



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

Geopoliittisen riskin kehystys Euroopan järjestelmäriskikomitean vuosiraporteissa 2014–2023

Laskentatoimi ja rahoitus,
Laskentatoimen ja rahoituksen laitos
Kandidaatintutkielma

Laatija:
Saku Kaunisto

Ohjaaja:
KTT Niina Hakala

22.04.2026

Turku

Opiskelijan lausunto tekoölyn käytöstä tähän tutkielmaan liittyen:

En ole käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani.

Olen käyttänyt tekoälyä hyödyntäviä työkaluja tätä tutkielmaa kirjoittaessani. Tämä käyttö on dokumentoitu tutkielman liitteessä. Vakuutan, että tekoälyä käytettiin yliopiston ohjeistuksen mukaisella tavalla.

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

Kandidaatintutkielma

Oppiaine: Laskentatoimi ja rahoitus

Tekijä: Saku Kaunisto

Otsikko: Geopoliittisen riskin kehystys Euroopan järjestelmäriskikomitean vuosiraporteissa 2014–2023

Ohjaaja: KTT Niina Hakala

Sivumäärä: 39 sivua (+ liitteet 1 sivua)

Päivämäärä: 22.04.2026

Tiivistelmä

Tässä tutkielmassa tarkastellaan geopoliittisen riskin kehystämistä Euroopan järjestelmäriskikomitean (EJRK) vuosiraporteissa vuosina 2014–2023. Tutkimuksen taustalla on havainto siitä, että geopoliittisten jännitteiden merkitys rahoitusvakaudelle on kasvanut erityisesti 2010-luvun lopulta lähtien ja korostunut entisestään Venäjän hyökättyä Ukrainaan vuonna 2022. Vaikka geopoliittisen riskin taloudellisia vaikutuksia on tutkittu laajasti, vähemmälle huomiolle on jäänyt se, miten makrovakausriskit itse jäsentävät ja esittävät näitä riskejä osana virallista riskipuhetta.

Tutkimuksen tavoitteena on vastata kysymykseen siitä, miten geopoliittinen riski kehystetään EJRK:n vuosiraporteissa ja miten tämä kehystys muuttuu ennen vuotta 2022 ja sen jälkeen. Tutkimus toteutetaan laadullisena sisällönanalyysinä, jossa analysoidaan systemaattisesti EJRK:n vuosiraporttien tekstiä. Menetelmä mahdollistaa sen tarkastelun, millaisia merkityksiä geopoliittiselle riskille annetaan, mihin ilmiöihin se kytketään ja miten sen rooli osana rahoitusvakauden kokonaisuutta rakentuu.

Aineistona toimivat EJRK:n vuosiraportit vuosilta 2014–2023, jotka muodostavat keskeisen institutionaalisen dokumenttiaineiston EU:n makrovakausriskien valvonnassa. Raportit kokoavat yhteen arviot rahoitusjärjestelmän keskeisistä riskeistä ja toimivat samalla viestinnällisenä välineenä, jossa määritellään, mitkä riskit nähdään ajankohtaisina ja kuinka vakavina niitä pidetään.

Tutkimuksen keskeinen tulos on, että geopoliittisen riskin kehystys muuttuu tarkastelujaksolla selvästi. Vuosina 2014–2019 geopoliittinen riski esiintyy pääasiassa osana laajempaa kansainvälistä epävarmuutta, kun taas vuosina 2020–2021 sen merkitys vahvistuu osana monimutkaisempaa riskien kokonaisuutta. Vuosi 2022 muodostaa selkeän murroskohdan, jossa geopoliittinen riski kytketään suoraan makrotaloudellisiin ja rahoitusmarkkinoiden kehityskuluihin, kuten energiaan, inflaatioon ja rahoitusoloihin. Tämän jälkeen geopoliittinen riski näyttää entistä rakenteellisempänä ja keskeisempänä osana rahoitusvakauden analyysia, mikä viittaa laajempaan muutokseen makrovakausriskien riskikäsityksessä.

Avainsanat: geopoliittinen riski, rahoitusvakaus, makrovakausriskien politiikka, institutionaalinen kehystys, Euroopan järjestelmäriskikomitea, laadullinen sisällönanalyysi, riskipuhe, systeeminen riski, geopoliittinen epävarmuus, finanssimarkkinat

SISÄLLYSLUETTELO

1	Johdanto	7
1.1	Geopoliittinen riski ja rahoitusvakaus muuttuvassa toimintaympäristössä	7
1.2	Tutkimuskysymys ja tutkimusasetelma	9
2	Geopoliittinen riski ja makrovakausvalvonta	11
2.1	Geopoliittinen riski taloudellisena ja rahoituksellisena ilmiönä	11
2.2	Makrovakauspolitiikka ja systeemiriskin käsite	12
2.3	Riskin institutionaalinen kehystys	16
3	Aineisto ja menetelmällinen lähestymistapa	18
3.1	Aineiston rajaus: EJRK Vuosiraportit 2014–2023	18
3.2	Laadullinen sisällönanalyysi tutkimusmenetelmänä	19
3.3	Analyysin eteneminen	20
3.4	Tutkimuksen luotettavuus ja rajoitteet	21
4	Geopoliittisen riskin kehys EJRK:n raporteissa	22
4.1	Geopoliittinen riski osana laajempaa epävarmuutta (2014–2019)	22
4.2	Riskien kasautuminen ja epävarmuuden syveneminen (2019–2021)	24
4.3	Vuosi 2022 murroskohtana	27
4.4	Ennen–jälkeen -vertailu	29
5	Johtopäätökset	32
5.1	Keskeiset tulokset suhteessa kirjallisuuteen	32
5.2	Laajempi merkitys ja tutkimuksen rajoitteet	33
5.3	Geopoliittisen riskin kehystyksen mahdollinen kehitys	35
6	Yhteenveto	36
	Lähteet	37
	Tutkimuskirjallisuus	37
	Viralliset lähteet	38
	Liitteet	40
	Tekoälyn käyttö	40

KUVIOT

Kuva 1 Geopoliittinen riski -indeksi

11

Kuva 2 Geopoliittisen riskin muutos tarkasteluajanjakson aikana

31

1 Johdanto

1.1 Geopoliittinen riski ja rahoitusvakaus muuttuvassa toimintaympäristössä

Geopoliittiset jännitteet ovat 2010-luvulta lähtien nousseet keskeiseksi epävarmuustekijäksi maailmantaloudessa ja rahoitusjärjestelmässä (IMF 2023; EKP 2023). Geopoliittisella riskillä tarkoitetaan riskiä, joka liittyy sotiin, terroritekoihin, valtioiden välisiin jännitteisiin sekä muihin kansainvälisiin konflikteihin, jotka häiritsevät kansainvälisten suhteiden normaalia ja rauhanomaista kulkua (Caldara & Iacoviello 2022). Toisin kuin monet taloudelliset riskit, geopoliittiset kriisit ovat usein äkillisiä, vaikeasti ennakoitavia ja vaikutuksiltaan laaja-alaisia (Federal Reserve 2018). Ne voivat muuttaa taloudellisia odotuksia nopeasti ja synnyttää epävarmuutta, jonka vaikutukset heijastuvat samanaikaisesti useille sektoreille (Caldara & Iacoviello 2022). Tämä tekee niiden vaikutusten mallintamisesta ja riskienhallinnasta poikkeuksellisen haastavaa sekä yksittäisten toimijoiden että koko rahoitusjärjestelmän näkökulmasta (Baker ym. 2021).

Caldaran ja Iacoviellon (2022) kehittämä geopoliittisen riskin indeksi (GPR-indeksi) on uutispohjainen mittari, joka perustuu sanomalehtiaineiston tekstihakuun, osoittaa selviä piikkejä merkittävien konfliktien ja kriisien yhteydessä. Indeksien kehitys havainnollistaa, kuinka geopoliittinen epävarmuus ei ole tasaisesti jakautunut ilmiö, vaan se kasvaa voimakkaasti kriisitilanteissa. Euroopan näkökulmasta merkittävin viimeaikainen nousu ajoittuu vuoteen 2022 Venäjän hyökättyä Ukraina. Sodan seurauksena geopoliittinen epävarmuus kasvoi voimakkaasti ja vaikutukset ulottuivat nopeasti energiamaarkkinoille, inflaatioon, korkotasoon sekä rahoitusmarkkinoiden volatiliteettiin. Myös Euroopan keskuspankki on korostanut, että geopoliittisten riskien merkitys rahoitusvakaudelle on kasvanut erityisesti vuoden 2022 jälkeen (EKP 2023).

Makrovakauden näkökulmasta geopoliittinen riski on merkityksellinen ennen kaikkea sen välittymiskanavien kautta. Geopoliittiset shokit voivat lisätä rahoitusmarkkinoiden volatiliteettia, kasvattaa riskipreemioita, heikentää luottamusta ja supistaa reaalityalouden aktiviteettia (EKP 2026). Näiden vaikutusten kautta pankkien luottoriskit voivat kasvaa ja rahoitusjärjestelmän vakaus heikentyä. Empiirinen tutkimus tukee tätä näkemystä. Geopoliittisen epävarmuuden kasvu on yhdistetty pankkien luottoehtojen kiristymiseen, korkeampiin lainamarginaaleihin ja luotonannon hidastumiseen (Nguyen & Thuy 2023; Demir & Danisman 2021). Kun pankit reagoivat epävarmuuteen varovaisemmin, seurauksena voi olla luottotarjonnan supistuminen, investointien väheneminen ja talouskasvun hidastuminen. Näin geopoliittinen epävarmuus voi muuntua yksittäisestä ulkopoliittisesta tapahtumasta koko rahoitusjärjestelmää koskevaksi systeemiseksi riskiksi.

Vuoden 2022 jälkeen geopoliittisten tapahtumien merkitys Euroopan talous- ja turvallisuusympäristössä on korostunut entisestään. Venäjän hyökkäys Ukrainaun ei ainoastaan lisännyt epävarmuutta, vaan muutti Euroopan turvallisuus- ja talousympäristöä perustavanlaatuisesti. Energiamarkkinoiden kriisi, laajat talouspakotteet, inflaation kiihtyminen ja rahapolitiikan kiristyminen loivat uudenlaisen riskikokonaisuuden, jossa geopoliittinen epävarmuus kytkeytyi tiiviisti makrotaloudellisiin ja rahoitusmarkkinoiden riskeihin. Tämä herättää kysymyksen siitä, onko geopoliittinen riski muuttunut aiempaa rakenteellisemmaksi ja keskeisemmäksi osaksi eurooppalaista makrovakauserkustelua.

EU:n makrovakauserkunnasta vastaa Euroopan järjestelmäriskikomitea EJRK (European Systemic Risk Board, ESRB), joka perustettiin finanssikriisin jälkeen vuonna 2010 vahvistamaan koko EU:n rahoitusjärjestelmän systeemisten riskien valvontaa. EJRK:n tehtävänä on tunnistaa ja arvioida rahoitusjärjestelmää uhkaavia riskejä sekä antaa varoituksia ja suosituksia niiden hallitsemiseksi. Sen toiminta perustuu ajatukseen siitä, että rahoitusjärjestelmän vakaus edellyttää kokonaisvaltaista, koko järjestelmää koskevaa riskien tarkastelua, eikä pelkästään yksittäisten laitosten valvontaa (EJRK 2022).

Keskeinen osa EJRK:n toimintaa on vuosittain julkaistava Annual Report, jossa analysoidaan EU:n rahoitusjärjestelmän keskeisiä riskejä, haavoittuvuuksia ja kehityssuuntia. Raportit kokoavat yhteen arvioita makrotaloudellisesta ympäristöstä, rahoitusmarkkinoiden tilasta sekä pankkisektorin vakaudesta. Samalla ne toimivat institutionaalisenä viestintävälineenä, jossa määritellään, mitkä riskit nähdään ajankohtaisina ja kuinka vakavina niitä pidetään.

Institutionaalisen kehystämisen näkökulmasta riskiraportit eivät ole pelkästään neutraaleja kuvauksia todellisuudesta, vaan ne osallistuvat riskien jäsentämiseen ja merkityksellistämiseen (Entman 1993). Kehystämisen kautta instituutio voi painottaa tiettyjä riskejä, liittää niitä laajempiin rakenteellisiin ilmiöihin ja ohjata huomiota tiettyihin politiikkatoimiin. Näin ollen EJRK:n raportit eivät ainoastaan heijasta rahoitusjärjestelmän riskejä, vaan myös rakentavat käsitystä siitä, millaisia uhkia pidetään systeemisesti merkittävänä ja miten niihin tulisi reagoida. Geopoliittisen riskin tarkastelu näiden raporttien kautta tarjoaa siten mahdollisuuden analysoida, miten makrovakauserkunnat on asemoitunut muuttuneessa geopoliittisessa ympäristössä.

Vaikka geopoliittisen riskin taloudellisia vaikutuksia on tutkittu laajasti, vähemmän huomiota on kiinnitetty siihen, miten makrovakauserkunnat institutionaalisesti kehystävät geopoliittisia riskejä osana virallista riskipuhetta. Riskipuheella viitataan organisaatioiden tapaan käsitellä ja jäsentää riskejä kielellisesti ja organisatoristen käytäntöjen kautta. Aiempi tutkimus osoittaa, että riskien esittäminen ei ole neutraalia, vaan siihen vaikuttavat vakiintuneet viestintätavat ja tulkintakehykset,

jotka voivat ohjata sitä, miten riskejä kuvataan ja ymmärretään (Tekathen & Dechow 2020). Lisäksi riskienhallintaa koskevassa tutkimuksessa on havaittu, että riskien käsittely voi olla organisaatioissa joko integroitunutta tai eriytynyttä, mikä vaikuttaa siihen, miten eri riskit kytkeytyvät toisiinsa ja miten niitä tarkastellaan kokonaisuutena (Arena ym. 2017).

