

EMU:n kehittäminen

Tausta

Euroopan talous- ja rahaliitto EMU on kiistatta toiminut huonosti. EMU:n ensimmäisten 10 vuoden aikana aina vuoteen 2008 saakka alueen kasvu ja erityisesti työllisyyskehitys oli hyvää. Useissa maissa tämä hyvä kehitys rakentui kuitenkin globaalin korkeasuhdanteen ohella EMU:n syntymisen myötä alentuneen korkotason varaan tavalla, joka teki taloudet haavoittuviksi. Halvalla velkarahalla investoitiin asuntoihin, muihin kiinteistöihin ja huonot menestysmahdollisuudet omaavaan liiketoimintaan. Buumi rapautti kilpailukykyä, lisäsi vaihtotaseen alijäämiä ja yksityisen sektorin velkaantuneisuutta samalla kun julkisen sektorin velkatasot pysyivät korkeina buumin luomista suurista verokertymistä huolimatta. Pankkisektori otti suuria riskejä sekä alijäämä- että ylijäämämaissa.

EMU:n vakauden keskeiseksi turvaajaksi ajateltu vakaus- ja kasvusopimus (VKS) ei selvästikään estänyt haavoittuvien rakenteiden syntymistä. Tämä johtui yhtäältä siitä, että sopimus rajoitti periaatteessa vain julkisen talouden alijäämiä ja velkaantumista mutta ei muita makrotalouden tasapainoa vaarantavia kehityskulkuja. Toiseksi VKS ei toiminut tehokkaasti edes julkisen talouden kurinalaisuuden ylläpitäjänä. Tällaista kuria ei syntynyt myöskään markkinaperusteisesti: valtioiden velkojat eivät tehneet suurta eroa asiansa hyvin ja huonosti hoitaneiden valtioiden välillä, vaikka ns. no-bailout-artikla (SEUT 125) oli luotu tätä tarkoitusta varten.

Globaali kriisi paljasti EMU:n rahoitusrakenteiden haavoittuvuuden. Sen ohella, että lukuisat pankit joutuivat maksuvaikeuksiin, myös useiden valtioiden velanhoitokykyyn kohdistui vakavia epäilyjä. Tilanteen kärjistyminen pankki- ja valtionvelkakriiseiksi pakotti poikkeuksellisiin kriisinhallintatoimiin: pankkeja pelastettiin veronmaksajien varoilla ja usean jäsenmaan velkaongelmien hoitamiseksi ja euroalueen rahoitusvakauden turvaamiseksi muut jäsenvaltiot lainasivat näille suoraan tai välillisesti suuria summia, vastoin artiklan 125 henkeä. Euroalueen rahoitusvakauden ja itse euron turvaamiseksi Euroopan keskuspankki EKP antoi poikkeuksellisen tukirahoituslupauksen (OMT) ja on myös poikkeuksellisen keveällä rahapolitiikalla pitänyt velanhoitokustannukset alhaisina. Yhden valtion (Kreikan) velkoja alennettiin velkasaneerauksessa. Valtioiden rahoitustukea varten luotiin aluksi tilapäisiä järjestelyjä ja sittemmin pysyvä tukijärjestelmä (Euroopan vakausmekanismi EVM).

Ongelmien ennaltaehkäisemiseksi vakaus- ja kasvusopimusta täydennettiin ns. 6-pack ja 2-pack-lainsäädännöllä ja ns. finanssipoliittisella sopimuksella. Niiden yhtenä tavoitteena oli vahvistaa finanssipoliittikan kurinalaisuutta parantamalla budjettimenettelyjä ja finanssipoliittikan arviointia, tiukentamalla sääntöjä ja erityisesti tekemällä sanktioiden asettaminen helpommaksi. Toisaalta luotiin ns. makrotaloudellisten epätasapainojen prosessi, jossa arvioidaan laajemmin kokonaistaloudellisen kehityksen epätasapainoisuutta ja annetaan niitä koskevia ohjeita. Valtionvelkakriisien hoitoa ja samalla markkinakurin edellytyksiä on myös pyritty parantamaan vaatimalla, että vuodesta 2013 lähtien valtioiden velkakirjoissa on täytynyt olla ns. yhteistoimintalauseke.

