

Eduskunnan suurelle valiokunnalle

Lausunto – Valtioneuvoston selvitys elpymissuunnitelmasta; komission muutettu rahoituskehys ehdotus 2021–2027 ja elpymisväline

EU-tason elpymisrahastolle on tarvetta mutta komission ehdotus kaipaa merkittäviä parannuksia

- On selvää, että EU:n ja euroalueen yhtenäisyyden takaamiseksi tarvitaan myös laajempia yhteisiä toimia.
- Pidemmällä tähtäimellä paremmin toimiva ja kriisejä kestävä unioni voidaan rakentaa vain rakenteita muokkaamalla – sekä kansallisella että EU- / euroaluetasolla – mikä ei onnistu ilman oikeita kannustimia.
- Rahoitusmarkkinoilla uusi velkakriisi voidaan estää myös keskuspankin toimivaltuuksia kasvattamalla, mutta myös tähän liittyy monia ongelmia.
- Komission elpymisrahastosuunnitelmien heikoimmat kohdat liittyvät puutteelliseen ehdollisuuteen ja rahan jakamisperiaatteisiin.
- Rahoitusmarkkinoilla EU-tason liikkeeseenlaskijalle löytyisi kysyntää

Räjähtävä velkaantuminen paljastaa jälleen euroalueen heikoimmat lenkit

Euroalue ja Euroopan unioni ovat historiansa pahimmassa talouskriisissä. Kriisin lopulliset kustannukset ovat vielä pimennossa, ja niihin voidaan vaikuttaa valitulla talous- ja rahapolitiikalla. **Valtioiden velkasuhteet räjähtävät tänä vuonna**, kun julkiset tukitoimet ovat mittavia ja samalla talous supistuu nimellisestikin rajusti. Usein julkiset vajeet levenevät huomattavasti talouden kriisitilanteissa, mutta niiden kurominen umpeen on huomattavasti hitaampaa etenkin silloin, kun taloudessa ei nähdä vahvaa toipumista.

Euroalueella heikoin lenkki oli jo ennen koronakriisiä Italia. Moni muukin euromaa on vaikeuksissa koronakriisin myllerryksessä, mutta Italian tilanne nousee päällimmäisenä esiin maan jo ennestään suuren velkataakan ja talouden koon takia – Italia on kolmanneksi suurin euromaa. Siksi keskityn tässä lausunnossa nimenomaan Italian haasteisiin ja rahoitusmarkkinanäkökulmiin. **Maan velkasuhde nousee jo tänä vuonna 160 prosenttiin suhteessa BKT:hen ellei vieläkin enemmän – selvästi korkeammaksi kuin Kreikan vastaava velkasuhde vuonna 2010 maan ensimmäisen tukipaketin aikoihin** (kuva 1). Tilanne on toki monessa mielessä erilainen vuoteen 2010 verrattuna: EKP ostaa valtionlainoja kaksin käsin, korkotaso on selvästi matalampi ja Italiaa kohdannut isku ei johdu maan omista töppäilyistä. Eurojärjestelmä omistaa jo noin viidesosan Italian velkakirjamarkkinasta. Siitä huolimatta markkinoiden luottamus Italiaa kohtaan on ollut uhattuna useaan kertaan jo ennen koronakriisiä (kuva 2), ja maa on selvinnyt näinkin pitkälle vain huomattavan keskuspankkiavun turvin. **Uhka Italialle on samalla uhka koko euroalueen tulevaisuudelle.**

