Lausunto

28.4.2021
Jan von Gerich, Nordea

Eduskunnan suurelle valiokunnalle

Lausunto – VNS 7/2020 vp Valtioneuvoston selonteko EU-politiikasta

Talous- ja rahaliitosta voidaan rakentaa huomattavasti tehokkaammin toimiva kokonaisuus

- Euroalue ei ole ollut taloudellinen menestystarina – toimintakykyä pitäisi pystyä parantamaan myös kriisien ulkopuolella.
- Pääomamarkkinaunionin kehittäminen on tärkeää, ja sillä voidaan saavuttaa monia niistä hyödyistä, joita tavoitellaan finanssipoliittisilla suhdanteentasausmekanismeilla.
- Yksinkertaisemmille finanssipoliittisille säännöille on tarvetta – esimerkiksi rajoite julkisten menojen kasvulle voisi olla hyvä lähtökohta.
- Sijoittajavastuun ja markkinakurin toteutumista myös valtionlainamarkkinoilla tulisi vahvistaa – valtioiden velkajärjestelymekanismin kehittämisessä kannattaa edetä varoen, mutta tämän parempaa aikaa edistysaskelille tuskin tulee.
- Elpymisväline on jo nyt tukenut elpymistä vahvasti, ja väline voi tukea myös EU:n rahoitusmarkkinoiden toimintaa.

Euroalue pystyy parempaan

Euroalue ei ole taloudellisessa mielessä ollut mikään suuri menestystarina. Lähes koko olemassaolonsa ajan euroalueen talouskehitys on ollut suhteellisen heikkoa, eikä esimerkiksi Yhdysvaltojen talouden etumatkaa ole saatu kurottua kiinni (kuva 1). Yksittäisten euromaiden kehitys on toki poikennut koko alueen keskiarvosta, ja esimerkiksi Suomessa talouskehitys oli varsin positiivista euroajan ensimmäisten vajaan kymmenen vuoden aikana. On kuitenkin vaikeaa argumentoida, että Suomen talous olisi ainakaan merkittävästi hyötynyt eurojäsenyydestä. Esimerkiksi Ruotsin taloudella on mennyt Suomea paremmin sinä aikana, kun Suomi on ollut eurojäsen.

Euroalueen talouskehitystä ovat rasittaneet erilaiset kriisit etenkin viimeisen reilun kymmenen vuoden aikana. Nämä kriisit ovat toisaalta johtaneet muutoksiin euroalueen rakenteissa, mutta uudistukset ovat keskittyneet vahvasti uusien kriisitilanteiden ehkäisyyn eivätkä niinkään euroalueen toimivuuden parantamiseen talouden parempina aikoina. Toki erilaisten talouskriisien kustannukset ovat usein suuret ja niiden ehkäiseminen on tärkeää, mutta **tärkeää olisi parantaa euroalueen toimintakykyä myös kriisien ulkopuolella. Euroalue pystyy parempaan.**

Merkittävät lisäaskeleet kohti yhteistä finanssipolitiikkaa eivät näytä todennäköisiltä lähivuosina, ja elvytysrahastonkin varojen käytöstä päätetään kansallisesti. Päätökset keskipitkän aikavälin kasvulle tärkeistä talouden rakenneuudistuksista tehdään kansallisella tasolla, mutta myös euroalueen tasolla olisi tärkeää löytää **oikeat kannustimet kasvulle hyödyllisten rakenneuudistusten tekemiseen. Kasvua tukevia julkisia investointeja tulee kannustaa, ja niiden tulee tukea EU:n ilmastotavoitteiden saavuttamista. On myös hyvä pitää mielessä, että liiallinen sääntely voi olla jarru talouskasvulle.**

Pääomamarkkinaunionin kehittäminen tärkeää – pankkiunionikaan ei vielä valmis

Euroalue on vahvasti pankkikeskeinen järjestelmä. Tämä tarkoittaa sitä, että valtaosa yritysten rahoituksesta kanavoituu pankkien kautta. Ero esimerkiksi Yhdysvaltoihin on valtava. Yhdysvalloissa yritykset hakevat velkamarkkinoiden kautta noin kaksinkertaisen määrän rahoitusta pankkilainoihin verrattuna. Euroalueella puolestaan velkakirjarahoituksen osuus on vain noin kolmasosa pankkilainoihin verrattuna (kuva 2).

