

Bryssel 23.9.2020
COM(2020) 574 final

KOMMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä 4 päivänä heinäkuuta 2012 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012, sellaisena kuin se on muutettuna asetuksella (EU) N:o 834/2019, 85 artiklan 2 kohdan mukainen kertomus, jossa arvioidaan, onko toteutuskelpoisia teknisiä ratkaisuja kehitetty siihen, että eläkejärjestelmät voivat siirtää käteisvaroina ja muina kuin käteisvaroina olevia vakuuksia vaihtuvina vakuuksina, ja arvioidaan mahdollisten toimenpiteiden tarvetta tällaisten toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen löytämiseksi

KOMISSION KERTOMUS EUROOPAN PARLAMENTILLE JA NEUVOSTOLLE

OTC-johdannaisista, keskusvastapuolista ja kauppatietorekistereistä 4 päivänä heinäkuuta 2012 annetun Euroopan parlamentin ja neuvoston asetuksen (EU) N:o 648/2012, sellaisena kuin se on muutettuna asetuksella (EU) N:o 834/2019, 85 artiklan 2 kohdan mukainen kertomus, jossa arvioidaan, onko toteutuskelpoisia teknisiä ratkaisuja kehitetty siihen, että eläkejärjestelmät voivat siirtää käteisvaroina ja muina kuin käteisvaroina olevia vakuuksia vaihtuvina vakuuksina, ja arvioidaan mahdollisten toimenpiteiden tarvetta tällaisten toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen löytämiseksi

1. JOHDANTO

Euroopan markkinarakenneasetuksessa (EMIR-asetus)¹, jolla EU:ssa otettiin vuonna 2012 käyttöön OTC-johdannaisopimuksia koskevat G20-uudistukset, myönnetään eläkejärjestelmiä ylläpitäville yhteisöille tilapäinen vapautus keskusvastapuolimääritysvelvollisuudesta tietyn tyyppisten OTC-johdannaisten osalta².

Euroopan markkinarakenneasetuksen mukaisesti eläkejärjestelmiä ovat direktiivin 2003/41/EY 6 artiklan a alakohdassa tarkoitettut ammatillisia lisäeläkkeitä tarjoavat laitokset, saman direktiivin 3 artiklassa tarkoitettujen laitosten ammatillisten lisäeläkkeiden tarjoamista koskeva liiketoiminta, direktiivin 2002/83/EY soveltamisalaan kuuluvien vakuutusyhtiöiden ammatillisten lisäeläkkeiden tarjoamista koskeva liiketoiminta (edellyttäen että tällaiseen liiketoimintaan liittyvät varallisuuserät ja vastuut pidetään erillään vakuutusyhtiön muista toiminnoista) sekä muut mahdolliset hyväksytyt ja valvotut yhteisöt tai kansallisesti toimivat järjestelyt, joiden ensisijaisena tarkoituksena on tarjota eläke-etuuksia.

Tilapäinen vapautus myönnettiin, jotta voitaisiin ottaa huomioon tällaisten yhteisöjen liiketoimintamallin erityispiirteet ja vaikutukset, joita pakollisella määrityksellä voisi olla eläkkeisiin: kuten Euroopan markkinarakenneasetuksen johdanto-osan 26 kappaleessa muistutetaan, eläkejärjestelmiä ylläpitävät yhteisöt ”tyypillisesti minimoivat käteisvarojensa osuuden tehokkuuden ja vakuutuksenottajiensa tuoton maksimoimiseksi. Jos tällaisten yhteisöjen edellytetään määrittävän OTC-johdannaisopimukset keskitetysti, tuloksena olisi näin ollen se, että ne joutuisivat irrottamaan merkittävän osan omaisuuseristään käteisvarallisuudeksi täyttääkseen jatkuvat keskusvastapuolten vakuusvaatimukset”. OTC-johdannaisopimusten määrittäminen keskitetysti edellyttää, että käytettävissä on riittävä määrä käteisvaroja keskusvastapuolten vakuusvaatimusten täyttämiseksi. Kuten EMIR-kehelyksessä tunnustetaan, mahdollisten vaihtuvia vakuuksia koskevien pyyntöjen täyttämiseksi tarvittavien suurten käteisvaramäärien pitäminen voi vaikuttaa kielteisesti eläkkeensaajien eläketuloihin.

Europe Economicsin ja Bourse Consultin komissiolle vuonna 2014 toimittamassa riippumattomassa tutkimuksessa arvioitiin, millaisia vaihtuvia vakuuksia EU:n eläkerahastoilta voitaisiin vaatia tilanteessa, jossa korkotasossa tapahtuu 1 prosentin muutos. Kun tuloksista jätetään pois Yhdistynyt kuningaskunta, joka otettiin vielä mukaan tutkimukseen, kävi ilmi, että

¹ Asetus (EU) N:o 648/2012.

² Vapautus koskee sellaisia OTC-johdannaisopimuksia, jotka objektiivisesti mitattavalla tavalla vähentävät eläkejärjestelmien vakavaraisuuteen suoraan liittyviä sijoitusriskejä. Vapautus koskee myös yhteisöjä, jotka on perustettu korvauksien maksamiseksi tällaisten järjestelmien jäsenille maksukyvyttömyystapauksessa, sekä eläkejärjestelmiä, joilla on vaikeuksia täyttää vaihtuvia vakuuksia koskevat vaatimukset (Euroopan markkinarakenneasetuksen 89 artikla).

vakuuksien määrä olisi 106 ja 133 miljardin euron välillä ja vieläkin suurempi suuremman stressin skenaarioissa.

Eurojärjestelmä³ ja Tanskan keskuspankki ovat hiljattain toteuttaneet lisää selvityksiä⁴. Selvityksistä käy ilmi, että Alankomaiden ja Tanskan eläkerahastojen – joiden osuus EU:n eläkerahastojen rahoitusomaisuudesta (pois lukien Yhdistynyt kuningaskunta) on noin 52 prosenttia⁵ – mahdolliset vaihtuvat vakuudet samassa stressiskenaariossa (1 prosentin muutos) olisivat Alankomaiden osalta alle 53 miljardia euroa ja Tanskan osalta 106 miljardia Tanskan kruunua (eli noin 14 miljardia euroa), eli jonkin verran pienemmät kuin edellä mainitussa riippumattomassa tutkimuksessa annetut luvut⁶. Käytettävissä olevien käteissaldojen perusteella kaikkien euroalueen eläkerahastojen käteisvarojen kokonaisvaje voisi olla jopa 17 miljardia euroa.⁷

Vastaavat korkotason, kulujen ja riskien muutokset eivät koskisi ainoastaan eläkejärjestelmiä, vaan vaikuttaisivat myös muihin keskitettyä määritystä käyttäviin finanssialan yrityksiin (esim. sijoitusrahastoihin ja vakuutusyhtiöihin), ja hyväksyttävän vakuuden puuttumisesta johtuvia maksukyvyttömyysriskejä voi syntyä myös kahdenväliseen johdannaiskauppaan, ei ainoastaan keskitetyn määrityksen yhteyteen. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen kuitenkin toteaa ensimmäisessä tätä aihetta käsittelevässä kertomuksessaan, että eläkejärjestelmien kyky vähentää näitä riskejä joustavilla sijoitusstrategioilla, vastuutaan vastaavien sijoitusten saatavuudella ja likviditeetin saatavuudella näyttää olevan rajallisempi, kuten jäljempänä käy ilmi.