Keskuspankin tuki on toistaiseksi riittänyt estämään uuden velkakriisin

Keskuspankin tuki on ollut välttämätön edellytys sille, että euroalueen valtionlainamarkkinoiden uusi kriisiytyminen on pystytty estämään. Suurimmat haasteet ovat kuitenkin vielä edessäpäin, sillä mittavien vajaiden rahoitusoperaatiot ovat vasta alussa. **EKP yksin ei pysty rajattomasti tukemaan euroalueen yhtenäisyyttä.** Saksan perustuslakituomioistuimien tulkitsi jo viime kuussa, että EKP on ylittänyt mandaattinsa rajat julkisen sektorin velkakirjaostoillaan. Vaikka Saksan perustuslakituomioistuimella ei ole päätäntävaltaa EKP:hen, oikeuden linjaus kertoo jotain myös yleisistä mielialoista Saksassa. Myös Euroopan unionin tuomioistuimen mukaan EKP:n velkakirjaostot ovat linjassa perussopimuksen kanssa ainoastaan tiettyjen varomekanismien ansiosta. Tällä viikolla julkaistut tiedot EKP:n pandemia-ajan velkakirjaosto-ohjelmasta viittaavat siihen, ettei EKP:n liikkumavara esimerkiksi ostojen maakohtaisessa jakamisessa olekaan niin suuri kuin keskuspankki on indikoinut. EKP ei voi kohdistaa tukeaan rajattomasti esimerkiksi Italian valtionlainamarkkinoille. EKP ei myöskään voi omistaa rajattomasti yhden maan velkakirjoja. Pidemmällä tähtäimellä Italian velan rahoittamiseen tarvitaan väistämättä myös yksityisiä sijoittajia. **EKP ei ole itsekään tyytyväinen omaan rooliinsa, vaan haluaisi valtioiden kantavan suuremman taakan kriisin ja sen seurausten hoidossa.** Joka tapauksessa keskuspankin tämän viikon päätökset kertovat edelleen selvästi siitä, että EKP hoitaa päättäväisesti oman osansa kriisin hoidossa, mikä pienentää markkinariskejä velkakirjamarkkinoilla lyhyellä tähtäimellä.

Ei ole myöskään kovin läpinäkyvää, että **euroalueella eri maiden välisten riskien jakaminen tapahtuu pääosin keskuspankkijärjestelmän kautta.** Toki nimellisesti EKP:n julkisen sektorin velkakirjaosto-ohjelmassa kansalliset keskuspankin kantavat pääosin omien maidensa velkakirjaostojen riskit, mutta päätökset velkakirjaostoista tehdään EKP:n neuvostossa, ei yksittäisissä maissa.

Velkakirjamarkkinoiden tilanne on parantunut huomattavasti maaliskuun synkkiin päiviin verrattuna. Viime aikoina EKP:n velkakirjaostojen ohella myös komission esittämät elpymisrahastosuunnitelmat ovat auttaneet pitämään euroalueen velkakirjamarkkinat rauhallisina. Tällä viikolla Italian 10-vuotisen velkakirjamyynnin tarjouskirjan koko nousi yli 100 miljardiin euroon, mikä on poikkeuksellisen suuri määrä euroalueella. Toukokuussa maa keräsi piensijoittajille kohdennetulla velkamyyntillä yli 20 miljardia euroa. Velkakirjamarkkinat eivät siis ole lähimainkaan suljetut Italian kaltaisille maillekaan synkistä velkanäkymistä huolimatta, eivätkä Italiankaan tällä hetkellä velalleen maksamat korot ole erityisen korkeat.

Rahoitusmarkkinoilla tilanne voi kuitenkin muuttua nopeasti.

Italian poliittinen tilanne on edelleen tulenarka, eikä etenkään EKP:lla ole kykyä ratkoa poliittisia riskejä. Rahoitusmarkkinat eivät toimi lineaarisesti siten, että esimerkiksi valtionlainamarkkinoilla korot nousisivat tasaisesti ja korkeammat korot houkuttelisivat uusia ostajia. **Jos Italian kaltainen maa menettää luottamuksen markkinoilla, se ei välttämättä saa rahoitusta velkakirjamarkkinoilta enää mihinkään hintaan, mikä olisi välitön uhka koko euroalueen vakaudelle.** Nyt ei siis olla lähellä tällaista tilannetta, mutta lähivuosina sellainen tilanne voi hyvin tulla eteen, jollei Italian kasvavaan velkataakkaan liittyviä riskejä saada pienennettyä.