Pankkien sääntelyä ja valvontaa on myös kiristetty. Tavoitteeksi asetettiin myös ns. pankkiunionin luominen siten, että pankkien valvonta ja kriisinratkaisu siirretään EU-tasolle ja pankeille luodaan yhteinen talletussuojajärjestelmä sekä yhteinen kriisinratkaisurahasto tukemaan kriisinratkaisutoimia. Toistaiseksi pankkiunionista on toteutettu yhteinen valvonta ja kriisinratkaisu, mutta talletussuoja ja kriisinratkaisurahasto ja eritoten sen tueksi kaavailtu valtioiden varautumismekanismi puuttuvat.

Kehittämisen tarve ja vaihtoehdot

Tehdyistä uudistuksista huolimatta EMU:n ongelmat eivät ole poistuneet, vaikka kasvu euroalueella yleensä ja myös monissa ”ongelmamaissa” on jo usean vuoden ajan ollut varsin hyvää ja vaihtotasealijäämät ovat pienentyneet. Osassa pankkisektoria on yhä merkittäviä riskejä järjestelmättömien luottojen takia. Myös pankkien taseissa olevat suuret valtionpaperiomistukset tekevät monet pankit haavoittuviksi valtionvelkojen arvon alenemiselle.

Finanssipolitiikan tiukennettu ohjaus ei ole purrut olennaisesti julkisen talouden hoitoon. Pahiten velkaantuneiden valtioiden velkatasot ovat pysyneet korkeina ja jopa nousseet. Kevyt rahapolitiikka on sallinut heikon kannattavuuden pankkien ja yritysten pysyä markkinoilla ja nostanut varallisuushintoja ehkä kestävämmän korkeiksi. Rakenneuudistukset talouden kasvupohjan vahvistamiseksi ja samalla shokkienkestokyvyn parantamiseksi ovat edenneet vaatimattomasti eräissä isoissa euroalueen maissa.

Kriisinhallintamekanismien kyky hoitaa suuria pankki- ja varsinkin valtionvelkakriisejä on yhä kyseenalainen ja todella isojen ongelmien hallinta nojautuu ratkaisevasti EKP:n toimintaan, mikä ei ole ongelmatonta asiallisesti eikä myöskään EKP:n mandaatin näkökulmasta.

Jotain lisää siis tarvitaan euroalueen haavoittuvuuden pienentämiseksi. Erilaisia esityksiä on lukuisia. Ne koskevat niin rahoituskriisien ennaltaehkäisemistä, niiden parempaa hallintaa kuin myös suhdannepolitiikkaa. Viimeksi mainittu voi periaatteessa vaikuttaa sekä ennalta ehkäisevästi hillitsemällä noususuhdannetta että pienentämällä todennäköisyyttä, että talouden taantuma kärjistyy rahoituskriisiksi.

A Rahoituskriisien ennaltaehkäisy

- 1) Kiristetään julkisen talouden hoitoa koskevia sääntöjä edelleen.
- 2) Parannetaan markkinakurin edellytyksiä tekemällä valtioiden velkojen tappiomahdollisuus nykyistä uskottavammaksi erillisen valtioiden velkajärjestelymekanismin avulla
- 3) Kiristetään edelleen pankkien sääntelyä, ennen kaikkea pääomavaatimuksia ja riskipositioita koskevia rajoituksia (ml. valtionlainat)

B Rahoituskriisien hallinta

- 4) Parannetaan rahoitusvakausmekanismi EVM:n toimintakykyä resursseja ja päätöksentekokykyä vahvistamalla
- 5) Parannetaan pankkikriisien hallintaa yhdistämällä kansalliset talletussuojajärjestelmät ja luomalla pankeilta kerättävälle kriisinratkaisurahastolle valtioiden takaama varautumisjärjestely

