Lontoo 30.11.2015

Eduskunnan suuri valiokunta 2.12.2015

Lausunto koskien komission tiedonantoa Euroopan parlamentille, neuvostolle ja Euroopan keskuspankille toimista Euroopan talous- ja rahaliiton viimeistelemiseksi (21.10.2015)

Kutsunne 11.11.2015 johdosta ohessa lausuntoni koskien komission tiedonantoa. En valitettavasti ole tilaisuudessa saapumaan valiokunnan kokoukseen 2.12. mutta olen pyrkinyt tiivistämään päähuomioni tiedonannosta tässä dokumentissa.

Kunnioittavasti,

Antti Suhonen

Professori (Professor of Practice)
Rahoituksen laitos
Aalto-yliopiston Kauppakorkeakoulu

Yhteenveto

- Vakaussopimus ja sen noudattaminen, valmius rakenteellisiin uudistuksiin sekä vastuullinen ja kurinalainen finanssipolitiikka ovat kynnyskysymyksiä rahaliiton uskottavuudelle ja pitkän aikavälin olemassaololle. Komissio on oikeassa kiinnittäessään huomiota maakohtaisten suositusten noudattamiseen.
- Esityksen mukaiset uudet kilpailukykykomiteat tuskin toisivat merkittävää uutta tietoa euroalueen talouksien haasteista tai näiden ratkaisusta. Siten komiteoihin liittyvä hallinnollinen lisätyö ja veronmaksajan kantamat kustannukset eivät ole perusteltuja.
- Rahoitusmarkkinoiden riskien jakamisen tulisi perustua mahdollisimman pitkälti sijoittajavastuuseen ja yksityisen sektorin rooliin niin tuottojen kuin riskienkin kantajana. Elvytys- ja kriisinratkaisudirektiivi on pääkohdissaan oikeansuuntainen mutta sen myöhästynyt ratifiointi ja täytäntöönpano lukuisissa jäsenmaissa on varoittava indikaatio direktiivin käytännön toteutuksen haasteista.
- Pankkiunionin yhteinen sääntely ja keskitetty valvonta ei ole sellaisenaan ongelmatonta, ja siihen liittyy itsessään mahdollisia systeemisiä riskejä. On kyseenalaista pystyykö monoliittinen keskitetty valvontaorganisaatio reagoimaan riittävän nopeasti talouden ja markkinoiden muutoksiin ja muokkaamaan toimintamalleja ja riskiarvioita dynaamisesti. Ongelmaksi voi tällöin muodostua määrämuotoisuus ja liiallinen luottamus matemaattisiin riskimalleihin ja arvioihin, samaan tapaan kuin finanssikriisin edellä.
- Pankkien ja valtioiden välinen negatiivinen kierre on edelleen aito ongelma euroalueella. Pankkien pääomavaatimukset ja erityisesti valtioiden joukkolainojen riskitön asema tulisi arvioida uudestaan.
- Nykytilanteessa euroalueen pankkijärjestelmät ovat hyvin erityyppisissä asemissa niin vakavaraisuuden, kannattavuuden, todellisten taseriskien kuin kansallisten talletussuojarahastojen rahastointiasteidenkin osalta. Tässä ympäristössä ei voida mitenkään perustella euroalueen yhteisen ja miltään osin yhteisvastuullisen talletussuojan edistämisen olevan Suomen edun mukaista.
- Euroopan pääomamarkkinaunionin tavoitteet ovat hyvin laadittuja ja perusteltuja, ja toteutuessaan aito pääomien liikkuvuus laajassa katsannossa olisi selkeästi eduksi yritystoiminnalle ja kotitalouksille monimuotoisempien rahoituskanavien kautta. Samalla pääomamarkkinaunioni lisäisi rahoitusjärjestelmän ja kansantalouksien vakautta vähentämällä niiden tämänhetkistä varsin suurta riippuvuutta pankkisektorista. On kuitenkin todettava että suunnitelman toteuttamiseen liittyy lukuisia lainsäädännöllisiä ja muita käytännön haasteita. Pääomamarkkinaunionin tavoitteet ovat myös joiltain osin ristiriidassa muiden parhaillaan etenevien ja suunniteltujen lainsäädäntö- ja sääntelyhankkeiden kanssa.

Yksityiskohtaiset huomiot

Uudistettu talouspolitiikan EU-ohjausjakso

Tiedonannossa kuvailtu talouspolitiikan koordinoinnin tavoite – kriisiä edeltäneiden epätasapainojen, rakenteellisten heikkouksien ja kriisin jälkivaikutusten poistaminen – on sellaisenaan ensiarvoisen tärkeä. On kuitenkin syytä kysyä, onko tässä prosessissa kriisiin johtaneet syyt tunnistettu oikein ja koko laajuudessaan ja ovatko nyt ehdotettavat keinot oikeita ja riittäviä tulevien kriisien ehkäisemiseksi. Palaan näihin kysymyksiin tuonnempana.