Euroalueella on puhuttu paljon yhteisestä finanssipolitiikasta suhdanneluonteisten erojen tasaamisessa jäsenmaiden välillä. Yhdysvaltojen esimerkki kuitenkin näyttää, että osavaltioiden välisessä riskinjaossa rahoitusmarkkinoilla on ollut huomattavasti suurempi merkitys kuin liittovaltion tason tulonsiirrolla. Vaikka yksittäisiä euromaita ei suoraan voikaan verrata Yhdysvaltojen osavaltioihin, **yhteiset ja syvemmät EU-tason rahoitusmarkkinat auttaisivat todennäköisesti merkittävästi myös suhdanneluonteisten erojen tasoittamista eri jäsenmaiden välillä. Pääomamarkkinaunionin kehittäminen kannattaa laittaa korkealle talous- ja rahaliiton kehittämisprioriteettilistalla.**

Hyppy toimivaan pääomamarkkinaunioniin ei onnistu kovin nopeasti, ja lähivuosina pankkirahoitus dominoi edelleen euroalueella. Siksi myös pankkiunionin loppuunsaattaminen on tärkeää, mutta siinä on syytä edetä varoen. **Yhteisen talletussuojan rakentamisessa pitää ensin pyrkiä olemassa olevien riskien vähentämiseen. Kriisienratkaisumekanismia ei tule vesittää, ja sijoittajavastuun pitää pysyä ensisijaisena rahoituslähteenä pankkien ongelmatilanteissa. Mahdollisimman tehokkaasti toimivan pankkisektorin pitäisi olla kaikkien etu.** Monissa euromaissa on edelleen runsaasti tehottomasti toimivia pankkeja.

Yksinkertaisemmille finanssipoliittisille säännöille tarvetta

EU:n nykyinen finanssipolitiikan sääntökehikko on monimukainen eikä se ole uskottava. Sääntöjä ei noudatettu ennen koronakriisiäkään, eikä sääntöjen rikkomisesta tullut konkreettisia seuraamuksia. Sääntökehikko ei onnistunut kannustamaan jäsenmaita vastuulliseen talouspolitiikkaan noususuhdanteessa, eivätkä säännöt tarjonneet riittävästi liikkumavaraa laskusuhdanteessa (kuva 3).

Yhtenäisen sääntökehikon luominen EU-tasolla on hankalaa eri jäsenmaiden välisten erojen takia. **Yhteisistä säännöistä luopuminen kokonaan johtaisi kuitenkin todennäköisesti suurempaan luottamuspulaan jäsenmaiden välillä, eikä siksi tule kysymykseen, vaikka koronan aikana finanssipoliittiset säännöt onkin laitettu jäähylle**. Tavoitteena nykykehikon uudistamisessa tulee olla säännöstö, joka on **yksinkertainen, helposti mitattava**, **kannustaa puskurien luomiseen** noususuhdanteissa mutta **ei kuitenkaan rajoita finanssipoliittista liikkumavaraa** liiaksi laskusuhdanteissa.

Yksinkertaisempi sääntökehikko voisi koostua esimerkiksi rajoituksesta sille, kuinka nopeasti julkiset menot voivat kasvaa. Julkisia investointeja ei pidä käsitellä samalla tavalla kuin julkista kulutusta, vaan investointien kustannus pitää voida jakaa pidemmälle aikavälille. Raja julkisten

menojen maksimikasvulle voidaan määrittää maakohtaisesti, ja siihen voivat vaikuttaa mm. maan velkataso, arvio talouden keskipitkän aikavälin kasvusta, pysyvät muutokset julkisissa tuloissa ja mahdolliset edellisvuosien poikkeamat säännön indikoimasta tasosta.

Jäsenmaan omaan tilanteeseen paremmin räätälöidyt rajoitukset voivat auttaa jäsenmaata sitoutumaan vahvemmin sääntökehikon noudattamiseen, mutta riskiä sääntöjen rikkomisesta sekään ei tietenkään poista. Sääntöjen uskottavuutta voidaan parantaa konkreettisilla seuraamuksilla sääntöjen rikkomisesta, mutta vain, jos näistä seuraamuksista myös pidetään kiinni. Sakkojen sijaan tai niiden ohella voisi ajatella myös jonkinlaista porkkanaa, joka seuraa sääntöjen noudattamisesta.