C Finanssipolitiikka

- 6) Tuetaan euromaiden kasvuedellytyksiä yhteisesti rahoitetuilla investointiluonteisilla menoilla, joita varten luodaan erillinen euroalueen budjetti joka ehkä rahoitetaan euroveroilla

- 7) Luodaan jäsenmaiden suhdannevaihteluiden eroja tasaava järjestely (yleinen pahan päivän rahasto, yhteinen työttömyysturvajärjestelmä tms.)
- 8) Määritetään yleensä euroalueen finanssipolitiikkaa vahvemmin euroalueen tasolla, minkä helpottamiseksi voidaan esimerkiksi luoda euroalueen varainhoitoelin ja valtiovarainministeri. Nämä elimet olisivat luontevasti vastuussa myös em. suhdannetasausjärjestelystä.

Hallituksen linjaus

Suomen hallituksen linjaus EMU:n kehittämisestä (11.10.2017) korostaa sijoittajan vastuuta ja markkinakurin merkitystä ja suhtautuu kriittisesti yhteisvastuun laajentamiseen. Täsmällisemmin linjaus sisältää seuraavat keskeiset elementit:

- a) **Finanssipolitiikka:** Hallitus ei esitä julkisen talouden sääntöjen muuttamista. Hallitus on valmis suuntaamaan EU:n budjetin varoja kasvua paremmin tukeviin tai rahoitusvakautta edistäviin tarkoituksiin, eikä näytä sulkevan pois myöskään voimavarojen jonkinasteista lisäystä. Suhdannetasausjärjestelmän luomista hallitus ei kuitenkaan kannata eikä myöskään uusia toimieliimiä (varainhoitoelintä tai euroryhmän puheenjohtajan ja komission talouskomissaarin tehtävät yhdistävää valtiovarainministeriä).
- b) **Pankki- ja pääomamarkkinaunioni:** Hallitus pitää pankkiunionin ja pääomamarkkinaunionin edistämistä päätavoitteena EMU:n kehittämisessä. Yhteistä talletussuojaa ja kriisinratkaisun varautumisjärjestelyä kohti voidaan kuitenkin edetä vasta kun pankkien riskejä on vähennetty. Tähän pääsemiseksi olisi muutettava pankkien sääntelyä valtionvelkapaperisijoitusten vähentämiseksi. Sijoittajan vastuuta koskevista poikkeussäännöistä tulisi luopua mahdollisimman nopeasti.
- c) **Valtionvelkakriisit:** Hallitus tukee valtioiden velkajärjestelymekanismin luomista no-bailout periaatteen uskottavuuden ja siten markkinakurin vahvistamiseksi. Hallitus tukee myös EVM:n kehittämistä niin, että sille tulisi vastuu ja valta määrittää valtioiden velkakestävyys ja siten velkajärjestelyn tarve rahoitustuen ehtona. Hallitus ei sen sijaan tue EVM:n pääomarakenteen muuttamista (tarkoittanee pääomien lisäystä) eikä näe EVM:n siirtämistä yhteisöläinsäädännön piiriin tarpeelliseksi. Hallitus myös torjuu yksimielisyysvaatimuksesta luopumisen EVM:n merkittävässä päätöksissä.

Arviointia

Hallituksen markkinakurin vahvistamiseen ja kriisinhallinnan tehostamista painottava peruslinja on oikea.

