

ANALYYSI

Miten euroalueella ylläpidetään samanaikaisesti hinta- ja rahoitusvakautta?

Rahapolitiikka | 09.09.2015 | Hanna Freystätter

KIRJOITTAJA



Hanna Freystätter
Vanhempi neuvonantaja

Rahapolitiikan toimintaympäristö on muuttunut: maa- ja sektorikohtaista ylikuumenemista vaimentava euroalueen makrovakausjärjestelmä – ns. makrovakauskehikko – on vahvempi kuin ennen finanssikriisiä. Uusi järjestelmä ei kuitenkaan ole vielä valmis, mikä kasvattaa tarvetta osallistua rahoitusvakauden ylläpitämiseen myös rahapolitiikan avulla. Vaikka makrovakausjärjestelmä olisi nykyistä vahvempi, poikkeuksellisen kevyen rahapolitiikan mahdollisia epäsuotuisia sivuvaikutuksia on hyvin vaikea täysin estää. Nykytilanteessa talouskasvun voimistuminen rahapolitiikan avulla kuitenkin tukee myös rahoitusvakautta.



Kevyt rahapolitiikka ylläpitää nykytilanteessa sekä hinta-että rahoitusvakautta

Euroalueen poikkeuksellisen kevyellä rahapolitiikalla on pyritty pitämään inflaatio-odotukset ankkuroituneina ja varmistamaan, ettei hitaan inflaation vaihe jatku liian kauan. Pitkään matalana pysyvä ohjauskorko ja käynnissä oleva laaja osto-ohjelma laskevat osaltaan pitkiä korkoja, keventävät yritysten ja kotitalouksien rahoitusoloja ja nostavat varallisuuserien hintoja euroalueella. Odotukset rahapolitiikan pysymisestä kevyempänä kuin muilla keskeisillä talousalueilla heikentävät euron kurssia suhteessa muihin valuuttoihin. Kaiken kaikkiaan kevyt rahapolitiikka lisää kysyntää ja kiihdyttää inflaatiota euroalueella.

Euroalueella rahapolitiikka vaikuttaa erityisesti pankkien luotonannon kautta. Syksyllä 2014 valmistunut pankkien taseiden kattava arviointi ja yhteisen pankkivalvonnan käynnistyminen kohentavat pankkien luotonantokanavan toimintaa. Samaan aikaan käynnissä on myös pankkien kiinteiden vakavaraisuusvaatimusten kiristäminen asteittain rahoitusvakauden turvaamiseksi. Uuden sääntelykehikon kaikkien osien yhteisvaikutusta on vaikea arvioida, ja siirtymävaiheessa vaikutukset voivat olla erilaiset kuin pidemmällä aikavälillä. Siirtymävaiheessa nämä kiristykset voivat esimerkiksi vaimentaa rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta, mutta jatkossa pankkisektori kestää aiempaa paremmin talouteen epäsuotuisasti vaikuttavat häiriöt. Vakavarainen

pankkisektori myös pystyy kasvattamaan luotonantoa, kun euroalueen talouskasvu kiihtyy.

Yksi esille nostettu huoli on, että pankit saattavat uuden sääntelyn alaisina vältellä riskipitoista yrityslainanantoa, koska se edellyttää pankeilta aiempaa enemmän lisäpääomia.¹ Samaan aikaan taas asuntolainanannon pienemmät riskipainot saattavat houkutella pankkeja lisäämään asuntolainanantoa. Tilanteesta kärsivät erityisesti pankeista riippuvaiset PK-yritykset ja uudet yritykset. Isommat yritykset sen sijaan hankkivat rahoituksensa yhä enemmän pääomamarkkinoilta. Pahimmillaan rahapolitiininen elvytys voisi ohjautua uudessa sääntely-ympäristössä pankkien kautta liian voimakkaasti asuntomarkkinoille yritysten tuotannollisten investointien sijaan.