Kehystämistä koskevan tutkimuksen mukaan ilmiöiden esittäminen perustuu todellisuuden valikointiin ja tiettyjen näkökulmien korostamiseen, mikä vaikuttaa siihen, miten ongelmat määritellään ja millaisia politiikkatoimia pidetään perusteltuina (Entman 1993). Samalla riskiperusteista sääntelyä käsittelevä tutkimus korostaa, että viranomaiset kohdistavat huomionsa valikoidusti tiettyihin riskeihin, jolloin riskien tunnistaminen, nimeäminen ja priorisointi muodostuvat keskeiseksi osaksi institutionaalista toimintaa (Black & Baldwin 2010). Tästä näkökulmasta geopoliittisen riskin asema virallisessa makrovakausediskurssissa on tutkimuksellisesti merkittävä, sillä kyse ei ole pelkästään kuvailevasta ilmiöstä, vaan siitä, miten rahoitusjärjestelmän keskeiset uhat määritellään.

1.2 Tutkimuskysymys ja tutkimusasetelma

Tämän tutkielman päätutkimuskysymys on:

Miten geopoliittinen riski kehystetään EJRK:n vuosiraporteissa vuosina 2014–2023, ja miten kehystys muuttuu ennen ja jälkeen vuoden 2022?

Alakysymyksinä tarkastellaan:

1. Millaisiin rahoitusvakausriskeihin geopoliittinen riski liitetään eri ajanjaksoina?
2. Miten vuoden 2022 raportointi poikkeaa aiemmista vuosista riskin painotuksen ja kytkeytyvien osalta?

Tutkimus ei tarkastele geopoliittisen riskin “todellista” tasoa, vaan sen institutionaalista esittämistä. Keskiössä on se, miten riski liitetään muihin systeemiin uhkiin, kuinka keskeiseksi se asemoidaan ja kuvataanko sitä väliaikaisena epävarmuustekijänä vai rakenteellisena muutoksena rahoitusjärjestelmän toimintaympäristössä.

Tutkimus rajautuu Euroopan järjestelmäriskikomitean *Annual Report* -raportteihin vuosilta 2014–2023. Aineisto kattaa kymmenen raporttia, jotka mahdollistavat ajallisen vertailun ennen vuotta 2022 ja sen jälkeen. Vuosi 2022 toimii analyysin käännekohtana, sillä tuolloin geopoliittinen toimintaympäristö muuttui merkittävästi.

Tutkimus on laadullinen empiirinen tutkimus, jossa hyödynnetään sisällönanalyysiä. Analyysissa kiinnitetään huomiota siihen, kuinka usein ja missä yhteydessä geopoliittiseen riskiin viitataan,

millaisiin rahoitusvakausriskeihin se liitetään, kuinka vakavana sitä kuvataan sekä millaisia politiikkasuosituksia sen yhteydessä esitetään. Näin pyritään tunnistamaan mahdollinen siirtymä tilanteesta, jossa geopoliittinen riski esiintyy yhtenä epävarmuustekijänä muiden joukossa, tilanteeseen, jossa se asemoituu keskeiseksi ja mahdollisesti rakenteelliseksi systeemiseksi uhaksi.

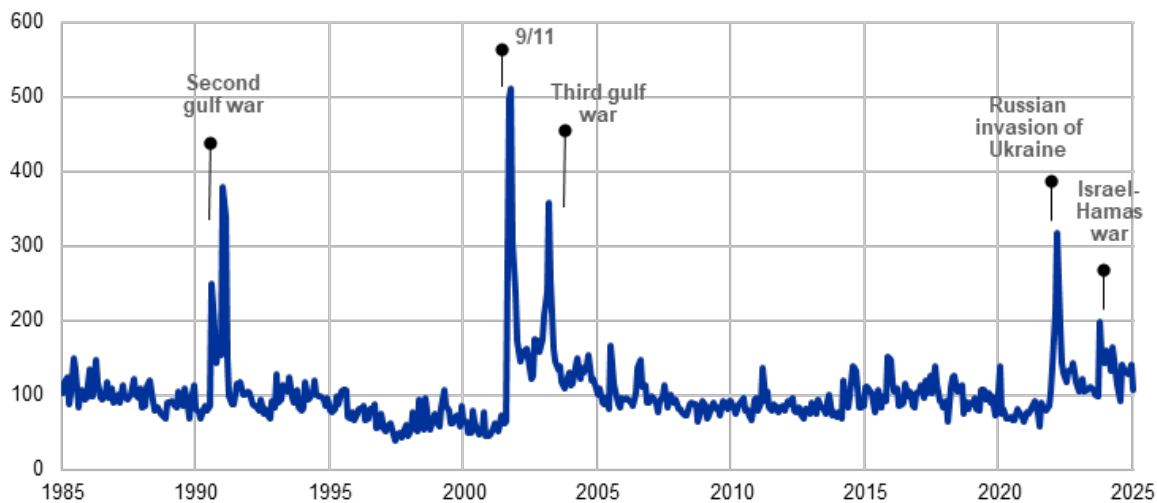
Työ etenee siten, että seuraavassa luvussa esitellään tutkimuksen teoreettinen viitekehys, minkä jälkeen kuvataan aineisto ja tutkimusmenetelmä. Tässä kandidaatintutkielmassa vertaillaan sotaa edeltävää ajanjaksoa vuoteen 2022 ja 2023, jonka jälkeen esitetään johtopäätökset ja pohditaan tulosten merkitystä EU:n makrovakauserityksen institutionaalisen kehityksen näkökulmasta.

2 Geopoliittinen riski ja makrovakaussvalvonta

2.1 Geopoliittinen riski taloudellisena ja rahoituksellisena ilmiönä

Geopoliittinen riski viittaa kansainvälisiin konflikteihin, sotiin, terrori-iskuihin sekä valtioiden väliin jännitteisiin liittyvään epävarmuuteen, joka voi häiritä taloudellista toimintaa ja rahoitusmarkkinoiden vakautta (Caldara & Iacoviello 2022). Caldaran ja Iacoviellon (2022) geopoliittisen riskin indeksi (GPR) osoittaa, että kyse ei ole vaikeasti havaittavasta taustailmiöstä, vaan ajallisesti vaihtelevasta riskistä, joka voimistuu erityisesti riskien ja konfliktien yhteydessä. Indeksien piikit merkittävien konfliktien yhteydessä osoittavat, että geopoliittiset tapahtumat luovat talousvaikutuksia kuten matalampaa työllisyyttä ja investointeja. Tämä viittaa siihen, että geopoliittinen riski ei ole vain poliittinen ilmiö, vaan se muodostaa osan laajempaa makrotaloudellista ja rahoituksellista riskikenttää.

Geopoliittinen riski -indeksi



Kuva 1 Geopoliittinen riski -indeksi

Lähde: Caldara & Iacoviello (2022)

Rahoitusjärjestelmän näkökulmasta keskeistä on se, miten geopoliittinen epävarmuus välittyy pankkijärjestelmään. Aikaisempi tutkimus osoittaa, että geopoliittisen riskin kasvu vaikuttaa pankkien luotonantokäyttäytymiseen ja hinnoitteluun (Demir & Danisman 2021; Nguyen & Thuy 2023) sekä voi heikentää pankkien vakautta (Phan ym. 2022). Nguyen ja Thuy (2023) osoittavat, että geopoliittisen epävarmuuden noustessa pankkilainojen korkomarginaalit kasvavat ja lainasopimusten ehdot kiristyvät. Tutkimustulokset viittaavat siihen, että pankit eivät kohtele geopoliittista epävarmuutta vain ulkoisena taustatekijänä, vaan hinnoittelevat geopoliittisen epävarmuuden osaksi luottoriskiä ja sopeuttavat käyttäytymistään sen mukaisesti. Demir ja Danışmanin (2021) mukaan geopoliittinen riski ei näytä vaikuttavan pankkien kokonaisluotonannon kasvuun tilastollisesti

merkitsevästi, mutta sen sijaan sen havaitaan hidastavan erityisesti kulutus- ja asuntoluottojen kasvua. Phan ym. (2022) puolestaan osoittavat, että geopoliittinen epävarmuus voi heikentää pankkien vakautta ja lisätä niiden haavoittuvuutta. Yhdessä nämä havainnot viittaavat siihen, että geopoliittinen riski voi heijastua sekä pankkien vakauteen että niiden tapaan arvioida ja hallita luottoriskejä.

Euroopan keskuspankin analyysit täydentävät tätä kuvaa tuomalla esiin välittymiskanavat järjestelmätasolla. Geopoliittiset shokit voivat EKP:n (2024) mukaan vaikuttaa rahoitusmarkkinoihin markkinahintojen muutosten, riskipremioiden nousun ja volatiliteetin kautta. Lisäksi energiamarkkinoiden häiriöt ja reaalityalouden heikentyminen voivat kasvattaa luottotappioita ja heikentää pankkien taseita. EKP:n ja EJRK:n (2024) yhteisanalyysi geoeconomisesta fragmentaatiosta osoittaa, että geopoliittinen epävarmuus voi johtaa rahoitusmarkkinoiden segmentoitumiseen ja rajat ylittävän rahoituksen kustannusten nousuun. Näin geopoliittinen riski voi kehittyä yksittäisestä poliittisesta tapahtumasta laajemmaksi rahoitusvakaushaasteeksi. Tässä mielessä geopoliittinen riski on olennaisesti makrovakaudellinen kysymys.

Tutkimuskirjallisuudessa on tuotu esiin, että rahoitusmarkkinoiden epävakaus liittyy usein tilanteisiin, joissa haavoittuvuudet ovat ehtineet kasvaa jo ennen varsinaista häiriötä. Borion (2014) mukaan rahoitusyksi kytkeytyy erityisesti luotonannon ja omaisuushintojen yhteisliikkeeseen, ja juuri tällaisissa oloissa järjestelmästä voi tulla tavallista herkempi häiriöille. Claessensin (2015) katsaus puolestaan korostaa, että makrovakaupolitiikan tavoitteena on vähentää rahoitusjärjestelmän myötäsiklisyyttä ja pienentää kriisiriskiä, vaikka välineiden vaikutuksista ja oikeasta käytöstä ei olekaan täydellistä varmuutta. Tämän perusteella geopoliittisen riskin merkitys makrovakaudelle ei liity vain yksittäisiin markkinareaktioihin, vaan myös siihen, miten se voi kohdata jo valmiiksi haavoittuvan rahoitusjärjestelmän.

Tästä näkökulmasta geopoliittinen epävarmuus voi olla makrovakauden kannalta merkityksellistä erityisesti silloin, jos se vaikuttaa rahoitusoloihin ja talouden näkymiin laajemmin. Tällöin kyse ei ole vain yksittäisestä ulkoisesta tapahtumasta, vaan siitä, että ulkoinen shokki voi paljastaa tai voimistaa rahoitusjärjestelmässä jo ennestään olevia haavoittuvuuksia. Näin geopoliittinen riski voidaan nähdä makrovakauden kannalta merkityksellisenä tekijänä, koska sen vaikutus välittyy rahoitusjärjestelmään laajemmin kuin vain yksittäisten markkinahäiriöiden tasolla.

2.2 Makrovakaupolitiikka ja systeemiriskin käsite

Makrovakaupolitiikan lähtökohtana on koko finanssijärjestelmän toimintakyvyn turvaaminen tilanteissa, joissa riskit ja haavoittuvuudet eivät rajaudu yksittäisiin toimijoihin vaan voivat välittyä

laajasti järjestelmään. Suomessa makrovakauseräpolitiikka ymmärretään järjestelmäriskkejä ehkäisevänä kokonaisuutena, jonka tavoitteena on varmistaa finanssijärjestelmän vakaus ja täydentää mikro-tason valvontaa, sekä finanssi- ja rahapolitiikkaa (Finanssivalvonta 2018). Vastaavasti EKP korostaa makrovakauseräjättelun ”makro”-ulottuvuutta eli vakaus nähdään koko järjestelmän (tai sen keskeisten osien) ominaisuutena, ei pelkästään yksittäisten laitosten tilanteena (EKP 2022). Makrovakauseräpolitiikkaa käsittelevässä tutkimuskirjallisuudessa on korostettu, että finanssijärjestelmän vakaus ei riipu ainoastaan yksittäisten instituutioiden riskienhallinnasta, vaan myös järjestelmän sisäisistä kytköksistä ja yhteisvaikutuksista (Galati & Moessner 2013).

Järjestelmäriski (systeimiriski) saa EU:n makrovakauserähikossa myös nimenomaisen oikeudellisen määritelmän. EJRK:ta koskevan asetuksen mukaan järjestelmäriski tarkoittaa finanssijärjestelmää koskevan häiriön vaaraa, jolla voi olla merkittäviä kielteisiä vaikutuksia sisämarkkinoihin ja reaali-talouteen (EU 1092/2010). Tämä määritelmä on tutkimuksen kannalta käyttökelpoinen kahdesta syystä. Ensinnäkin se kiinnittää järjestelmäriskin arvioinnin seurauksiin (reaalitaloudelliset ja sisämarkkinavaikutukset), ei pelkästään häiriön todennäköisyyteen. Toiseksi määritelmä ohjaa tarkaste-lun koko finanssijärjestelmään eli laitoksiin, markkinoihin ja infrastruktuuriin. Tämä on olennaista myös geopolitiittisissa shokeissa, sillä niiden vaikutukset voivat välittyä samanaikaisesti useiden eri riskikanavien kautta (Euroopan parlamentti ja neuvosto 2010). Tutkimuskirjallisuudessa systeemi-riskin on nähty liittyvän erityisesti rahoitusjärjestelmässä ajan myötä kertyviin haavoittuvuuksiin, kuten velkaantumisen ja omaisuushintojen kehitykseen (Borio 2014).