Sijoittajavastuu myös valtionlainamarkkinoilla toivottava mutta ei helppo tavoite

Valtioiden velkajärjestely on ollut vaikea ajatus euroalueella, vaikka Kreikan valtionvelat uudelleen järjesteltiinkin vuonna 2012 ja Kyproksen vuonna 2013. Valtioiden velkajärjestelyn luominen loisi kuitenkin paremmat edellytykset markkinakurin tuomalle ohjausvaikutukselle, joka kannustaisi jäsenmaita vastuulliseen taloudenhoitoon.

Velkajärjestelymekanismin luominen ei ole helppoa eikä se olisi myöskään oikotie onneen. Markkinakuri ei estänyt jäsenmaita velkaantumasta ennen finanssikriisiä, jolloin eri maiden väliset valtionlainojen korkoerot olivat hyvin pienet maiden erilaisesta tilanteesta huolimatta. Toki voidaan myös argumentoida, että jo tuolloin epäiltiin no-bailout—artiklan pitävyyttä kriisitilanteessa, ja jos velkajärjestelymekanismi olisi ollut olemassa, markkinahinnoittelukin olisi ollut toisenlainen.

Ensimmäinen haaste velkajärjestelymekanismin luomiselle on edelleen pankkien ja valtion välinen vahva yhteys. Tätä yhteyttä on pyritty heikentämään esimerkiksi pankkien kriisienratkaisumekanismin kautta, mutta yhteys on edelleen voimissaan. Itse asiassa pankkien valtionlainaomistukset ovat olleet jälleen vahvassa nousussa viime vuosina, etenkin Espanjassa ja Italiassa (kuva 4). Olisikin järkevää pohtia ratkaisuja pankkien valtionlainaomistuksen hajauttamiseen, jolloin voitaisiin rajata myös pankin vahvaa yhteyttä kotivaltion velkatilanteeseen. Tällaisia muutoksia kuitenkin todennäköisesti vastustetaan vahvasti etenkin Etelä-Euroopassa, jossa pankit ovat tärkeä valtion rahoittaja.

Toinen haaste on usean euromaan jo valmiiksi korkea velkataso. Velkajärjestelymekanismin luominen voisi karkottaa sijoittajia korkean velkatason maista, kuten Italiasta, ja varmistaa sitä kautta tällaisen maan ajautuminen velkakriisiin. Tilanne ei kuitenkaan ole niin vaikea kuin pelkästään velkatasojen perusteella voisi päätellä. Euroopan keskuspankki on painanut korkotason jopa miinukselle ja osti yksin viime vuonna velkakirjoja yli tuhannella miljardilla eurolla, joista valtaosa oli valtionlainoja**. Esimerkiksi Italian valtion korkomenot suhteessa bruttokansantuotteeseen ovat lähellä viime vuosikymmenien pohjatasojaan** korkeasta velkataakasta huolimatta (kuva 5). Markkinakorkojen muutokset vaikuttavat velan keskikorkoon vuosien viiveellä, ja nykykorkotasoilla korkotaakka voi laskea entisestään, vaikka velkamäärät vielä kasvaisivatkin. Italiankin valtion todellinen korkotaakka on itse asiassa vielä pienempi kuin absoluuttisten korkomenojen perusteella voisi päätellä, koska keskuspankki omistaa n.

neljänneksen velasta ja keskuspankin omistamalle velalle maksettavat korot palaavat käytännössä suurelta osin takaisin valtiolle.

Italian – ja monen muun euromaan – velkataakka on kuitenkin kestävällä uralla ainoastaan niin kauan kuin uudelle velalle löytyy rahoittajia. Italian julkinen rahoitustarve on lähivuosinakin todennäköisesti huomattavasti koronaa edeltäviä vuosia korkeampi, kun erääntyvää velkaa pitää jälleen rahoittaa ja julkinen vaje supistuu hitaasti. Rahoitusmarkkinat eivät toimi aina lineaarisesti siten, että huolten kasvaessa valtionlainamarkkinoilla korot nousisivat tasaisesti ja korkeammat korot houkuttelisivat uusia ostajia. Jos yksittäinen maa menettää luottamuksen markkinoilla, se ei välttämättä saa rahoitusta velkakirjamarkkinoilla enää mihinkään hintaan.