Tiedonannossa todetaan että jäsenvaltioiden olisi tehtävä enemmän maakohtaisten suositusten noudattamiseksi. Tähän kommenttiin on helppo yhtyä, sillä koko talous- ja rahaliiton taustalla oleva vakaussopimus ei nykykokemuksen valossa ole uskottava. Toistuvien budjettialijäämien hyväksyminen joiltain jäsenmailta ei ole pelkästään sopimuksen hengen vastaista ja koko talousalueen budjettikuria rapauttavaa, vaan on myös osaltaan edesauttamassa vahingollisten pitkän aikavälin rakenteellisten heikkouksien kasvua euroalueella.

Valtiovarainministeriö on omassa selvityksessään (20.11.2015) valottanut euroalueen ja kansallisten näkökohtien yhteensovittamiseen liittyvien esitysten taustoja. Esitys voi toteutuessaan vaikuttaa kielteisesti koko euroalueen taloudelliseen tilanteeseen, mikäli tavoitteena on luoda lisäedellytyksiä julkisen kysynnän kautta tapahtuvalle elvytyspolitiikalle talouden rakenteiden korjaamisen sijaan.

Talouden ohjausjärjestelmän välineistö

Mitä tulee ehdotukseen uusien kilpailukykykomiteioiden perustamisesta, euroalueen ja sen yksittäisten jäsenmaiden kilpailukykyongelmat ovat olleet pitkään olemassaolevien julkisen, yksityisen ja kolmannen sektorin instituutioiden tarkastelun kohteena, joten alueen haasteena ei liene ongelmien puutteellinen analysointi tai dokumentointi. Sen sijaan vaikuttaisi siltä että kilpailukykyä edistävien rakenteellisten toimenpiteiden toteuttamiseksi tarvittava poliittinen mandaatti on puutteellinen joissain jäsenmaissa, kun taas toisaalla kysymys on rohkeudesta saadun mandaatin toteuttamiseen. Veronmaksajan näkökulmasta on siten vaikeaa nähdä uusiin kilpailukykykomiteoihin liittyviä kustannuksia perusteltuna.

Rahoitusunionin toteuttaminen

Komissio toteaa tiedonannossa että “Yhteisen rahan kannalta yhtenäinen ja täysin yhdennetty rahoitusjärjestelmä ei ole edellytys pelkästään rahapolitiikan asianmukaiselle välittymiselle vaan myös sille, että riskit hajautuvat asianmukaisesti eri maihin ja että pankkijärjestelmään yleisesti luotetaan koko euroalueella.” Onkin tärkeää tarkastella tätä tavoitetta ja erityisesti käsitettä riskien “asianmukaisesta” hajautumisesta. Lähtökohtana todettakoon että taloudelliseen toimintaan liittyy aina riskejä. Näitä riskejä on mahdollista siirtää toisille osapuolille tai niiden luonnetta voidaan muuttaa, mutta riskien poistaminen koko talouden tasolla ei ole mahdollista. Tämä perusajatus on hyvä lähtökohta kun riskien hallintaa tai rajoittamista lähdetään tutkimaan.

Mikä on sitten "asianmukaista" riskien hajautusta? Ensimmäisenä ja johtavana periaatteena tulisi olla ajatus siitä että yksityisen sektorin ottamat riskit katetaan ensisijaisesti yksityisen sektorin toimesta. Erityisen ongelmallisia jo yhteiskuntamoraalinkin kannalta ovat tilanteet joissa yksityisen sektorin riskinotto päätyy kolmansien osapuolten – tyypillisesti veronmaksajien – kannettavaksi. Siten pankkien nauttima julkinen tuki, olipa se muodoltaan talletussuoja tai epäsuorempi lupaus pankin tukemisesta kriisitilanteessa systeemisen riskin välttämiseksi ("too big to fail") sisältävät monia haasteita liittyen juuri riskien oikeudenmukaiseen jakamiseen ja moraalikatoon. Julkisen politiikan, valvonnan ja sääntelyn tavoitteena tulisi olla pankkitoiminnan, maksuliikenteen ja talouden rahoitushuollon toimintaedellytysten varmistaminen siten että tästä toiminnasta aiheutuvat riskit kohdentuvat ensisijaisesti yksityiselle sektorille sijoittajavastuun periaatteiden mukaisesti. Tältä osin uusi lainsäädäntö koskien pankkien kriisienratkaisua on tervetullut niiltä osin kuin se mahdollistaa pankin osakepääoman ja velkojen alaskirjauksen tai konversion osakkeiksi kriisitilanteessa.

