

**BoF Online**

**3 • 2015**

# **Makrovakausspolitiikka Euroopan Unionissa**

**Jouni Timonen ja Jukka Topi**

*Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajien omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.*



Suomen Pankki

Rahoitusmarkkina- ja tilasto-osasto

12.3.2015

## Sisällys

1 Johdanto	3
2 Miten makrovakauserolitiikkaa toteutetaan käytännössä?	7
2.1 Makrovakauserolitiikan toteutuksen vaiheet	9
2.2 Makrovakauserolitiikan välineet	14
3 Euroopan järjestelmäriskikomitean asema ja makrovakauserolitiikan lähitulevaisuuden näkymät	16
4 Makrovakauserolitiikan nykytilanne Suomessa	17
5 Lopuksi	18

## Kuvioluettelo

Kuvio 1. Kokonaistuotannon menetykset EU:ssa finanssikriisin johdosta	5
Kuvio 2. Makrovakauserolitiikan strategia	9
Kuvio 3. Makrovakauserolitiikan vaiheet	10

## Taulukkoluetelo

Taulukko 1. Pääasialliset makrovakauserolitoimistot eri maissa	6
Taulukko 2. Välitavoitteet ja indikaattorien yhteydet	11
Taulukko 3. Makrovakauserolitiikan välineet, pääasialliset välitavoitteet ja välineiden säädösperusta	15

**BoF Online**

**Päätoimittaja**

Jenni Hellström

**ISSN**

1796-9123 (online)

Postiosoite  
PL 160  
00101 HELSINKI

Käyntiosoite Snellmaninaukio  
Puhelin 010 8311  
Faksi (09) 174 872

Sähköposti  
etunimi.sukunimi@bof.fi  
www.suomenpankki.fi

Swift SPFB FI HH  
Y-tunnus 0202248-1  
Kotipaikka Helsinki

# 1 Johdanto

**Useat EU:n jäsenmaat ovat jo ottaneet ensimmäiset makrovakausrälynneet käyttöön. Vuoden 2014 alussa voimaan tulleet unionin luottolaitosdirektiivi ja vaka-  
varaisuusasetus luovat yhteisen perustan makrovakausrälynneille Euroopassa. Suomessa makrovakausrälynneiden käyttö mahdollistettiin uudella luottolaitoslailalla, joka tuli voimaan elokuussa 2014. Osaa säännöksistä sovelletaan kuitenkin vasta vuoden 2016 heinäkuusta alkaen.<sup>1</sup>**

**Makrovakausrälynneiden toimeenpano ei ole yksinkertainen tehtävä. Kokemuksia rälynneiden toimeenpanosta on vielä vähän, ja analyttistä kehikkoa rälynneiden toimeenpanon tueksi vasta kehitetään.**

**Euroopan järjestelmäriskikomitea julkaisi vuonna 2014 päätöksentekijöille suunnatun tiiviin raportin<sup>2</sup>, joka antaa yleiskuvan pankkeihin sovellettavasta makrovakausrälynneistä Euroopan unionissa, sekä yksityiskohtaisemman viranomaisille suunnatun käsikirjan<sup>3</sup> makrovakausrälynneiden käyttöön oton tueksi. Tässä artikkelissa esitellään pääosin ensin mainitun raportin sisältöä.**

Makrovakausrälynneillä tarkoitetaan rahoitusjärjestelmään vaikuttavaa viranomaisen toimintaa, jolla pyritään estämään ja lieventämään sen toimintaa vahingoittavia järjestelmäriskejä ja turvaamaan rahoitusjärjestelmän vakaus. Makrovakausrälynneitä tarvitaan etenkin pienentämään pankkikriisien todennäköisyyttä ja vaikutuksia. Finanssikriisi osoitti, että rahapolitiikan kautta saavutettava hintavakaus ja yksittäisten pankkien tai muiden rahoituslaitosten vakaus eivät riitä varmistamaan koko järjestelmän vakaata toimintaa. Pelkkä keskuspankkien vakausanalyysi eli rahoitusjärjestelmän heikkouksien ja järjestelmää uhkaavien riskien analyysi ei ole kyennyt luomaan rahoitusmarkkinoiden toimijoille riittäviä houkuttimia pienentää riskejä itse. Markkinoiden itsekorjautuvuuteen luotettiin liikaa. Nyt vakausanalyysiä täydennetään näillä erityisillä viranomaisvaltuuksilla järjestelmäriskien varalle.

Makrovakausrälynneet ovat luonteeltaan ennaltaehkäiseviä. Pankkikriisien jälkihoito on siten määritelmällisesti sen ulkopuolella. Koska Eurooppa on yhä toipumisvaiheessa finanssi-

<sup>1</sup> Ks. valtiovarainministeriön tiedote 123/2014.

<sup>2</sup> Euroopan järjestelmäriskikomitea, Flagship Report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector, 2014.

<sup>3</sup> Euroopan järjestelmäriskikomitea, The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector, 2014.

ja velkakriisistä, makrovakaupolitiikan toimet ovat tässä vaiheessa pääasiassa pankkien puskureiden kerryttämistä ja taseiden vahvistamista. Eräissä maissa on kuitenkin jo katsottu tarpeelliseksi hillitä asuntomarkkinoiden kuumenemista tai kotitalouksien liiallista velkaantumista.

Makrovakaupolitiikka pohjautuu maailmanlaajuiseen sääntelyreformiin. Euroopan unionissa se perustuu yhteiseen lainsäädäntöön, jonka mukainen luottolaitosdirektiivi (CRD) ja vakavaraisuusasetus (CRR) tulivat voimaan 1.1.2014. Direktiivin toimeenpano kansallisessa lainsäädännössä sekä unionin laajuinen asetus antavat työkalut ja velvollisuuden makrovakaupolitiikan harjoittamiseen myös Suomessa. Euroopan järjestelmäriskikomitea (EJRK) on lisäksi antanut makrovakaupviranomaisille suunnattuja suosituksia makrovakaupolitiikan rakentamiseksi.