Inflaation kestävä normalisoituminen edellyttää, että rahapolitiikan vaikutukset ulottuvat laajasti reaalityouteen. Tästä syystä olisi toivottavaa, että kevyt rahapolitiikka keventäisi yritysten rahoitusoloja ja elvyttäisi tuotannollisia investointeja euroalueella. Eurojärjestelmän luotonantoa tukevat rahapolitiiniset toimet on suunniteltu niin, että ne kannustavat pankkeja erityisesti lisäämään yritysluotonantoa. Euroalueella ongelmana on ollut se, että poikkeuksellisen matala ohjaukorko ei ole kaikkialla välittynyt täysimääräisesti pankkien antolainauskorkoihin ja pankkien lainananto erityisesti yrityksille on ollut vaikeaa. Esimerkiksi syyskuussa 2014 aloitetuissa kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa (TLTRO) pankeilta edellytetään yrityslainanannon lisäämistä, jotta niillä on oikeus edulliseen pitkäaikaiseen (vuoden 2018 lopulla erääntyvään) keskuspankkiluottoon.

Riskinä kuitenkin on, että laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kautta merkittävästi kasvava rahan määrä yhdistettynä kiristyneeseen sääntelyyn voi johtaa siihen, että elvytys suuntautuu liiaksi asuntomarkkinoille tai ns. varjopankkisektorille. Asuntomarkkinoiden ylikuumentuminen olisi erityisen vaarallista, sillä velkavetoisen asuntokuplan puhkeamisen myötä taantumasta tulee usein syvä ja pitkäkestoinen. Vaikka osakekupleen syntyminen ei ole toivottavaa, sen puhkeamisen vaikutukset reaalityouteen ja hintavakauteen ovat yleensä jääneet pienemmiksi kuin asuntokuplan puhkeamisen seuraukset. Elvytyksen kohdistuminen voimakkaasti varjopankkisektoriin ja välittyminen sen kautta sisältävät riskejä, sillä tästä seuraavia rahoitusvakauteen kohdistuvia uhkia ei vielä täysin välttämättä edes ymmärretä, saati kyettä hallitsemaan.

Varallisuushintojen nousu on kuitenkin keskeinen kevyen rahapolitiikan vaikutuskanava, sillä se tukee kotitalouksien ja yritysten taseita. Varallisuushintojen nousu ja luotonannon kasvu eivät ole automaattisesti merkki kuplan syntymisestä. Euroalueen talouden koheneminen kevyen rahapolitiikan avulla tukee myös rahoitusvakautta² lisäämällä työllisyyttä ja helpottamalla velanhoitoa sekä huomattavan velkaantumisen vähentämistä, millä on myönteisiä vaikutuksia

myös pankkien tilaan.

Vahva makrovakausjärjestelmä pitää elvyttävän rahapolitiikan epäsuotuisat sivuvaikutukset pieninä

Verrattuna finanssikriisiä edeltävään aikaan euroalueella on huomattavasti paremmat mahdollisuudet torjua makrovakauspolitiikan avulla rahoitusjärjestelmän riskejä. Euroalueella vuosina 2014–2016 laajasti käynnistyvällä vastasyklisellä (dynaamisella) makrovakauspolitiikalla pyritään hillitsemään luotonannon ja velkaantumisen liiallista kasvua noususuhdanteessa ja siten vaimentamaan rahoitusjärjestelmän myötäsyklisyyttä³ eli suhdanteita voimistavia taipumuksia. Vastasyklisellä makrovakauspolitiikalla voidaan tukea kevyen rahapolitiikan kohdentumista euroalueella suotuisasti niin, että maa- tai sektorikohtaisia ylilyöntejä ei nähdä, vaan vaikutukset ulottuvat talouteen tasaisesti.⁴

Euroalueen uudessa makrovakausjärjestelmässä⁵ poikkeuksellisen kevyen rahapolitiikan aiheuttamia rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä vastaan puolustaudutaan kahdella tasolla: ensisijaisesti kansallisten makrovakausviranomaisten toimilla (first line of defense) ja toissijaisesti tarvittaessa EKP:n kiristävillä toimilla (second line of defense). Vaikka kriisistä on opittu, euroalueen makrovakausjärjestelmä ei vielä kuitenkaan ole täydessä toiminnassa ja esille on jo nostettu useita puutteita.

Uuden järjestelmän ydin on, että kansalliset makrovakausviranomaiset, kuten Suomessa Finanssivalvonta, vastaavat ensisijaisesti oman maansa makrovakauspolitiikasta.⁶ Pääosa makrovakauspolitiikan välineistä määritellään EU-lainsäädännössä kaikille yhteisesti. Jäsenmaissa on tämän lisäksi mahdollisuus säätää kansallisesti lisävälineitä. Kaikki maat eivät kuitenkaan vielä ole käyttäneet tätä mahdollisuutta kovin laajasti.