Suomella on hyvät perusteet hakea merkittäviä muutoksia komission elpymisrahastosuunnitelmiin

Lyhyellä tähtäimellä komission ehdotus 750 miljardin elpymisrahastosta pienentää yksittäisten maiden velkaan ja rahoituksen saatavuuteen liittyviä riskejä. Rahoitusmarkkinoilla ehdotusta on tulkittu positiivisesti ja esimerkiksi Italian velkariskejä pienentävänä kehityksenä. Etenkin suorien avustusten merkittävä osuus kertoo suuresta poliittisesta halukkuudesta pitää niin EU kuin euroaluekin yhtenäisenä. **Ehdotus on nykymuotoisena kuitenkin monella tapaa ongelmallinen ja sen tarjoamien hyötyjen kustannus on korkea.** Se voi auttaa etenkin heikommassa tilanteessa olevia jäsenmaita pääsemään jaloilleen koronaviruksen jälkeen, mutta **se ei ratkaise millään tapaa pahimmin velkaantuneiden maiden alla olevia talous- ja velkaongelmia.** Pidemmän tähtäimen velkahaasteiden ratkaisussa komission suunnitelmat voivat parhaimmillaankin olla vain ensimmäinen askel – ja sellainenkin vain siinä tapauksessa, että ne johtavat muutoksiin yksittäisten maiden harjoittamassa talouspolitiikassa. **Avustuksilla ei makseta senttiäkään Italian velkaa pois, mutta niillä voidaan tukea talouden elpymistä, joka on välttämätön edellytys minkäänlaisen velkakestävyyden takaamiseksi.**

Keskuspankin toimivallan kasvattaminenkaan ei olisi ongelmaton ratkaisu

Jos tavoitteena on ainoastaan uuden velkakriisin ehkäiseminen ja euroalueen koossa pitäminen, tavoitteeseen voidaan päästä myös EKP:n mandaattia muokkaamalla. Jos EKP:sta tulisi aidosti valtioiden viimeinen lainantaja tilanteessa kuin tilanteessa, perinteiset velkakestävyyshanalyysit menettäisivät merkitystään. Tällainen ratkaisu toisi mukanaan monia ongelmia. Italian kaltaisilla mailla ei olisi mitään kannustimia muuttaa taloutensa rakenteita tai talouspolitiikkaa laajemmin. Jo viime vuodet ovat näyttäneet, että uudistumishalukkuus ilman vahvoja kannustimia on rajallinen. EKP:n ympärille rakennettu ratkaisu voisi pitää velkakirjamarkkinat rauhallisina lähivuodet, mutta jos se johtaisi entistä huonompaan koordinaatioon jäsenmaiden välillä, euroalue ja EU kokonaisuutena voisivat toimia huonommin. Usko keskuspankkijärjestelmää ja sen itsenäisyyttä kohtaan voisi joutua koetukselle, mikä karkottaisi monet pidempiaikaisetkin sijoittajat euroalueelta. Keskuspankin itsenäisyyden vesittävä ratkaisu voisi myös kokea vastustusta etenkin Saksassa, jolle keskuspankin itsenäisyys on pyhä asia ja jossa EKP:n tukitoimia on kritisoitu jo nyt runsaasti.

Vaihtoehtona olisi ehdollistaa keskuspankkituki suoraan talouden sopeuttamisohjelmaan, mikä on ideana EKP:n toistaiseksi käyttämättömässä OMT-ohjelmassa. Tälle ohjelmalle ei ole ollut tarvetta keskuspankin ostaessa valtioiden velkakirjoja muutenkin, mutta sen periaatteita voitaisiin soveltaa mallissa, jossa kriisiratkaisua halutaan keskittää entistä vahvemmin keskuspankin ympärille. Poliittisesti tämäkään ratkaisu ei olisi ongelmaton etenkään avunsaajamaissa, mutta helppoja ratkaisuja ei ole tarjolla.