EKP todennäköisesti pienentää uusia velkakirjaostojaan huomattavasti jo tänä vuonna ja lopettaa pandemia-ajan ostot ensi vuonna. Keskuspankki todennäköisesti jatkaa kuitenkin ainakin nykyisten omistusten jälleen sijoituksia vielä usean vuoden ajan. Tähän mennessä eurovaltioiden velkatilanteen tukeminen ei ole ollut keskuspankille ongelma, koska velkakirjaostoja on voitu perustella heikoilla inflaationäkymillä. Jos inflaatio palaa euroalueella lähivuosina, keskuspankki todennäköisesti valitsee inflaation torjunnan, lopettaa velkakirjaostot ja lähtee nostamaan korkoa. **Nousevien korkojen ympäristö testaisi velkaantuneiden valtioiden velkakestävyyden toden teolla, eikä olisi ainakaan otollinen aika uuden velkajärjestelymekanismin kehittämiseen.** Tässä ympäristössä euromaat eivät voisi enää luottaa samalla tavalla inflaation torjuntaan keskittyvän keskuspankin tukeen, vaan **mahdolliset velkaongelmat kaatuisivat muiden euromaiden harteille – jos velkajärjestely ei ole mahdollista.**

Velkajärjestelymekanismin luomisessa olisi hyvä edetä, ennen kuin seuraavan eurovaltion velkakriisi on käsillä. On kuitenkin tärkeää pitää mielessä, että aihe on vaikea markkinaluottamuksen kannalta ja mekanismin kehittelyssä kannattaa edetä varoen. Ajoitus mekanismin luomiselle ei ehkä koskaan ole otollinen, mutta **lähivuosina etenemiseen on ainakin edellytyksiä, kun EKP vielä tukee valtionlainamarkkinoita ja matala korkotaso todennäköisesti muuttuu vain hitaasti.** Lisäksi rahoitusmarkkinoilla usein huolia aiheuttava eurokriittisyys on helpottanut ainakin toistaiseksi niin Ranskassa kuin Italiassakin, kun aiemmin euroeroa ajaneet puolueet ovat miettineet kantojaan uusiksi.

Elpymisvälineen hyödyt eivät pelkästään taloudellisia

Elpymisvälineestä ei ole toistaiseksi maksettu vielä euroakaan, mutta sen merkitys koronakriisin taittamisessa on jo nyt ollut merkittävä. Suunnitelmat elpymisvälineestä ja viime kesänä löydetty sopu olivat merkittävä signaali rahoitusmarkkinoille siitä, että EU pystyy tekemään yhteisiä päätöksiä vaikeissa olosuhteissa. Jo suunnitelmat elpymisvälineestä auttoivat useita euromaita toteuttamaan kansallisella velkarahalla rahoitettuja mittavia tukitoimia, jotka tuskin olisivat olleet mahdollisia pelkän keskuspankkituen turvin.

Elpymisväline tukee myös euroalueen velkakirjamarkkinoiden kehittymistä. Euroalueelta on pitkään puuttunut koko alueen laajuinen riskitön velkakirja. Tällä hetkellä Saksan velkakirjamarkkina on euroalueella viitelaina-asemassa, mutta sen on vaikea olla edustava otos koko alueesta. Elpymisväline ei vielä kokonsa puolesta pääse uhkaamaan Saksan

velkakirjamarkkinan asemaa, mutta on huomattava askel turvallisen euroalueen tai EU-tason velkakirjamarkkinan luomiseen.

Pidemmällä tähtäimellä merkittävän kokoinen euroalueen tason velkakirjamarkkina voisi tarjota hinnoittelureferenssin yksityisen sektorin velkakirjoille ja euromääräisen turvasatamasijoituksen myös ulkomaisille sijoittajille. Se voisi **helpottaa myös raha- ja EU-tason finanssipolitiikan yhteistoimintaa laskusuhdanteissa**. EKP:n velkakirjaostot voisivat keskittyä yksittäisten valtioiden sijaan EU-tason velkakirjoihin, joihin liittyvät poliittiset ongelmat olisivat pienemmät. **Pidemmän aikavälin hyödyt todennäköisesti saavutettaisiin lähinnä siinä tapauksessa, jos elpymisvälineen kaltaisesta rahoitusinstrumentista tulisi pysyvä osa EU:n työkalupakkia. Nämä hyödyt eivät kuitenkaan riitä perustelemaan pysyvää yhteistä velkaa, jollei yhteiseen velkaan liittyviä haasteita, kuten moraalikato-ongelmaa, kyetä ensin ratkaisemaan.**