Kansallisia makrovakausviranomaisia rajoittaa näin ollen se, mitä välineitä kunkin maan lainsäädäntöön on sisällytetty. Esimerkiksi, jos kansallinen makrovakausviranomainen näkee poikkeuksellisen elvyttävän rahapolitiikan kohdistuvan voimakkaasti asuntomarkkinoihin, se ei pysty toimimaan tehokkaasti, jos asuntomarkkinoiden ylikuumentumiseen parhaiten tehoavia makrovakausvälineitä ei ole viety kyseisen maan lainsäädäntöön. Lainsäätäjillä onkin keskeinen rooli maakohtaisen makrovakausjärjestelmän tehokkuuden rakentajana.

Kun EKP otti marraskuussa 2014 hoitaakseen suurimpien pankkien valvonnan, se sai samalla toimivaltaa myös makrovakauspolitiikassa. Euroalueen uudessa institutionaalisessa rakenteessa makrovakauspolitiikan toimivalta on jaettu kansallisten viranomaisten ja EKP:n kesken.⁷ EKP:llä

on mahdollisuus tehdä kireämpiä toimivallassaan olevia makrovakausingstrumentteja koskevia päätöksiä kuin kansallisilla valvoijilla. EKP:ssä merkittävä vastuu euroalueen makrovakausingstrumentteista on EKP:n neuvostolla, joka viime kädessä vastaa siitä, että makrovakausingstrumentteja on tarpeeksi kireää.

EKP:n rooli euroalueen makrovakausingstrumentteissa on vasta muovautumassa. EKP:n johtokunnan jäsenet ovat tuoneet puheissaan esille tätä uutta rooliaan mm. korostamalla rahoitusvakauden vaalimista osana tehtäviään sekä EKP:n neuvoston merkittävää vastuuta makrovakausingstrumentteissa päätöksenteossa.⁸ EKP:n makrovakausingstrumentit ovat kuitenkin rajalliset. Sen toimivalta ulottuu vain osaan kansallisella tasolla käytettävissä olevista makrovakausingstrumenteista, toimivalta on epäsymmetristä (vain kiristäviä toimia), ja vastuu on jaettu kansallisen viranomaisen kanssa.⁹

Jotta makrovakausingstrumentteilla olisi vaikutusta, käytettävissä olevien välineiden tulisi olla riittävän tehokkaita.¹⁰ Tämän toteutumista rajoittaa EKP:n kannalta se, että jäsenmaissa kansallisesti säädetyt lisävälineet ovat EKP:n ulottumattomissa. Esimerkiksi lainakatto ei kuulu EKP:n säädettävissä oleviin välineisiin, ja kukin maa saa itse päättää tämän välineen käytöstä.

EKP:n käytettävissä ovat kuitenkin EU:n vakavaraisuusasetukseen ja -direktiiviin sisältyvät makrovakausingstrumentit. Näihin sisältyy käytännössä kaksi vastasyklisiä makrovakausingstrumentteja: pankeille harkinnanvaraisesti asetettava muuttuva lisäpääomavaatimus (vastasyklinen pääomapuskurivaatimus) sekä kiinteistövuokkajien luottoihin sovellettavat asetuksen mukaista vähimmäismäärää suuremmat pääomavaatimukset. EKP:llä ei siis välttämättä ole mahdollisuutta kohdistaa kiristäviä makrovakausingstrumentteja tehokkaasti kulloiseenkin ongelmaan. Toisaalta, jos maakohtainen makrovakausingstrumentteja on tehokasta ja tarkoituksenmukaista, EKP:n käytettävissä olevan välinevalikoiman suppeudesta ei välttämättä seuraa ongelmia.

Toimivallan epäsymmetrisyyttä voidaan myös pitää rajoitteena. EKP:n mahdollisuus tehdä vain kiristäviä toimia on kuitenkin harkittua. Sen tarkoituksena on ehkäistä passiivisuutta tilanteissa, joissa kansallisella tasolla tulisi toteuttaa suuren yleisön silmissä epäsuosittuja makrovakausingstrumentteja. Keventäviä makrovakausingstrumentteja kansallisten viranomaisten voi sen sijaan olla helpompi tehdä ilman EKP:n tukea.