Elpymisrahasto voi ratkoa pidemmän aikavälin haasteita vain vahvemman ehdollisuuden avulla

Elpymisrahastoon olisi toivottavaa liittää vahvempi ehdollisuus taloudellisten rakenneuudistuksen toteuttamisesta avustus- ja lainarahojen vastineeksi. On vaikeaa nähdä esimerkiksi Italiassa tulevaisuutta osana euroaluetta nykyisillä talouden rakenteilla keskipitkällä aikavälillä. Ei ole lainkaan selvää, että Italiassa olisi halukkuutta toteuttaa suurempia talousuudistuksia edes apurahan vastineeksi. On myös riski, että EU-tasolta saneltu talouden sopeuttamisohjelma johtaisi vain entistä vahvempaan EU-vastaisuuteen Italiassa. Sen vuoksi

Italian poliittisen kentän sitouttaminen talousuudistuksiin avun vastineeksi olisi tärkeää, mutta se on erittäin haastavaa Italian poliittisen tilanteen huomioiden.

Olisi myös hyödyllistä tutkia vaihtoehtoja, jossa tukien myöntäminen sidottaisiin selvemmin tiettyjen talousuudistusten toteuttamiseen. Tällainen vahvempi ehdollisuus perustelisi vahvemmin elpymisrahastoa myös nettomaksajamaissa. Tulonsiirrot eri EU-maiden välillä eivät ole koskaan olleet suosittuja nettomaksajamaissa, ja käsitys tulonsiirroista täysin vastikkeetta voisi lisätä EU-vastaisuutta myös nettomaksajien keskuudessa. Tämän vuoksi myös selkeät perustelut siitä, miksi elpymisrahasto on kannatettava ratkaisu myös nettomaksajien keskuudessa, ovat tärkeitä. **Koko unioni hyötyisi heikoimpien lenkkien vahvistamisesta.**

Elpymisrahaston tarvetta on perusteltu sillä, että koronakriisi on täysin maista itsestään riippumaton talousshokki, johon EU:n täytyy vastata vahvemmin yhdessä. Lähestymistapa on hyvä ja perusteltu, mutta kuitenkin komission ehdotuksessa avustusten jakoperusteena on käytetty bruttokansatuotetta asukasta kohti ja työttömyysastetta ennen koronakriisiä. Nämä mittarit eivät kerro mitään siitä, kuinka pahasti yksittäisen maan talous on kärsinyt koronasta. **Olisi toivottavaa tarkentaa näitä mittareita sen mukaan, miten vahvasti yksittäisten maiden taloudet ovat kärsineet tänä vuonna.** Tämä kuva tarkentuu vielä jatkossa, kun saamme talouskehityksestä tarkempaa dataa.

Elpymisrahaston suuruutta arvioidessa on hyvä huomioida, että koska rahasto on tarkoitus rahoittaa lainarahalla, rahaston toiminta tukee myös pidemmän tähtäimen nettomaksajien taloutta, vaikka näiden osuus suorista avustuksista onkin selvästi pienempi. Suurimmilla avunsaajilla vaikutus on huomattava, vaikka sen jakaisi useammalle vuodelle (kuva 3). **Olisi kuitenkin perustelua yrittää jakaa elpymisrahaston varoja mahdollisuuksien mukaan etupainotteisesti, jolloin suurin vaikutus saataisiin mahdollisimman hyvin silloin, jolloin sitä taloudessa eniten kaivattaisiin.** Pääpaino talouden elvyttämisestä säilyy toki kansallisella tasolla, mutta elpymisrahaston tuoma lisätuki ei suinkaan ole merkityksetön. Elpymisrahasto tulee jo ennestään mittavien kansallisten tukitoimien päälle, mikä kasvattaa kokonaisvaikutusta.