Direktiivin puutteellinen ratifiointi ja toimeenpano lukuisissa jäsenmaissa ei kuitenkaan tällä hetkellä anna uskottavaa pohjaa unionin jatkovaiheiden edistämiselle. On myös vielä liian aikaista arvioida kuinka tehokkaasti direktiivin mahdollistamaa keinovalikoimaa tullaan tulevissa kriisitilanteissa käyttämään. Italian valtion tuore päätös neljän paikallispankin uudelleenjärjestelystä tosiasiallisesti veronmaksajien tuella[1] ennen direktiivin voimaantuloa on esimerkki kriisienratkaisun käytännön haasteista.

Komission ehdotukseen ja pankkiunionin toteutukseen liittyy useita kysymyksiä koskien systeemisiä riskejä. Koko euroalueen pankkivalvonnan keskittäminen EKP:lle on ensi katsomalta perusteltu ratkaisu sillä oletuksella että tämä vähentää riskiä poliittisista interventioista, kotimaisten pankkien suosimisesta, riskien vähättelystä jäsemaiden viranomaisten toimesta sekä ns. "regulatory capture" –ongelmasta jossa pankkien ja viranomaistahojen suhteet ovat liian läheiset tehokkaan valvonnan näkökulmasta. Samoin yhteinen säännöstö ("single rulebook") yhtenäistää käytäntöjä jäsenmaiden (muttei välttämättä yksittäisten pankkien) välillä.

Ongelmaksi keskitetyssä sääntelyssä ja valvonnassa voi muodostua sen määrämuotoisuus, käytäntöjen yhtenäistämisessä tehdyt kompromissit sekä liiallinen luottamus riskienhallinnan ja sen taustalla olevien mallien toimintaan. Varoittavana esimerkkinä tällaisesta riippuvuudesta on Basel II-kehikon sisältämä ulkoisten luottoluokitusten kodifiointi pääomavaatimusten ytimeen, jota voidaan pitää vähintään yhtä suurena finanssikriisin alkuunpanijana kuin komission mainitsemaa "riittämätöntä finanssivalvontaa". Sääntöjen ja valvonnan harmonisointi ja keskittäminen yhteen instituutioon asettaa erittäin suuret vaatimukset samaisten sääntöjen ja valvonnan asianmukaisuudelle, riittävyydelle ja mukautuvuudelle talouden ja markkinaolosuhteiden muuttuessa. Hajautetussa järjestelmässä voidaan ajatella riskien toteutuvan ehkä useammin mutta pienemmässä mittakaavassa eikä koko systeemin laajuudessa.

Pankkiunionin kehitysprosessin osana ovat olleet EKP:n toteuttamat stressitestit euroalueen pankeissa. Viimeisessä, vuonna 2014 toteutetussa stressitestissä tutkittujen pankkien pääomavajeeksi laskettiin 19,8 miljardia euroa. Mielenkiintoisessa ja keskustelua herättäneessä analyysissä tutkijat Viral Acharya ja Sascha Steffen käyttivät osakepääoman

[1] "Rome rushes through bank rescues before EU bail-in rules start". *Financial Times* 24.11.2015

markkina-arvoon ja pankkien bruttotason riskeihin pohjautuvaa mallia[2], joka antoi tulokseksi 450 miljardin euron pääomavajeen euroalueen tasolla kriisitilanteessa – eli 23-kertaisesti EKP:n laskema luku. Tämä esimerkkinä siitä että kompleksien finanssi-instituutioiden riskianalyysit eivät ole yksinkertaisia tai yksiselitteisiä, ja erilaisilla oletuksilla voidaan päätyä hyvin erilaisiin lopputuloksiin. Keskitetty sääntely ja valvonta eivät ole erehtymättömiä ja luovat mahdollisesti uusia riskejä talouteen.

Vaihtoehtoiset stressitestit ovat osaltaan nostaneet esiin kaksi toisiinsa sidoksissa olevaa rakenteellista ongelmaa jotka voivat johtaa euroalueen pankkijärjestelmän riskien aliarviointiin nykyjärjestelmässä. Riskipainotettu pääomalaskenta perustuu joko kiinteisiin riskipainoihin omaisuusluokkien kesken, tai pankkien sisäisiin riskimalleihin jotka tyypillisesti tuottavat standardimalleja alhaisemmat riskipainot. Kumpikin lähestymistapa on määritelmällisesti vain niin hyvä kuin riskipainojen laskemisessa alun perin käytetyt oletukset. Toinen ongelma on euroalueen valtionobligaatioiden riskitön asema pääomavaatimuslaskelmissa., joka ei vastaa markkinahintojen kuvastamaa, laajan sijoittajakunnan näkemystä eri valtioiden luottoriskeistä.