Makrovakauseräpolitiikan tarve perustellaan usein ”kokoonpanoharhalla”, eli se mikä on järkevää ja vakautta lisäävää yksittäisen pankin näkökulmasta, ei välttämättä vahvista vakautta järjestelmätasolla (IMF 2011; IMF 2013). Esimerkiksi monen pankin yhtäaikainen riskin vähentäminen (deleverointi, luottokriteerien kiristäminen) voi kasautua luottosupistukseksi ja syventää taantumaa, mikä taas heikentää luottosalkkujen laatua ja kasvattaa rahoitusvakauseräriskejä. Tätä jännitettä on perinteisesti hahmotettu erottelemalla mikro- ja makrovakauseränäkökulmat. Mikroprudentialinen eli mikro-tason vakavaraisuusvalvonta pyrkii rajaamaan yksittäisen instituution häiriöt, kun makroprudentialinen lähestymistapa pyrkii rajaamaan koko järjestelmän häiriöt ja niistä seuraavat tuotannon mene-tykset (IMF 2011). Kirjallisuudessa on lisäksi korostettu eroa mikro- ja makrotason sääntelyn välillä, jossa ensimmäinen keskittyy yksittäisten instituutioiden vakavaraisuuteen ja jälkimäinen koko rahoitusjärjestelmän vakauteen (Galati & Moessner 2013).

Makrovakauseräpolitiikan kehikko



Lähde: EJRK

Järjestelmäriskiä on hyödyllistä jäsentää kahden toisiinsa kytkeytyvän ulottuvuuden kautta, joita ovat aikadimensio ja poikkileikkaus- eli rakennedimensio. IMF:n jäsenyydessä aikadimensio viittaa riskien kasautumiseen ja prosyklisyyteen. Nousukaudella velkavipu, maturiteettiepäsuhta ja riskinotto voivat kasvaa, mikä tekee järjestelmästä aiempaa haavoittuvamman shokeille. Laskukaudella sama kehitys voi kääntyä itseään vahvistavaksi negatiiviseksi kierteksi, kun riskin välttely lisääntyy ja rahoitusolot kiristyvät. Poikkileikkaus- tai rakennedimensio puolestaan kuvaa sitä, miten riskit jakautuvat järjestelmässä tietyllä hetkellä. Tällöin keskittyneet altistumat, keskinäisriippuvuudet ja rahoitusjärjestelmän kytkennät voivat voimistaa häiriöiden vaikutuksia, vaikka riskit eivät olisi pitkään ehtineet kasautua (IMF 2011; IMF 2013). Tämä erottelu on hyödyllinen myös geopolittisen riskin kannalta. Toisin kuin monet finanssisykliin liittyvät riskit, geopolittinen riski ei yleensä rakennu vähitellen järjestelmän sisällä, vaan voi toimia ulkoisena sysäyksenä, joka paljastaa tai aktivoi jo olemassa olevat haavoittuvuudet. Tämän vuoksi geopolittisen riskin institutionaalisessa kehystyksessä on olennaista tarkastella, esitetäänkö se raporteissa vähitellen kasautuvana haavoittuvuutena vai ulkoisena shokkina, joka aktivoi muita järjestelmäriskejä.

Tämä kaksijako on olennainen myös makrovakauserävälineistön ymmärtämisessä. Välineitä voidaan karkeasti tulkita joko puskureita rakentaviksi ja tarvittaessa vapautettaviksi (resilienssiä vahvistavat välineet) tai riskien kasautumista hillitseviksi (riskinoton ja velkavivun kasvua rajaavat välineet) (EKP 2022; IMF 2013). Suomessa makrovakauseräpolitiikan tavoitteeksi on kansallisella tasolla

määritelty riskien hallinta ja pankkien kyky kestää häiriöitä. Käytännössä tämä näkyy esimerkiksi pääomapuskureina, järjestelmäpuskureina sekä velkaantumista rajaavina välineinä, kuten enimmäisluototussuhteina eli lainakattoina (Finanssivalvonta 2018; Suomen Pankki 2023). Claessens (2015) esittää katsauksessaan, että makrovakauspoliitiikan tavoitteena on rajoittaa rahoitusjärjestelmän myötäsiklisyyttä ja vähentää kriisien todennäköisyyttä, vaikka välineiden tehokkuuteen liittyy edelleen epävarmuutta.

EU-tasolla EJRK:n mandaatti korostaa erityisesti riskien tunnistamista, priorisointia ja viestintää. Asetuksen mukaan EJRK tunnistaa ja priorisoi järjestelmäriskejä, antaa tarvittaessa varoituksia ja suosituksia, sekä valvoo niiden toimeenpanoa (EU 1092/2010). Käytännön toimeenpano ja välineiden käyttö tapahtuvat kuitenkin pääosin jäsenvaltioissa. Suomessa makrovakaussäätövälineiden käytöstä päättää Finanssivalvonnan johtokunta, lisäksi analyysi- ja valmistelutyötä tehdään yhteistyössä Suomen Pankin kanssa (Valtiovarainministeriö 2026; Suomen Pankki 2024).

Geopoliittinen riski kytkeytyy tähän kehikkoon ennen kaikkea järjestelmäriskin kanavien kautta. Geopoliittiset tapahtumat voivat toimia ulkoisina shokkeina, jotka laukaisevat tai vahvistavat rahoituksen haavoittuvaisuuksia (IMF 2025). Viime aikoina julkaistu keskuspankkikirjallisuus korostaa, että geopoliittiset riskit ovat moniulotteisia ja niiden vaikutus voi välittyä esimerkiksi reaali-talouden heikkenemisen, inflaatio- ja korkoshokkien, suvereeniriskin, pääomavirtojen sekä varallisuushintojen kautta, siten heikentäen pankkien vakavaraisuutta ja maksukykyä (IMF 2025; EKP 2026). Geopoliittinen riski ei siis ole pelkkää ”taustamelua”, vaan se voi muodostua järjestelmätason riskiksi, jos useat kanavat aktivoituvat yhtä aikaa ja käynnistävät järjestelmän sisäiset kerrannaisvaikutukset, kuten luottoriskien samanaikainen kiristyminen ja markkinalikvideetin heikkenemisen (IMF 2013).

Makrovakauskirjallisuudessa järjestelmäriskiä tarkastellaan usein ilmiönä, joka rakentuu vähitellen noususuhdanteen aikana. Borion (2014) mukaan rahoitussykli näkyy erityisesti luotonannon ja omaisuushintojen voimakkaana yhteisliikkeenä, ja juuri tällaisessa ympäristössä haavoittuvuudet voivat kasvaa pitkään ennen kuin ne realisoituvat häiriöiksi. Claessens (2015) puolestaan korostaa, että makrovakaussäätövälineillä pyritään hillitsemään rahoitusjärjestelmän myötäsiklisyyttä ja pienentämään kriisiriskiä. Samalla hän kuitenkin toteaa, että välineiden vaikutuksista tiedetään edelleen rajallisesti ja että riskien kasautumisen tunnistaminen ajoissa on käytännössä vaikeaa.

Galati ja Moessner (2013) tuovat kirjallisuuskatsauksessaan esiin, että finanssikriisi osoitti tarpeen tarkastella rahoitusjärjestelmän riskejä yksittäisiä toimijoita laajemmin. Heidän mukaansa makrovakauspoliitiikan keskeinen haaste liittyy siihen, että järjestelmätason riskien kasaantumista ja välittymiskanavia on vaikea tunnistaa riittävän ajoissa. Tämä sopii hyvin myös geopoliittisen riskin

tarkasteluun. Geopoliittinen shokki ei välttämättä yksin synnytä järjestelmäriskiä, mutta sitä voidaan tarkastella yhtenä ulkoisena tekijänä, joka voi kohdata rahoitusjärjestelmässä jo olemassa olevia haavoittuvuuksia ja siten lisätä järjestelmätason riskien merkitystä.

2.3 Riskin institutionaalinen kehystys

Institutionaalisen kehystyksen käsite nojaa viestinnän ja politiikan tutkimukseen, jossa kehystyksellä tarkoitetaan sitä, että ilmiöstä valitaan ja korostetaan tiettyjä piirteitä muiden kustannuksella (Entman 1993). Tällä on merkitystä sille, miten ongelma ymmärretään, mistä sen katsotaan johtuvan ja millaisia ratkaisuja pidetään perusteltuina. Kehystys ei siis ole vain neutraalia ilmiön kuvaamista, vaan se vaikuttaa myös siihen, mitä riskejä pidetään olennaisina ja miten ne liitetään osaksi laajempaa kokonaisuutta.

Kehystämistä on tarkasteltu empiirisesti myös mediatutkimuksessa. Gamson ja Modigliani (1989) analysoivat, miten ydinvoimaa koskevassa julkisessa keskustelussa ilmiötä esitetään erilaisten tulkintakehysten kautta, jotka rakentuvat toistuvista teemoista, metaforista ja argumentaatiotavoista. Heidän mukaansa nämä kehystykset vaikuttavat siihen, miten ilmiö ymmärretään ja millaisia merkityksiä siihen liitetään. Tämä tukee näkemystä siitä, että kehystäminen ei ole pelkästään teoreettinen käsite, vaan se ilmenee konkreettisesti tavassa, jolla ilmiöitä ja riskejä jäsennetään.

Kehystämisen käsitettä voidaan täydentää riskipuheen näkökulmalla, jota on tarkasteltu erityisesti laskentatoimen ja riskienhallinnan tutkimuksessa. Riskipuhe viittaa siihen, miten organisaatiot käsittelevät ja merkityksellistävät riskejä osana omia käytäntöjään ja viestintäänsä. Tekathen ja Dechow (2020) osoittavat, että riskipuheella on taipumus kaventua ajan myötä, kun organisaatiot tukeutuvat aiempiin viestintämalleihin ja käsitteellisiin rakenteisiin. Tällöin uudet riskit voidaan tulkita olemassa olevien kehysten kautta. Arena ym. (2017) puolestaan osoittavat, että riskienhallinnan käytännöt voivat joko yhdistää eri riskityyppejä osaksi kokonaisuutta tai käsitellä niitä erillisinä ilmiöinä. Näin riskipuhe tarjoaa konkreettisen näkökulman siihen, miten kehystäminen toteutuu organisaatioiden käytännöissä.

Riskien tunnistaminen ja priorisointi eivät ole täysin teknisiä prosesseja, vaan niihin liittyy myös institutionaalisia valintoja siitä, mitkä ilmiöt määritellään merkittäviksi riskeiksi. Riskiperusteista sääntelyä käsittelevässä tutkimuksessa on korostettu, että keskeistä ei ole pelkästään riskien mittaaminen, vaan myös se, miten riskit rajataan ja nostetaan sääntelyn huomion kohteiksi (Black 2005; Baldwin & Black 2016).

EKP:n ja EJRK:n (2024) analyysi geoeconomisesta fragmentaatiosta osoittaa, että geopoliittinen epävarmuus voidaan esittää laajempaan rakenteelliseen riskiin, joka vaikuttaa rahoitusmarkkinoiden toimintaan, pankkien taseisiin ja kansainvälisiin pääomavirtoihin. Tällainen esitystapa eroaa kehystyksestä, jossa geopoliittinen riski nähdään lyhytaikaisena epävarmuustekijänä. Kehystyksellä on siten merkitystä riskin vakavuuden, pysyvyyden ja politiikkareaktioiden kannalta.

Tässä tutkimuksessa kehystyksellä tarkoitetaan sitä, miten geopoliittinen riski esitetään EJRK:n vuosiraporteissa. Millaisiin rahoitusvakauriskeihin se liitetään, kuinka keskeiseksi se asemoidaan, kuvataanko sitä tilapäisenä vai rakenteellisenä uhkana ja millaisia politiikkasuosituksia sen yhteydessä tuodaan esiin. Analyysin tavoitteena ei ole arvioida, onko geopoliittinen riski “todellisudessa” systeeminen, vaan tarkastella, miten EJRK institutionaalisesti rakentaa käsitystä riskin merkityksestä. Näin kehystämisen käsite toimii siltana teoreettisen keskustelun ja empiirisen analyysin välillä.

Tutkielman viitekehys rakentuu kahdesta toisiaan täydentävästä lähtökohdasta: makrovakauseriskien systeemiriskijäätelystä sekä institutionaalisen riskiviestinnän näkökulmasta. Systeemiriskin käsitettä käytetään tulkinnan apuna sen arvioimisessa, milloin geopoliittinen epävarmuus esitetään raportissa rajattuna taustatekijänä ja milloin se kehystetään laajemmaksi järjestelmätason uhaksi. Tulkintaa jäsentää EU-lainsäädännön määritelmä, jossa systeemiriski nähdään häiriön vaarana, jolla voi olla merkittäviä kielteisiä vaikutuksia rahoitusjärjestelmään ja reaalitalouteen (EU 1092/2010).

3 Aineisto ja menetelmällinen lähestymistapa

3.1 Aineiston rajaus: EJRK Vuosiraportit 2014–2023

Tutkimuksen empiirinen aineisto koostuu Euroopan järjestelmäriskikomitean (European Systemic Risk Board, ESRB) vuosiraporteista vuosilta 2014–2023. EJRK on EU:n makrovakauserävalvonnasta vastaava toimielin, jonka keskeinen tehtävä on tunnistaa, arvioida ja seurata rahoitusjärjestelmään kohdistuvia järjestelmäriskejä sekä antaa tarvittaessa varoituksia ja suosituksia (EU 1092/2010). Euroopan järjestelmäriskikomitean vuosiraportit ovat osa sen raportointi- ja vastuullisuusjärjestelmää, jonka kautta komitea arvioi EU:n rahoitusjärjestelmään kohdistuvia keskeisiä riskejä ja haavoittuvuuksia sekä raportoi toiminnastaan EU-instituutioille ja yleisölle (EJRK 2022).