Samalla on huomattavaa, että tuottavien investointikohteiden löytäminen ja arviointi voi olla haastavaa, eikä elpymisrahasto välttämättä päädy rahoittamaan sellaisia investointikohteita, joita ei olisi toteutettu muutenkin. Lisäksi jos raha jaetaan pääosin kansallisella tasolla, suuremmat EU-tason hankkeet voivat jäädä vähemmälle huomiolle.

Markkinoilla todennäköisesti hyvin kysyntää myös pysyvälle EU-tason liikkeeseenlaskijalle

Elpymisrahasto on tarkoitus rahoittaa rahoitusmarkkinoiden kautta. Lainanottajana olisi Euroopan unioni. **On positiivista, jos lainanottajaksi ja lainojen takaajaksi saadaan EU-budjetin kautta kaikki EU-maat verrattuna tilanteeseen, jossa esimerkiksi vain euromaat olisivat takaajina.** Euroopan unionilla on hitusen parempi luottoluokitus kuin esimerkiksi Euroopan vakausmekanismilla. Lisäksi jatkoa ajatellen on selkeämpää hakea EU-tason velkaa nimenomaan Euroopan unionin liikkeeseen laskemana. Toistaiseksi Euroopan unionin liikkeeseen laskemien velkakirjojen kanta on melko pieni, mutta elpymisrahastopaketin rahoittaminen tekisi unionista Euroopan investointipankin ohessa toisen suuren mittakaavan EU-tason velkakirjojen liikkeeseenlaskijan. Tällaisille velkakirjoille olisi varmasti kysyntää myös sijoittajien keskuudessa, joten **elpymisrahasto voitaisiin todennäköisesti rahoittaa melko edullisin rahoituskustannuksin sen suuresta koosta huolimatta.**

5.6.2020

Jan von Gerich, Nordea

Siirtyminen velkarahoituksen käyttöön olisi merkittävä askel kohti tiiviimpää Euroopan unionia. Vaikka kyse olisikin aluksi kertaluonteisesta operaatiosta, sillä on kauaskantoisia seurauksia. Keskustelu euroalueen yhteisistä velkakirjoista on herkkä aihe, mutta elpymisrahasto olisi myös selvä askel yhteisten velkakirjojen suuntaan. Se myös lisäisi joustavuutta reagoida talouskriiseihin tulevaisuudessa.

Jo tässä vaiheessa olisi hyvä ottaa vahvemmin kantaa velan takaisinmaksukysymyksiin ja visoihin keskipitkän aikavälin unionista. **Millä keinoin jäsenmaiden taloudet saadaan sellaiseen kuntoon, että ne selviävät edes keskipitkällä aikavälillä omillaan? Tai onko poliittista valmiutta pysyvämpiin tukimekanismeihin euroalueen koossa pitämiseksi?**

Etenkin euroalueella on valitettavasti maine kriisien tilapäisratkaisuksista sen sijaan, että korjattaisiin alla olevat ongelmat. Tällainen maine ei tee euroalueesta kovin houkuttelevaa kohdetta kansainvälisten sijoittajien keskuudessa. Tehokkaasti toimiva elpymisrahasto rakentaisi jälleen sillan ainakin muutamaksi vuodeksi eteenpäin. **Se ei kuitenkaan poistaisi tarvetta saattaa pankkiunioni maaliin ja laittaa enemmän paukkuja rahoitusmarkkinaunionin kehittämiseen. Sitä vastoin parhaimmassa tapauksessa sen avulla voidaan vaikuttaa paremmin toimivan ja ilmastoystävällisemmän unionin rakentamiseen.**