Molempiin ongelmiin tulisi etsiä ratkaisuja ennen kuin stressitestit ja sitä kautta euroalueen pankkijärjestelmän todelliset riskit voidaan todeta riittävällä tasolla kartoitetuksi. Nykytilanteessa pankkien ja valtiontalouksien välistä negatiivista kierrettä ei olla aidosti eliminoitu tavoitteenasetannasta huolimatta. Näillä kysymyksillä on edelleen suora yhteys ehdotettuun yhteiseen talletussuojajärjestelmään joka siirtäisi järjestelmän riskit "yhteisvastuullisesti" kannettaviksi – mikä edustaisi laskennallista tai pahimmassa tapauksessa konkreettista tulonsiirtoa hyvin hoidetuista, vakavaraisemmista ja korkeasti rahastoiduista järjestelmistä heikommassa taloudellisessa asemassa oleville jäsenmaille ja pankeille. En näe että olisi millään perustelulla Suomen edun mukaista edetä kohti yhteistä talletussuojaa nykytilanteessa, ja totean kantanani että myös pidemmällä tähtäimellä pankkiunioniin liittyy huomattavia taloudellisia riskejä sekä rakenteellinen moraalikadon vaara jotka voivat aikanaan jälleen horjuttaa koko valuutta-alueen vakautta.

Komission julkaisema suunnitelma pääomamarkkinaunionista (30.9.2015) sisältää monia elementtejä jotka toteutuessaan voisivat edesauttaa euroalueen rahoitusmarkkinoiden tehokkaampaa toimintaa ja yritysten mahdollisuutta laajempaan ja hajautetumpaan varainhankintaan, sekä mahdollistaa rahoitusmarkkinoiden riskien laajempaa jakautumista niille sijoittajille joilla on parhaat edellytykset riskien kantoon. Onnistuessaan pääomamarkkinaunioni voisi pienentää euroalueen yritysten nykyistä riippuvuutta pankkirahoituksesta, mikä olisi edullista paitsi yrityksille monimuotoisempien rahoitusratkaisujen kautta, mutta myös siirtäisi joitain riskejä pois julkisesti tuetusta pankkijärjestelmästä. Kuten suunnitelman perusteluissakin on todettu, euroalue on kansainvälisessä tarkastelussa varsin riippuvainen pankeista yritysrahoituksen lähteenä.

[2] "Falling short of the expectations? Stress-testing the European banking system." *CEPS Policy Brief* No. 315 (2014); "Benckmarking the ECB's asset quality review and stress test – a tale of two leverage ratios" (2014); mallin taustoista: Acharya, Engle, Richardson (2012) "Capital shortfall: A new approach to ranking and regulating systemic risks" *American Economic Review Papers & Proceedings* 102:3 ja Acharya, Engle, Pierret (2014) "Testing macroprudential stress tests: The risk of regulatory risk weights" *Journal of Monetary Economics* 65

Pankkilainat edustavat edelleen noin kahta kolmasosaa kaikista yrityslainoista euroalueella, vertailukohtana Iso-Britanniassa luku on alle puolet ja Yhdysvalloissa vain alle viidennes.[3]

On kuitenkin todettava että suunnitelman toteutuminen edellyttää varsin suuria muutoksia ja harmonisointia eri jäsenmaiden lainsäädännössä koskien mm. arvopaperimarkkinoita, sijoittajansuojaa, konkurssimenettelyjä ja velkojan oikeuksia sekä verotusta. Samalla on myös hyvä huomata että eräät muut lainsäädäntö- ja sääntelyaloitteet voivat joiltain osin rajoittaa laajemman sijoittajakunnan osallistumista yritysrahoitukseen, esimerkkinä mainittakoon vakuutusyhtiöitä koskeva Solvency II-kehikko, ehdotuksen asteella olevat, tätä mukailevat eläkejärjestelmien solvenssivaatimukset sekä erinäiset sijoittajansuojaa koskevat säännökset. Rahoitusmarkkinoiden toiminnan ja vakauden, yritysten ja kotitalouksien rahoitushuollon sekä eurooppalaiselle veronmaksajalle aiheutuvien kustannusten näkökulmasta olisi erittäin suotavaa että pankki- ja arvopaperimarkkinoiden sääntelyä arvioitaisiin kokonaisvaltaisesti ja myös laajempi kansantaloudellinen perspektiivi ja pitkän aikavälin tavoitteet huomioon ottaen.

[3] IMF *Global Financial Stability Report*, lokakuu 2014