Etenkin elpymisvälineeseen liittyvien avustusten käyttökohteet ja yleinen mielikuva siitä, miten tuet on käytetty, vaikuttavat todennäköisesti olennaisesti siihen, miten luottamus EU:ta ja euroaluetta vastaan kehittyy jatkossa. Myös tätä taustaa vasten rahojen käyttöön ja **elpymissuunnitelmien hyväksymiskriteereihin kannattaa edelleen kiinnittää huomiota.**

Nummelassa 28. huhtikuuta 2021

Kunnioittavasti

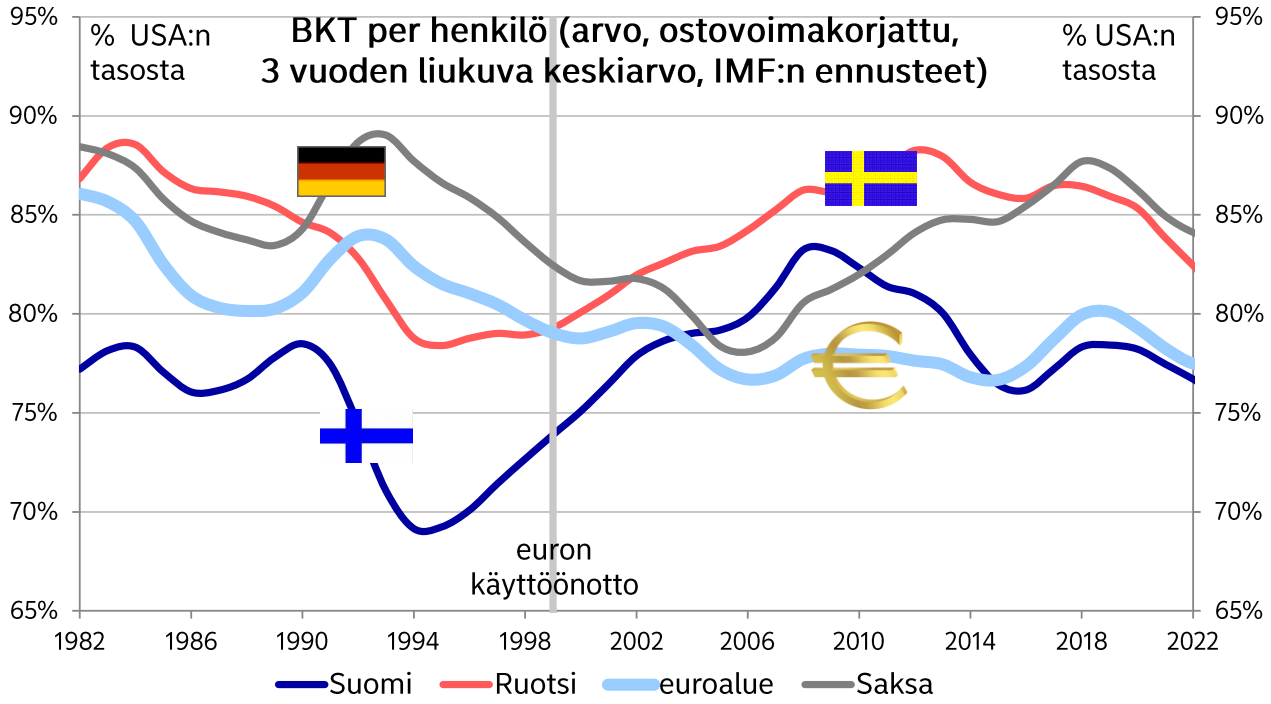
Jan von Gerich

Chief Analyst