Vuosiraportit ovat tutkimuksen kannalta erityisen relevantteja, koska ne eivät ainoastaan kuvaa taloudellista tilannetta, vaan määrittelevät institutionaalisesti, mitkä ilmiöt luokitellaan systemisesti merkittäviksi. Raporteissa riskit asetetaan keskinäiseen hierarkiaan, niille annetaan vakavuusluokituksia ja niitä tarkastellaan suhteessa rahoitusjärjestelmän rakenteellisiin haavoittuvuuksiin. Tämä tekee niistä tarkoituksenmukaisen aineiston tutkimukselle, jossa tarkastellaan riskin kehystämistä eikä sen määrällistä tasoa. Toisin sanoen raportit eivät pelkästään raportoi riskejä, vaan rakentavat käsitystä siitä, mikä on rahoitusvakauden kannalta olennaista ja millaisena uhkana eri ilmiöt tulisi ymmärtää.

Aineiston rajaus perustuu tutkimuskysymykseen ja analyysin ajalliseen vertailuasetelmaan. Aikaväli 2014–2023 mahdollistaa geopoliittisen riskin kehystyksen tarkastelun ennen Venäjän hyökkäystä Ukrainaan ja sen jälkeen, jolloin vuosi 2022 toimii analyysin kannalta keskeisenä käännekohtana. Näin rajaus ei perustu aineiston sisältöön jälkikäteen, vaan tutkimusasetelmaan, jossa tarkastellaan muutosta ennen ja jälkeen merkittävän geopoliittisen shokin.

Aineiston valintaa voidaan perustella laadullisen tutkimuksen periaatteilla, joissa keskeistä on aineiston tarkoituksenmukaisuus suhteessa tutkimustehtävään eikä sen tilastollinen edustavuus (Tuomi & Sarajärvi 2018). Tässä tutkimuksessa vuosiraportit muodostavat yhtenäisen ja vertailukelpoisen aineiston, koska ne on tuotettu saman institutionaalisen mandaatin puitteissa ja niiden rakenne on vuosittain samankaltainen. Tämä tukee laadullisen sisällönanalyysin keskeistä tavoitetta tarkastella merkitysrakenteita systemaattisesti aineiston sisällä (Krippendorff 2018).

Lisäksi aineiston tekstiluonne tekee siitä soveltuvan analyysiin, jossa tarkastellaan merkitysten rakentumista kielen ja esitystapojen kautta. Laadullisessa tutkimuksessa lähtökohtana on, että merkitykset eivät ole suoraan havaittavissa, vaan ne rakentuvat tulkinnassa aineiston ja teoreettisen viitekehysten vuorovaikutuksessa (Tuomi & Sarajärvi 2018). Tästä näkökulmasta EJRK:n vuosiraportit voidaan nähdä institutionaalisen tekstiaineiston, jossa riskien nimeäminen, luokittelu ja priorisointi rakentavat tietynlaista käsitystä rahoitusvakauden kannalta olennaisista uhkista.

3.2 Laadullinen sisällönanalyysi tutkimusmenetelmänä

Tutkimus toteutetaan laadullisena sisällönanalyysinä. Tutkimuksen tavoitteena ei ole arvioida geopolittisen riskin suuruutta tai vaikutusten määrää, vaan analysoida miten riski esitetään ja millaisena uhkana se määritellään osana EJRK:n systeemiriskidiskurssia. Laadullinen lähestymistapa soveltuu tähän tarkoitukseen, koska tutkimuskohteena on tekstissä rakentuva merkitysrakenne eikä mitattava muuttuja.

Sisällönanalyysiä sovelletaan diskursiivisesta näkökulmasta. Tällöin huomio kohdistuu siihen, miten riskistä puhutaan, millaisiin käsitteisiin se liitetään ja miten se asemoidaan suhteessa muihin riskeihin (Tuomi & Sarajärvi 2018). Kehystämisteorian näkökulmasta instituutiot valikoivat ja korostavat tiettyjä ilmiön piirteitä muiden kustannuksella, mikä vaikuttaa siihen, miten ongelma ymmärretään ja millaisia ratkaisuja pidetään perusteltuina (Entman 1993). EJRK:n vuosiraportit voidaan nähdä institutionaalisen riskiviestintänä, jossa riskien nimeäminen, luokittelu ja priorisointi ovat osa makrovakauspoliittista argumentaatiota. Kun riski määritellään esimerkiksi vakavaksi systemiseksi uhaksi tai liitetään tiettyihin vaikutuskanaviin, kyse ei ole pelkästä kuvauksesta vaan normatiivisesti latautuneesta tulkinnasta, joka ohjaa politiikkatoimia.

Analyysin teoreettinen viitekehys nojaa systeemiriskin käsitteeseen ja makrovakauspoliitiikan tavoitteisiin. EU-lainsäädännössä systeemiriski määritellään häiriön vaaraksi, jolla voi olla merkittäviä kielteisiä vaikutuksia rahoitusjärjestelmään ja reaalityönteeseen (EU 1092/2010). Tätä määritelmää käytetään tulkinnan apuna arvioitaessa, esitetäänkö geopolittinen epävarmuus raporteissa rajattuna epävarmuustekijänä vai laajempaan järjestelmätason uhkana.

Menetelmä on teoriaohjaava siinä mielessä, että systeemiriskin ja haavoittuvuuden käsitteet ohjaavat analyysia, mutta varsinainen kehysten tunnistaminen perustuu aineistoon. Näin vältetään ennalta määrättyjen kategorioiden mekaaninen soveltaminen ja annetaan tekstille mahdollisuus tuottaa analyysin kannalta olennaiset merkitysrakenteet.

Asetelman ajallinen ulottuvuus on olennainen, koska tutkimuksen tavoitteena on nimenomaan kehityksen muutos. Siksi analyysi on rakennettu ennen–jälkeen -vertailuksi, jossa vuosia 2014–2021 tarkastellaan “ennen”-jaksona ja vuosia 2022–2023 “jälkeen”-jaksona. Vertailussa huomio ei ole yksittäisissä maininnoissa, vaan siinä, muuttuvatko edellä kuvatut ulottuvuudet samanaikaisesti eli vahvistuuko riskin keskeisyys, monipuolistuvatko kytkennät rahoitusvakauteen ja tuleeko mukaan aiempaa selvempi politiikka- tai toimenpideyhteys. Näin viitekehys toimii käytännöllisenä “lukutapana”, joka tekee vuosiraporttien riskipuheesta vertailtavaa ilman, että analyysi lukittuu ennalta määrättyihin kategorioihin.

3.3 Analyysin eteneminen

Analyysi eteni systemaattisesti kolmessa vaiheessa. Ensimmäisessä vaiheessa kaikki vuosiraportit 2014–2023 luettiin kokonaisuudessaan, jotta muodostettiin käsitys kunkin vuoden riskikehikosta ja geopoliittisen epävarmuuden asemasta siinä. Tämän yleisluennan avulla hahmotettiin, missä osissa geopoliittinen riski toistuvasti esiintyy ja millaisessa yhteydessä se liitetään rahoitusvakauteen.

Toisessa vaiheessa aineistosta tunnistettiin ne tekstikohdat, joissa viitattiin geopoliittisiin jännitteisiin, aseellisiin konflikteihin, pakotteisiin, energiamarkkinoihin tai laajemmin kansainväliseen epävarmuuteen. Tarkastelu ei rajoittunut yksittäisten käsitteiden esiintymiseen, vaan analyysi kohdistui siihen, millainen merkitys geopoliittiselle ilmiölle annettiin. Esitettiinkö se esimerkiksi markkinavoimatiliteetin laukaisijana, pankkisektorin riskien voimistajana vai reaalitalouden kehitykseen vaikuttavana shokkina. Analyysiyksikkönä käytettiin pääasiassa kappaletasoa, jotta yksittäiset toteamukset voitiin tulkita osana laajempaa argumentaatiota.

Kolmannessa vaiheessa poimitut tekstikohdat analysoitiin temaattisesti. Millainen on riskin asema? Kuvataanko geopoliittinen ilmiö järjestelmän ulkopuolisena shokkina, osana olemassa olevia haavoittuvuuksia vai nimenomaisena systeemisenä riskinä. Toiseksi analysoitiin vaikutuskanavia, joihin riski liitettiin, kuten rahoitusmarkkinoiden hintavaihtelut, pankkien taseet tai reaalitalouden kasvunäkymät. Kolmanneksi arvioitiin, kytkettiinkö geopoliittinen riski eksplisiittisesti makrovakauspoliittisiin toimiin tai varoituksiin. Näiden teemojen avulla muodostettiin kokonaiskuva siitä, millaiseksi geopoliittinen riski institutionaalisesti rakentuu eri vuosina.

Lopuksi analyysi jäsennettiin ajallisesti siten, että vuosien 2014–2019 raportteja tarkasteltiin ennen vuotta 2020 muodostuvana ajanjaksona ja vuosien 2020–2022 raportteja kriisi- ja murrosvaiheena. Vuoden 2023 raportti täydentää murroskohdan jälkeistä aikaa. Tämän jaottelun avulla arvioitiin,

tapahtuiko geopoliittisen riskin kehityksessä selkeä institutionaalinen muutos vai säilyikö sen asema suhteellisen vakaana tarkastelujakson aikana.

3.4 Tutkimuksen luotettavuus ja rajoitteet

Tutkimuksen luotettavuutta tukee aineiston institutionaalinen asema ja rakenteellinen johdonmukaisuus. EJRK:n vuosiraportit ovat vuosittain tuotettuja, julkisia ja keskenään vertailukelpoisia dokumentteja, jotka perustuvat samaan makrovakauserävalvonnan mandaattiin. Tämä mahdollistaa ajallisen analyysin ilman, että aineiston luonne muuttuu olennaisesti. Lisäksi analyysiprosessi on kuvattu selkeästi, mikä lisää tutkimuksen läpinäkyvyyttä.

Rajoitteena on kuitenkin menetelmän tulkinnallinen luonne. Diskurssiin perustuvasta sisällönanalyysistä ei voida tehdä täysin objektiivista riskin kehystämistä, vaan tulkinta perustuu tutkijan analyysiin tekstin merkitysrakenteista. Lisäksi aineisto rajautuu EJRK:n vuosiraportteihin, minkä vuoksi tulokset kuvaavat kyseisen instituution riskipuhetta eivätkä esimerkiksi kansallisten viranomaisten tai Euroopan keskuspankin näkemyksiä. Tutkimus ei myöskään arvioi geopoliittisen riskin toteutuneita taloudellisia vaikutuksia, vaan tarkastelee sitä, miten riski esitetään ja millaiseksi sen systeminen merkitys määritellään.

Näin tutkimus tuottaa systemaattisen ja teoreettisesti perustellun analyysin siitä, miten geopoliittinen riski on asemoitu EU:n makrovakauserävalvonnan keskeisessä riskiraportoinnissa vuosina 2014–2023.

4 Geopoliittisen riskin kehys EJRK:n raporteissa

4.1 Geopoliittinen riski osana laajempaa epävarmuutta (2014–2019)

Vuosien 2014–2019 EJRK:n vuosiraporteissa geopoliittinen riski ei vielä näydy itsenäisenä järjestelmäriskin kategoriana, vaan se kytkeytyy ennen kaikkea laajempaan epävarmuuden teemaan. Raporteissa geopolitiikka esiintyy tyypillisesti muiden haavoittuvuuksien yhteydessä tekijänä, joka voi lisätä markkinoiden herkkyyttä shokeille tai vahvistaa jo olemassa olevia riskejä. Tässä mielessä geopoliittinen riski toimii enemmän toimintaympäristön taustatekijänä kuin varsinaisena analyysin keskipisteenä. Samalla raportit rakentavat suhteellisen vakaan riskikehikon, jonka kautta rahoitusjärjestelmän keskeisiä haavoittuvuuksia pystytään tarkastelemaan vuodesta toiseen.

Ajanjakson alussa riskikehikko hahmottuu melko selkeästi. Vuoden 2014 raportissa EJRK toteaa tunnistaneensa kuusi keskeistä rahoitusvakauteen kohdistuvaa riskiä Euroopan unionissa (“six main risks to financial stability in the EU”) (EJRK 2015, s. 7). Nämä riskit liittyvät raportin mukaan globaalien rahoitusmarkkinoiden uudelleenhinnoitteluun, makrotalouden kehitykseen, valtioiden velkakriisin kärjistymiseen, pankkien tasehaavoittuvuuksiin, vakuutussektorin riskeihin sekä rahoitusmarkkinoiden rakenteeseen. Seuraavina vuosina rakenne kuitenkin tiivistyy neljään keskeiseen riskikategoriaan, mikä näkyy toistuvissa muotoiluissa kuten neljä keskeistä riskiä (“four main risks”) tai neljä merkittävää uhkaa EU:n rahoitussektorin vakaudelle (“four main material threats to the stability of the EU financial sector”) (EJRK 2016, s. 3; EJRK 2017, s. 3; EJRK 2018, s.2). Nämä ovat riskipremioiden uudelleenhinnoittelu globaaleilla rahoitusmarkkinoilla, pankkien ja vakuutusyhtiöiden taseiden heikkoudet, velkakestävyyyteen liittyvät haasteet julkisella ja yksityisellä sektorilla sekä varjopankkisektoriin liittyvät riskit ja niistä mahdollisesti syntyvä tartunta rahoitusjärjestelmään. Tämä antaa vaikutelman melko vakaasta analyysikehikosta, jonka avulla rahoitusjärjestelmän kehitystä seurataan. Riskien määrän ja rakenteen vakioituminen helpottaa myös raporttien vertailua eri vuosien välillä. Samalla se tekee näkyväksi, että huomio kohdistuu pitkälti samoihin haavoittuvuuksiin, vaikka toimintaympäristö muuttuu.