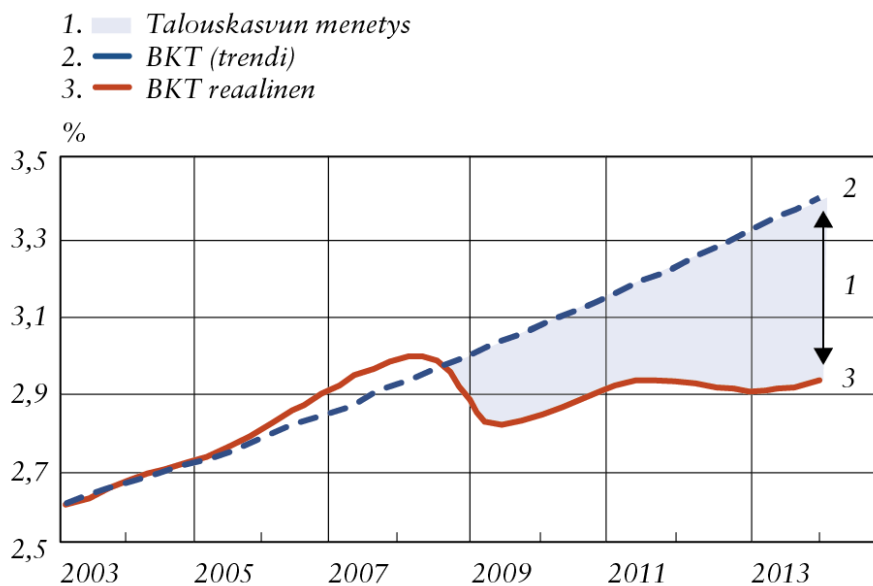
Makrovakaupolitiikan välineiden käyttö aiheuttaa tyypillisesti välittömiä ja näkyviä (tai oletettuja) kustannuksia rahoituslaitoksille ja lainanottajille, kun taas hyödyt kertyvät pidemmällä aikavälillä ja voivat olla vaikeasti havaittavissa. Uhkaavan ongelman välttäminen jää usein näkymättömäksi, eikä välttämisen syytä voida varmuudella todeta. Hyötyjen ja haittojen epäsuhta voi johtaa viranomaisten passiivisuuteen (ns. *inaction bias*): toisin sanoen politiikkatoimiin ryhdytään liian harvoin, liian myöhään tai ne jäävät liian pieniksi. Passiivisuuden välttäminen edellyttää makrovakaupolitiikan kehikkoa, jossa nimetyille, vastuulliselle ja itsenäiselle viranomaiselle annetaan lainsäädännössä selkeä tehtävä ja sen saavuttamiseksi riittävät työkalut. Suomessa valtuudet makrovakaupolitiikan päätöksentekoon on annettu Finanssivalvonnan johtokunnalle.

Uusien valtuuksien ja harkintavallan vastapainoksi tilivelvollisuudesta huolehtiminen on otettu olennaiseksi osaksi kehikkoa. Päätöksentekoa tukee ns. ohjattu harkinta, jossa välineiden käyttö perustuu suurelta osin etukäteen valittuihin, määrättyihin ja julkistettuihin tunnuslukuihin. Ohjatussa harkinnassa päätöksentekijän on erityisesti perusteltava, jos päätös poikkeaa siitä, mihin päädyttäisiin yksinomaan määrättyihin indikaattoreihin (tunnuslukuihin) nojaututtaessa. Koska uudet finanssikriisit ja niihin johtavat järjestelmäriskit voivat poiketa historiassa koetuista ja tunnusluvut antavat vain osittaisen kuvan monimutkaisesta ja muuttuvasta kokonaisuudesta, myös viranomaisharkintaa tarvitaan makrovakaupolitiikan tueksi.

Järjestelmäriskeillä tarkoitetaan sellaisten rahoitusjärjestelmän häiriöiden vaaraa, joka saattaa vaikuttaa huomattavan kielteisesti reaalitalouteen ja hyvinvointiin. Vuosien 1970 ja 2011 välisenä aikana maailmassa havaittiin yhteensä 147 systeemistä pankkikriisiä, joiden kustannukset yhteiskunnille olivat erittäin suuret. Kehittyneissä talouksissa on näiden johdosta keskimäärin menetetty talouskasvua kumulatiivisesti 33 % BKT:stä verrattuna kriisiä

edeltäneeseen trendikasvuun. Häiriöistä aiheutunut julkisen velan kasvu on puolestaan ollut 21 % ja suorat julkiset kustannukset ovat olleet 3,8 % BKT:stä. Euroopan unionissa kokonaistuotanto on edelleen pienempi kuin ennen vuonna 2008 alkanutta finanssikriisiä (Kuvio 1), ja työttömiä on noin 10 miljoonaa enemmän kuin vuoden 2007 lopussa. Pankkikriisien todennäköisyyden ja vaikutusten pienentämisellä olisi siis onnistuessaan merkittävä vaikutus talouskasvuun ja hyvinvointiin.

Kuvio 1. Kokonaistuotannon menetykset EU:ssa finanssikriisin johdosta



Lähde: Euroopan järjestelmäriskikomitea.

Makrovakauseräpolitiikka voi vaikuttaa huomattavan erilaisesti nousu- ja laskusuhdanteissa. Nousukausina pankkien luotontarjonnalle on useita vaihtoehtoisia kanavia, joista kaikkiin ei makrovakauserävälineillä välttämättä pystytä vaikuttamaan. Laskukausien aikana nämä vaihtoehtoiset kanavat voivat sulkeutua, joten makrovakauseräpolitiikan keventävä vaikutus jäljelle jäävään pankkien kautta tapahtuvaan luototukseen voi olla merkittävä.

Makrovakauseräpolitiikan vaikuttavuuden parantamiseksi on tärkeää, että makrovakauseräpolitiikan ja talouspolitiikan muiden lohkojen viritykset ovat linjassa keskenään. Tämän vaatimuksen täyttämiseksi on useissa maissa otettu makrovakauseräpolitiikan valmisteluun mukaan kaikki olennaiset viranomaiset.

Makrovakauseräpolitiikkaa toteutetaan jo aktiivisesti erilaisten makrovakauserävälineiden avulla useissa Euroopan maissa (Belgia, Hollanti, Iso-Britannia, Itävalta, Ruotsi, Norja ja Sveitsi).

Toisaalta osa jäsenmaista ei ole vielä toteuttanut yhtään makrovakauseräpolitiikan toimenpiteitä. Eroja maiden aktiivisuudessa voivat selittää toisistaan poikkeavat kansalliset suhdannevaiheet tai näkemykset makrovakauseräpolitiikan roolista tai kansallisen makrovakauseräviranomaisen asettamiseen liittyvät haasteet.

EU:n uudistetun vakavaraisuussäätelyn mukaisesti useimmissa EU-maissa on nimetty makrovakauseräviranomainen ja valtuutettu tämä käyttämään määrättyjä politiikkavälineitä (ks. Taulukko 1 eri maissa nimetyistä makrovakauseräviranomaisista). Makrovakauseräviranomaisista on ohjannut myös Euroopan järjestelmäriskikomitean vuonna 2011 jäsenmaille antama suositus kansallisten makrovakauseräviranomaisista valtuuksista. Komitean vastikään julkistaman arvion mukaan suositusta on pääosin noudatettu.