EKP:n ja kansallisten viranomaisten jaettu vastuu voi myös pahimmillaan johtaa siihen, että kumpikaan taho ei todellisuudessa toimi niin kuin olisi vastuussa. EKP:n (ja erityisesti EKP:n neuvoston) toimivaltaa voidaan perustella sillä, että EKP:llä on paras kuva euroalueesta kokonaisuutena ja kyky hahmottaa eri politiikkalohkojen riippuvuussuhteet.

Yhteisten käytettävissä olevien vastasyklisten makrovakausingstrumentteiden (kuten vastasyklisen

pääomapuskurin) tehoon liittyvät epäilyt¹¹ koskevat kuitenkin yhtäläisesti sekä EKP:tä että kansallisia makrovakauserävalvojia. Lisäksi voidaan esittää yleinen kritiikki makrovakauserävalvojen rajallisesta ulottuvuudesta: nykyiset euroalueella käytettävissä olevat makrovakauserävalvoimet on kohdistettu lähes yksinomaan pankkeihin ja niiden välittämään rahoitukseen, jolloin kattamatta jäävät pankkisektorin ulkopuolella toteutettava rahoituserävälitys ja esimerkiksi osakemarkkinakuplat.

Yksi näkökulma kuitenkin on, että pankkien luotonantoon kohdistuva makrovakauseräpolitiikka voi olla euroalueella tehokasta, koska pankit pitkälle hoitavat rahoituserävälityksen, ja tähän myös nykyiset makrovakauserävalvoimet kohdistuvat.¹² Euroalue on myös erityinen, sillä rahoituserämarkkinat ovat edelleen jossain määrin fragmentoituneet. Maakohtaiset pankkisektoriin kohdistuvat makrovakauserätoimet ovat siis paljon tehokkaampia kuin ne olisivat siinä tapauksessa, jos pääomamerämarkkinoiden merkitys olisi suuri ja rahoituserämarkkinoiden fragmentoituneisuus vähäistä.

Voidaan kuitenkin kysyä, pystyvätkö yksittäiset maat jo tällä hetkellä kantamaan vastuunsa omasta makrovakauserästä ja pystyykö EKP kantamaan vastuunsa euroalueen rahoituserävuoden viimekätisenä turvaajana. Esimerkiksi asuntomerkkinoiden ylikuumentuminen voi olla vaikea tilanne, jos kansallisia viranomaisia rajoittaa riittävien makrovakauserävalvoimien puuttuminen kansallisesta lainsäädännöstä ja/tai EKP:n neuvostoa rajoittaa se, että erityisesti asuntomerkkinoiden ylikuumentumista hillitsevät makrovakauserävalvoimet eivät ole käytettävissä sen päätöksenteossa. Käytettävissä olevien makrovakauserävalvoimien valikoiman laajentaminen pitkässä aikavälissä on toivottavaa.¹³ Vastasyklisen makrovakauserävalvoimien aktiiviseen käyttöön pitää myös varautua, sillä korkotaso pysynee matalana pitkään ja laajennettua osto-ohjelmaa jatketaan, kunnes inflaatio on kestävästi hintavakauteen johtavalla uralla.

Pitäisikö rahapolitiikan osallistua rahoituserävuoden ylläpitämiseen euroalueella?

EKP:n ensisijainen tavoite on hintavakauserä ylläpitäminen. Kun hintavakauserä tavoite ei ole vaarantuneena, rahapolitiikalla voidaan tukea myös muita EU:n talouspoliittisia tavoitteita, kuten tasapainoista talouskasvua. Rahoituserävuoden edesauttaa hintavakauserä saavuttamista ja siten EKP:n mandaatin toteutumista. Rahoituserävuokautta tarvitaan, jotta rahoituseräjärjestelmä toimii ja rahapolitiikka välittyy tehokkaasti, ja näin ollen keskuspankki pystyy ylläpitämään hintavakauserä. Rahoituserävuoden vallitessa todennäköisyys joutua nollakorkorajalle ja epätavanomaisten rahapolitiikan toimien varaan vähenee.