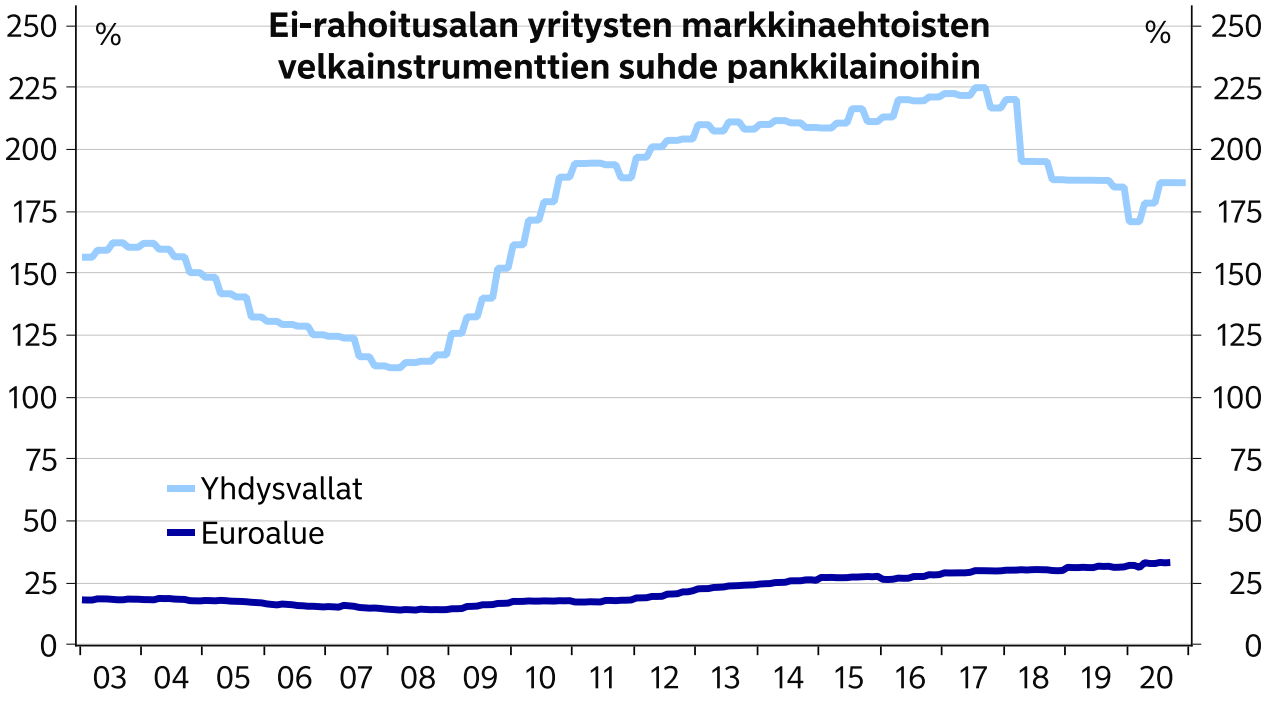
Nordea Bank Oyj

Liitteet

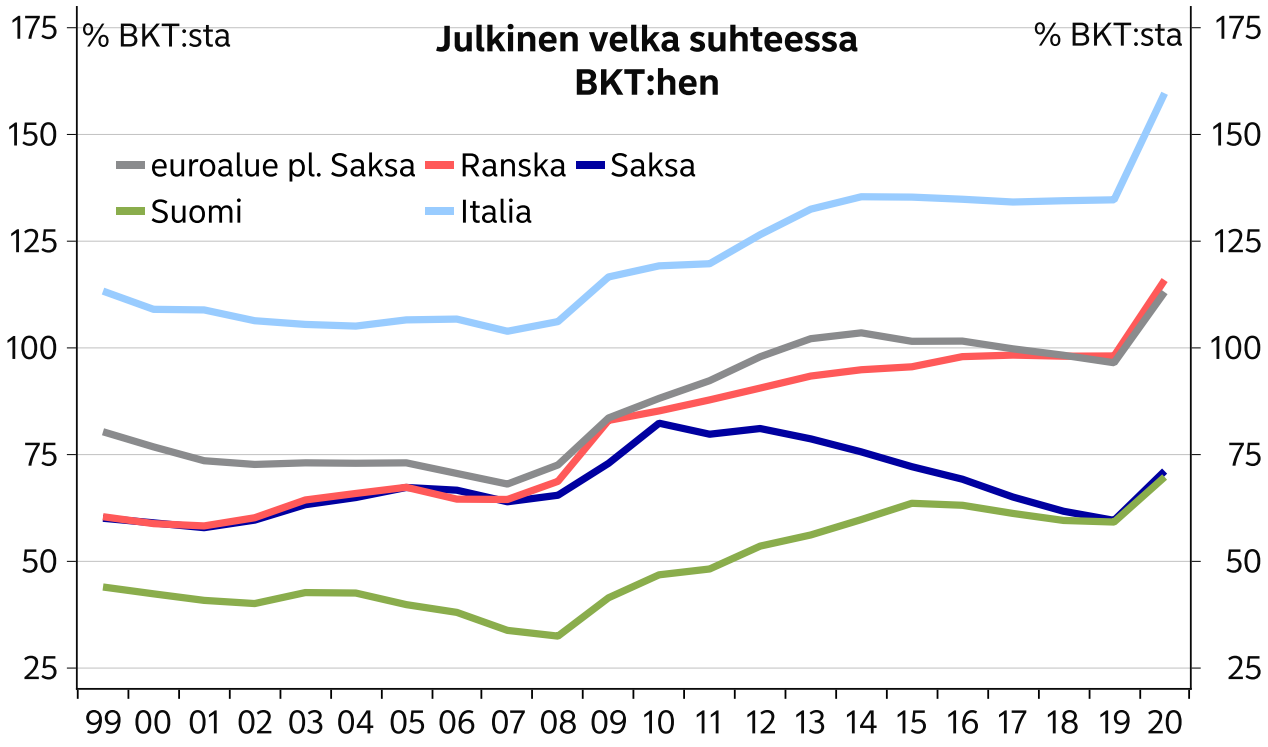
Kuva 1: Euroalueen ja tiettyjen yksittäisten maiden talouskehitys Yhdysvaltoihin verrattuna
Kuva 2: Yritysrahoituksen lähteet Yhdysvalloissa ja euroalueella
Kuva 3: Julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen tietyissä euromaissa
Kuva 4: Pankkien valtionlainaomistukset euroalueella
Kuva 5: Italian korkokustannukset suhteessa bruttokansantuotteeseen