#### Taulukko 1. Pääasialliset makrovakauseräviranomaiset eri maissa

##### **Pääasiallinen makrovakauseräviranomainen**

**Keskuspankki:** Belgia, Bulgaria, Espanja, Italia, Kroatia, Kreikka, Kypros, Malta, Tšekki, Viro, Unkari, Irlanti, Liettua, Alankomaat, Portugali, Slovakia, Slovenia, Iso-Britannia, Romania

**Finanssivalvoja:** Itävalta, Suomi, Saksa, Ruotsi

**Hallitus/ministeriö:** Tanska, Norja

**Erillinen neuvosto, komissio tai komitea:** Luxembourg, Latvia, Ranska

Euroopan keskuspankki (EKP) aloitti marraskuussa 2014 pankkiunioniin kuuluvien maiden pankkien valvojana. Pankkivalvonnan myötä EKP:lle annettiin myös merkittäviä makrovakauseräpolitiikan vastuita ja tehtäviä. EKP voi asettaa eurooppalaiseen lainsäädäntöön perustuvat makrovakauseräpolitiikan vaatimukset yksittäisessä euroalueen maassa kansallisesti päätettyä kireämmiksi. Tämä epäsymmetrinen rooli on luotu viranomaisista mahdollisen passiivisuuden välttämiseksi sekä EU:n yhteismarkkinoiden tukemiseksi, sillä yhden maan passiivisuudesta voi koitua rajat ylittäviä ongelmia.

Makrovakauseräpolitiikka ei laajuudeltaan rajoitu pelkästään pankkien sääntelyyn ja valvontaan. Makrovakauseräpolitiikan mahdollistava eurooppalainen lainsäädäntö on kuitenkin pankkisääntelyä, ja tämän vuoksi makrovakauseräpolitiikan tähänastisessa kehitystyössä on keskitytty ja myös tässä artikkelissa käsitellään lähinnä pankkisektoria koskevia toimia. Rahoitusjärjestelmää uhkaavat riskit voivat kuitenkin kehittyä myös pankkisektorin ulkopuolella ja eri-

laisten kytkentöjen kautta muodostua koko rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaaviksi järjestelmäriskeiksi. Tästä syystä makrovakauseritystä ja -välineitä pyritään täydentämään siten, että ne kattavat myös pankkien ulkopuolisen rahoitusjärjestelmän (ml. eläke- ja vakuutussektori, infrastruktuuri sekä varjopankkisektori).

## 2 Miten makrovakauseritystä toteutetaan käytännössä?

Järjestelmäriskien ja niiden aiheuttamien pankki- ja muiden rahoitusjärjestelmän kriisien ehkäisy on tunnustettu makrovakauserityksen perustavoitteeksi. Perustavoitteeseen pääsemiseksi on hyödyllistä määritellä erityiset välitavoitteet, joiden avulla voidaan rakentaa strategia politiikan toimeenpanemiseksi. Makrovakauserityksen välitavoitteet selventävät, miten markkinoiden häiriöt ja epätäydellisyydet aiheuttavat järjestelmäriskejä ja miten näitä riskejä voidaan torjua makrovakauserityksen välinein.

Markkinahäiriöt liittyvät tyypillisesti rahoitusjärjestelmän toimijoiden päätösten ns. ulkoisvaikutuksiin eli kolmansiiin osapuoliin ulottuviin hyötyihin tai haittoihin. Ulkoisvaikutuksia voi syntyä rahoitusjärjestelmässä, jos esimerkiksi solmittavalla rahoitussopimuksella on vaikutuksia henkilöihin, jotka eivät ole sopimuksen osapuolia. Sopimuksen tekijät eivät ota näitä vaikutuksia huomioon, eivätkä näin ollen tee päätöstä kokonaisuuden kannalta optimaaliseksi. Tällaisia ulkoisvaikutuksia aiheutuu esimerkiksi varallisuuserien pakkomyyntitilanteista sekä instituutioiden ja markkinoiden välisistä kytkennöistä.

EJRK on määritellyt neljä välitavoitetta<sup>4</sup> makrovakauserityksen toimeenpanemiseksi pankkisektorilla:

- 1) Liiallisen luotonannon kasvun ja velkavivun lieventäminen ja estäminen, koska nopea luotonkasvu on usein varallisuuserien hintakuplien kautta finanssikriisien taustalla;

---

<sup>4</sup> Makrovakauserityksellä on EJRK:n mukaan myös viides välitavoite, jonka mukaisesti vahvistetaan pankkien ulkopuolista rahoitusjärjestelmän infrastruktuuria.

- 2) Liiallisten maturiteettiepätasapainojen ja markkinoiden epälikvidiyden lieventäminen ja estäminen, sillä riippuvuus juoksuajaltaan lyhyestä markkinavarainhankinnasta voi joutaa maksuvalmiusongelmiin, pakkomyyntikierteisiin ja laajoihin tartuntavaikutuksiin suhdanteiden kääntyessä;
- 3) Riskien keskittymisen rajoittaminen, koska rahoitusjärjestelmä tai sen osa on hauras yhteisille häiriöille riskikeskittymien takia;
- 4) Vääristyneiden kannustinvaikutusten rajoittaminen, sillä julkisen sektorin tukiverkko voi kannustaa systeemiä instituutioita yhteiskunnan kannalta liialliseen riskinottoon.

Välitavoitteiden asettamisessa on otettu oppia rahapolitiikan kehikon kehittämisestä viime vuosikymmeninä. Rahapolitiikassa lopputavoitteen saavuttamisen tueksi valitaan soveltuva välitavoite, joka on havainnollinen ja ymmärrettävä ja johon valittu väline vaikuttaa lyhemässä ajassa kuin lopputavoitteeseen. Poliitiikan toteuttamisen käsitteellisen kehikon samankaltaisuuden takia makrovakauspoltiikka on luonteeltaan lähempänä rahapolitiikkaa kuin pankkivalvontaa. Yhteistä on lisäksi toisinaan tarve ”poistaa boolikulho kesken juhlien parhaan vaiheen” eli tehdä kansalaisten näkökulmasta epäsuosittuja päätöksiä.