Tilapäisellä vapautuksella oli tarkoitus antaa tarvittava aika sellaisen sopivan teknisen ratkaisun löytämiseksi, jonka avulla eläkejärjestelmät voisivat määrittää johdannaissopimukset keskitetysti keskusvastapuolella samalla, kun vältetään olennaiset haittavaikutukset eläkkeensaajien tuloihin. EMIR-kehyksessä eläkejärjestelmien OTC-johdannaista koskevaan liiketoimintaan sovelletaan jo – asiaankuuluvia kynnysarvoja noudattaen – 11 artiklassa esitettyjä määrittämättömien OTC-kauppojen toiminnallisen riskin pienentämistä koskevia vaatimuksia ja vakuusvaatimuksia, joita alettiin soveltaa vaiheittain vuonna 2017⁸: näillä vaatimuksilla pyritään puuttumaan muiden kuin keskusvastapuolten määrittämiin johdannaisiin liittyviin riskeihin ja kannustamaan samalla keskitettyyn määritykseen. Eläkejärjestelmiin sovelletaan myös Euroopan markkinarakenneasetuksen raportointivelvollisuuksia.

Vaikka eläkejärjestelmien ja muiden sidosryhmien kanssa käydyt keskustelut vahvistavat, että eläkejärjestelmät haluavat määrittää kaupat keskusvastapuolissa ja tekevätkin jo niin joissain tapauksissa, pakolliseen määritykseen liittyy yhä haasteita. Vapautusta keskusvastapuolimäärityksestä on näin ollen jatkettu vuosien mittaan, koska toteutuskelpoista teknistä ratkaisua ei ole löytynyt. EMIR REFIT -asetuksessa, joka tuli voimaan kesäkuussa

³ Euroopan keskuspankki, Financial Stability Review, toukokuu 2020. Alankomaiden eläkerahastoja koskevat arviot ovat 36 ja 47 miljardin euron välillä. Kun otetaan huomioon, että Alankomaiden eläkerahastojen osuus euroalueen eläkerahastojen koronvaihtosopimuksista on noin 89 prosenttia, kaikkia euroalueen eläkerahastoja koskevien vakuuspyyntöjen arvioidaan olevan 40–53 miljardia euroa.

⁴ Danmarks Nationalbank, "Pension companies will have large liquidity needs if interest rates rise", marraskuu 2019.

⁵ Euroalueen vuoden 2019 lopun tilinpäätösten perusteella.

⁶ Vastaavat luvut olivat noin 60 miljardia euroa Alankomaiden osalta ja 27 miljardia euroa Tanskan osalta.

⁷ Arviot Alankomaiden eläkerahastojen käteisvajeesta ovat 6 ja 15 miljardin euron välillä. Kun otetaan huomioon, että Alankomaiden eläkerahastojen osuus euroalueen eläkerahastojen koronvaihtosopimuksista on noin 89 prosenttia, euroalueen kaikkien eläkerahastojen käteisvaje voisi olla jopa 17 miljardia euroa.

⁸ Komission delegoitu asetus (EU) N:o 2016/2251.

2019, vapautusta jatketaan kesäkuuhun 2021, ja sitä voidaan jatkaa komission delegoiduilla säädöksillä vielä kahdesti, enintään yhdellä vuodella kerrallaan. Asetuksen lopullisena tavoitteena on kuitenkin toteuttaa eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritys mahdollisimman pian, ottaen huomioon, että nykyisen sääntely- ja markkinakehityksen ansiosta markkinaosapuolten pitäisi pystyä kehittämään sopivia ratkaisuja (Euroopan markkinarakennasetus, johdanto-osan 30 kappale). Keskusvastapuolten, määritysosapuolten ja eläkejärjestelmien edellytetään tekevän parhaansa tällaisten ratkaisujen kehittämisen edistämiseksi.

EMIR REFIT -asetuksen 85 artiklassa komissiota edellytetään laatimaan vuosittain vapautuksen soveltamisalan lopulliseen laajentamiseen saakka kertomus, jossa arvioidaan ”onko toteutuskelpoisia teknisiä ratkaisuja kehitetty siihen, että eläkejärjestelmät voivat siirtää käteisvaroina ja muina kuin käteisvaroina olevia vakuuksia vaihtuvina vakuuksina, ja arvioidaan mahdollisten toimenpiteiden tarvetta tällaisten toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen löytämiseksi”.

Asetuksessa säädetään myös, että Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen toimittaa yhteistyössä pankkiviranomaisen, vakuutus- ja lisäeläkeviranomaisen, ja järjestelmäriskikomitean kanssa komissiolle vuosittain kertomuksen, jossa arvioidaan tätä asiaa. Komissio sai arvopaperimarkkinaviranomaisen ensimmäisen kertomuksen huhtikuussa 2020. Kertomuksen lisäksi arvopaperimarkkinaviranomainen käynnisti julkisen kuulemisen saadakseen lisää tietoa sidosryhmiltä, jotta se voisi toimittaa komissiolle toisen, kattavamman kertomuksen joulukuuhun 2020 mennessä. Arvopaperimarkkinaviranomaisen kattava kertomus ei siis ole saatavilla tämän Euroopan komission kertomuksen laatimishetkellä, eikä sitä näin ollen voida sisällyttää kertomukseen.

EMIR REFIT -asetuksessa myös valtuutetaan komissio asettamaan asianomaisten sidosryhmien edustajista koostuva asiantuntijaryhmä valvomaan niiden toimia ja arvioimaan edistymistä toteutuskelpoisten teknisten ratkaisujen kehittämisessä. Tähän asiantuntijaryhmään, joka jatkaa edeltäjänsä (eläkerahastoja käsittelevä komission korkean tason työryhmä) työtä, kuuluu keskusvastapuolten, määritysosapuolten, eläkejärjestelmien, keskuspankkien ja muiden asian kannalta merkittävien sidosryhmien edustajia. Asiantuntijaryhmä on kokoontunut kahdesti, lokakuussa 2019 ja huhtikuussa 2020 (neuvottelupuhelun välityksellä), ja kokoontuu jatkossakin kuuden kuukauden välein. Komissio tukeutuu jatkossakin asiantuntijaryhmän työhön laatiessaan kertomuksiaan lainsäätäjille.

2. KERTOMUKSEN TARKOITUS

Tällä kertomuksella komissio täyttää sille Euroopan markkinarakennasetuksen 85 artiklassa asetetun velvoitteen.

Kertomuksessa otetaan asianmukaisesti huomioon Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen ensimmäinen kertomus sekä asiantuntijaryhmässä käydyt keskustelut. Kuten edellä on mainittu, arvopaperimarkkinaviranomaisen käynnistämän julkisen kuulemisen tulokset otetaan huomioon komission toisessa kertomuksessa, joka on tarkoitus julkaista ensi vuonna.