Euroalueen yhteistä rahapolitiikkaa toteutetaan tällä hetkellä toimintaympäristössä, jossa alueen makrovakauseräjärjestelmän tehokkuuteen liittyy epävarmuutta. Epävarmuuden takia ei ole selvää,

toimiiko tämänhetkinen rahapolitiikka heikon vai vahvan makrovakausjärjestelmän oloissa. Yksinkertaistaen voidaan arvioida, että jos euroalueen nykyinen makrovakausjärjestelmä on vahva, poikkeuksellisen elvyttävän rahapolitiikan epäsuotuisat sivuvaikutukset jäävät pieniksi. Jos sen sijaan euroalueen makrovakausjärjestelmä on nyky muodossaan vielä liian heikko, rahapolitiikalla voidaan pyrkiä aktiivisesti ja täysimittaisesti nojaamaan tuulta vasten (leaning against the wind)¹⁴, rahoitusvakausasiat voidaan jättää täysin huomiotta rahapolitiikkapäätöksissä tai toiminta voi olla jotain näiden väliltä.

Euroalueen uusi makrovakauspolitiikan institutionaalinen rakenne merkitsee, että tavanomaisesta tuulta vasten nojaamisesta ei alueella nykytilanteessa olisi kyse. Ensisijainen vastuu rahoitusvakaudesta on kansallisella makrovakauspolitiikalla, jonka odotetaan vaimentavan finanssisyklejä ja vähentävän tarvetta nojata tuulta vasten rahapolitiikalla.

Rahapolitiikan mahdollinen avustava merkitys rahoitusvakauden ylläpitämisessä on kuitenkin viime vuosina noussut uudelleen esille.¹⁵ On esitetty, että rahapolitiikalla pitäisi osallistua rahoitusvakauden ylläpitämiseen tilanteessa, jossa makrovakausjärjestelmä ei ole kovin vahva.¹⁶ Lisäksi vaikka pankkien luotonantoon kohdistuva makrovakauspolitiikka toimisi, entistä kireämpi sääntely saattaa työntää rahoitusvakausriskejä ns. varjopankkisektorille. Niin kauan kuin euroalueelta puuttuvat varjopankkisektorille ulottuvat makrovakausvälineet, rahapolitiikassa voidaan joutua ottamaan vastuuta siksi, että sen vaikutukset ulottuvat yleisten rahoitusolojen kautta myös varjopankkisektoriin.

Rahapoliittisessa päätöksenteossa annettaisiin siis heikon makrovakausjärjestelmän tapauksessa nollaa suurempi paino rahoitusvakauden ylläpitämiselle (third line of defense). Jos rahapolitiikalla osallistutaan rahoitusvakauden ylläpitämiseen, rahapolitiikka voidaan joutua kiristämään niin, että inflaatio ja tuotanto pysyvät pidemmän aikaa tavoitteitaan ja potentiaaliaan vaimeampina, jotta vältetään finanssikuplan syntyminen. Tällaisessa tilanteessa on kuitenkin vaarana, että keskuspankin uskottavuus hintavakauden vaalijana kärsii.¹⁷ Ensisijaisen tavoitteen uskottavuutta pitäisikin tässä tapauksessa jollain lailla vahvistaa. Yksi ehdotus on, että sitoudutaan hintatasotavoitteeseen.¹⁸ Tällöin pidemmän aikaa hitaana pysyvä inflaatio kompensoidaan jossain vaiheessa niin, että hintatasomielessä pysytään entisellä uralla.

Vahvan makrovakausjärjestelmän tapauksessa rahapolitiikan päätöksenteko helpottuisi siinä mielessä, että rahapolitiikassa voitaisiin keskittyä täysin ensisijaiseen tavoitteeseen eli hintavakauden vaalimiseen. Vahvan makrovakausjärjestelmän tapauksessa vastasyklisten makrovakausvälineiden käyttö vaikuttaisi kuitenkin luotonannon ja varallisuushintojen kautta myös reaalityökalouden suhdannevaihteluihin ja sitä kautta inflaatioon. Euroalueella tämä merkitsisi rahapolitiikan toimintaympäristön muuttumista tavalla, jota ei vielä täysin tunneta. Jos

esimerkiksi vahva rahapolitiikka ja vahva makrovakauspoltiikka vaikuttavat samansuuntaisesti, vastasyklisen makrovakauspoltiikan rahoitusoloja kiristävä ja luotonantoa vaimentava vaikutus tulee ottaa osaksi kokonaisvaikutusten arviointia, jotta rahapolitiikkaa ei mitoiteta väärin. Makrovakauspoltiikan mitoituksen euroalueen eri maissa tulisi tällaisessa tilanteessa olla tärkeä osa alueen talouskehityksen arviointia.