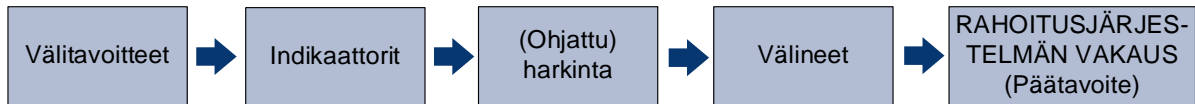
Rahapolitiikan ja makrovakauspoltiikan välillä on kuitenkin selviä eroja. Poliitiikan tavoitteet voivat teoriassa joutua keskenään ristiriitaan, kuten myös pankkivalvonnan tavoitteet edellisten kanssa. Rahapolitiikassa on yksi päätavoite sekä sen saavuttamiseksi asetettu välitavoite ja/tai lähitavoite. Tavoitteeseen pyritään yhdellä välineellä ja yhdelle instituutiolle (keskuspankille) on annettu politiikassa itsenäinen asema. Makrovakauspoltiikka on tätä monimutkaisempi kokonaisuus vaikutusten arvioinnin suhteen ja edellyttää siksi useita välitavoitteita ja välineitä<sup>5</sup> sekä eri viranomaisten välistä yhteistyötä.

EJRK suositti keväällä 2013 kansallisia makrovakausviranomaisia laatimaan makrovakauspoltiikalle strategian (Kuvio 2), jossa yhdistyvät välitavoitteet, indikaattorit (eli tunnusluvut), (ohjattu) harkinta ja välineet. Tavoitteet ohjaavat toimintaa, indikaattorit auttavat identifioimaan järjestelmäriskejä ja arvioimaan niiden vakavuutta, kansallinen makrovakausviranomainen käyttää laajaa harkintaa ja EJRK voi antaa suosituksia. Välineet puolestaan auttavat estämään riskien toteutumista. Mahdollisten indikaattoreiden joukko voi olla hyvin laaja, ja voi olla tarpeen keskittyä valittuihin pääindikaattoreihin. Indikaattorit auttavat ohjaamaan välineiden käyttöä ja mitoitusta etenkin, jos niiden käyttöön voidaan määrittää soveltuvat kynnyksarvot.

<sup>5</sup> Toimivan politiikan edellytyksenä viitataan usein hollantilaisen Nobel-palkitun ekonomistin Jan Tinbergenin kehittämään sääntöön, jonka mukaan kunkin tavoitteen saavuttamiseksi on oltava (vähintään) yksi väline.



Kuvio 2. Makrovakauseräpolitiikan strategia



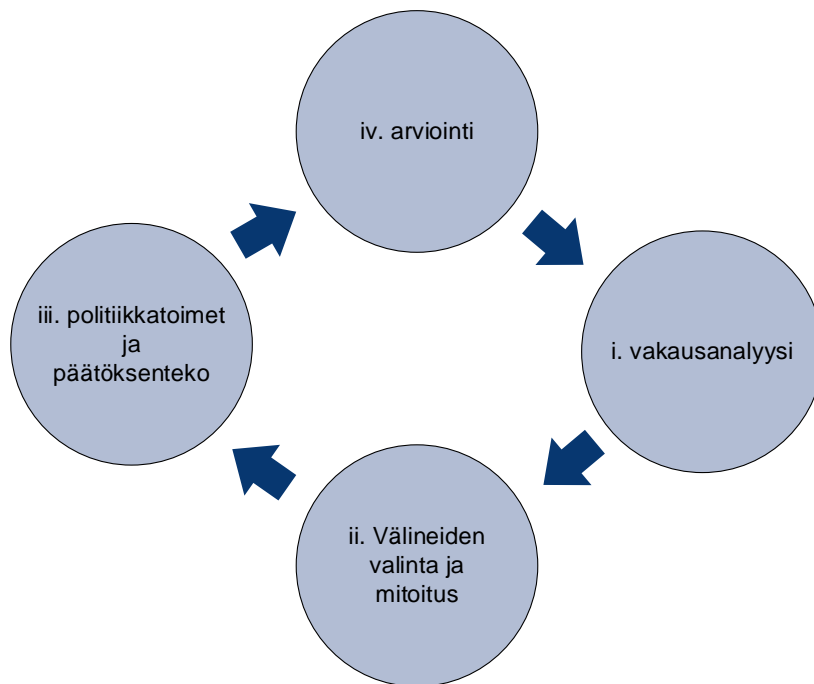
Lähde: Euroopan järjestemäriskikomitea (2014).

## 2.1 Makrovakauseräpolitiikan toteutuksen vaiheet

Käytännössä makrovakauseräpolitiikka voidaan nähdä jatkuvana prosessina, joka koostuu neljästä toisiaan seuraavasta vaiheesta (Kuvio 3). Poliittika perustuu vakauseräanalyysille, joka tarkoittaa rahoitusjärjestelmän vakauteen kohdistuvien riskien identifiointia sekä niiden arviointia tähän soveltuvia indikaattoreita ja näiden kynnyksarvoja apuna käyttäen. Vakauseräanalyysia seuraavassa vaiheessa valitaan riskien torjumiseen sopivimmat poliittikkavälineet ja sopiva mitoitus niiden käytölle. Tämän jälkeen välineet otetaan käyttöön tai niiden mitoitusta muutetaan edellisten vaiheiden perusteella ja näistä poliittikkatoimista viestitään tarvittaville kohderyhmille. Prosessin viimeisessä vaiheessa arvioidaan toimenpiteiden vaikutuksia ja tarpeita muutoksiin poliittikassa. Tämän vaiheen kautta siirrytään samalla uudestaan prosessin aloittavaan vakauseräanalyysiin.

Seuraavassa selostetaan lyhyesti kutakin makrovakauseräpolitiikan vaiheista. EJRK:n julkaisemassa käsikirjassa kuvaillaan tarkemmin vaiheita, mahdollisia välineitä ja niiden käyttöön-ottoa.

Kuvio 3. Makrovakauspolitiikan vaiheet



Lähde: Euroopan järjestemäriskikomitea (2014).

## i. vakausanalyysi

Vakausanalyysi perustuu sekä huolelliseen pankkien ja muiden rahoitusjärjestelmän osapuolten tilaa kuvaavien tunnuslukujen arviointiin että muuhun asiantuntija-arviointiin riskeistä ja haavoittuvuuksista. Keskeiset tunnusluvut eli ns. pääindikaattorit auttavat seuraamaan ja arvioimaan järjestemäriskien lähteitä. Esimerkkejä näistä indikaattoreista löytyy yleisimmin keskuspankkien vakauseräilyistä. Ne pohjautuvat laajaan tilastoaineistoon, analyyttisiin menetelmiin ja makrostressitesteihin. Yksi tarvittava tieto on indikaattoreiden antama kuvaus luottosyklistä. Reaalitalouden ja rahoitusjärjestelmän suhdanteet vaihtelevat usein toisistaan vaihtelevassa rytmissä, ja luottomarkkinoilla kierron vaiheet kestävät usein kauemmin kuin reaalitaloudessa. Koska luottosyklin huipuilla on taipumus edeltää finanssikriisejä, informaatio luottosyklin suunnasta ja kehityksestä on olennaista riskiarvion tekemiseen.