Tässä kertomuksessa esitetään analyysi tärkeimmistä sidosryhmien yksilöimistä eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritykseen liittyvistä ongelmista sekä tähän mennessä tarkastelluista ratkaisuista. Kuten edellä mainittiin, vapautus keskusvastapuolimäärityksestä on

voimassa vuoden 2021 kesäkuuhun asti. Tätä määräaikaa silmällä pitäen tässä kertomuksessa pyritään saattamaan Euroopan parlamentti ja neuvosto ajan tasalle alalla saavutetusta edistyksestä. Tarkoituksena on myös määrittää lisäselvityksiä vaativia näkökohtia, jotta voidaan edistää toteutuskelpoista ja kestävää ratkaisua keskusvastapuolimääritykseen.

3. PÄÄASIALLISET HAVAITUT ONGELMA-ALUEET

3.1 Taustatietoa eläkejärjestelmien liiketoimintamallista ja johdannaisten käytöstä

Eurooppalaiset eläkejärjestelmät toimivat aktiivisesti OTC-johdannaismarkkinoilla, erityisesti joissakin jäsenvaltioissa (esim. Alankomaissa ja Tanskassa). Ne käyttävät tällaisia johdannaisia suojataksaan vastuutaan erilaisilta riskeiltä, muun muassa korkojen ja inflaation volatiliiteilta, ja viime kädessä suojataksaan itseään vakavaraisuuteen liittyviltä riskeiltä. Eläkerahastojen vastuilla nykyisiä ja tulevia eläkkeensaajia kohtaan on pitkät erääntymisajat, ja niillä on oltava vastineenaan pitkäaikaisia omaisuuseriä. Tällaiset omaisuuserät ovat tavallisesti valtioiden ja yritysten liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjalainoja. Vastuiden täysimääräinen suojaaminen joukkovelkakirjalainoilla ei kuitenkaan näytä olevan toteutuskelpoinen vaihtoehto EU:n eläkejärjestelmille, koska tähän sopivia joukkovelkakirjalainoja on saatavilla vain rajallisesti. Lisäksi johdannaiset voivat tarjota paremman vastineen eläkejärjestelmien vastuille, koska swap-sopimuksia käytetään usein tällaisten vastuiden diskonttaamiseen arvonnäytystarkoituksia varten. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen on raportoinut, että EU:n eläkejärjestelmien tilanne eroaa tässä suhteessa Yhdysvaltojen eläkerahastojen tilanteesta, koska viimeksi mainitut tukeutuvat riskiltä suojautumisessa enemmän pitkäaikaisiin omaisuuseriin, kuten valtioiden ja yritysten liikkeeseen laskemiin joukkovelkakirjalainoihin. Yhdysvaltojen eläkerahastojen vastuilla on tavallisesti lyhemmät erääntymisajat kuin EU:n eläkejärjestelmien vastuilla, ja niiden vastuut diskontataan tavallisesti käyttämällä AA-luokitettujen yritysjoukkovelkakirjalainojen tuottoa. Yhdysvaltain yritysvelkajamarkkinat ovat myös laajemmat. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen toteaa, että tästä syystä eläkejärjestelmillä näyttää olevan rakenteellinen tarve ryhtyä OTC-johdannaiskauppoihin.

Eläkejärjestelmien johdannaissalkku on tavallisesti laaja, pitkäaikainen ja yksisuuntainen, ja alan kokonaispositiot muodostavat arvopaperimarkkinaviranomaisen mukaan mahdollisen järjestelmäriskin.

Johdannaistyyppinä eläkejärjestelmät käyttävät laajasti pitkäaikaisia koronvaihtosopimuksia: DTCC:n EMIR-asetusta koskevien vuoden 2015 tietojen mukaan noin 20 prosentilla sellaisista koronvaihtosopimuksista, joissa vähintään toinen vastapuoli oli EU:n vakuutusenantaja tai eläkerahasto, oli 30 vuoden erääntymisaika, kun taas maailmanlaajuisesti vastaavan osuuden keskiarvo oli alle 10 prosenttia⁹. Koronvaihtosopimukset ovat johdannaislaji, johon sovelletaan Euroopan markkinarakennearvonnäytystarkoituksien mukaista määritysvelvollisuutta. Eläkejärjestelmät käyvät johdannaiskauppaa kahdenvälisesti tai määrittävät kaupat keskusvastapuolella tavallisesti asiakkaana tai määritysosapuolena.

On huomionarvoista, että eläkejärjestelmät ja markkinat ovat EU:ssa varsin monipuoliset: joissain jäsenvaltioissa toisen pilarin eläkejärjestelmät ovat kehittyneemmät kuin toisissa, ja etuusperusteiset eläkerahastot ovat yleisempiä; toisissa taas vallitsevana mallina on maksuperusteinen järjestelmä. EU:n suurimmat eläkejärjestelmämarkkinat ovat Alankomaissa,

⁹ Euroopan järjestelmäriskikomitea, Occasional Paper Series 11, 2016.

jossa omaisuuserien keskimääräinen suhde BKT:hen on 173,3 prosenttia, ja Tanskassa, jossa vastaava suhde on 198,6 prosenttia vuoden 2018 lopun tietojen mukaan. Myös Irlannissa on käytössä samanlaisia järjestelmiä. Tällaisissa maissa yksityisillä eläkejärjestelmillä on merkittävä rooli eläkkeensaajien eläketulojen muodostumisessa.

3.2 Eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritykseen liittyvät ongelmat

Suurin todettu eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritykseen liittyvä ongelma on se, että keskusvastapuolimäärityksessä vaihtuvat vakuudet on annettava käteisenä. Komission osallisryhmässä käydyissä keskusteluissa on käynyt ilmi, että tämä on eläkejärjestelmien kannalta ongelmallista stressikausien markkinaolosuhteissa.

Keskusvastapuolimääritykseen perustuvassa mallissa keskusvastapuolet pyytävät osapuolilta vaihtuvat vakuudet hyvityksenä niiden hoitamien johdannaispositioiden markkina-arvon muutoksista. Näin keskusvastapuolet ovat aina turvassa markkinoiden vaihteluilta, ja markkinatoimijat eivät kasaa ajan mittaan suuria tappioita suhteessa keskusvastapuolella määritettyyn salkkuunsa. Keskusvastapuoli laskee tappiot ja voitot ja vaihtaa ne päivittäin markkina-arvoon arvostamiseen perustuvan menettelyn kautta. Käteisvarat täyttävät parhaiten vaihtuvien vakuuksien tehtävän, koska ne minimoivat mahdolliset arvonalennusriskit ja koska niiden siirto on lopullinen. Käteisvarojen käyttö vaihtuvina vakuuksina on myös operatiivisesti vähemmän monimutkaista, ja se on yhdenmukaista Euroopan markkinarakenneasetuksen mukaisesti määritetyn keskusvastapuolten likviditeettiriskin hallintaa koskevan lähestymistavan kanssa¹⁰.

