenkin pankkikriisivakuutuksen ongelmana voisi myös olla sellaisten halukkaiden sijoittajien löytäminen, joiden osallistuminen tällaiseen toimintaan ei vaarantaisi vakautta muualla ja joiden mahdolliset tappiot olisivat yhteiskunnallisesti melko vaa-

rattomia. Jos esimerkiksi työeläke-rahastot myisivät näitä vakuutuksia, niin mahdollisen pankkikriisin kustannuksista osa päätyisi eläkerahastojen maksettavaksi tilanteessa, jossa monista muistakin kohteista tulisi tappioita. Mieluiten vakuutuksen myyjän pitäisi olla jokin taho, jonka kaikki muu toiminta on kaukaisessa maassa, jonka suhdannevaihtelut korreloivat mahdollisimman vähän vakuutuksia ottavan pankin kotimaan kanssa ja jonka mahdolliset tappiot ovat yhteiskunnallisesti melko vaarattomia.

EU-säädöksiin vaikuttaminen keskeistä

Useimpia mahdollisia välineitä ei voisi toteuttaa pelkästään Suomen kansallisena ratkaisuna. Monissa asioissa EU-tason säädökset estävät kansalliset ratkaisut juridisesti. Valtaosaa Suomen pankkitoiminnasta hallitsevat pohjoismaisten pankkikonsernien tytäryhtiöt. Näiden konsernien toiminnasta suuri osa on muissa maissa sijaitsevilla yksiköillä, joita Suomen lainsäädäntö ei koske. Pohjoismais-balttilainen yhteistyö niissä asioissa, joista ei päätetä EU-tasolla vaan kansallisesti, on ollut vähäistä. Suomen kannalta järkevä etenemistie siis on ainakin vaikuttaminen EU-tason säädöksiin.

Asiasanat: makrovakaupolitiikka, järjestelmäriski, pankkisääntely, suhdannevaihtelut

¹⁷ Goodhart, C. (kesäkuu 2010).

Kirjallisuutta

- Aaltonen, A. – Aurikko, E. – Kontulainen, J. (1994) Rahapolitiikka Suomessa. Yleistajuiset selvitykset A:90. Suomen Pankki.
- Altman, E. – Rijken, H. (2005) The impact of the rating agencies' through – the – cycle methodology on rating dynamics. *Economic Notes by Banca Monte dei Paschi de Siena* vol 34, 127–154.
- Bank of England (marraskuu 2009) The role of macroprudential policy. Discussion Paper.
- Bank of Finland Bulletin (4/1989) Supplementary Cash Reserve Requirement. Suomen Pankki.
- Drumond, I. (2009) Bank capital requirements, business cycle fluctuations and the Basel accords: a synthesis. *Journal of Economic Surveys* 23, 798–830.
- Euroopan komissio (lokakuu 2010) SEC/ GovC/10/302/09b-SEC/GenC/10/59/08b.
- Goodhart, C. (2005) Financial regulation, credit risk and financial stability. *National Institute Economic Review* nr 192.
- Goodhart, C. (kesäkuu 2010) Are CoCos from Cloud Cuckoo-Land? Artikkel, VoxEU.
- Gordy, M. B. – Bradley, H. (2006) Procyclicality in Basel II: Can we treat the disease without killing the patient? *Journal of Financial Intermediation* 15, 395–417.
- G30-ryhmä (lokakuu 2010) Enhancing financial stability and resilience. *Macroprudential Policy, Tools and Systems for the Future*.
- Kashyap, A. – Rajan, R. – Stein, J. (2008) Rethinking Capital Regulation. Työpaperi Jackson Hole symposiumissa ”Maintaining Stability in a Changing Financial System”.
- Kauko, K. (2010) Suhdanteista riippumattomien luottoluokitusten toteuttamiskelpoisuus. *Keskustelualoite* 14/2010. Suomen Pankki.
- Korhonen, T. (2011) Säännöstelystä markkinoille. Yleistajuiset selvitykset A:114. Suomen Pankki.
- Kullberg, R. (1996) Ja niin päättyi kulutusjuhla. WSOY.
- Mannaro, K. – Marchesi, M. – Setzu, A. (2008) Using an artificial financial market for assessing the impact of Tobin-like transaction taxes. *Journal of Economic Behavior and Organization*, vol 67, 445–462.
- Shi, K. – Xu, J. (2009) Entry Cost, the Tobin tax and noise trading in the foreign exchange market. *Canadian Journal of Economics*, vol 42, 1501–1526.
- Suvanto, A. (2001) Currency trade, capital flows and the Tobin tax. *Finnish economy and society* 3/2001.