Geopoliittinen ulottuvuus tulee esiin erityisesti epävarmuuden kautta. Vuoden 2014 raportissa viitataan Ukrainan konfliktiin ja todetaan, että konfliktin jännitteet lisäävät kokonaisepävarmuutta (“tensions regarding the conflict in Ukraine add to the overall uncertainty”) (EJRK 2015, s. 5). Tässä yhteydessä geopoliittinen tilanne ei kuitenkaan muodosta vielä omaa riskikategoriaansa, vaan se esitetään osana laajempaa epävarmuuden ilmapiiriä. Seuraavina vuosina sama logiikka jatkuu. Vuoden 2015 raportissa todetaan esimerkiksi, että lähes kaikilla Eurooppaa ympäröivillä alueilla esiintyvä

geopoliittinen epävarmuus on lisännyt huolen tasoa (“geopolitical uncertainty in almost all regions surrounding Europe contributed to keeping levels of concern elevated”) (EJRK 2016, s. 2). Myöhemmissä raporteissa geopoliittinen epävarmuus yhdistyy entistä selvemmin talouspolitiikan ennakoitavuuteen ja laajempiin makrotaloudellisiin riskeihin. Raporteissa viitataan esimerkiksi kasvaneeseen geopoliittiseen ja talouspoliittiseen epävarmuuteen (“increased geopolitical and economic policy uncertainties”) sekä siihen, että niin sanotut epätodennäköiset mutta vakavat riskiskenaariot pysyivät koholla merkittävän poliittisen, geopoliittisen ja talouspoliittisen epävarmuuden keskellä (“tail risks remained elevated amid significant political, geopolitical and policy uncertainties”) (EJRK 2016; EJRK 2018, s. 5). Näissä muotoiluissa geopolitiikka ei siis näyttäyty yksittäisenä riskinä, vaan pikemminkin tekijänä, joka voi vahvistaa muiden riskien toteutumista.

Raporteissa korostuu myös ajatus riskien välittymisestä eri toimijoiden ja markkinoiden välillä. Vuoden 2014 raportissa todetaan esimerkiksi, että niin sanotut heijastusvaikutuksiin liittyvät riskit kohdistuvat jäsenvaltioihin ja pankkiryhmiin eri tavoin (“spillover risks would affect Member States and banking groups heterogeneously”) (EJRK 2015, s. 8). Tämä viittaa siihen, että rahoitusjärjestelmän riskit eivät jakaudu tasaisesti, vaan niiden vaikutukset voivat vaihdella maiden ja pankkijärjestelmien välillä. Tällainen näkökulma on keskeinen makrovakauserittelyssä, jossa huomio kohdistuu erityisesti järjestelmän sisäisiin kytköksiin. Samalla raporteissa viitataan markkinakäyttäytymiseen, joka voi lisätä haavoittuvuutta pitkään jatkuneessa matalien korkojen ympäristössä. Vuoden 2016 raportissa käytetään esimerkiksi ilmaisua “search for yield”, jolla tarkoitetaan sijoittajien pyrkimystä hakeutua riskipitoisempiin sijoituskohteisiin korkeampien tuottojen saavuttamiseksi (EJRK 2017, s. 5). Kun tällainen käyttäytyminen yhdistyy geopoliittiseen epävarmuuteen, rahoitusmarkkinoiden reaktiot voivat olla nopeita ja vaikeasti ennakoitavia.

Loppua kohden ajanjakson epävarmuuden merkitys korostuu entisestään. Vuoden 2018 raportissa viitataan esimerkiksi korkeaan talouspoliittisen epävarmuuden tasoon (“a high level of policy uncertainty”) sekä epäsuotuisiin makrotaloudellisiin ja rahoituksellisiin skenaarioihin (“adverse macro-financial scenarios”) (EJRK 2019, s. 4). Samassa yhteydessä raportissa puhutaan myös merkittävästä poliittisesta, geopoliittisesta ja talouspoliittisesta epävarmuudesta (“significant (geo)political and policy uncertainties”) (EJRK 2019, s. 7).

Tällaiset muotoilut viittaavat siihen, että epävarmuus nähdään yhä enemmän pysyvänä osana rahoitusjärjestelmän toimintaympäristöä. Samalla analyysi siirtyy vähitellen yksittäisten riskitekijöiden nimeämisestä kohti mahdollisia skenaarioita ja niiden vaikutuksia. Tämä näkyy konkreettisesti siinä, että raportit kuvaavat esimerkiksi tilanteita, joissa rahoitusmarkkinoilla tapahtuu äkillinen

riskipreemioiden uudelleenhinnoittelu, mikä voi johtua geopolittisista tapahtumista tai talousnäky-
mien heikkenemisestä ja heijastua laajasti pankkien vakavaraisuuteen ja rahoitusoloihin (EJRK
2019).

Vastaavasti velkakestävyysliittävissä tarkasteluissa skenaariot perustuvat oletuksiin korkotason
noususta tai talouskasvun heikkenemisestä, jolloin korkea velkaantuneisuus voi muuttua nopeasti
haavoittuvuudeksi ja lisätä rahoitusjärjestelmän stressiä (EJRK 2019). Näin makrotaloudelliset ke-
hityspolut rakentuvat raporttien analyysissä vaihtoehtoisista talousympäristöistä, joissa esimerkiksi
korkojen, kasvun tai riskin hinnoittelun muutokset toimivat keskeisinä ajureina rahoitusvakauteen
kohdistuville riskeille.

Vuosien 2014–2019 raporteissa alkaa lisäksi näkyä uusia järjestelmäriskien rajapintoja. Yksi esi-
merkki tästä on kyberriski, joka nostetaan esiin vuoden 2018 raportissa ilmaisulla järjestelmätason
kyberriski (“systemic cyber risk”) (EJRK 2019, s. 4). Seuraavana vuonna raportissa viitataan myös
mahdollisiin koko järjestelmää koskeviin kyberhäiriöihin (“system-wide cyber incidents”) (EJRK
2020, s. 11). Vaikka kyberriskit liittyvät ensisijaisesti teknologiseen ja operatiiviseen toimintaympä-
ristöön, niiden käsittely makrovakauseraporteissa viittaa siihen, että järjestelmäriskin käsite alkaa
laajentua perinteisen rahoitussektorin ulkopuolelle. Tämä kertoo siitä, että rahoitusjärjestelmän va-
kaus nähdään yhä enemmän myös infrastruktuuriin ja teknologiaan liittyvien riskien näkökulmasta.

Kokonaisuutena vuosien 2014–2019 raportit rakentavat melko johdonmukaisen kuvan rahoitusjär-
jestelmän riskeistä. Geopoliittinen riski esiintyy raporteissa toistuvasti, mutta pääosin osana laajem-
paa epävarmuuden kehystä. Se toimii tekijänä, joka voi vahvistaa muita haavoittuvuuksia, mutta ei
vielä muodostu itsenäiseksi järjestelmäriskin kategoriaksi. Samalla raporteissa korostuvat riskien
välittyminen, markkinakäyttäytyminen sekä talouspolitiikan ennakoitavuuteen liittyvät kysymykset.
Ajanjakson loppua kohden epävarmuuden merkitys kuitenkin kasvaa ja analyysi alkaa painottaa
aiempaa enemmän erilaisia riskiskenaarioita. Tämä luo pohjaa seuraavalle vaiheelle, jossa pande-
miakriisi siirtää raporttien huomion yhä selvemmin järjestelmäriskien välittymiseen, kriisinkestä-
vyyteen ja makrovakauseraporttien rooliin.

4.2 Riskien kasautuminen ja epävarmuuden syveneminen (2019–2021)

Vuosien 2020 ja 2021 EJRK:n vuosiraporteissa riskipuhe muuttuu selvästi aiempaa vakavammaksi
ja konkreettisemmaksi. Jos vuosien 2014–2019 raporteissa geopolittinen ja poliittinen epävarmuus
näkyivät ennen kaikkea muiden haavoittuvuuksien taustalla, pandemiavuosina huomio siirtyy sii-
hen, miten riskit toteutuvat yhtä aikaa, välittyvät talouden eri osien välillä ja alkavat kasautua

toistensa päälle. Epävarmuus ei siis ole enää vain yleinen toimintaympäristön piirre, vaan se nousee osaksi itse järjestelmäriskin kuvausta. Samalla raporttien kieli muuttuu suoraviivaisemmaksi. Riskit eivät ole enää vain mahdollisia tai kasvavia, vaan niitä kuvataan jo käsillä olevana poikkeustilanteena.

Vuoden 2019 raportissa kriisin mittakaava tehdään näkyväksi heti alussa. EJRK kuvaa pandemiaa ilmaisulla rauhanajan oloissa ennennäkemätön taloudellinen supistuminen (“an economic contraction that is unprecedented in peacetime”) (EJRK 2020, s. 2). Muotoilu on poikkeuksellisen vahva verrattuna aiempiin raportteihin. Aikaisemmin riskejä kuvattiin usein kohonneena epävarmuutena, markkinapaineina tai epäsuotuisina skenaarioina, mutta nyt sävy on toinen. Raportti antaa ymmärtää, että kyse ei ole enää vain mahdollisesta uhasta, vaan shokista, joka on jo muuttanut koko taloudellisen ympäristön. Tämä osoittaa selvän muutoksen myös siinä, miten järjestelmäriskiä kehystetään. Se ei näyttäyty enää vain tulevaisuuteen suuntautuvana huolena, vaan jo toteutuneena häiriönä, jonka vaikutuksia on hallittava nopeasti.

Samalla politiikkatoimien merkitys nousee aiempaa selvemmin esiin. Raportissa todetaan, että toimien tavoitteena oli estää entistä vakavampien makrotaloudellisten skenaarioiden toteutuminen (“preventing more extreme macroeconomic scenarios”) (EJRK 2020, s. 2). Tämän perusteella riskiä ei kuvata täysin ulkoisena ja annettuna ilmiönä, vaan raportin logiikka on pikemminkin se, että kriisin seuraukset riippuvat myös siitä, miten nopeasti ja uskottavasti siihen reagoidaan. Tällöin järjestelmäriski ei muodostu vain itse shokista, vaan myös siitä, miten hyvin poliittiset ja institutionaaliset vastatoimet onnistuvat vakauttamaan tilannetta. Tämä tekee makrovakauden näkökulmasta näkyväksi sen, että kyse ei ole pelkästä riskien tunnistamisesta. Yhtä tärkeää on se, miten järjestelmän toimintakykyä pystytään suojaamaan kriisin aikana.

Vuoden 2019 raportissa kriisin vakavuus sanallistetaan myös muuten aiempaa suuremmin. Raportissa puhutaan vakavasta järjestelmäriskistä (“severe systemic risk”) (EJRK 2020, s. 4). Tällainen ilmaisu kertoo siitä, että järjestelmäriskiä ei enää esitetä vain mahdollisena vaihtoehtona, vaan akuutiksi muuttuneena uhkana. Tässä on olennainen ero aiempiin vuosiin. Kun aikaisempien vuosien raporteissa painottuivat epävarmuus, spillover-vaikutukset ja haavoittuvuuksien kasvu, vuonna 2020 painopiste siirtyy kriisin seurausten hallintaan. Raporttikieli on samalla käytännöllisempää. Se ei vain kuvaa riskitilannetta, vaan myös tukee sellaista tulkintaa, jossa poikkeukselliset toimet näytetään perusteltuina ja jopa välttämättöminä.

Vuoden 2020 raportissa tämä kehys jatkuu, mutta samalla analyysi tarkentuu. Raportissa todetaan, että järjestelmä oli siirtynyt kriisitilaan (“crisis mode”) (EJRK 2021, s. 2). Ilmaisuuksia kuvaa kriisiä

enemmän tilana kuin yksittäisenä tapahtumana ja viittaa siihen, että poikkeusoloista on tullut koko rahoitusjärjestelmän toimintaa määrittävä lähtökohta. Samassa yhteydessä raportti korostaa reaalityalouden ja rahoitusjärjestelmän välistä yhteyttä viittaamalla siihen, että reaalityalouden tappiot (“losses in the real economy”) voivat heijastua myös rahoitusjärjestelmään (EJRK 2021, s. 3). Tämä on luvun kannalta keskeinen havainto, koska juuri siinä riskien kasautuminen tulee näkyviin käytännössä. Shokki ei jää yhteen kohtaan taloutta, vaan tappiot, heikentyneet näkymät ja rahoituksen kiristyminen voivat ruokkia toisiaan usean välittymiskanavan kautta.

Vuoden 2020 raportissa korostuvat myös pääomapuskureihin liittyvät kysymykset. Raportissa nostetaan esiin pääomapuskureiden rooli (“capital buffers”) osana järjestelmän kykyä kestää kriisiä (EJRK 2021, s. 3). Tämä ei ole makrovakauseräpolitiikan kannalta uusi ajatus, mutta pandemiaympäristössä sen merkitys muuttuu konkreettisemmaksi. Puskurit eivät näyttäyty enää vain ennalta varautumisen välineenä, vaan käytännön keinona ylläpitää rahoituksen välitystä poikkeusoloissa. Tämä osoittaa, miten kriisi syventää makrovakauseräajattelua. Riskien hallinta ei tarkoita ainoastaan sitä, että pyritään estämään kriisien synty etukäteen, vaan myös sitä, että järjestelmä kestää tappioita ilman, että sen keskeiset toiminnot häiriintyvät vakavasti.