Finanssikriisien ja luottosyklien muutosten ennakoiminen on tunnetusti vaikeaa. Indikaattoreiden kynnyksarvot voivat antaa tietoa haavoittuvuuksien kasvusta ja yhdessä asiantuntija-arvioiden kanssa tukea päätöksiä mahdollisesti tarvittavan välineen tai välineiden käytöstä (ml. toimenpiteiden muutoksista tai niistä luopumisesta). Vastasyklisen pääomapuskurin –

joka on etenkin luotonannon kehityksen perusteella pankeille asetettava muuttuva lisäpääomavaatimus – käytöstä on tehty jo paljon analyysiä (ks. esim. artikkeli Karlo, Topi ja Vauhkonen, Kuinka vastasyklistä pääomapuskurivaatimusta tulisi käyttää?, Euro & talous, 2/2014) ja sen käyttöä varten kehitetyt menetelmät ovat periaatteessa sovellettavissa muihinkin instrumentteihin. Taulukko 2 on kuvattu hyödyllisiä indikaattoreita eri välitavoitteille tehdyn alustavan analyysin pohjalta.

## Taulukko 2. Välitavoitteet ja indikaattorien yhteydet

Liiallinen luotonannon kasvu ja velkarahoitus		Liialliset maturiteettipäätasapainot ja markkinoiden epälikvidiys	Riskien keskittyminen	Vääristyneet kannustinvaikutukset
Luottokanta/BKT-suhteen poikkeama	Asuntoluotot, asuntohinnat	Rajoitukset rakenteellisille rahoituslähteille (esim. pysyvän varainhankinnan vaatimus), lyhyen aikavälin likviditeettistressi-indikaattorit	Suurten riskien indikaattorit, pankkien väliset sidonnaisuudet, hintatartunnat	Systeemisesti merkittävien rahoituslaitosten koko, monimutkaisuus, palvelujen korvattavuus ja sidonnaisuudet

Lähde: Euroopan järjestelmäriskikomitea.

Suhdanteiden mukaan muutettavilla välineillä (esim. vastasyklinen pääomapuskuri) asetettuja vaatimuksia voidaan laskusuhdanteessa purkaa tai lieventää, mikä helpottaa pankkien vakaaraisuusmääräysten noudattamista ja luotonannon ylläpitämistä. Makrovakausta vaatimusten keventämistarpeen havaitseminen saattaa edellyttää, että käytetään muita indikaattoreita kuin niitä käyttöön otettaessa. Esimerkiksi rahoitusmarkkinainstrumenttien hinnat voivat tässä tarkoituksessa toimia apuna arvioinnissa.

Indikaattoreiden tulkinta vakausanalyysissä vaatii erityistä huolellisuutta. Tilastolliset riippuvuudet voivat muuttua ajan kuluessa. Näin ollen indikaattorit, jotka ovat hälyttäneet aiemmista kriiseistä, eivät välttämättä varoita uusista riskeistä. Esimerkiksi globaalin finanssikriisin ennakkoinnissa tällainen virhe oli markkinavarainhankinnan riskeistä kertovien indikaattorien antaman viestin aliarvioiminen. Tämän vuoksi valittujen pääindikaattorien antamaa informaatiota on syytä täydentää laajemmalla data-analyysillä, asiantuntija-arvioilla, markkinoilla toimivien sekä muusta viranomaistoiminnasta (kuten pankkivalvonnasta ja rahapolitiikasta) saaduilla tiedoilla ja arvioilla.

## ii. välineiden valinta ja mitoitus

Makrovakaustalitiikassa käytettävät välineet tulee valita ja toimenpiteet mitoittaa sen mukaan, mistä markkinoiden häiriöistä tai epätäydellisyyksistä havaittu järjestelmäriski aiheutuu. Jotkin välineet kohdistuvat koko pankkisektoriin ja toiset osajoukkoon toimijoista. Tiettyjen välineiden

tavoitteena on vaikuttaa lainanmyöntäjien vaikuttimiin, kun taas toiset pyrkivät vaikuttamaan suoraan lainanottajiin. Välineiden vaikutus tapahtuu usein pankkien taseiden tai markkinakurin kautta.

Välineiden käyttöä harkittaessa on otettava huomioon mahdolliset vaikutukset muihin talouksiin ja rahoitusjärjestelmiin (sekä positiiviset että negatiiviset) sekä mahdolliset tahattomat vaikutukset. Pankit toimivat rajojen yli, ja makrovakauseräpolitiikka on altis sääntelyn kiertämiselle ja vuodoille. Osaan näistä haasteista voidaan vastata lainsäädännön edellyttämällä tai makrovakauseräviranomaisten keskenään sopimalla vastavuoroisella toiminnalla ja näin varmistaa kansainvälisten ja kotimaisten pankkien tasapuolinen kohtelu.

Makrovakauseräpolitiikalla voidaan pyrkiä hillitsemään sekä nousu- että laskusuhdannetta – ensimmäistä jarruttamalla luotonannon kasvua silloin kun se on nopeimmillaan ja jälkimmäistä vahvistamalla pankkijärjestelmän luotonantokykyä kriisitilanteissa (ks. Karlo, Topi ja Vauhkonen, Euro & talous, 2/2014). Luottosyklit ja rahoitusmarkkinoiden rakenteet poikkeavat EU:n jäsenmaasta toiseen. Euroalueella yksittäisten maiden mahdollisuudet vaikuttaa maansa kokonaistalouteen ovat rajalliset, koska yhteisen rahapolitiikan tavoitteena on hintavakaumus koko alueella. Tästä syystä makrovakauseräpolitiikan merkitys on erityisen tärkeä rahoituksen oloissa. Poliitiikan mitoitus vastasyklisesti (suhdanteita vastaan) on vaikeaa, ja sen luotonannon kasvua hillitsevä vaikutus on hyvin epävarma. On huomattavasti helpompaa arvioida pankkisektorin riskinsietokykyä ja mitoittaa poliittikkatoimet parantamaan tätä kykyä. Pankkijärjestelmän omien varojen kasvu yhdellä eurolla (tai miljardilla) tarkoittaa vastaavan suuruista lisäystä tappioiden kantokykyyn. Pääomavaatimuksen kasvattamisen vaikutusta luotonannon kasvuun on hankalampi arvioida. Tästä huolimatta makrovakauseräviranomaisen on pyrittävä arvioimaan luottosyklilin tila, sillä myötäsyklisyys kasvattaa järjestelmäriskkejä.