Nummelassa 5. kesäkuuta 2020

Kunnioittavasti

Jan von Gerich

Chief Analyst

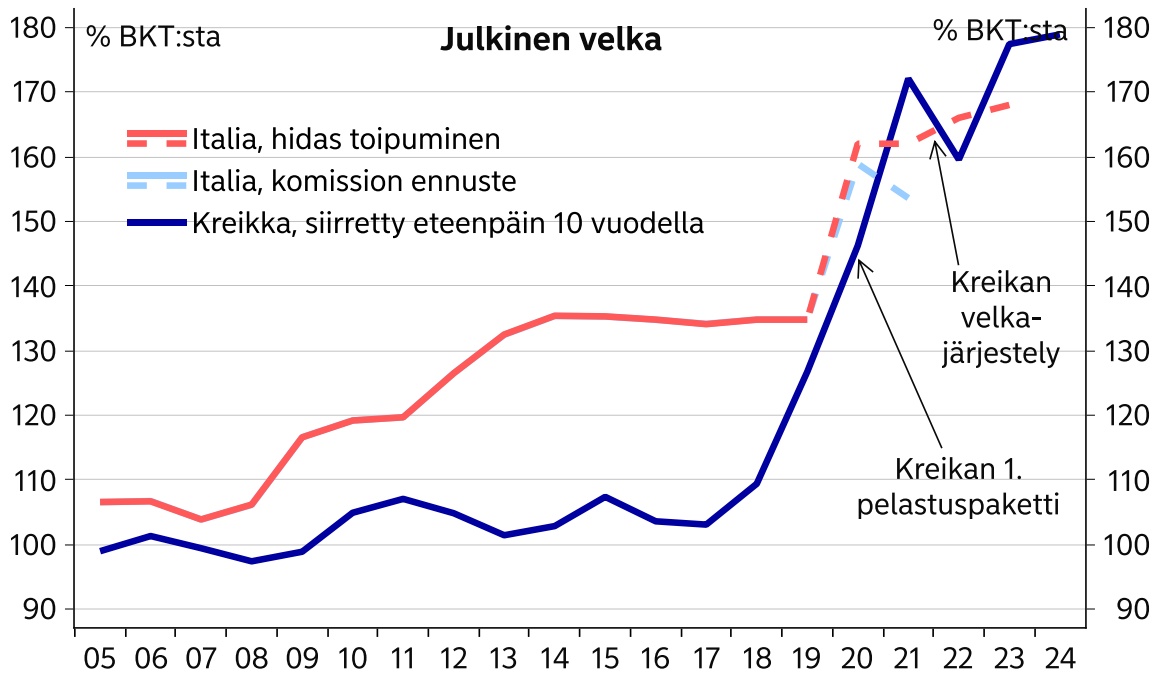
Nordea Bank Oyj

Liitteet

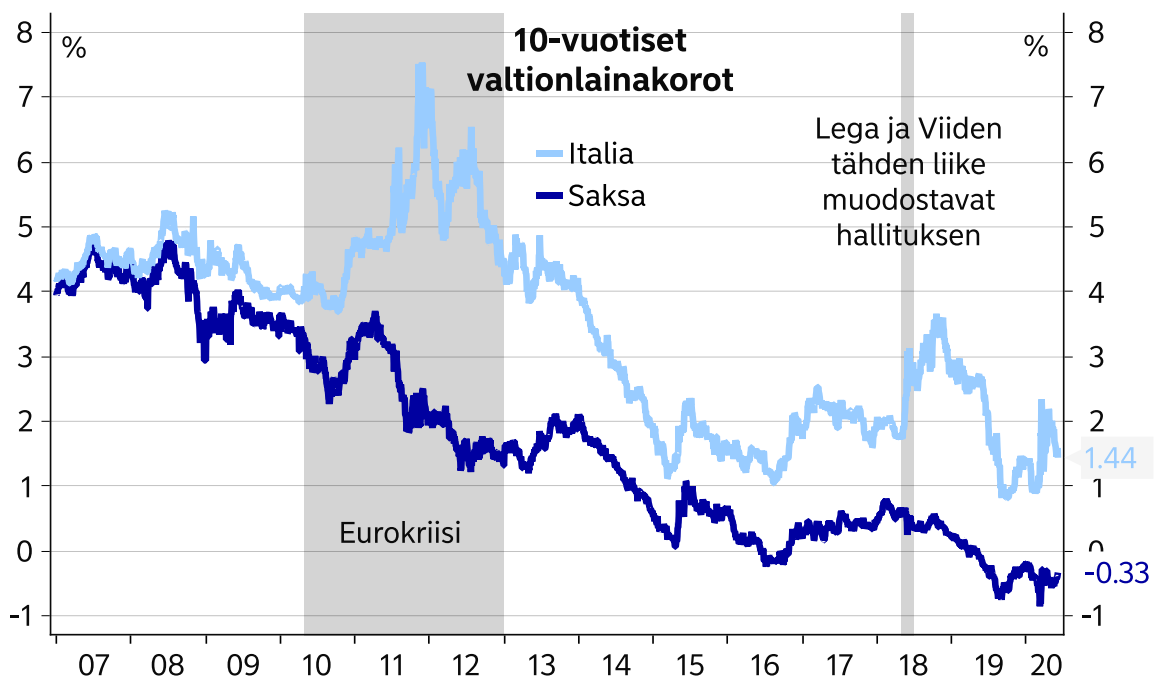
Kuva 1: Italian ja Kreikan velka/BKT