Pandemiavuosina myös epävarmuuden luonne muuttuu. Aiemmissa raporteissa epävarmuus liittyi usein geopolitiisiin jännitteisiin, politiikkaepävarmuuteen tai markkinoiden herkkyyteen, mutta vuosien 2020 ja 2021 teksteissä se näyttää aiempaa selvemmin monien mahdollisten kehityskulkujen joukkona. Vuoden 2021 raportissa viitataan esimerkiksi epäsuotuisten riskiskenaarioiden lisääntymiseen (“multiplication of tail risk scenarios”) (EJRK 2022, s. 8). Tämä on tärkeä muotoilu, koska siinä ei puhuta vain yhden vakavan riskin mahdollisuudesta, vaan useiden epäsuotuisten skenaarioiden samanaikaisesta vahvistumisesta. Tällöin epävarmuus ei enää tarkoita vain sitä, että tulevaisuutta on vaikea ennustaa. Se tarkoittaa myös sitä, että mahdolliset negatiiviset kehityskulut voivat limittyä, voimistua toisiaan ja vaikeuttaa päätöksentekoa entisestään. Tällä osoittaa sen, mitä riskien kasautumisella tarkoitetaan.

Vuoden 2021 raportissa järjestelmäriskin rajat alkavat laajentua myös operatiivisen turvallisuuden suuntaan. Raportissa puhutaan niin sanotuista hybridiuhista (“hybrid risks”) (EJRK 2022, s. 6), ja lisäksi siinä viitataan tarpeeseen rakentaa koko Euroopan laajuinen järjestelmätason kyberhäiriöiden koordinoitikehys (“pan-European systemic cyber incident coordination framework”) (EJRK 2022, s. 3). Tämä on tutkimuksen kannalta merkittävä havainto. Aiemmissa raporteissa järjestelmäriski liittyi ennen kaikkea rahoitusmarkkinoihin, velkaantumiseen, pankkien taseisiin ja makrotalouteen. Nyt mukaan tulee aiempaa selvemmin myös turvallisuus- ja infrastruktuurinäkökulma. Vaikka

vuosi 2022 muodostaa työssä oman murroskohtansa, tätä muutosta valmistellaan jo vuonna 2021. Siksi pandemiavuodet ovat tässä tutkielmassa enemmän kuin vain välivaihe. Ne näyttävät, miten järjestelmäriskin käsite alkaa venyä kohti sellaisia uhkia, joita ei olisi aikaisemmassa kehikossa ehkä vielä yhtä luontevasti liitetty makrovakauteen.

Toinen huomionarvoinen piirre on se, että vuoden 2020 raportti korostaa jatkuvaa uudelleenarviointia. Raportissa puhutaan tarpeesta arvioida riskejä säännöllisesti uudelleen (“regularly reassessing the risks”) (EJRK 2021, s. 5). Tämä saattaa kuulostaa tekniseltä huomiolta, mutta sillä on analyysin kannalta isompi merkitys. Kun riskejä on arvioitava jatkuvasti uudelleen, raportti samalla kertoo, ettei tilannetta voida enää hallita täysin vakiintuneen riskikartan avulla. Toisin sanoen epävarmuus ei jää vain raportoinnin kohteeksi, vaan siitä tulee osa koko riskienhallinnan toimintalogiikkaa. Tässä pandemiavuodet eroavat selvästi aiemmasta jaksosta. Vuosina 2014–2019 epävarmuus oli ennen kaikkea ympäristöä kuvaava kehys. Vuosina 2019–2021 siitä tulee näkyvä osa tapaa, jolla riskejä seurataan, jäsennetään ja priorisoidaan.

Kokonaisuutena vuosien 2020 ja 2021 raportit osoittavat, että EJRK:n riskipuheessa tapahtuu selvä siirtymä. Geopoliittinen ja poliittinen epävarmuus eivät enää näyttäyty vain muiden riskien taustatekijöinä, vaan ne asettuvat osaksi laajempaa kriisikehystä, jossa riskit kasautuvat, välittyvät ja saavat uusia muotoja. Pandemia tekee järjestelmäriskistä aiempaa konkreettisemmän ja tuo raportteihin suuremman sävyn, kriisinkestävyyttä korostavan näkökulman sekä vahvemman skenaarioajattelun. Samalla järjestelmäriskin rajat laajenevat kohti operatiivisia ja hybridisiä uhkia. Tämä kehitys on tärkeä myös seuraavan alaluvun kannalta, koska se luo pohjaa vuodelle 2022, jolloin geopoliittinen riski nousee aiempaa näkyvämmiin raportoinnin keskiöön ja saa selvemmin oman painoarvonsa.

4.3 Vuosi 2022 murroskohtana

Vuoden 2022 EJRK:n vuosiraportti kuitenkin vasta muodostaa aineistossa selkeän murroskohdan. Aiemmissa raporteissa geopoliittinen riski esiintyi tavallisesti osana laajempaa epävarmuuden kehystä, mutta vuoden 2022 raportissa se nousee huomattavasti näkyvämmäksi ja konkreettisemmaksi osaksi rahoitusvakauden analyysia. Raportin esipuheessa todetaan jo heti alussa, että tarkastelujaksoa leimasi lisääntynyt geopoliittinen ja taloudellinen epävarmuus (“heightened geopolitical and economic uncertainty”), joka johtui suurelta osin Venäjän perusteettomasta hyökkäyssodasta Ukrainaan (“Russia’s unjustified war against Ukraine”). Samassa yhteydessä raportti liittii sodan energian hinnan nousuun, inflaatiopaineisiin, rahoitusolojen kiristymiseen ja heikentyneeseen talousnäkökymään. Lisäksi raportissa todetaan, että sota lisäsi kyberuhkaympäristöä Euroopassa ja että näiden tekijöiden yhdistelmä nosti rahoitusvakausriskit selvästi korkeammalle.

Kuten jo aikaisemmin todettu, tässä raportissa huomio kiinnittyy siihen, että geopolitiikka ei enää näyttäydy vain muiden haavoittuvuuksien taustalla vaikuttavana epävarmuutena. Se toimii nyt paljon selvemmin liikkeellepanevana shokkina, jonka vaikutukset ulottuvat samanaikaisesti useille alueille. Raportin kieli tekee tästä muutoksesta hyvin näkyvän. Sota ei ole vain yksi epävarmuutta kasvattava tekijä muiden joukossa, vaan tapahtuma, jonka kautta energiamarkkinat, inflaatio, rahoitusolot, kyberturvallisuus ja yleinen talouskehitys kytkeytyvät toisiinsa. Tästä syystä vuoden 2022 raportissa geopolitiittinen riski on lähempänä järjestelmäriskin ydintä kuin aiemmissa vuosiraporteissa. Ja juuri tämä tekee minusta vuodesta 2022 aidon murroskohdan, eikä vain yhden uuden kriisivuoden lisää.

Murros näkyy myös siinä, miten EJRK reagoi tilanteeseen institutionaalisesti. Raportin mukaan EJRK antoi syyskuussa 2022 ensimmäistä kertaa yleisen varoituksen EU:n rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuksista. Yhteenvedossa todetaan, että rahoitusvakausriskit olivat vuoden aikana “perceptibly risen” ja että Venäjän hyökkäyssodan talousvaikutukset yhdessä kiristyneiden rahoitusolojen kanssa lisäsivät yleensä poikkeuksellisten riski skenaarioiden todennäköisyyttä. Tämä on tutkimukseni kannalta merkittävä havainto, koska siinä geopolitiittinen kriisi ei jää vain raportoitavaksi taustatekijäksi, vaan se johtaa myös näkyvään makrovakauspoliittiseen toimenpiteeseen. Toisin sanoen riskin kehystys muuttuu samalla myös institutionaaliseksi toiminnaksi.

Vuoden 2022 raportissa geopolitiikan välittymiskanavat hahmottuvat myös aiempaa selvemmin. Esipuheessa sota yhdistetään suoraan energian hinnan nousuun, inflaatioon ja rahoitusolojen kiristymiseen. Executive summary taas korostaa tail-risk-skenaarioiden todennäköisyyden kasvua. Näiden muotoilujen perusteella geopolitiittinen riski ei näyttäydy enää vain vaikeasti määriteltävänä epävarmuutena, vaan konkreettisten välittymisketjujen kautta etenevänä järjestelmätason uhkana. Tämä muuttaa myös raportin painopistettä. Aiemmissä luvuissa korostuivat epävarmuus, spillover-vaikutukset ja kriisinsietokyky, mutta vuoden 2022 raportissa painopiste siirtyy siihen, miten ulkoinen geopolitiittinen shokki voi nopeasti muuttua koko rahoitusjärjestelmää koskevaksi vakausongelmaksi.

Samalla vuoden 2022 raportti laajentaa järjestelmäriskin sisältöä turvallisuusulottuvuuteen. Esipuheessa todetaan suoraan, että sota lisäsi kyberuhkia Euroopassa (“fuelled the cyber threat environment across Europe”). Tämä on tärkeä muotoilu, koska siinä geopolitiittinen kriisi ei rajoitu enää vain energian, inflaation tai makrotalouden kysymyksiin, vaan siihen liitetään myös kyberturvallisuus. Näin järjestelmäriskin käsite laajenee entistä selvemmin rahoitusmarkkinoiden ulkopuolisiin mutta niiden toiminnan kannalta keskeisiin tekijöihin. Vuoden 2021 raportissa tällainen

laajeneminen oli jo alkanut hybridi- ja kyberriskien kautta, mutta vuoden 2022 raportissa tämä näkökulma ankkuroidaan suoraan sodan kaltaiseen geopolitiittiseen tapahtumaan. Tämän vuoksi vuoden 2022 raportti näyttää, että geopolitiikka ei ole enää vain epävarmuuden kielikuva, vaan myös turvallisuus- ja resilienssikysymys.

Myös raportin yleinen sävy poikkeaa aiemmista vuosista. Aikaisemmissa raporteissa geopolitiikka esiintyi usein yhtenä huolenaiheena muiden joukossa, mutta vuoden 2022 raportissa se toimii koko riskikuvan jäsentävänä lähtökohtana. Tämä näkyy jo siinä, että esipuhe ja lopun tiivistelmä rakentuvat pitkälti sodan taloudellisten ja rahoituksellisten seurausten ympärille. Raportti ei siis vain lisää geopolitiikkaa aiempaan riskiluetteloon, vaan järjestää koko riskipuhetta uudella tavalla sen ympärille. Tässä mielessä vuoden 2022 raportti ei ainoastaan kuvaa muutosta toimintaympäristössä, vaan myös muuttaa sitä tapaa, jolla EJRK määrittelee järjestelmäriskin olennaiset lähteet.

Vuotta 2022 voidaan siten pitää tutkielman kannalta selkeänä käännekohtana. Aiemmassa vaiheessa geopolitiittinen riski näyttäytyi ennen kaikkea epävarmuuden vahvistajana ja pandemiavaiheessa huomio siirtyi riskien kasautumiseen sekä kriisinkestävyyteen. Vuoden 2022 raportissa geopolitiikka saa kuitenkin aiempaa itsenäisemmän ja näkyvämmän aseman. Se yhdistyy suoraan sotaan, energiaan, inflaatioon, rahoitusoloihin, kyberuhkiin ja poikkeuksellisten riskien skenaarioihin, sekä samalla se johtaa konkreettisiin institutionaalisiin reaktioihin, kuten yleiseen varoitukseen EU:n rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuksista. Juuri tämän vuoksi vuotta 2022 ei ole perusteltua käsitellä vain osana pidempää jatkumoa, vaan nimenomaan murroskohtana, joka valmistaa pohjan seuraavan luvun ennen–jälkeen-vertailulle.

4.4 Ennen–jälkeen -vertailu

Luvuissa 4.1–4.3 tarkastellut EJRK:n vuosiraportit osoittavat, että geopolitiittisen riskin kehystys muuttuu tarkastelujaksolla vähitellen mutta selvästi. Geopolitiittinen epävarmuus esiintyy lähes koko aineistossa, mutta sen merkitys rahoitusvakauden analyysissä muuttuu tarkastelujaksolla. Aluksi se näyttäytyy ennen kaikkea laajempaa toimintaympäristöä kuvaavana epävarmuustekijänä, mutta myöhemmissä raporteissa sen yhteys rahoitusjärjestelmän keskeisiin riskeihin vahvistuu. Erityisesti vuoden 2022 raportti muuttaa kehystä siten, että geopolitiittinen tapahtuma toimii suoraan järjestelmäriskin liikkeellepanevana tekijänä.

Vuosien 2014–2019 raporteissa geopolitiikka esiintyy ennen kaikkea epävarmuuden kautta. Raporteissa viitataan esimerkiksi alueellisiin jännitteisiin, politiikkaepävarmuuteen ja laajempaan kansainväliseen epävarmuuteen, mutta nämä tekijät eivät muodosta omaa riskikategoriaansa. Sen sijaan

ne kuvataan tekijöinä, jotka voivat lisätä rahoitusmarkkinoiden herkkyyttä shokeille tai vahvistaa jo olemassa olevia haavoittuvuuksia. Tällaisessa kehystyksessä geopolitiittinen riski ei ole järjestelmäriskin ytimessä, vaan pikemminkin taustatekijä, joka voi vaikuttaa riskien toteutumiseen epäsuorasti. Samalla raporttien riskikehikko pysyy suhteellisen vakaana, ja analyysi keskittyy pitkälti rahoitusjärjestelmän rakenteellisiin haavoittuvuuksiin sekä markkinoiden käyttäytymiseen.

Pandemiavuosina 2019–2021 raporttien painopiste siirtyi riskien kasautumiseen ja kriisinsietokykyyn. Talouden voimakas supistuminen ja siihen liittynyt epävarmuus muuttavat raporttien sävyä selvästi aiempaa vakavammaksi. Tässä vaiheessa geopolitiikka ei kuitenkaan vielä nouse analyysin keskeiseksi elementiksi, vaan huomio kohdistuu ennen kaikkea siihen, miten kriisi välittyy reaali-talouden ja rahoitusjärjestelmän välillä. Raportit korostavat esimerkiksi tappioiden siirtymistä reaali-taloudesta rahoitussektorille, sekä pääomapuskureiden merkitystä järjestelmän kestokyvyn kannalta. Samalla epävarmuus alkaa näyttäytyä aiempaa enemmän useiden mahdollisten kehityskulkujen kautta, joissa useat negatiiviset skenaariot voivat toteutua samanaikaisesti. Näin raporttien kehys siirtyy vähitellen kohti riskien keskinäistä kytkeytyneisyyttä ja järjestelmätason haavoittuvuuksia.