Lyhyellä aikavälillä muut politiikkalohkot, kuten rahapolitiikka, joutuvat ottamaan euroalueen nykyisen makrovakauspoltiikan annettuna. Hieman pidemmällä aikavälillä tätä järjestelmää on mahdollista pyrkiä muuttamaan, jos arvioidaan, että se ei vielä nykyisellään ole riittävän tehokas tai ulotu riittävän laajalle (esim. varjopankkisektoriin). Useat tahot ovat kuitenkin varoittaneet makrovakauspoltiikkaan kohdistuvista liian suurista odotuksista: on mahdollista, että niin vahvaa makrovakauspoltiikkaa ei ole pidemmälläkään aikavälillä mahdollista rakentaa, että vastasyklisen makrovakauspoltiikan teho euroalueella riittäisi kompensoimaan aika ajoin poikkeuksellisen kevyen rahapolitiikan epäsuotuisia vaikutuksia. On myös esitetty, että makrovakauspoltiikan ja rahapolitiikan pitää ajatella täydentävän toisiaan.¹⁹ Makrovakauspoltiikalta ei pidäkään odottaa täyttä tehoa, jos pyrkimyksenä on vaikuttaa rahapolitiikan kanssa vastakkaiseen suuntaan.²⁰

Rahapolitiikassa pitää ottaa huomioon, että euroalueen nykyisen makrovakauspoltiikan tehokkuus voidaan joko ali- tai yliarvioida. Jos teho yliarvioidaan, voidaan sysätä rahapolitiikan epätoivottuja sivuvaikutuksia makrovakauspoltiikan hoidettavaksi, vaikka se ei siihen ainakaan vielä tällä hetkellä kykene. Jos taas teho aliarvioidaan, voidaan rahapolitiikka mitoitaa väärin. Euroalueella voidaan myös olla tilanteessa, jossa makrovakauspoltiikka on joissakin maissa vahva ja toisissa heikko. EKP:n neuvoston voimakas sitoutuminen hintavakauden tavoitteeseen on joka tapauksessa välttämätöntä, ja euroalueen talouden kohentuminen tukee myös rahoitusvakautta.

Lähteet:

Barut, M.-L. – Rouillé, N. – Sanchez, S. (2015) The Impact of the New Regulatory Paradigm on the Role of Banks in Financing the Economy. Financing the Economy: New Avenues for Growth. Financial Stability Review, No 19. Huhtikuu 2015. Banque de France.

Bernanke, B. (2011) The Effects of the Great Recession on Central Bank Doctrine and Practice. Puhe konferenssissa "Long Term Effects of the Great Recession". Federal Reserve Bank of Boston 18.-19.10.2011.

Bruno, V. – Shim, I. – Shin, H. S. (2015) Comparative Assessment of Macroprudential Policies. BIS working papers, No 502.