Edellisestä johtuen realistisinta on ensisijaisesti tavoitella riskinsietokyvyn parantamista makrovakauserävälineillä, ja positiivinen lisävaikutus saadaan, jos välineillä lisäksi kyetään pehmentämään suhdanteiden jyrkkyyttä ja syvyyttä.

### iii. poliittikkatoimet ja päätöksenteko

Makrovakauseräpolitiikan päätökset perustuvat laajaan kvantitatiiviseen ja kvalitatiiviseen informaatioon arvioiduista riskeistä, indikaattoreista ja niiden kynnyksarvoista, poliittikkavälineiden valinnasta sekä niiden välittymismekanismeista ja vaikutusarvioista. Lisäksi on otettava huomioon juridiset reunaehdot sekä muiden talouspolitiikan lohkojen (etenkin raha- ja finanssipolitiikka) sekä pankkivalvonnan toimenpiteet ja toimintaympäristö.

Päätöksenteko nähdään haastavaksi taloushistorian (ja -teorian) perusteella. Päätöksenteon perustuessa tiukasti sääntöihin pitäisi olla teoreettisesti mahdollista välttää liiallinen passiivisuus. Laajasti yhteiskuntaan vaikuttavia päätöksiä ei kuitenkaan voida tehdä automaattiohjauksella. Näin on varsinkin, koska kokemuksia makrovakauseräpolitiikasta on toistaiseksi vähän ja analyttinen pohja vasta kehityksessä. Pelkät indikaattorit eivät todennäköisesti tule antamaan riittävästi varmaa informaatiota. Huolellinen harkinta on välttämätöntä.

Kuten edellä on todettu, makrovakauseräpolitiikan päätöksenteossa hyödyllinen periaate on ns. ohjattu harkinta, jossa yhdistyvät määrällisiin indikaattoreihin perustuvat säännöt ja laajemmin rahoitusjärjestelmän tilannetta ja riskejä huomioon otettava harkinta. Esimerkiksi vastasyklisiä puskuria varten on suunniteltu päätössääntöä, jonka mukaan puskurivaatimusta tulisi nostaa, jos luottokannan ja BKT:n suhde nousee pitkäaikaista keskiarvoaan selvästi korkeammalle. Ohjatun harkinnan periaatetta noudatettaessa päätöksentekijä ei ole sidottu tähän sääntöön, mutta siitä poikkeamiselle tulee esittää selkeät perustelut. Periaatteen soveltamisen toivotaan vähentävän makrovakauseräpolitiikan pelättyä passiivisuusvinoamaa.

Viestintä on olennainen ja tärkeä makrovakauseräpolitiikan osa. Sen tavoitteena on auttaa yleisöä ymmärtämään politiikkatoimenpiteitä, auttaa ohjaamaan odotuksia ja toimia tilivelvollisuuden perustana. Käytännössä päätökset välineiden käytöstä tulee perustella selvästi pankeille ja muille osallisille. Viestinnän tulisi kuvata havaitut järjestelmäriskit ja niiden lähteet, toimenpiteiden tavoitteet, niissä käytettävät välineet sekä toimenpiteiden mitoituksen ja ajoituksen sekä odotukset välittymismekanismista.

Makrovakauseräpolitiikka sekä perinteinen pankkitason sääntely ja valvonta pyrkivät molemmat tukemaan rahoitusjärjestelmän vakaata ja kestävää toimintaa. Toiminnot tukevat toinen toisiaan, vaikka niiden välillä on selvä näkökulmaero: perinteisen sääntelyn ja valvonnan tavoitteena on yksittäisten pankkien vakaus, kun taas makrovakauseräpolitiikka tavoittelee sitä, että koko pankkijärjestelmä toimii ja kykenee tarjoamaan palveluitaan muille talouden toimijoille.

Useimmilla makrovakauserävälineillä pankeille asetetaan esimerkiksi pääomaa tai likviditeettiä koskevia vaatimuksia, jotka vaikuttavat yksittäisen pankin näkökulmasta hyvin samantapaisesti kuin mikrotason pankkisääntely. Näin ollen mikro- ja makrotason pankkisääntelyn välinen yhteistyö on erityisen tärkeää, jotta ristiriitaisuudet voidaan mahdollisuuksien mukaan välttää. Tärkeää on, että myös pankkitason sääntelystä päätettäessä otetaan aiempaa enemmän koko järjestelmän vakaus huomioon.

Makrovakauseräpolitiikalla on liittymäpintoja myös finanssipolitiikkaan. Esimerkiksi asuntolainojen verovähennysoikeuksia koskevat finanssipoliittiset ratkaisut voivat vaikuttaa makrovakauseräpolitiikan välittymiseen asuntolainamarkkinoilla. Näin ollen politiikkapäätösten riittävä koordinaatio on ensiarvoisen tärkeää.

#### iv. arviointi

Makrovakauseräpolitiikan vaikutusten arviointi ja tähän arviointiin reagoiminen ovat olennainen keino, jolla politiikan tehokkuutta ja vaikuttavuutta voidaan parantaa. Vaikutusten arviointi ensimmäisten politiikkatoimenpiteiden perusteella on erityisen tärkeää alkuvaiheessa, kun hyöty saatavista kokemuksista on suurimmillaan. Arvioinnilla voidaan kehittää toimintaa kaikissa muissa vaiheissa, niin vakauseräanalyysia, välineiden valintaa ja mitoitusta kuin päätöksentekoa.

Tehtyjä politiikkatoimia on arvioitava niille asetettujen tavoitteiden valossa. Toimenpiteiden arvioinnissa on otettava huomioon niin kotimaiset kuin rajat ylittävät vaikutukset. Lisäksi on analysoitava toimien epätoivotut vaikutukset sekä niiden kohderyhmän mahdollisuudet välttää toivotut vaikutukset. Vaikutuksia on mielekästä arvioida vertaillen eri maiden tilanteita ja hyödyntäen kansainvälisten organisaatioiden asiantuntemusta.

## 2.2 Makrovakauseräpolitiikan välineet

Makrovakauseräpolitiikkaa varten on kehitetty useita eri politiikkavälineitä, joita voidaan käyttää eri välitavoitteiden saavuttamiseen. Euroopan unionissa makrovakauseräviranomaiset voivat saada välineitä käyttöönsä joko EU:n luottolaitosdirektiivin (CRD), vakavaraisuusasetuksen (CRR) tai kansallisen lainsäädännön nojalla.