Vuoden 2022 raportissa geopolitiittinen riski saa selvästi näkyvämmän aseman. Venäjän hyökkäys-sota Ukrainassa kytketään raportissa suoraan energiamarkkinoihin, inflaatiokehitykseen, rahoitus-olojen kiristymiseen sekä kyberturvallisuuden kaltaisiin kysymyksiin. Geopolitiikka ei siis enää näyttäydy vain epävarmuuden lähteenä, vaan tapahtumana, joka käynnistää useita samanaikaisia ta- loudellisia ja rahoituksellisia vaikutuksia. Tällainen kehystys tuo geopolitiittisen riskin aiempaa lähemmäs järjestelmäriskin ydintä. Samalla raportti osoittaa, että geopolitiittinen kriisi voi johtaa myös institutionaalisiin reaktioihin, kuten EJRK:n vuonna 2022 antamaan yleiseen varoitukseen EU:n rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuksista.

Kun tarkastelujakson raporteja verrataan kokonaisuutena, voidaan havaita kolme toisiinsa liittyvää muutosta. Ensinnäkin geopolitiittinen riski siirtyy epävarmuuden taustatekijästä kohti keskeisempää asemaa rahoitusvakauden analyysissä. Toiseksi raporttien painopiste siirtyy yksittäisten haavoittu- vuuksien tunnistamisesta kohti riskien keskinäisiä kytköksiä ja niiden mahdollisia kasautumisia. Kolmanneksi järjestelmäriskin käsite laajenee vähitellen myös rahoitussektorin ulkopuolisiin teki- jöihin, kuten energiaan, infrastruktuuriin ja kyberturvallisuuteen liittyviin uhkiin. Nämä muutokset eivät tapahdu yhdessä hetkessä, vaan rakentuvat vaiheittain tarkastelujakson aikana.

Tarkastelujakso	Geopoliittisen riskin asema	Kehystämisen taso raporteissa	Keskeiset riskiteemat	Välittymiskanavat rahoitusjärjestelmään
2014-2019	Taustalla vaikuttava epävarmuustekijä	Toimintaympäristön epävarmuus	Poliittinen epävarmuus, rahoitusmarkkinoiden haavoittuvuudet, velkaantuminen	Epäsuorat vaikutukset markkinoiden riskinottoon ja sijoittajakäyttäytymiseen
2020-2021	Osa laajempaa kriisikehystä	Järjestelmäriskin kasautuminen	Pandemia, talouden supistuminen, kriisinsietokyky	Reaalitalouden tappioiden välittyminen rahoitussektorille
2022	Aiempaa huomattavasti näkyvämpi riskitekijä	Ulkoinen talous- ja turvallisuuspoliittinen shokki	Sota Ukrainassa, energiamarkkinat, inflaatio, rahoitusolojen kiristyminen, kyberuhat	Energia- ja inflaatiokanavat, rahoitusolojen kiristyminen, kyberuhat

Kuva 2 Geopoliittisen riskin muutos tarkasteluajanjakson aikana

5 Johtopäätökset

5.1 Keskeiset tulokset suhteessa kirjallisuuteen

Tämän tutkielman tavoitteena oli tarkastella, miten geopoliittinen riski kehystetään Euroopan järjestelmäriskikomitean vuosiraporteissa vuosina 2014–2023 ja miten tämä kehystys muuttuu ennen vuotta 2022 ja sen jälkeen. Tutkimuksen perusteella keskeinen johtopäätös on, että geopoliittinen riski ei muodostu EJRK:n raporteissa koko tarkastelujakson ajan samanlaisena pysyväksi riskiluokaksi, vaan sen merkitys rakentuu suhteessa muihin rahoitusvakauteen liitettyihin haavoittuvuuksiin. Juuri tämä tekee kehystyksen muutoksesta olennaisen. Kyse ei ole vain siitä, että raporteihin ilmestyy uusia geopoliittisia tapahtumia, vaan siitä, että tapa liittyy nämä tapahtumat osaksi rahoitusvakauden kokonaisuutta muuttuu.

Tutkielman löydökset tukevat institutionaalista kehystämistä koskevaa kirjallisuutta. Kehystämistä koskevan tutkimuksen mukaan ilmiöstä valitaan ja korostetaan tiettyjä piirteitä, mikä vaikuttaa siihen, miten ongelma määritellään ja millaisia ratkaisuja pidetään perusteltuina (Entman 1993). Tästä näkökulmasta EJRK:n vuosiraportit eivät ole vain teknisiä riskikatsauksia, vaan myös institutionaalisia tekstejä, joissa määritellään, mitä pidetään rahoitusvakauden kannalta olennaisena. Tutkielman analyysi osoittaa, että geopoliittisen riskin asema muuttuu juuri tällaisen valikoinnin ja painotuksen kautta. Aikaisemmissa raporteissa geopolitiikka esiintyy ennen kaikkea epävarmuuden taustatekijänä, kun taas vuoden 2022 jälkeen se kehystyy aiempaa suuremmin järjestelmäriskin ajuriksi. Tältä osin tulos sopii hyvin myös siihen näkemykseen, jonka mukaan riskien tunnistaminen, nimeäminen ja priorisointi ovat keskeinen osa institutionaalista toimintaa eikä vain neutraalia riskien mittaamista.

Löydös täydentää samalla myös riskipuhetta koskevaa tutkimusta. Aiemmassa tutkimuksessa on esitetty, että organisaatioiden tapa käsitellä riskejä voi muotoutua ajan myötä vakiintuneiden käsitteiden ja ilmaisutapojen varaan, mikä vaikuttaa siihen, miten riskejä tunnistetaan ja kuvataan (Teekathen & Dechow 2020). Tämä näkyy aineistossa siten, että EJRK ei tarkastelujakson alkupuolella irrota geopoliittista riskiä omaksi erilliseksi kategoriakseen, vaan tulkitsee sitä olemassa olevan makrovakaushäikön kautta. Geopolitiikka liitetään markkinoiden epävarmuuteen, riskipreemioihin, velkaantumiseen ja muihin jo ennestään tunnistettuihin haavoittuvuuksiin. Tulkinta on myös linjassa riskienhallinnan tutkimuksen kanssa, jossa on korostettu, että riskienhallinta ei välttämättä muodostu yhtenäiseksi kokonaisuudeksi, vaan eri riskit jäsentyvät ja kytkeytyvät toisiinsa organisatorisissa käytännöissä (Arena ym. 2010). Tämän näkökulman kautta geopoliittinen riski ei

aineistossa näyttäyty erillisenä saarekkeena, vaan sen merkitys rakentuu suhteessa muihin rahoitusvakauteen liitettyihin riskeihin.

Makrovakaupolitiikan näkökulmasta tutkielman tulokset ovat johdonmukaisia myös systeemiriskiä käsittelevän kirjallisuuden kanssa. Aiemmassa tutkimuksessa on korostettu, että rahoitusjärjestelmän riskit voivat kasvaa pitkän ajan kuluessa erityisesti luotonannon ja omaisuushintojen kehityksen myötä sekä heijastua laajemmin koko järjestelmän vakauteen (Borio 2014; Claessens 2015; Galati & Moessner 2013). Tämä auttaa ymmärtämään, miksi geopolitiittinen riski näyttäytyy EJRK:n raportoinnissa vähitellen keskeisempänä osana rahoitusvakauden kokonaisuutta. Aineiston perusteella geopolitiikka ei yleensä näyttäyty yksinään systeemisenä riskinä, vaan sen merkitys liittyy siihen, että se voi osua ympäristöön, jossa rahoitusjärjestelmässä on jo valmiiksi herkkyyksiä. Tällöin geopolitiittinen shokki toimii enemmänkin laukaisijana tai vahvistajana kuin täysin itsenäisenä kriisien lähteenä. Tässä mielessä tutkielman löydökset eivät kumoa makrovakaupolitiikan kirjallisuuden perusajatusta haavoittuvuuksien kasautumisesta, vaan laajentavat sitä osoittamalla, että myös ulkoisesti syntyvät geopolitiittiset tapahtumat voidaan institutionaalisesti kehystää osaksi samaa systeemiriskin logiikkaa.

5.2 Laajempi merkitys ja tutkimuksen rajoitteet

Tutkielman ehkä tärkein yksittäinen havainto liittyy vuoteen 2022. Analyysin perusteella juuri se muodostaa selkeän murroskohdan siinä, miten geopolitiittinen riski esitetään EJRK:n riskipuheessa. Tätä muutosta ei voi palauttaa pelkästään siihen, että toimintaympäristö muuttui rajusti, vaan myös siihen, että EJRK alkaa kuvata järjestelmäriskkejä uudella tavalla. Geopolitiittinen tapahtuma ei enää jää vain yleiseksi epävarmuuden lähteeksi, vaan siitä tulee tekijä, joka yhdistyy suoraan energiamarkkinoihin, inflaatioon, rahoitusolojen kiristymiseen, kyberuhkiin ja institutionaalsiin reaktioihin. Tämä on tutkimuksellisesti kiinnostavaa siksi, että muutos ei koske vain riskin näkyvyyttä vaan sen asemaa. Vuoden 2022 jälkeen geopolitiikka ei ole enää vain jotakin, joka ympäröi rahoitusjärjestelmää ulkopuolelta, vaan jotakin, jonka kautta koko rahoitusvakauden analyysiä jäsenetään aiempaa selvemmin.

Tässä suhteessa tutkielma tuottaa myös uutta tietoa aiempaan kirjallisuuteen nähden. Geopolitiittisen riskin taloudellisia ja pankkisektoriin liittyviä vaikutuksia on tarkasteltu jo aiemmin, mutta vähemmälle huomiolle on jäänyt se, miten makrovakaupolitiikan instituutiot itse rakentavat käsitystä tällaisesta riskistä. Tämä tutkielma osoittaa, että institutionaalinen riskipuhe ei vain heijasta ulkoista maailmaa, vaan osallistuu aktiivisesti sen jäsentämiseen. Se, esitetäänkö geopolitiittinen riski ohimenevänä epävarmuustekijänä vai rakenteellisena muutoksena, vaikuttaa siihen, millaisena ongelmana se

ymmärretään myös makrovakaupolitiikan näkökulmasta. Tässä mielessä tutkielma kiinnittyy laskentatoimen tutkimukseen juuri riskien nimeämisen, luokittelun ja priorisoinnin kautta. Se osoittaa, että myös makrovakaustutkimuksen vuosiraportit voidaan nähdä hallinnallisina ja tulkinnallisina teksteinä, joissa rakennetaan tiettyä käsitystä olennaisista uhista.

Tuloksilla on laajempaakin merkitystä. Jos geopolitiittinen riski kehystyy aiempaa pysyvämmäksi osaksi makrovakaustutkimusta, tämä kertoo samalla rahoitusvakauden käsitteen laajenemisesta. Perinteinen makrovakaustutkimus on korostanut erityisesti rahoitusmarkkinoiden sisäisiä haavoittuvuuksia, velkaantumista, omaisuushintojen kehitystä ja rahoitusmarkkinoiden käyttäytymistä. Tämän tutkielman perusteella EJRK:n riskikäsitys näyttää kuitenkin liikkuvan suuntaan, jossa rahoitusvakaus kytkeytyy aiempaa tiiviimmin myös turvallisuuspoliittisiin, energiaan liittyviin ja teknologisiin haavoittuvuuksiin. Tämä ei tarkoita, että vanhat makrovakausriskit katoaisivat, vaan pikemminkin sitä, että niiden rinnalle tulee uusia riskityyppejä, joiden kautta järjestelmän vakautta joudutaan arvioimaan. Juuri tämä tekee geopolitiittisistä riskeistä laskentatoimen ja rahoituksen kannalta kiinnostavan tutkimuskohteen. Se paljastaa, että rahoitusvakauden institutionaalinen määrittely ei ole pysyvä, vaan muuttuu ympäröivän maailman mukana.

Samalla on kuitenkin tärkeää tunnistaa tutkielman rajoitteet. Ensinnäkin tutkimus perustuu yhden instituution tuottamiin vuosiraportteihin. Tulokset kertovat siis ennen kaikkea siitä, miten EJRK kehystää geopolitiittista riskiä, eivät siitä, miten kaikki eurooppalaiset viranomaiset tai markkinatoimijat sen ymmärtävät. Toiseksi tutkimus on laadullinen ja tulkinnallinen. Vaikka analyysi on tehty systemaattisesti, kehysten tunnistaminen perustuu väistämättä tutkijan tekemiin tulkintoihin. Kolmanneksi tutkimus ei arvioi geopolitiittisen riskin todellisia vaikutuksia rahoitusvakauteen, vaan sen institutionaalista esittämistä. Tämä on samalla sekä tutkimuksen vahvuus että rajaus. Vahvuus siksi, että juuri tämän näkökulman kautta on mahdollista nähdä, miten riskejä rakennetaan kielellisesti ja hallinnallisesti. Rajaus siksi, että tuloksista ei voida suoraan päätellä, missä määrin EJRK:n kehystys vastaa riskien toteutuneita vaikutuksia. Nämä rajoitteet onkin syytä pitää mielessä tuloksia tulkittaessa.