Kuva 2: Italian ja Saksan valtionlainakorot

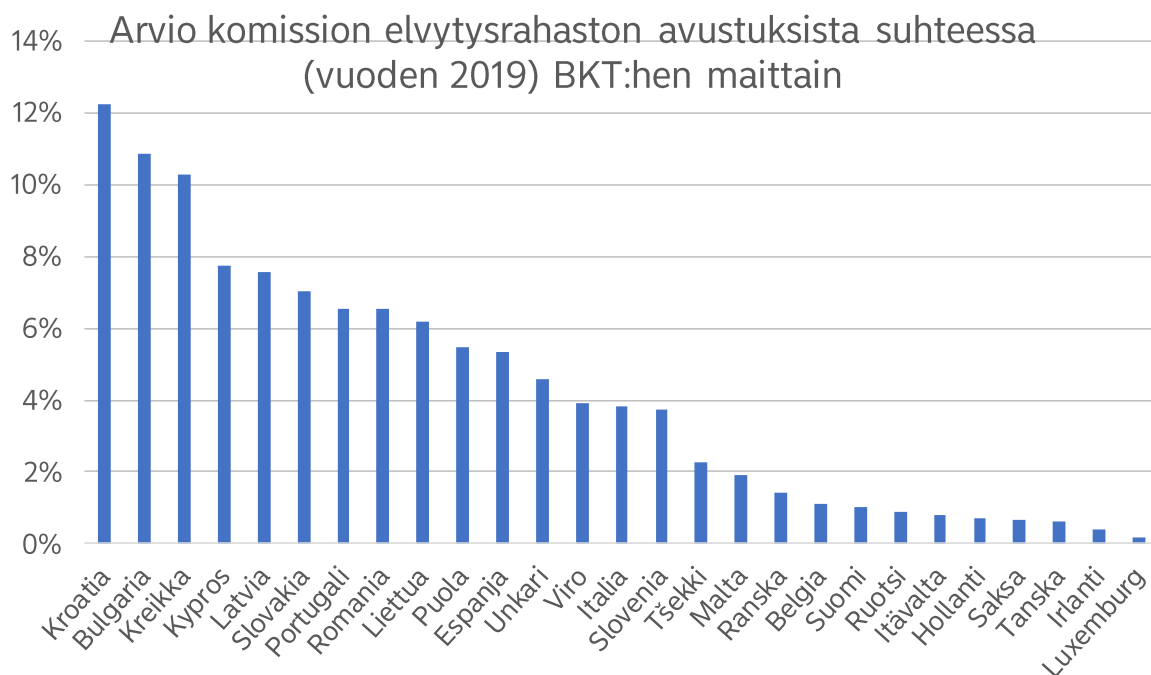
Kuva 3: Komission ehdotus elpymisrahaston avustusten jakamisesta maittain



Lähteet: Nordea ja Macrobond



Lähteet: Nordea ja Macrobond



Lähteet: Nordea, Eurostat, komission arviot