Tämä tarkoittaa sitä, että selvittääkseen tällaisista pyynnöistä määritysosapuolilla on oltava käytössään riittävästi käteisvaroja. Jos näin ei ole, eikä määritysosapuoli pysty antamaan vaihtuvia vakuuksia asianmukaiseen aikaan, keskusvastapuoli ilmoittaa sen olevan maksukyvytön, mikä käynnistää maksukyvyttömyyttä koskevat menettelyt sen kirjanpidon uudelleentäsmäyttämiseksi. Lisäksi vaihtuvat vakuudet on annettava keskusvastapuolelle lyhyen ajan sisällä, mikä aiheuttaa lisää operatiivisia hankaluuksia¹¹.

Käteisvarallisuudella on suuri vaihtoehtokustannus, koska se ei ole yhtä tuottavaa kuin muut omaisuuserät, eikä se riitä tasapainottamaan eläkejärjestelmien vastuiden erääntymisaikoja, mikä altistaa ne varojen ja vastuiden epätasapainolle. Suuren käteisvarallisuuden pitäminen muiden, paremmin tuottavien omaisuuserien sijasta vähentää eläkkeensaajille tulevaa tuottoa ja vaikuttaa eläkejärjestelmien varojen allokointiin. Eläkerahastot eivät tavallisesti pidäkään paljon käteisvarallisuutta, kuten käy ilmi OECD:n vuosittain julkaisemista eläkkeistä koskevista maailmanlaajuisista tilastoista.

Käteisvaroina annettavien vaihtuvien vakuuksien ongelma voi osoittautua haastavaksi erityisesti stressikausien markkinaolosuhteissa yhdessä nousevien korkojen kanssa, koska silloin keskusvastapuolten eläkejärjestelmille esittämät vaihtuvia vakuuksia koskevat pyynnöt voivat kasvaa merkittävästi.

¹⁰ Käteisvaroina annettujen vaihtuvien vakuuksien ansiosta keskusvastapuolet voivat myös olla varmoja kyvystään arvostaa liiketoimensa oikein, ja käteisvarojen käyttö onkin määritettyjen swap-sopimusten markkinoiden kaikkien markkinatoimijoiden noudattama markkinakäytäntö määritettyjen swap-sopimusten osalta.

¹¹ Päivänsisäisten vakuuspyyntöjen osalta jotkin keskusvastapuolet hyväksyvät vakuudeksi arvopapereita käteisvarojen sijasta. Päivän lopun vakuuspyynnöt on kuitenkin täytettävä käteisvaroilla.

Suuria vaihtuvia vakuuksia koskevia pyyntöjä voi esiintyä myös muissa kuin keskusvastapuolten määrittämissä kaupoissa, jollaisiin eläkejärjestelmät nykyisin osallistuvat. Näiden yhteydessä eläkejärjestelmät voivat kuitenkin antaa vaihtuvat vakuudet myös muussa muodossa kuin käteisvaroina, esimerkiksi korkealaatuisina valtion joukkovelkakirjoina (omaisuuserä, joita eläkerahastoilla on tavallisesti runsaasti), vaikkakin viime aikoina eläkejärjestelmiltä on saatettu alkaa pyytää vaihtuvia vakuuksia käteisvaroina yhä useammin myös kahdenvälisissä kaupoissa.

On huomattava, että EMIR-säätelykehyksen perustana on pyrkimys edistää keskusvastapuolimäärittystä myös tekemällä kahdenvälisistä kaupoista vähemmän houkuttelevia tällaisiin kauppoihin liittyvien riskien vuoksi: tämän ja muun säätelyyn liittyvän kehityksen yhdessä markkinavoimien kanssa odotetaan johtavan keskusvastapuolella määritettyjen johdannaisten määrän lisääntymiseen ja mahdollisesti määritetyn osuuden parempaan hinnoitteluun suhteessa muiden kuin keskusvastapuolen määrittämien johdannaisten osuuteen. Kuten edellä mainittiin, jotkin eläkerahastot ovatkin jo alkaneet käyttää keskusvastapuolimäärittystä vapaaehtoisesti ja valikoivasti.

On huomattava, että yleisesti ottaen eläkejärjestelmät määrittävät kaupat epäsuorasti määrittäjäosapuolten asiakkaina todennäköisemmin kuin keskusvastapuolen suorana määrittäjäosapuolena, mitä tarkastellaan lisää jäljempänä.

Edellä mainitut seikat tarjoavat taustan niille ominaisuuksille, joita keskusvastapuolimäärittäykseen liittyvän ongelman mahdollisella ratkaisulla tulisi olla: ratkaisulla olisi löydettävä oikea tasapaino rahoitusvakauden tavoitteen ja eläkejärjestelmien kustannuksiin liittyvän toteutettavuuden välillä niin, että ratkaisu ei vaikuta liikaa eläkeläisten etuuksiin. Ratkaisun olisi oltava riittävän vakaa myös stressikausien markkinaolosuhteissa.

3.3 Tähän mennessä tarkastellut mahdolliset ratkaisut

Keskustelu eläkejärjestelmien keskusvastapuolimäärittäyksestä on johtanut vuosien mittaan eri lähestymistapojen tarkasteluun. Komissio toimitti Euroopan markkinarakenneasetuksen mukaisesti vuonna 2015 tätä aihetta koskevan kertomuksen, jossa hahmoteltiin joitakin mahdollisia ratkaisuja ja jossa tultiin siihen päätelmään, että toteutuskelpoista teknistä ratkaisua ei ole kehitetty.

Tähän asti tarkastelluissa vaihtoehtoissa on keskitytty siihen, kuinka eläkejärjestelmät voisivat antaa keskusvastapuolelle vaihtuvat vakuudet turvallisella ja kustannustehokkaalla tavalla. Komission vuoden 2015 kertomuksessa kuvatussa ensimmäisessä vaiheessa tarkasteltiin, voisivatko keskusvastapuolet hyväksyä vaihtuviksi vakuuksiksi muuta kuin käteisvaroja, esimerkiksi korkealaatuisia valtion joukkovelkakirjoja. On kuitenkin yleisesti tunnustettu, että tällaista lähestymistapaa olisi vaikea noudattaa, koska se edellyttäisi keskusvastapuolia hoitamaan käteisvarallisuudeksi muutettavaa joukkovelkakirjasalkkua siihen liittyvine riskeineen, mikä saattaisi vääristää niiden roolia välittäjänä, jonka kirjanpito on tasattu.

Tästä syystä tällä hetkellä tarkastellaan toista vaihtoehtovalikoimaa, jossa eläkejärjestelmät voisivat vaihtaa joukkovelkakirjansa käteisvarallisuudeksi täyttääkseen keskusvastapuolen vakuuspyynnöt (vakuuksien muuntaminen). Alan sidosryhmien viime vuosina tarkastelemissa ja kehittämässä mahdollisissa ratkaisuissa onkin keskitytty tapoihin, joilla eläkejärjestelmät voisivat toteuttaa vakuuksien muuntamisen tehokkaasti.