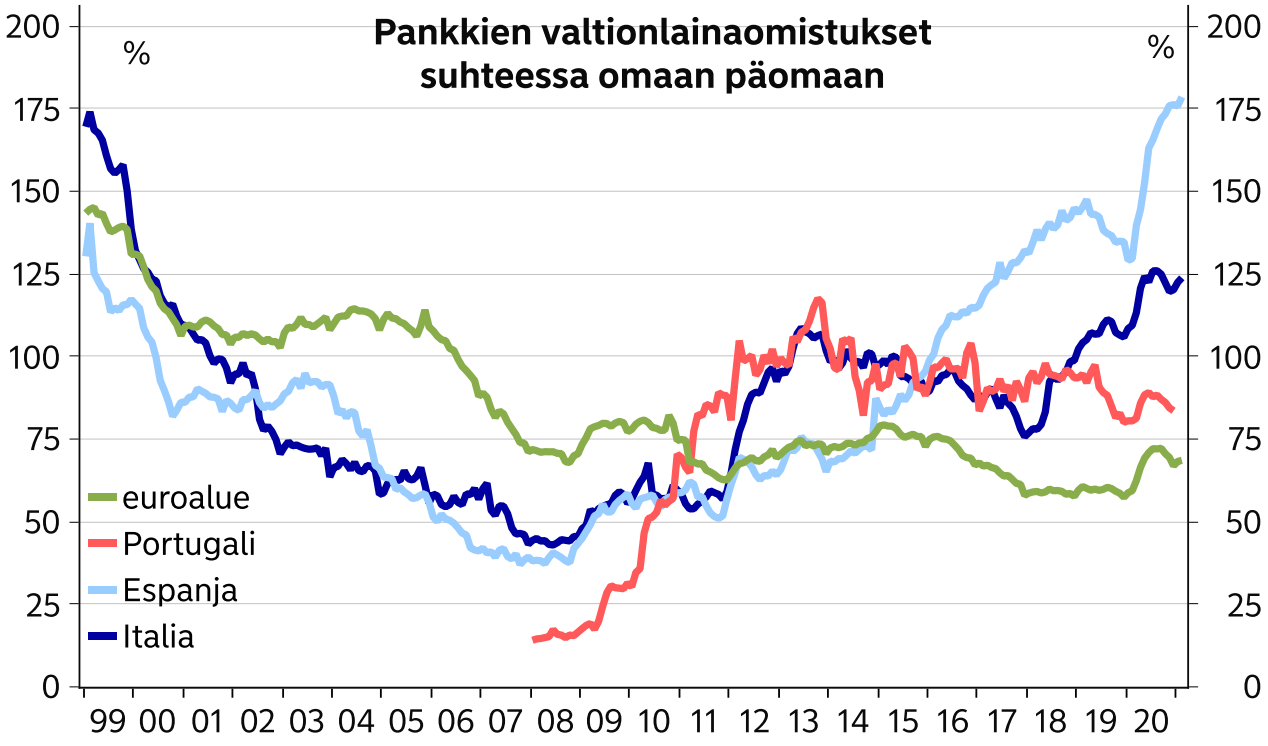
Lähteet: Nordea ja IMF



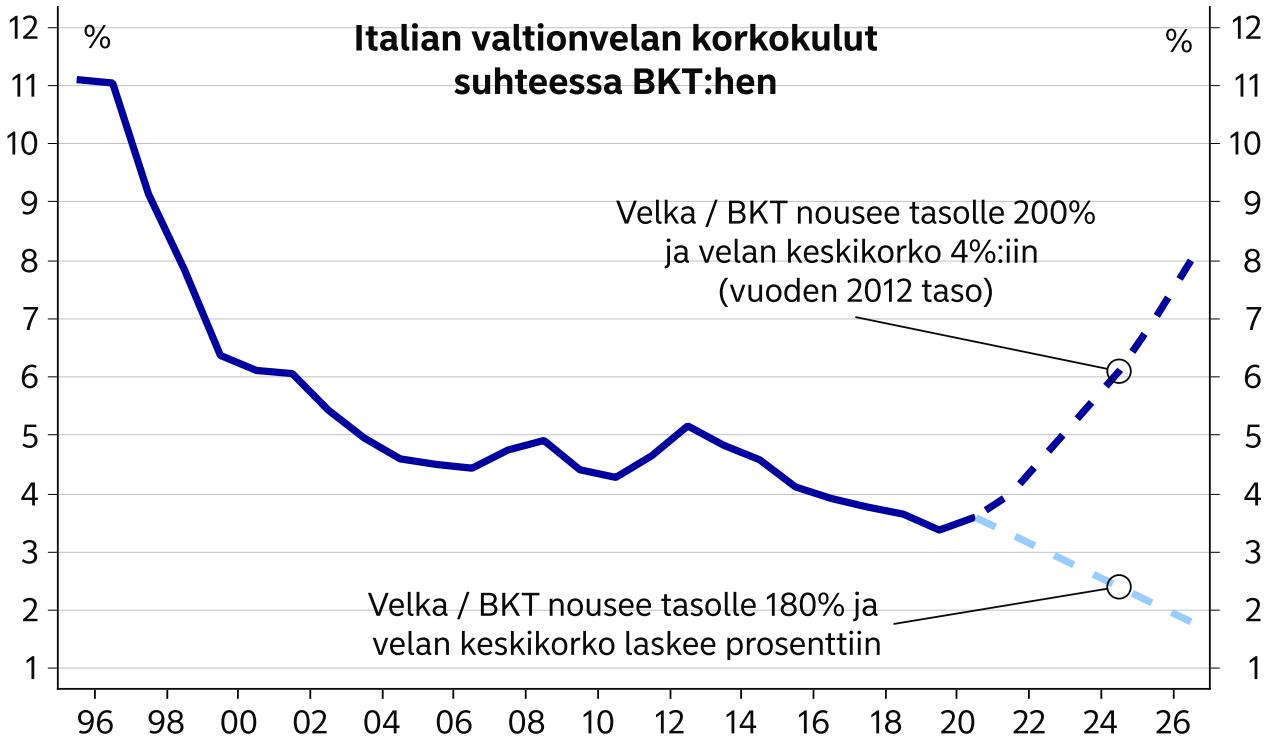
Lähteet: Nordea ja Macrobond



Lähteet: Nordea ja Macrobond



Lähteet: Nordea ja Macrobond



Lähteet: Nordea ja Macrobond