BLOGI

Valtioiden hallittu velkajärjestely esillä EMUn kehittämiskeskusteluissa

29.1.2018 – Rahoitusvakaus

KIRJOITTAJA
Hanna Freystätter
Toimistopäällikkö

Keskustelu talous- ja rahaliitto EMUn kehittämisestä on vilkastunut Euroopassa. Saksalaiset ja ranskalaiset tunnetut taloustieteilijät ovat koonneet ryhmän, joka on esittänyt oman ehdotuksensa.[1] Siinä pyritään yhdistämään molempien maissa esillä olevia näkökulmia. Asiantuntijaryhmä esittää, että EMUa vahvistavat palaset kootaan kokonaisuuksiksi, joiden sisältämien osien samanaikainen toimenpano veisi kohti vakaampaa eurooppalaista talousyhteisöä.

Yksi ehdotuksista on muuttaa euroalueen rahoitusjärjestelmän arkkitehtuuria niin, että jäsenvaltion hallittu velkajärjestely olisi mahdollinen. Asia on ollut esillä myös muualla. Asiantuntijaryhmä tuo esille, että euroalueelta puuttuvat valtion hallittua velkajärjestelyä tukevat menettelytavat ja instituutiot.

Miksi muutosta tarvitaan? Ryhmän vastaus on, että sitä tarvitaan yhtäältä luomaan markkinakuria estämään ennalta velkaongelmien syntyminen ja toisaalta ratkaisuksi, kun ongelmat ovat jo kärjistyneet maksukyvyttömyydeksi.

Perussopimuksissa määritelty EMUn institutionaalinen rakenne perustuu yhdessä sovittuihin finanssipoliittisiin sääntöihin ja markkinakuria tukeviin elementteihin (”no bail-out” -periaate ja keskuspankkirahoituksen kielto). Yhtäältä unioni ei ole vastuussa jäsenvaltioiden taloudellisista sitoumuksista, eikä yksittäinen jäsenvaltio myöskään vastaa toisen jäsenvaltion sitoumuksista (”no bail-out” -periaate). Keskuspankkirahoituksen kielto estää keskuspankin luottojärjestelyt jäsenvaltioiden hyväksi.

Lisäksi vakaus- ja kasvusopimuksen tarkoituksena oli puolestaan pitää huolta siitä, että euroalueen jäsenvaltioiden finanssipolitiikka säilyy kurinalaisena siten, että se ei uhkaa rahataloudellista vakautta. Näitä sääntöjä on sittemmin täydennetty. Tämä institutionaalinen rakenne ei kuitenkaan kyennyt estämään euromaiden julkisen talouden liiallista velkaantumista.

---

1. Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform. CEPR Policy Insight No.91, January 2018.

Asiantuntijaryhmä ehdottaa, että velkajärjestely toimisi viimeisenä mahdollisuutena jäsenmaan velkakestävyyden turvaamiseksi. Tämän mahdollisuuden olemassaolo vahvistaa markkinakuria. Maksukyvytön valtio menettäisi pääsynsä kansainvälisen rahoituksen piiriin aikaisemmin kuin mitä euroalueen valtioiden velkakriisin aikana tapahtui. Tuolloin rahoitusmarkkinoilla ei pidetty ”no bail-out”-periaatetta täysin uskottavana. Velkajärjestelyn mahdollisuus toisi näin markkinakurin estämään ennalta velka-ongelmien syntyä. Toisaalta se olisi viimeinen ratkaisu, jos valtio on ajautunut maksukyvyttömäksi ja sen velkakestävyys pitää palauttaa. Maksukykyisille valtioille on kriisitilanteessa tarjolla Euroopan vakausmekanismin EVM:n väliaikaisrahoitusta, jonka edellytyksenä on taloudellinen sopeutusohjelma.

Aiempien kokemusten perusteella yhden jäsenvaltion velkajärjestely ja jopa vain tämän mahdollisuuden olemassaolo voi kuitenkin tartuntavaikutusten kautta johtaa markkinapaniikkiin ja systeemiseen kriisiin. Tästä syystä vaarana on, että valitaan rahoitustukiohjelmien tie, vaikka jäsenvaltion velkakestävyyteen liittyy epävarmuutta.

Keskeinen kysymys onkin, voidaanko mahdollisen velkajärjestelyn haitallisia seurauksia rajata? Ryhmä lähtee siitä, että velkajärjestelyn mahdollisuus on uskottava vain, jos sen taloudelliset seuraukset eivät ole vakavat. Velkajärjestelyn taloudellisia kustannuksia pitää siis vähentää. Pankkien pitää hajauttaa valtioiden velkapapereiden omistukset usean valtion välille yhden, tyypillisesti oman kotimaansa, sijaan.