Määrittäjäosapuolten toteuttama vakuuksien muuntaminen

Määritysosapuolet, kuten pankit, voivat tavallisesti tarjota asiakkailleen, eläkerahastot mukaan lukien, vakuuksien muuntamispalveluja ¹²takaisinostosopimusten avulla. Useimmat keskusvastapuolimääritystä käyttävät eläkejärjestelmät tekevätkin nykyisin niin määritysosapuolten asiakkaina ja mahdollisesti jatkavat tätä myös, kun määritys tulee pakolliseksi. Takaisinostotransaktiossa yksi osapuoli myy omaisuuserän toiselle osapuolelle ja sitoutuu ostamaan kyseisen omaisuuserän takaisin sovittuun hintaan myöhempänä ajankohtana. Omaisuuserä on tavallisesti joukkovelkakirja, ja se toimii vakuutena, joka suojaa käteisvarat lainaksi antanutta osapuolta vastapuoliluottoriskiltä. Takaisinostosopimuksia voidaan näin ollen käyttää muuntamaan joukkovelkakirjoja käteisvarallisuudeksi vaihtuvien vakuuksien antamisen yhteydessä. Lisäetuna tässä on se, että joukkovelkakirjojen tarjoaja säilyttää joukkovelkakirjojen omistuksen itsellään ja saa yhä niiden tuoton pidemmällä aikavälillä.

Suuret pankkiryhmät toimivat tavallisesti aktiivisesti takaisinostosopimusmarkkinoilla. On kuitenkin nostettu esiin joitakin tekijöitä, jotka vähentävät tällaisten transaktioiden houkuttelevuutta määritysosapuolten näkökulmasta. Monet markkinatoimijat ovat huomauttaneet, että Basel III -järjestelmän mukaisen vähimmäisomavaraisuusasteen muodostaminen teki takaisinostosopimuksiin ryhtymisestä vähemmän houkuttelevaa, koska tällaisten transaktioiden kate on alhainen, ja ne laajentavat pankkien tasetta ja kasvattavat näin ollen suhteen nimittäjää. Tämän vuoksi pankeilla on oltava paljon ensisijaista pääomaa, jotta ne voivat täyttää vaatimuksen. Samansuuntaisia pohdintoja esitetään globaalia rahoitusjärjestelmää käsittelevän komitean (Committee on the Global Financial System) vuoden 2017 takaisinostomarkkinoita koskevassa analyysissä¹³, jossa kiinnitetään huomiota mahdolliseen kompromissiin pankkien taseiden kokoon keskittyvien sääntelyuudistusten (joilla pyritään rajoittamaan liiallista vivutusta) ja takaisinostosopimusten saatavuuteen liittyvien seurausten (myös loppukäyttäjien osalta) välillä.¹⁴ EU:n takaisinostomarkkinoiden volyymit ovat kuitenkin olleet kasvussa viime vuosina¹⁵, ja EKP:n analyysin mukaan sääntelyuudistusten tahattomien seurausten vaikutukset euroalueen pankkien takaisinostopalvelujen tarjontaan eivät ole olleet merkittäviä¹⁶.

Lisäksi se, millaiseksi vähimmäisomavaraisuusaste alun perin laadittiin, teki määrityspalveluiden tarjoamisesta asiakkaille vähemmän houkuttelevaa pankkien kannalta, koska asiakkaiden antamia vakuuksia ei voitu käyttää tasapainottamaan vastuun määrää (mikä vaikuttaisi suhteen nimittäjään). Vuonna 2019 Baselin komitea¹⁷ ehdotti, että vähimmäisomavaraisuusasteen laskentatapaan tehtäisiin muutoksia, jottei asiakkaalle tarjottavista määrityspalveluista rankaistaisi kohtuuttomasti. Nämä muutokset on otettu huomioon tarkistetussa vakavaraisuusasetuksessa (CRR2), joka tuli voimaan viime vuoden kesäkuussa.

¹² Myös muut kuin määritysosapuolena olevat pankit voivat tarjota tällaista palvelua eläkejärjestelmille.

¹³ CGFS, "Repo market functioning", 2017.

¹⁴ Analyysin mukaan välityskapasiteetin supistuminen voi vähentää myös takaisinostomarkkinoiden kykyä vastata kysyntään tulevana stressikausina. Takaisinostomarkkinoiden toiminnan supistuminen voi aiheuttaa häiriöitä käteis- ja johdannaismarkkinoilla ja vähentää rahoituslaitosten kykyä muuttaa omaisuuseränsä rahaksi. Rahoitusjärjestelmän vakaudelle ja reaalitaloudelle stressikausina aiheutuvien kustannusten laajuus voi olla kaiken kaikkiaan merkittävä, vaikkakaan tällaiset tilanteet eivät ole toteutuneet merkittävässä laajuudessa lähimenneisyydessä. Takaisinostomarkkinoiden mukautuminen voi vähentää joidenkin loppukäyttäjien kustannuksia, mutta se voi myös tuoda mukanaan uusia riskejä.

¹⁵ ICMA, joulukuu 2019, European Repo Market Survey.

¹⁶ EKP, Financial Stability Review, 2017.

¹⁷ Baselin pankkivalvontakomitea, "Leverage ratio treatment of client cleared derivatives", 2019.

Vähimmäisomavaraisuusastetta muutettiin myös takaisinmyyntisopimusten kohtelun osalta. Nämä muutokset voivat osaltaan kannustaa pankkeja tarjoamaan asiakkaille määrityspalveluja ja mahdollisesti takaisinostosopimusten välittämistä, mikä tukisi myös takaisinostomarkkinoiden likviditeettiä. Tällaisten muutosten vaikutusta on vielä arvioitava.

Lisäksi on ilmaistu huolia takaisinostomarkkinoiden kyvystä vastata kaikkien eläkejärjestelmien käteisvarojen kysyntään erityisesti stressiaikoina. Tätä käsitellään tarkemmin jäljempänä.

Vakuuksien muuntaminen määritettyjen takaisinostosopimusten markkinoiden kautta

Viime vuosina jotkin keskusvastapuolet ovat kehittäneet eläkejärjestelmien keskitetyn määrityksen tueksi uusia malleja, jotka perustuvat siihen, että eläkejärjestelmien pääsyä keskusvastapuoliin ja määritettyjen takaisinostosopimusten markkinoille helpotetaan. Tähän voi sisältyä pääsy myös määritettyjen OTC-johdannaisten markkinoille. Näitä malleja on kehittänyt EU:ssa ainakin yksi keskusvastapuoli, ja komission tietojen mukaan myös muut keskusvastapuolet ottavat todennäköisesti käyttöön samanlaisia malleja¹⁸. Tässä kehyksessä eläkejärjestelmät ovat suorassa sopimussuhteessa keskusvastapuoleen, ja niitä ”avustaa” (tai ”sponsoroi” muulla tavalla) jokin määritysosapuoli (tavallisesti pankki), joka toimii määritysedustajana ja helpottaa eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritystä esimerkiksi suorittamalla maksuja keskusvastapuolen maksukyvyttömyysrahastoon, harjoittamalla maksukyvyttömyyden hallinnointia ja tarjoamalla muita palveluja (vakuuden hallinnointia jne.).