- finanssipolitiikan sääntöjen vaikuttavuutta ei ole mahdollista lisätä siirtämättä sitovaa finanssipoliittista (verotusta ja julkisia menoja koskevaa) valtaa jäsenmailta eurotasolle. Tähän ei Euroopassa selvästikään ole halukkuutta. Tällainen vallansiirto edellyttäisi joka tapauksessa perussopimuksen muutosta, mikä korostaa muutoksen poliittista vaikeutta.
- finanssipoliittisten tasausmekanismien luomiseen liittyy vaara, että tasaus vähentää jäsenmaiden omaa halua välttää suhdannevaihteluita ja että mekanismi johtaa pysyvien tulonsiirtojen syntymiseen. Tätä moraalikato-ongelmaa on vaikea voittaa ilman sitovan finanssipoliittisen vallan antamista eurotasolle, mille ei siis ole poliittista tukea.
- finanssipoliittinen suhdannetasaus ei ole ollut merkittävää Yhdysvalloissa, joka on kooltaan euroalueella hyvin toiminut rahaliitto, joten sitä tuskin voi pitää välttämättömänä euroalueellakaan, jos EMU:n instituutiot muuten tukevat vakautta.
- edellisistä seuraa, ettei myöskään uusille toimieliimille ole vahvoja perusteita

- toisaalta on selvää, että finanssikriisit voivat muodostua ylivoimaisiksi jäsenvaltiolle hoitaa tehokkaasti ja että yhdestä maasta liikkeelle lähtevä kriisi voi vaarantaa koko euroalueen rahoitusvakauden. Tämän vuoksi tarvitaan hyvää kriisien ennalta ehkäisyä ja tehokasta kriisinhallintaa.
- pankkikriisien ennaltaehkäisyn osalta pankkien taseissa olevien riskien vähentäminen on ilmeisellä tavalla järkevää. Tämä koskee sekä järjestämättömiin luottoihin että valtionpapereihin sisältyviä riskejä. Jälkimmäinen on myös välttämätön edellytys valtioiden velkaa koskevan markkinakurin uskottavuuden kannalta (ks. alla).
- pankkikriisien hallinnan osalta (ainakin osittain) yhteisen talletussuojajärjestelmän ja myös kriisinsuojajärjestelmän fiskaalinen varautumisjärjestely voi olettaa parantavan kriisinhallinnan uskottavuutta ja vähentävän kriisien kielteisiä kokonaistaloudellisia vaikutuksia.
- riskien vähentämisen edellyttäminen ennen talletussuojaan ja kriisinsuojajärjestelmään liittyvän riskin ja laajentamista on perusteltua paitsi suoraan rahoitusvakautta tukevana seikkana myös oikeudenmukaisuuden näkökulmasta.
- kun finanssipolitiikan kurinalaisuutta ei voida merkittävästi parantaa finanssipoliittisia sääntöjä kiristämällä, katse kiinnittyy markkinakurin edellytysten parantamiseen. Tärkein kysymys tällöin on, voivatko isojenkin valtioiden velkojat odottaa, että valtioiden velkoja voidaan velanhoitovaikeuksien ilmetessä leikata. Tämä odotus ei ole uskottava, ellei leikkausta pystytä toteuttamaan tavalla, joka ei johda euroalueen rahoitusvakauden yleiseen järkkymiseen. Tätä varten tarvitaan tehokas ja uskottava valtion velkajärjestelymekanismi. Sellainen on luontevaa rakentaa EVM:n yhteyteen, koska EVM:llä on jo tehtävänä ehdollisen rahoitustuen myöntäminen likviditeettivaikeuksissa oleville valtioille ja tällaista tukea tarvitaan myös leikkauksen kohteena olevan valtion taloustilanteen vakauttamisessa. Lisäksi on varmistettava, että lähtökohtaisesti maksukykyisten valtioiden likviditeetti kyetään turvaamaan eivätkä pankit romahda leikkausten toteutuessa.

Linjauksessa on yksi ilmeinen ongelmakohta. EVM tai siitä muodostettu Euroopan valuuttarahasto EVR tuskin voi toimia tehokkaana rahoitusvakauselimenä laajemmalla mandaatilla jos sen keskeiset päätökset on tehtävä yksimielisesti. Ongelma korostuu erityisesti, kun EVM:n/EVR:n tulee tehdä päätös jonkin maan velkakestävydestä.