Jos näin ei toimita, velkajärjestelyn tilanteessa kotimaan pankkisektorin taseet heikkenevät, kun pankkien varojen arvosta osa leikkautuu pois. Näin kävi esimerkiksi Kreikassa, kun toteutettiin yksityisen sektorin hallussa olleiden Kreikan valtionvelkojen leikkaus vuonna 2012, mikä heikensi Kreikan (ja myös Kyproksen) pankkisektorin taseita voimakkaasti.

Pankkiunionin myötä pankkien velkaongelmia on nykyään mahdollista hoitaa sijoittajanvastuun (ns. bail-in -periaate) kautta ilman merkittävää riskiä eurooppalaisen pankkisektorin laajasta romahduksesta. Sijoittajanvastuu merkitsee, että omistajien ohella myös pankkien velkojat voivat joutua kantamaan tappioita. Sijoittajanvastuun toiminnasta käytännössä on jo olemassa esimerkkejä. Käytössä ei vielä ole vastaavaa järjestelmää valtion velkajärjestelyn toteuttamiseksi niin, että pankkisektori ei ajautuisi vaikeuksiin. Valtioiden ja pankkien välinen haitallinen kohtalonyhteys olisi hyvä katkaista niin, että valtion ongelmat eivät johda pankkisektorin ongelmiin.

Samaan aikaan kun pankkien valtionlainojen keskittymistä rajattaisiin, tulisi euroalueella luoda vähäriskinen velkakirja tai ns. turvalaina (eng. safe asset) sekä yhteinen talletussuoja rahoitusjärjestelmän vakauden lisäämiseksi edelleen. Turvalainoilla tarkoitetaan euromaiden valtionlainoista paketoituja arvopapereita, joihin pankit ja sijoittajat voisivat sijoittaa rahojaan lähes täysin ilman huolta sijoituksensa arvon alenemisesta velkajärjestelyn takia. Turvalainojen hallussapitoa ei tarvitsisi rajoittaa, kuten yksittäisen valtion velkapapereiden.

Lisäksi yhteisen talletussuojan luominen samanaikaisesti täydentäisi pankkiunionin niin, että kriisinajan talletuspakoa ei pitäisi tapahtua. Euroopan komissio on tehnyt ehdotuksen asteittaisesta yhteisen talletussuojan toteuttamisesta (EDIS). Turvalainoista ollaan taas juuri julkistamassa Euroopan järjestelmäriskikomitean asettaman

asiantuntijatyöryhmän raportti. Nämä uudistukset lisäisivät luottamusta siihen, että saamiset ovat turvassa ja sitä kautta uudistukset estäisivät kriisejä leviämästä.

Uuden järjestelyn siirtymävaihe pitäisi suunnitella huolella. Tärkeä kysymys onkin, miten siirtymävaiheen vaarat voitaisiin välttää?

Ryhmän mukaan siirtymävaiheeseen liittyvä rahoitusvakauden vaarantuminen pitää ottaa erittäin vakavasti. Eri keinoin voidaan lieventää mahdollisia haitallisia vaikutuksia. Yksi mahdollisuus on, että valtionlainojen keskittymien rajoittaminen yhdistettynä velkajärjestelyn mahdollisuuteen tulevat voimaan asteittain. Toisaalta ilmoitus voidaan ajoittaa niin, että talouden hyvien aikojen takia velkajärjestelyn mahdollisuus vaikuttaa kaukaiselta. Lisäksi päätökset voidaan tehdä samanaikaisesti, kun tehdään ratkaisu yhteiseen talletussuojaan siirtymisestä tai muusta vakautta varmistavasta mekanismista.

Siirtymävaiheen vaarat eivät kokonaan katoa. Niin kauan kuin jäsenmaat ovat syvästi velkaantuneita, velkajärjestelyn mahdollisuuden luominen voi vaarantaa rahoitusvakautta. Velkaantuneisuuden alentaminen onkin todennäköisesti välttämätöntä ennen kuin tällaiseen uudistukseen voidaan ryhtyä. Uutta järjestelmää ei ole tarkoitettu ratkaisemaan jo toteutuneen kriisin perintönä syntyneitä velkaongelmia.

EMUn kehittäminen on tavoitteena laaja ja moniulotteinen projekti, jonka toteutus tapahtuu useassa vaiheessa. On tärkeää, että erilaisista uudistuspaketeista käydään laajaa keskustelua sekä haetaan yhteisiä ratkaisuja, kuten saksalaisten ja ranskalaisten taloustieteilijöiden ryhmä on ehdotuksessaan tehnyt.

Avainsanat

EMU, velkakestävyys, rahoitusjärjestelmä, velkajärjestely