Nämä mallit eivät itessään poista käteisvaroina annettavien vaihtuvien vakuuksien tarvetta määritettyjen OTC-johdannaisten yhteydessä, mutta ne helpottavat eläkejärjestelmien pääsyä takaisinostomarkkinoille. Tällaisilla ”helpotetun osallistumisen” malleilla pyritäisiin myös lieventämään joitakin asiakkaille tarjottavan määrityksen rajoitteista, kuten sen keskittymistä EU:ssa vain muutamalle määritysosapuolelle tai asiakkaiden positioden siirrettävyyteen liittyvää ongelmaa määritysosapuolen maksukyvyttömyystapauksessa. Pankkien näkökulmasta tällaisten mallien pitäisi osoittautua pääomavaatimusten osalta vähemmän vaativiksi kuin perinteiset asiakkaille tarjottavat määritystoiminnot.

Komission tietojen mukaan markkinoiden kiinnostus tällaisen mallin kehittämistä kohtaan on kasvanut ajan mittaan hieman, mutta vain muutamat, tyypillisesti suuret, eläkejärjestelmät ovat toistaiseksi alkaneet käyttää tällaista palvelua. Yksi ilmeinen syy saattaa olla se, että suora suhde keskusvastapuoleen voi vaatia markkinatoimijoilta – sekä eläkejärjestelmiltä että määritysosapuolilta – lisää operatiivisia ja oikeudellisia valmiuksia sekä lisää investointeja. Lisäksi komission osallisryhmään osallistuvat eläkerahastot ovat raportoineet, että tällaiset mallit ovat yleisesti vain suurten eläkejärjestelmien käytettävissä, että vain harvat pankit tukevat niitä tällä hetkellä ja että niitä käyttävät eläkerahastot ovat yhä riippuvaisia määritysosapuolen halukkuudesta tarjota niihin liittyviä palveluja.

International Swaps and Derivatives Associationin (ISDA) ja Pensions Europeanin vuonna 2018 yhdessä laatiman asiakirjan mukaan¹⁹ markkinat suhtautuvat mielenkiinnolla suoran osallistumisen tai ”helpotetun” osallistumisen malleihin myös siksi, että ne voivat olla pankeille houkuttelevampia kuin perinteiset asiakasmäärityssuhteet. Täysimääräinen suora jäsenyys

¹⁸ Komission käytössä olevien tietojen perusteella EU:n ulkopuolella LCH Ltd (Yhdistynyt kuningaskunta), Canadian Derivatives Clearing Corporation (Kanada) ja DTCC FICC (Yhdysvallat) ovat alkaneet tarjota ostapuolen takaisinostomäärityspalveluja.

¹⁹ Pensions Europe ja ISDA, yhteisasiakirja ”Potential demand for clearing by EU Pension Funds”, 2018.

vaikuttaa olevan haastavaa useista syistä (muun muassa tarve täyttää keskusvastapuolen osallistumisvaatimukset ja maksukyvyttömyysrahastomaksut sekä operatiivisen valmiuden tarve). Helpotetun pääsyn mallit voivat olla keino päästä lähemmäs tätä tavoitetta. Komission osallisyhmään osallistuvien eläkerahastojen mukaan joitakin lisäparannuksia tarvittaisiin vielä.

Takaisinostomarkkinoiden tarkastelu

Yleisesti ottaen eläkejärjestelmät pitävät takaisinostomarkkinoita hyödyllisenä maksuvalmiustarpeidensa kattamisen välineenä, ja Euroopan komission asettaman asiantuntijaryhmän keskusteluissa näitä markkinoita on yleisesti kuvailtu vaihtuviin vakuuksiin liittyvän ongelman kokonaisratkaisun yhtenä mahdollisena osana.

Alalla on kuitenkin yhä huolia siitä, kykenevätkö takaisinostomarkkinat kattamaan käteisvarojen kokonaiskysynnän stressikausien markkinaolosuhteissa, kun kaikkien eläkejärjestelmien on suoritettava määrätyt ja takaisinostomarkkinoilla on todennäköisesti painetta vastata suureen likviditeetin kysyntään – eikä ainoastaan eläkejärjestelmien taholta. Lisäksi pankit eivät stressiaikoina ole välttämättä aina halukkaita tarjoamaan takaisinostosopimuksia eläkejärjestelmille lainkaan tai samassa määrin. Euroopan arvopaperimarkkinaviranomainen on huomauttanut, että useat näistä näkökohdista sekä muista näkökohdista liittyvät pankkien ja niiden asiakkaina olevien eläkejärjestelmien kokonaisliikesuhteeseen. Jos eläkejärjestelmät eivät voi käyttää takaisinostomarkkinoita stressiolosuhteissa, ne eivät välttämättä pysty täyttämään keskusvastapuolten vakuuspyyntöjä ja voivat jopa aiheuttaa laajempia rahoitusvakauteen liittyviä ongelmia. Tässä yhteydessä voisi osoittautua hyödylliseksi, jos pankeilla ja eläkejärjestelmillä olisi mahdollisuus muodostaa välilleen erilaisia maksuvalmiusjärjestelyjä.

Keskitetysti määritettyjen takaisinostosopimusten markkinoilla pitäisi olla se etu, että ne ovat likvidimpejä kuin kahdenväliset markkinat, koska pankit ovat periaatteessa halukkaampia käymään kauppaa määritetyillä takaisinostosopimuksilla kuin kahdenvälisillä takaisinostosopimuksilla – eikä vähiten siksi, että ne voivat nettouttaa positionsa keskusvastapuolessa. CGFS:n mukaan (2017) keskusvastapuolten kautta tehtyjen takaisinostosopimusten osuus on kasvanut euroalueella viime vuosina, koska ne ovat houkuttelevia taseenhoidon kannalta, ja niiden osuus euroalueen takaisinostomarkkinoiden volyymistä on 50–60 prosenttia. Myös joidenkin keskusvastapuolten kehittämiä toimia, joilla pyritään mahdollistamaan loppukäyttäjien suora osallistuminen määritettyjen takaisinostosopimusten järjestelmiin, on tarkasteltava samasta näkökulmasta. Eläkejärjestelmät ovat raportoineet, että määritettyjen takaisinostosopimusten markkinat voivat tarjota lisää kapasiteettia suhteessa kahdenvälisiin takaisinostosopimuksiin, mutta niillä on myös edellä mainitut rajoitteet.

Yleiskatsauksen Euroopan takaisinostomarkkinoiden toimintaan tarjoaa International Capital Markets Association (ICMA), jonka takaisinostomarkkinoita käsittelevässä vuoden 2019 markkinatutkimuksessa arvioidaan näiden markkinoiden kooksi 8 310 miljardia euroa²⁰. Takaisinostomarkkinoita käsittelevät ICMA:n vuosien 2018 ja 2019 markkinatutkimukset vahvistavat, että Euroopan takaisinostomarkkinoiden katsotaan toimivan yleisesti ottaen hyvin, ja ne voivat näin ollen mahdollisesti toimia vakuuksien muuntamisen kanavana. Takaisinostomarkkinat ovat kuitenkin neljänneksen lopussa ja vuoden lopussa vähemmän

²⁰ Tutkimukseen osallistuneiden 58 rahoituslaitoksen tilinpidossa olevien takaisinosto- ja takaisinmyyntisopimusten arvon perusteella.

likvidit, koska pankeilla on tapana sulkea takaisinostopositionsa raportoinnin määräajan lähestyessä. Tällaisten säännöllisten supistumien laajuus on pienentynyt viime vuosina, ja sen odotetaan pienentyvän tulevaisuudessa lisää osittain sen ansioista, että EU:ssa on pantu täytäntöön Baselin komitean viimeaikaisia suosituksia, joilla pyritään vähentämään neljänneksen lopun ja vuoden lopun volatilitettä.