Hallituksen linjaus ei täsmennä sitä, millaiset riskinvähennystoimet ovat riittäviä talletussuojajärjestelmän ja kriisinhallintarahaston varautumismekanismien hyväksymiseksi taikka millaiseen talletussuojajärjestelmään pitäisi tarkalleen mennä. Täsmälliset ehdotukset olisivat kuitenkin hyödyllisiä asioiden edistämiseksi. Hallitus onkin luvannut tällaisia esityksiä myöhemmin.

Suomen asettamien kehitystavoitteiden saavuttaminen, erityisesti valtioiden velkajärjestelymekanismia koskevaan yhteisymmärrykseen pääseminen edellyttää vastaantuloa asioissa, joita Suomen tavoitteisiin kielteisesti suhtautuvat maat pitävät tärkeinä. Erilaiset fiskaaliset tasausmekanismit, euroalueen valtiovarainministerin tehtävä, yhteisten varojen laajempi käyttö rakenneuudistusten tukeen jne. ovat tällaisia asioita em. EVM:n yksimielisyysvaatimuksen kumoamisen ohella. Suomen on tärkeää muodostaa mahdollisimman johdonmukainen kanta siihen, mistä se on valmis tinkimään.

Velkajärjestelymekanismin hyväksymisen vastapainona on jokseenkin varmasti myönnettävä päätöksenteon yksimielisyydestä luopumiseen ja mahdollisesti laajempaan mahdollisuuteen käyttää EVM:n /EVR:n resursseja ennaltaehkäisevällä tavalla (pankkien ennakollinen pääomittaminen, valtioiden luottolimiitti). Aiemmin todetun perusteella yksimielisyydestä luopuminen ei ole huono ”myönnytys”. Ennaltaehkäisevien toimien osalta on tärkeää varmistaa niihin liittyvän ehdollisuuden luonne.

Poliittinen paine jonkinlaiseen euroalueen budjettiin euroalueen valtiovarainministerin position luomiseen lienee myös varsin suuri. Jos edelliseen on tarpeen suostua, budjetin käyttötarkoituksen pitäisi olla järkevä. Heikommin kehittyneiden euromaiden konvergenssia tukevien rakennuudistusten tukeminen yhteisistä varoista voisi olla tällainen (vaikka onkin vaikea perustella tällaisen tuen rajoittamista vain euroalueen köyhiin maihin). Olennaista sen sijaan on välttää suhdannetasausfunktioita, aiemmin todetuista syistä.

Jäsenvaltioiden välisen suhdannetasausinstrumentin välttämistä helpottaisi, mikäli sen sijaan toteutettaisiin muita toimia jäsenmaiden suhdannetasauksen parantamiseksi. Pankkiunionin ja pääomamarkkinaunionin kehittäminen tekee tätä luotto- ja pääomamarkkinoiden kautta tapahtuvan yksityisen riskin jaon osalta. Ehdotukset mahdollisimman konkreettisiksi toimiksi näiltä osin olisivat toivottavia. Valmius lieventää VKS:n jäsenmaiden alijäämille asettamia rajoituksia olisi puolestaan perusteltu tapa helpottaa kunkin jäsenvaltion omalla riskillä tapahtuvaa suhdannetasausausta, jos edellä todetut toimet markkinakurin vahvistamiseksi toteutuvat. Pääministerin EMU:a koskevassa tuoreessa kirjoituksessa viitataan tällaiseen mahdollisuuteen.

Euroryhmän puheenjohtajan ja talouskomissaarin tehtävän yhdistämisellä ei liene suurta merkitystä niin kauan kuin uuden toimielimen valtuuksiin ei tule muutoksia. Tehtävän ehdotettu vastuuvollisuus Euroopan parlamentille voisi kyllä sekoittaa finanssipolitiikan vastuusuhteita nykyisestä, jolloin finanssipolitiikkaa koskeva ohjaus tapahtuu jäsenmaita edustavan neuvoston kautta ja lopulliset päätökset ovat jäsenmailla itsellään.