Seuraavassa taulukossa (Taulukko 3) on luokiteltu keskeiset makrovakauseräpolitiikan käyttöön EU:ssa kaavailut välineet pääasiallisen välitavoitteensa sekä säädösperustansa mukaan. Näistä vakavaraisuusasetukseen perustuvat välineet ovat käytössä kaikissa EU-maissa, direktiiviin perustuvissa välineissä on joiltain osin kansallisia eroja ja kansalliseen lainsäädäntöön perustuvat välineet vaihtelevat maittain.

### Taulukko 3. Makrovakaupoliittikan välineet, pääasialliset välitavoitteet ja välineiden säädösperusta

Välitavoitteet	Luottolaitosdirektiivin (CRD) perustuvat välineet	Vakavaraisuusasetukseen (CRR)	Kansalliseen lainsäädäntöön perustuvat välineet
Liiallisen luotonannon kasvun ja velkarahoituksen lieventäminen ja estäminen	Muuttuva lisäpääomavaatimus; Järjestelmäriskipuskurivaatimus	Korotettu yleinen pääomapuskurivaatimus (kiinteä lisäpääomavaatimus); Korotetut omien varojen määrän vaatimukset; Sektorikohtaiset riskipainot; Sektorikohtaiset vähimmäistappio-osuudet (LGD)	Omavaraisuusaste; Sektorikohtaiset enimmäisluototussuhteet; Sektorikohtaiset enimmäisvelanhoitorasitteet
Liiallisten maturiteettipäätasapainojen ja markkinoiden epälikvidiuden lieventäminen ja estäminen	Likviditeettiasemaan perustuvat maksut; Lainatalletussuhteen rajoitteet (pilari 2)	Likviditeettipuskuri (LCR); Vakaan varainhankinnan vaatimus (NSFR)	Muut varainhankinnan vaatimukset
Riskien keskittymisen rajoittaminen	Järjestelmäriskipuskurivaatimus	Suurten riskien rajoitukset; Korotetut omien varojen määrän vaatimukset; Rahoitussektorin sisäisten riskien rajoitukset	
Väärästyneiden kannustinvaikutusten rajoittaminen	Maa- ja maailmanlaajuisen rahoitusjärjestelmän kannalta merkittävien instituutioiden lisäpääomavaatimukset (G-SII); Muiden rahoitusjärjestelmän kannalta merkittävien instituutioiden lisäpääomavaatimukset (O-SII); Järjestelmäriskipuskurivaatimus	Korotettu yleinen pääomapuskurivaatimus (kiinteä lisäpääomavaatimus); Korotetut omien varojen määrän vaatimukset	

Lähde: Euroopan järjestelmäriskikomitea.

Makrovakaupoliittikan välineistä on EU:ssa toistaiseksi vielä rajallista kokemusta. Jo toteutuneista makrovakaustoimenpiteistä noin puolet on perustunut EU-tason sääntelyyn toisen puoliskon ollessa perustunut kansalliseen lainsäädäntöön.

Yksi aikaisen vaiheen unionin laajuinen makrovakaupoliittinen väline on vastasyklinen pääomapuskurivaatimus, joka Suomen lainsäädännössä on nimetty muuttuvaksi lisäpääomavaatimukseksi. Muuttuvalla lisäpääomavaatimuksella voidaan EU-maissa yleensä edellyttää pankkeilta niille asetettujen vähimmäisvaatimusten lisäksi 0–2,5 prosenttia lisäpääomia niiden riskipainotetuista saamisista. Vaatimuksella pyritään ensisijaisesti tukemaan pankkisektorin kykyä kestää luotonannon liiallisesta kasvusta aiheutuvia järjestelmäriskkejä. Miltei kaikissa EU-maissa, joissa vaatimus on otettu käyttöön, sen taso on toistaiseksi asetettu 0 %:iin.

Vuoden 2014 aikana muutamat jäsenmaat asettivat direktiiviin perustuvan järjestelmäriskipuskurin, joka on luonteeltaan kiinteä ja joka voidaan asettaa joko koko pankkisektorille tai vain sen osajoukolle torjumaan erityisesti rakenteellisia riskejä. Joissakin maissa järjestelmäriskipuskurin on nähty korvaavan muiden rahoitusjärjestelmän kannalta merkittävien instituutioiden lisäpääomavaatimuksen, joka ei vielä ole kokonaisuudessaan jäsenmaiden käytettävissä. Tämä niin kutsuttu O-SII-puskuri<sup>6</sup> on rajattu 2 %:iin, kun taas järjestelmäriskipuskurin voi asettaa korkeammaksi. Kuitenkaan yksikään jäsenmaa ei ole toistaiseksi asettanut järjestelmäriskipuskuria yli 3 %:n.

<sup>6</sup> O-SII = Other systemically important institutions.

Edellisten lisäksi EU-maissa on tähän mennessä käytetty makrovakaupolitiikan välineinä mm. normaalia tiukempia asuntolainojen pääomavaatimuksia (riskipainoja) sekä kansallisen lainsäädännön puitteissa lainakattoa eli enimmäisluototussuhdetta (LTV). Enimmäisluototussuhteella asetetaan esimerkiksi asuntolainan ja sille asetetun vakuuden suhteelle yläraja. Muita kansalliseen lainsäädäntöön perustuvia makrovakaupolitiikan välineitä ovat mm. enimmäisvelanhoitorasite (DSTI), lainan enimmäissuhde tuloihin (LTI) sekä pankkeihin kohdistuvista likviditeettivaatimuksista luotto-talletussuhde (LTD).

EU:n vakavaraisuusasetuksen 458 artikla mahdollistaa tiettyjen sääntelytoimien normaalia tiukemman kansallisen soveltamisen makrovakaupolitiikan ja järjestelmäriskien lieventämiseksi. Toimet voivat koskea omien varojen vähimmäisvaatimuksia, suurten asiakasriskien rajoituksia, likviditeettivaatimuksia, asunto- ja muiden kiinteistövakuudellisten lainojen riskipainoja, julkistamisvaatimuksia tai yleistä pääomapuskuria (Suomen lainsäädännössä kiinteä lisäpääomavaatimus). Asetuksen mahdollistamia toimia voi käyttää vain, jos kansallinen viranomainen voi osoittaa, että toimi on tarpeellinen, tehokas, oikeassa suhteessa järjestelmäriskien eikä muilla välineillä järjestelmäriskiä voida hillitä. Toimiin liittyy erityinen menettely, jossa Euroopan komissio voi ehdottaa EU:n neuvostoa hylkäämään toimen kuultuaan EJRK:ta ja Euroopan pankkiviranomaista (EPV).