ICMA on tehnyt analyysin myös²¹ covid-19-kriisin aikana markkinoilla tapahtuneesta viimeisimmästä kehityksestä. Tämän tutkimuksen mukaan Euroopan takaisinostomarkkinoiden tilanne pysyi pääosin hyvänä covid-19-pandemian aikana helmikuun lopusta / maaliskuun alusta 2020 lähtien. Takaisinostomarkkinoiden aktiivisuus lisääntyi maaliskuun kahden ensimmäisen viikon aikana, mikä johtui vakuuksien muuntamista koskevien pyyntöjen lisääntymisestä vakuuspyyntöjen täyttämiseksi sekä riskialttiimpien omaisuuserien muuttamisesta lyhytaikaisiksi omaisuuseriksi. Asiakkaat kuitenkin raportoivat, että pankeilla oli vaikeuksia selviytyä takaisinostotransaktioiden lisääntyneestä kysynnästä, ja jotkin pankit alkoivat palvella ainoastaan suurimman kokoluokan asiakkaita. Tutkimuksessa todetaan, että vaikka takaisinostotransaktioiden kysyntä lisääntyi kriisin keskellä, pankkien valmius vastata lisääntyneeseen kysyntään ei parantunut. Ostopuolen toimijat raportoivat, että tukeutuminen takaisinostomarkkinoihin on lisääntynyt, koska varojen ulosvirtaus on lisännyt tarvetta saada käteisvaroja omistussuhteiden vastapainoksi ja volatilitteen kasvu on lisännyt tarvetta täyttää johdannaispositioihin liittyvät vakuuspyynnöt. Näyttäisi kuitenkin siltä, että pankeilla oli vaikeuksia pysyä asiakkaiden kysynnän tahdissa. Monet niistä ovat raportoineet, että ne rajoittavat liiketoimintansa suurimman kokoluokan asiakkaisiin ja että niillä ei ole kykyä ryhtyä uusiin liiketoimiin. Lisäksi pankit ovat raportoineet, että lisääntyneen volatilitteen vuoksi riskipainotettuihin omaisuuseriin liittyvistä rajoista, eikä niinkään vähimmäisomavaraisuusasteesta, tuli liiketoiminnan sitova rajoite, erityisesti yksisuuntaisten liiketoimintojen (kuten käteisvarojen nettoluotonottajien) osalta.

Ilmoitusten mukaan keskuspankkien tukitoimet lievensivät näitä jännitteitä vapauttamalla pankkien luottolimiittejä ja pysäyttämällä riskialttiiden omaisuuserien poismyynnin.

Covid-19-kriisin aikana tapahtuneesta markkinakehityksestä on keskusteltu myös komission osallisyhmässä. Keskusvastapuolet ovat raportoineet, että määritettyjen takaisinostosopimusten markkinat ovat toimineet hyvin kriisin aikana ja että markkinoiden volyymit ovat olleet suuria. Ne katsovat, että määritettyjen takaisinostosopimusten markkinoilla toimivien ostopuolen yritysten markkinoille pääsyä ei rajoitettu. Lisäksi korostettiin markkinarakenteiden kokonaissietokykyä (myös vakuusmallien osalta), joka lisää toimijoille tulevien vakuuspyyntöjen ennustettavuutta. Eläkejärjestelmät raportoivat, että ne ovat kärsineet markkinoiden huomattavasta volatilitteesta ja että asiakkaat ovat joutuneet vastaamaan kahdenvälisen vastapuolen ja määritysosapuolen suuriin vakuuspyyntöihin. Ne raportoivat pystyneensä juuri ja juuri selviytymään tilanteesta, mutta jos markkinat olisivat suoriutuneet heikommin, ne olisivat joutuneet vakaviin vaikeuksiin. Ne vahvistivat myös, että pankit olivat haluttomia toimimaan takaisinostosopimusten välittäjinä ja että niillä oli vaikeuksia saada käyttöönsä määritysosapuolena toimivien pankkien taseita päästäkseen takaisinostomarkkinoille. Tämän vuoksi eläkejärjestelmät katsovat, että takaisinostomarkkinoihin ei voida luottaa kaikissa markkinaolosuhteissa. Eläkejärjestelmät ovat usein hyvin riippuvaisia pankeista näille markkinoille pääsyssä, ja pankit tarjoavat asiakkailleen vain rajoitetusti takaisinostopalveluja stressiaikoina.

²¹ ICMA, "The European repo market and the Covid-19 crisis", huhtikuu 2020.

Takaisinostomarkkinoilla stressiaikoina koettujen vaikeuksien vuoksi markkinatoimijat ovat usein tuoneet esiin, että stressikausien varalle tarvittaisiin keskuspankkeihin perustuva maksuvalmiutta turvaava varautumisjärjestely. Markkinatoimijoiden mukaan keskuspankkien rooli varautumisjärjestelyssä voitaisiin suunnitella siten, että keskuspankit tarjoaisivat likviditeettiä säänneltylle yhteisölle, joka tarjoaisi sitä sitten eläkejärjestelmille. Tällaisena yhteisönä voisi toimia esimerkiksi pankki tai keskusvastapuoli. Saatuaan likviditeettiä pankeilta tai keskusvastapuolilta eläkejärjestelmät kykenisivät täyttämään käteisvaroina vaaditut vaihtuvia vakuuksia koskevat pyynnöt.

On huomattava, että kun otetaan huomioon, että yksinomaan keskuspankeilla on valtuudet perustaa keskuspankkijärjestelyjä ja tehdä niiden aiottua käyttöä koskevia tulkintoja, mahdollisilla keskuspankkeihin perustuvilla maksuvalmiutta turvaavilla varautumisjärjestelyratkaisuilla olisi oltava keskuspankkien hyväksyntä ja tuki.

EKP on ilmaissut asiasta oman näkemyksensä. Pankit tietenkin ovat rahapolitiikan vastapuolia ja niillä on lupa tarjota vakuuksien muuntamispalveluja asiaankuuluvan pankkisääntelyn mukaisesti. Ne voivat näin ollen toimia välittäjinä takaisinostomarkkinoilla, myös keskuspankkijärjestelyjen käytön perusteella.