Kokonaisuutena tutkielma kuitenkin osoittaa melko vakuuttavasti, että geopolitiittisen riskin asema EJRK:n vuosiraportteissa vahvistuu tarkastelujakson aikana ja että vuosi 2022 toimii tässä muutoksessa selkeänä käännekohtana. Samalla tutkielma viittaa siihen, että geopolitiittisistä riskeistä on tullut ainakin osittain pysyvämpi osa eurooppalaista makrovakausediskurssia, vaikka se ei vielä näytä täysin itsenäisenä ja vakaana riskikategoriana. Olennaisempaa näyttää olevan se, että geopolitiikka toimii yhä useammin kehikkona, jonka kautta muita rahoitusvakauden kannalta keskeisiä

haavoittuvuuksia tulkitaan. Juuri tässä mielessä geopoliittisen riskin kehystyksen muutos kertoo myös laajemmasta institutionaalisesta muutoksesta siinä, mitä rahoitusvakaus Euroopan unionissa nykyisin tarkoittaa.

5.3 Geopoliittisen riskin kehystyksen mahdollinen kehitys

Viimeaikaiset tapahtumat Lähi-idässä, erityisesti Yhdysvaltojen ja Iranin välinen jännite sekä Hormuzin salmen ympärille kytkeytyvät häiriöt, tarjoavat ajankohtaisen esimerkin siitä, millaisessa muodossa geopoliittinen riski voi tulevaisuudessa näyttäytyä makrovakauserportoinnissa. Alueen merkitys globaalin energiatarjonnan kannalta tekee siitä keskeisen kanavan, jonka kautta geopoliittiset shokit voivat välittyä nopeasti rahoitusjärjestelmään esimerkiksi energian hinnan nousun, inflaatiopaineiden ja rahoitusolojen kiristymisen kautta.

Tämän tutkielman havaintojen valossa on todennäköistä, että vastaavanlaiset tapahtumat eivät tule EJRK:n tulevilla raporteilla esiintymään irrallisina geopoliittisina kriiseinä, vaan osana laajempaa makrotaloudellista ja rahoituksellista kokonaisuutta. Geopoliittinen riski voi tällöin kytkeytyä aiempaa suuremmin esimerkiksi energiamarkkinoiden toimintaan, hintavakauteen ja rahoitusmarkkinoiden volatilitettiin, jolloin sen merkitys rakentuu ennen kaikkea sen välittymiskanavien kautta.

Samalla on mahdollista, että geopoliittiset riskit kehystetään aiempaa systemaattisemmin osaksi rahoitusvakauden analyysia, erityisesti tilanteissa, joissa ne voivat vahvistaa jo olemassa olevia haavoittuvuuksia. Tällöin yksittäinen geopoliittinen tapahtuma, kuten häiriö keskeisessä kauppareitissä, ei näyttäydy pelkästään ulkoisena shokkina, vaan tekijänä, joka voi muuttaa rahoitusjärjestelmän riskiprofiilia laajemmin. Tämä tukee tutkielman keskeistä havaintoa siitä, että geopoliittisen riskin merkitys rakentuu nimenomaan sen kautta, miten se liitetään osaksi muuta riskikehikkoa.

6 Yhteenveto

Tässä tutkielmassa tarkasteltiin, miten geopoliittinen riski kehystetään Euroopan järjestelmäriskikomitean vuosiraporteissa vuosina 2014–2023 ja miten tämä kehystys muuttuu ajan kuluessa. Laadulliseen sisällönanalyysiin perustuva tarkastelu osoitti, että geopoliittinen riski ei esiinny raporteissa tarkastelujakson alussa itsenäisenä riskikategoriana, vaan osana laajempaa taloudellista ja rahoituksellista epävarmuutta. Se kytketään erityisesti markkinoiden volatilitettiin, riskipremioihin ja muihin rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuksiin.

Tutkimuksen keskeinen havainto on, että vuosi 2022 muodostaa selkeän murroskohdan geopoliittisen riskin kehystyksessä. Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa ei ainoastaan lisää geopoliittisen riskin näkyvyyttä, vaan muuttaa sen asemaa osaksi rahoitusvakauden analyysin ydintä. Geopoliittiset tekijät liitetään tämän jälkeen aiempaa suuremmin energiamarkkinoihin, inflaatioon, rahoitusolojen kiristymiseen ja rahoitusjärjestelmän resilienssiin. Muutos ei siten koske vain riskin esiintymistä, vaan sitä, miten se jäsentää koko rahoitusvakauden kokonais kuvaa.

Kokonaisuutena tutkielma osoittaa, että geopoliittisen riskin merkitys EJRK:n riskipuheessa vahvistuu tarkastelujakson aikana ja että sen rooli siirtyy taustalla vaikuttavasta epävarmuustekijästä kohti keskeistä makrovakauden analyysikehikkoa. Tämä viittaa laajempaan muutokseen siinä, miten rahoitusvakaus ymmärretään, kun ulkopoliittiset, taloudelliset ja rahoitukselliset riskit kytkeytyvät aiempaa tiiviimmin toisiinsa.

Lähteet

Tutkimuskirjallisuus

- Arena, M., Arnaboldi, M. & Palermo, T. (2017) The dynamics of (dis)integrated risk management: A comparative field study. *Accounting, Organizations and Society*, 62, 65–81.
- Baker, S.R., Bloom, N., Davis, S.J. & Kost, K. (2021) The unprecedented stock market reaction to COVID-19.
- Baldwin, R. & Black, J. (2016) Driving priorities in risk-based regulation: What’s the problem? *Journal of Law and Society*, 43 (4), 565–595.
- Black, J. (2005) The emergence of risk-based regulation and the new public risk management in the United Kingdom. *Public Law*, Autumn, 512–549.
- Black, J. & Baldwin, R. (2010) Really Responsive Risk-Based Regulation. *Law & Policy*, 32 (2), 181–213.
- Borio, C. (2014) The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *Journal of Banking & Finance*, 45, 182–198.
- Caldara, Dario & Iacoviello, Matteo (2022) Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, Vol. 112 (4), 1194–1225.
- Claessens, S. (2015) An overview of macroprudential policy tools. *Annual Review of Financial Economics*, 7, 397–422.
- Demir, Ender & Danişman, Gülnur O. (2021) The impact of economic uncertainty and geopolitical risks on bank credit. *The North American Journal of Economics and Finance*.
- Entman, R.M. (1993) Framing: Toward clarification of a fractured paradigm. *Journal of Communication*, 43 (4), 51–58.
- Galati, G. & Moessner, R. (2013) Macroprudential policy – A literature review. *Journal of Economic Surveys*, 27 (5), 846–878.
- Gamson, W.A. & Modigliani, A. (1989) Media discourse and public opinion on nuclear power. *American Journal of Sociology*, 95 (1), 1–37.
- Krippendorff, K. (2018) *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*. 4th ed. Thousand Oaks: Sage.
- Nguyen, T.C. & Thuy, T.H. (2023) Geopolitical risk and the cost of bank loans. *Finance Research Letters*, 54, 103812.
- Phan, D.H.B. ym. (2022) Geopolitical risk and bank stability. *Journal of Financial Stability*, 58, 100949.

Tekathen, M. & Dechow, N. (2020) Semantic narrowing in risk talk: The prevalence of communicative path dependency. *Management Accounting Research*, 48.

Tuomi, J. & Sarajärvi, A. (2018) *Laadullinen tutkimus ja sisällönanalyysi*. Helsinki: Tammi.

Viralliset lähteet

Bank for International Settlements (2025) Principles for the management of credit risk (Basel Committee on Banking Supervision). <https://www.bis.org/bcbs/publ/d595.pdf>, haettu 15.2.2026.

Euroopan keskuspankki (2026) *Euro area bank lending survey – January 2026* (lehdistötiedote 22.1.2026). European Central Bank, haettu 04.04.2026

Federal Reserve Board (2018) *Geopolitical risk and its macroeconomic effects* (International Finance Discussion Papers No. 1222). Board of Governors of the Federal Reserve System, haettu 04.04.2026

Kansainvälinen valuuttarahasto (2023) *Global Financial Stability Report*. IMF, haettu 04.04.2026

European Central Bank (2023) *Geopolitical risk and financial stability* (Working Paper No. 2972). European Central Bank, haettu 04.04.2026

Euroopan keskuspankki (2017) A quick guide to macroprudential policies (suom. “Makrovakauspoliittikka”). <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/macprudentialpolicies.fi.html>, haettu 15.2.2026.

Euroopan keskuspankki (ei pvm.) Rahoitusvakaussstrategia. <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/tasks/stability/strategy/html/index.en.html>, haettu 15.2.2026.

Euroopan keskuspankki & Euroopan järjestelmäriskikomitea (2026) Financial stability risks from geoeconomic fragmentation. Euroopan keskuspankki / Euroopan järjestelmäriskikomitea. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecb.report202601_financialstabilityrisks.en.pdf, haettu 18.2.2026.

European Central Bank (2024) *Financial Stability Review* (November 2024). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fsr/ecb.fsr202411~dd60fc02c3.en.pdf>, haettu 18.2.2026.

European Central Bank (2025) McQuade, Peter; Pancaro, Cosimo; Reghezza, Alessio; Avril, Pauline: *Geopolitical risk, bank lending and real effects on firms: evidence from the Russian invasion of Ukraine* (Working Paper Series No. 3143). European Central Bank. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp3143~d7ecb940a5.en.pdf>, haettu 18.2.2026.

- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) N:o 1092/2010 (24.11.2010) Euroopan unionin makrovakauserävalvonnasta ja Euroopan järjestelmäriskikomitean perustamisesta. EUVL L 331, 15.12.2010, s. 1–11.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2014) ESRB Annual Report 2014. Euroopan järjestelmäriskikomitea. <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/ar/2015/esrbar2014.en.pdf>, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2015) ESRB Annual Report 2015. Euroopan järjestelmäriskikomitea, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2016) ESRB Annual Report 2016. Euroopan järjestelmäriskikomitea, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2017) ESRB Annual Report 2017. Euroopan järjestelmäriskikomitea, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2018) ESRB Annual Report 2018. Euroopan järjestelmäriskikomitea, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2019) ESRB Annual Report 2019. Euroopan järjestelmäriskikomitea, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2020) ESRB Annual Report 2020. Euroopan järjestelmäriskikomitea, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2021) ESRB Annual Report 2021. Euroopan järjestelmäriskikomitea, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2022) ESRB Annual Report 2022. Euroopan järjestelmäriskikomitea, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2023) ESRB Annual Report 2023. Euroopan järjestelmäriskikomitea. <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/ar/2024/esrb.ar2023~b50f419dab.en.pdf>, haettu 18.2.2026.
- Euroopan järjestelmäriskikomitea (2014) Flagship Report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector. Euroopan järjestelmäriskikomitea. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/other/140303_flagship_report.pdf, haettu 15.2.2026. (Kuvio 2.)
- Finanssivalvonta (ei pvm.) Makrovakauseräpolitiikka. <https://www.finanssivalvonta.fi/markkinoiden-vakausera/makrovakausera/makrovakauserapolitiikka/>, haettu 15.2.2026.
- Kansainvälinen valuuttarahasto (2011) Macroprudential Policy: An Organizing Framework. IMF Policy Paper. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf>, haettu 15.2.2026.
- Kansainvälinen valuuttarahasto (2013) Key Aspects of Macroprudential Policy. IMF Policy Paper. <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/061013b.pdf>, haettu 15.2.2026.
- Valtiovarainministeriö (ei pvm.) Makrovakauserä. <https://vm.fi/makrovakausera>, haettu 15.2.2026.

Liitteet

Tekoälyn käyttö

Tässä liitteessä kuvataan, miten generatiivista tekoälyä on käytetty tämän kandidaatintutkielman laatimisessa. Tekoälyn käyttö on ollut suhteellisen vähäistä ja rajautunut tekstin viimeistelyyn. Käyttämäni tekoälytyökalu on OpenAI ChatGPT-5.2. Tekoälyä ei ole käytetty tutkimuksen varsinaisen sisällön tuottamiseen. Tekoälyä on käytetty vain jo kirjoitetun tekstin kielen ja rakenteen tarkistamiseen. Joissain kohdissa hyödynsin tekoälyä arvioimaan, onko jokin kappale epäselvä, liian raskas tai sisältääkö se tarpeetonta toistoa. Tekoälyä ei ole käytetty tutkimusongelman muodostamiseen, lähteiden tai aineiston analysointiin eikä johtopäätösten tekemiseen.

Käytännössä olen käyttänyt tekoälyä niin, että olen syöttänyt sinne itse kirjoittamiani kappaleita ja pyytänyt palautetta niiden selkeydestä tai rakenteesta. Joissain tapauksissa pyysin myös ehdotuksia siihen, miten yksittäisen lauseen voisi kirjoittaa sujuvammin.

Esimerkiksi johdannossa, jossa käsittelen geopoliittisen riskin vaikutuksia rahoitusjärjestelmään ja pankkien toimintaan, käytin tekoälyä lähinnä siihen, että tarkistin onko kappale ymmärrettävä ja eteneekö ajatus loogisesti. Sisältö ja siinä esitetyt näkökulmat perustuvat kuitenkin omaan kirjoittamiseen ja lähteiden lukemiseen.

Esimerkkejä käytetyistä kehoitteista:

- “Onko tämä kappale selkeä vai jääkö jokin kohta epäselväksi?”
- “Voitko ehdottaa tälle lauseelle sujuvampaa muotoilua ilman että sisältö muuttuu?”
- “Onko tässä kappaleessa turhaa toistoa aiempiin lukuihin verrattuna?”

Tekoälyn tuottamaa sisältöä ei ole käytetty sellaisenaan, eikä sitä ole käytetty tiedon lähteenä.

Kaikki tutkielmassa esitetyt väitteet ja johtopäätökset perustuvat alkuperäisiin lähteisiin sekä omaan analyysiin EJRK:n vuosiraporteista. Olen tarkistanut lähteet itse alkuperäisistä julkaisuista.