### 3 Euroopan järjestelmäriskikomitean asema ja makrovakaupolitiikan lähitulevaisuuden näkymät

EJRK on tehnyt perustamisestaan saakka työtä makrovakaupolitiikan kehikon luomiseksi Euroopan unioniin. Vuonna 2011 EJRK antoi jäsenmaille suosituksen kansallisten makrovakaupolitiikan viranomaisten perustamisesta ja valtuuttamisesta toimintaansa. Vuonna 2013 EJRK antoi jäsenmaille suosituksen varustaa kansalliset makrovakaupolitiikan viranomaiset välitavoitekohtaisilla välineillä. EJRK arvioi näiden suositusten toteutumista ja jatkaa ohjeistamista parhaiden käytäntöjen kehittämiseksi.

Helmikuussa 2014 EJRK julkaisi käsikirjan kansallisten makrovakaupolitiikan viranomaisten tueksi näiden kehittäessä omaa politiikkakehikkoa. EU:n luottolaitosdirektiivi ja vakavaraisuus-



asetus antoivat EJRK:lle uusia tehtäviä. EJRK:lle on muun muassa annettu tehtäväksi varmistaa vastasyklisen pääomapuskurin yhdenmukainen soveltaminen EU:ssa ohjeistamalla kansallisia viranomaisia puskurin laskemisessa ja muuttujista, joita voidaan käyttää puskurin asettamisessa ja purkamisessa. EJRK antoi tämän ohjeistuksen sisältävän suosituksen kesäkuussa 2014.

EJRK:lle on lisäksi lainsäädännössä annettu tehtäväksi antaa – tiettyjen ehtojen täyttyessä – lausunto järjestelmäriskipuskurivaatimuksen käytöstä kansallisella tasolla komissiolle sekä yllä mainituista EU:n vakavaraisuusasetuksen artiklan 458 mahdollistamista kansallisen tason makrovakaustoimista neuvostolle, komissiolle ja kyseiselle jäsenmaalle. Ensimmäinen tällainen lausunto annettiin huhtikuussa 2014 Belgian keskuspankin makrovakausviranomaisena tekemästä päätöksestä korottaa tiettyjä asuntovakuudellisten luottojen kansallisia pääomavaatimuksia<sup>7</sup>. EJRK on perustanut näiden lausuntojen valmistelua varten erityisen työryhmän arvioimaan kansallisia makrovakaustoimia.

Vaikka luottolaitosdirektiivi ja vakavaraisuusasetus ovat vasta hiljattain tulleet voimaan, komissio on EU:n vakavaraisuusasetuksen edellyttämällä tavalla arvioimassa EU-säännösten riittävyttä järjestelmäriskien torjumiseksi makrovakauspolitiikalla. Tätä varten komissio on pyytänyt arviot tilanteesta myös EJRK:lta ja EPV:ltä.

## 4 Makrovakauspolitiikan nykytilanne Suomessa

EU-lainsäädäntö ja elokuussa 2014 voimaan tullut luottolaitoslainsäädäntö antavat Finanssivalvonnan johtokunnan käyttöön joukon makrovakausvälineitä makrovakausvalvontatehtävän hoitamiseksi. Välineet otetaan käyttöön vaiheittain, ja ensimmäiset politiikkapäätökset julkistetaan vuoden 2015 ensimmäisen neljänneksen aikana.

Keskeinen uusi makrovakauspolitiikan väline Suomessa on ns. muuttuva lisäpääomavaatimus (eli vastasyklinen pääomapuskuri). Finanssivalvonnan johtokunta päättää vaatimuksen asettamisesta vuoden 2015 alusta alkaen vuosineljänneksittäin. Luottolaitoslain mukaisesti

<sup>7</sup> Ks. EJRK:n lausunto asiasta ([http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140430\\_ESRB\\_Opinion-on-Belgian-measure.pdf?594e378052b5bed05e2cd0d176fc0cc5](http://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140430_ESRB_Opinion-on-Belgian-measure.pdf?594e378052b5bed05e2cd0d176fc0cc5)).

Finanssivalvonta arvioi yhteistyössä valtiovarainministeriön ja Suomen Pankin kanssa päätöksenteon perustaksi, onko muuttuvaa lisäpääomavaatimusta tarpeen asettaa tai muuttaa.

Vuoden 2016 alusta alkaen rahoitusjärjestelmän kannalta merkittävälle luottolaitoksille asetetaan lisäpääomavaatimukset erityisten kriteerien perusteella. Näillä lisävaatimuksilla voidaan vähentää järjestelmäriskejä, jotka voivat aiheutua yksittäisten pankkien tai pankkiryhmien vakavista koko pankki- ja rahoitusjärjestelmää ja sitä kautta koko kansantaloutta uhkaavista ongelmista. Lisäksi heinäkuussa 2016 tulee voimaan asuntolainoja koskeva enimmäisluototussuhde, jolla rajoitetaan asuntolainan määrää suhteessa luoton vakuudeksi annettujen vakuuksien käypään arvoon luoton myöntämishetkellä. Finanssivalvonnan johtokunta voi tarvittaessa alentaa sovellettavaa enimmäisluototussuhdetta. Johtokunta voi myös päättää joistakin muista makrovakaupolitiikan vaatimuksista, joilla voidaan muuttaa mm. asuntolainojen pääomavaatimuksia<sup>8</sup> suhdanneluonteisten järjestelmäriskien torjumiseksi.

## 5 Lopuksi

Makrovakaupolitiikka on aktivoitumassa Euroopan unionissa. Vuoden 2015 aikana voidaan odottaa, että päätöksiä makrovakaustoimenpiteistä tehdään aiempaa useammissa EU-maissa ja samalla päätöksentekoa, sitä tukevaa analyysia ja politiikan koordinaatiota maiden välillä kehitetään. Vaikka rahoitussektorille asetettavia vaatimuksia ei välttämättä kiristetä, makrovakaupolitiikka näkyy entistä laajemmin kansallisissa rahoitusjärjestelmissä. Ensimmäisten makrovakaupäätösten vaikutuksia aletaan analysoida ja samaan aikaan arvioida käytössä olevien makrovakaupvälineiden riittävyttä ja tarkoituksenmukaisuutta.

---

<sup>8</sup> EU:n vakavaraisuusasetuksen artiklat 124, 164 ja 458.