EKP:n mukaan keskuspankkien rooli varautumisjärjestelyssä ei kuitenkaan ole ongelmaton, tai se ei välttämättä ole edes toteutuskelpoinen keskusvastapuolten osalta, vaikka näillä olisi pankkitoimilupa: vakuuksien muuntamispalvelujen tarjoaminen vaikuttaisi olevan keskusvastapuolten ydinliiketoiminnan ulkopuolella, ja siksi se voi herättää riskiseurauksiin liittyviä huolia. Lisäksi EKP toteaa, että jos keskusvastapuolet ottaisivat hoitaakseen vakuuksien muuntamisen lisäpankkitoimilupansa perusteella (mikäli tämä on sallittua), tällä hetkellä voimassa olevat vapautukset tietyistä pankkitoiminnan vakavaraisuusvaatimuksista, jotka niille on myönnetty sillä perusteella, että keskusvastapuolet eivät harjoita tyypillistä pankkitoimintaa ja että niiden liiketoimintamalli on erilainen, eivät tuntuisi enää kohtuullisilta. Tämän vuoksi tarvittaisiin vielä lisäanalyysiä, jotta voidaan varmistua tällaisten mahdollisten järjestelyjen oikeudellisesta luonteesta, niiden vaikutuksesta keskusvastapuolten riskinhallintaan ja siitä, ovatko ne säännösten mukaisia. Lisäksi joidenkin keskusvastapuolten ensireaktiot ovat olleet skeptisiä.

Mahdollisen ”erillisen” keskuspankkiin perustuvan eläkejärjestelmille tarjottavan varautumisjärjestelyn (jossa eläkejärjestelmät olisivat keskuspankkien vastapuolia ja saisivat niiltä likviditeettiä suoraan) tarpeen osalta EKP toi komission osallisyhmän keskusteluun eurojärjestelmän näkökannan, eli keskittyi euroalueella kotipaikkaansa pitävien yhteisöjen euromääräisen rahoituksen tarpeeseen. Eurojärjestelmän määrällisessä arviossa arvioitiin euroalueen eläkejärjestelmien vaihtuvia vakuuksia koskevien pyyntöjen täyttämiseen tarvittavan likviditeetin määrää stressiskenaariossa, joka perustuu korkotason 1 prosentin muutokseen (ks. myös edempänä). Eurojärjestelmän käytössä olevien tietojen mukaan euroalueella Alankomaiden eläkejärjestelmät käyttävät johdannaisia eniten, ja niiden osuus kaikista eläkejärjestelmien tekemistä koronvaihtosopimuksista on 89 prosenttia. Eurojärjestelmän analyysissä havaittiin, että euroalueen eläkejärjestelmien tosiasialliset likviditeettitarpeet olisivat tällaisessa tilanteessa hallittavissa (eli alle 2 prosenttia) verrattuna Euroopan takaisinostomarkkinoiden kokoon (jota edustaa voimassa olevien takaisinmyyntisopimusten määrä), mikä osoittaa, että takaisinostomarkkinat itsessään voisivat tarjota ratkaisuja euroalueen eläkejärjestelmien tarpeisiin. Tulosten perusteella pääteltiin, että eurojärjestelmän rahapoliittinen kehys, mukaan lukien sen vastapuolijärjestelmä, on riittävä

rahopolitiikan täytäntöönpanotarkoituksiin, eikä se anna aiheutta muutoksiin, joilla perustettaisiin eläkejärjestelmiä varten erillinen eurojärjestelmään perustuva maksuvalmiutta turvaava varautumisjärjestely²².

4. PÄÄTELMÄT

Eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritykseen liittyvä ongelma on ollut olemassa jo pitkään, ja viimeisten Euroopan markkinarakennasetusta koskevien neuvottelujen aikana kävi selväksi, että lainsäätäjät pyrkivät edistämään mahdollisimman pitkälti sellaista ratkaisua, jolla saataisiin tällaiset toimijat käyttämään vuoden 2009 G20-uudistuksilla suunniteltua keskusvastapuolimääritysjärjestelmää samalla, kun otetaan huomioon tarve löytää riittävät ratkaisut markkinoiden stressitilanteeseen liittyviin huolenaiheisiin vastaamiseksi.

Komission osallisryhmässä on käyty pitkiä keskusteluja, joissa on käynyt ilmi, että eläkejärjestelmät ovat jo alkaneet määrittää vapaaehtoisesti joitakin johdannaisia, mistä voidaan päätellä, että keskeisin ratkaistava ongelma liittyy käteisvaroina annettaviin vaihtuviin vakuuksiin stressiaikojen markkinaolosuhteissa.

Komissio on jatkuvasti seurannut markkinakehitystä ja on edistänyt asianomaisten sidosryhmien välistä tiedonvaihtoa ja keskustelua, jotta löydetäisiin mahdollisia etenemistapoja. Vuosien saatossa alan sidosryhmät ovat toteuttaneet toimia. Kun mahdollisuudesta käyttää suoraan keskusvastapuolen haltuun annettavia joukkovelkakirjoja vaihtuvina vakuuksina oli lopulta luovuttu keskusvastapuolten luonteeseen ja liiketoimintamalliin liittyvien yhteensopivuusongelmien vuoksi, on tarkasteltu muita lähestymistapoja, joiden avulla eläkejärjestelmät pystyisivät paremmin muuntamaan vakuuksiaan.

Kuten tässä kertomuksessa on hahmoteltu, viime vuosien aikana on kehitetty helpotetun pääsyn malleja, joissa on tutkittu mahdollisia toteutuskelpoisia lähestymistapoja eläkejärjestelmien keskusvastapuolimääritykseen. Komission tietojen mukaan muutamit eläkejärjestelmät käyttävät jo tällaista vaihtoehtoa. Komissio aikoo yhdessä asianomaisten sidosryhmien kanssa tutkia tätä vaihtoehtoa lisää, mukaan lukien sen kustannuksia eläkejärjestelmille. Se, että useammat keskusvastapuolet ovat ottamassa käyttöön tällaisen mallin, näyttää olevan myönteinen kehityssuunta myös siinä mielessä, että se lisää valinnan vapautta.

Sopivan ratkaisun löytäminen vaatii todennäköisesti ponnisteluja useilla eri rintamilla. Toisaalta joitakin pankkisääntelyn puolia olisi arvioitava edelleen, muun muassa sitä, onko vähimmäisomavaraisuusasteen laskemiseen viime aikoina tehdyistä muutoksista ollut apua. Toisaalta olisi tarkasteltava mahdollisia keinoja eläkerahastojen maksuvalmiusjärjestelyjen turvaamiseksi stressiaikoina.

Euroopan arvopaperimarkkinaviranomaisen käynnistämän julkisen kuulemisen tulosten pitäisi lisätä ymmärrystä viimeaikaisesta markkinakehityksestä ja mahdollisesti antaa lisää määrällistä tietoa, joka tullaan tutkimaan huolellisesti. Komissio on myös sitoutunut tutkimaan mahdollisia asianmukaisia ja toteutuskelpoisia aloitteita, jotta päästäisiin lähemmäs toteutuskelpoista ja vakaata ratkaisua keskusvastapuolimääritykseen.

²² Tällainen eurojärjestelmään perustuva maksuvalmiutta turvaava varautumisjärjestely olisi erillinen hätärahoituksena annettavasta maksuvalmiusavusta, joka kuuluu kansallisten keskuspankkien toimivallan piiriin.

Seuraavien kuukausien analyysit vaikuttavat keskusvastapuolimäärityksestä vapauttamista koskevaan komission päätökseen.