- Cecchetti, S. G. (2015) Monetary Policy within the New European Financial Regulatory Architecture. Esitys konferenssissa "ECB and its Watchers XIV", 11.3.2015.
- Constâncio, V. (2015) Strengthening Macroprudential Policy in Europe. Puhe konferenssissa "The macroprudential toolkit in Europe and credit flow restrictions". Vilnius 3.7.2015. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150703.en.html>.
- Draghi, M. (2014) Stronger together in Europe: the contribution of banking supervision. Puhe Frankfurtissa 20.11.2014. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp141120.en.html>.
- ECB (2015) Financial Stability Review. Ks. <https://www.ecb.europa.eu/pub/fsr/html/index.en.html>.
- Fontaine Vive, P. de (2015) Key Initiatives to Unlock Bank Lending to the European Corporate Sector. Financing the Economy: New Avenues for Growth. Financial Stability Review, No 19. Huhtikuu 2015. Banque de France.
- Freystätter, H. – Putkuri, H. – Vauhkonen, J. (2013) Finanssisyklit, rahapolitiikka ja makrovakaupolitiikka euroalueella. Euro & talous 4/2013.
- Grande, M. (2014) Integrating Macro- and Microprudential Supervision at the ECB. Esitys konferenssissa "Global Banking Standards and Regulatory and Supervisory Priorities in the Americas". Lima 4.–5.11.2014.
- Hannoun, H. (2015) Ultra-low or Negative Interest Rates: What They Mean for Financial Stability and Growth. BIS, Eurofi High-Level Seminar. Riga 22.4.2015.
- IMF (2013) The Interaction of monetary and macroprudential policies.
- IMF (2014) Monetary Policy in the New Normal. IMF Staff Discussion Note SDN/14/3.
- King, M. (2012) Twenty Years of Inflation Targeting. Stamp Memorial Lecture at London School of Economics. London 9.10.2012.
- Lauterschläger, S. (2014) The interplay between macro-prudential, micro-prudential and monetary policies at the ECB. Esitys konferenssissa "Macroprudential policy: Implementation and Interaction with other Policies". Stockholm 13.11.2014.
- Panetta, F. (2014) On the special role of macroprudential policy in the euro area. Teoksessa Putting Macroprudential Policy to Work. – Toim. Aerdts Houben – Rob Nijskens – Mark Teunissen. De Nederlandsche Bank. Occasional Studies, Vol. 12-7.

Schoenmaker, D. (toim.) (2014) Macroprudentialism. A VoxEU.org eBook, CEPR Press. London.

Smets, F. (2014) Financial Stability and Monetary Policy: How closely Interlinked? International Journal of Central Banking. Kesäkuu. Vol. 10. No. 2.

Woodford, M. (2012) Inflation Targeting and Financial Stability. NBER Working paper 17967.

Viitteet

1. Ks. esim. Fontaine Vive (2015) ja Barut et al. (2015). ↑
2. Ks. esim. ECB (2015). ↑
3. Ks. esim. Freystätter et al. (2013). ↑
4. Makrovakaupolitiikkaa on euroalueella vahvistettu myös ottamalla käyttöön sellaisia makrovakaupvälineitä, joita ei ensisijaisesti ole tarkoitus käyttää vastasyklisesti, vaan jotka vahvistavat rahoitusjärjestelmän riskinsietokykyä. ↑
5. Termillä makrovakaupjärjestelmä viitataan laajempaan käsitteeseen kuin pelkästään käytettävissä oleviin makrovakaupvälineisiin (kuten vastasyklinen pääomapusuri tai lainakatto), sillä käsite pitää sisällään myös mm. toimivaltaan ja päätöksentekoon liittyviä seikkoja. ↑
6. Makrovakaupvalvonta on Suomessa moniviranomaisyhteistyötä. Kansallinen makrovakaupviranomainen on Finanssivalvonta, jonka johtokunta tekee päätökset makrovakaupvälineiden käytöstä. Päätösten tukena oleva makrovakaupanalyysi perustuu Suomen Pankin, Finanssivalvonnan ja valtiovarainministeriön tiiviiseen yhteistyöhön. ↑
7. Pankkiunioniin kuuluu tällä hetkellä vain euroalueen maita, joten sekä eurojärjestelmän yhteinen rahapolitiikka että EKP:n makrovakaupvaltuudet koskevat euroalueeseen kuuluvia maita. ↑
8. Ks. esim. Draghi (2014) ja Lauterschläger (2014). ↑
9. Grande (2014). ↑
10. Ks. esim. Schoenmaker (toim.) (2014). ↑
11. Ks. esim. Cecchetti (2015). ↑
12. Panetta (2014). ↑
13. Ks. esim. Constâncio (2015). ↑
14. Ks. esim. IMF (2014). Tuulta vasten nojaamisella tarkoitetaan rahapolitiikan mitoitusta, joka on kireämpää kuin puhtaasti hintavakaupstavoitteen kannalta olisi välttämätöntä, mutta joka pyrkii vaimentamaan varallisuushintojen nousua ja rahoitusepätasapainon kasvua. ↑
15. Ks. esim. Bernanke (2011) ja King (2012). ↑

16. Smets (2014). ↑
17. Woodford (2012). ↑
18. Esim. Hannoun (2015) ja Bruno et al. (2015). ↑
19. Ks. myös IMF (2013). ↑

Asiasanat

euroalue, makrovakauseräpolitiikka, rahapolitiikka