

VALTIOVARAINMINISTERIÖ

VALTIOIDEN VELKOJEN HALLITTU UUDELLEENJÄRJESTELY

Tausta

Van Rompuy'n ryhmän raportti toteaa, että on tarve perustaa euroalueen kriisinhallintajärjestelmä, joka määrätietoisesti hoitaa ns. moraalikato-ongelmaa. Järjestelyn tulisi vahvistaa jäsenvaltioiden kannustimia terveeseen finanssi- ja makrotalouspolitiikkaan sekä vahvistaa sijoittajien kannustimia lainata vastuullisesti.

Van Rompuy'n ryhmän raportin mukaan:

- Uuden mekanismin on autettava estämään rahoitusmarkkinoiden epävakaus euroalueella tilanteessa, jossa jollakin jäsenvaltiolla ei ole enää realistista mahdollisuutta markkina-rahoitukseen.
- Pysyvään kriisinhallintamekanismiin liittyviä keskeisiä elementtejä olisivat yksityisen sektorin korostunut rooli ja vastuu, IMF:n avustava rooli ja sekä vahva ehdollisuus, joka liittyisi maiden sopeutusohjelmiin. Kriisinhallintamekanismin tarkkojen piirteiden ja operationaalisten voimavarojen määrittäminen vaatii lisäselvittelyä, johon kuuluisi EU:n, euroalueen ja euroalueen jäsenvaltioiden roolien ja vastuiden selvittäminen. Komissio on samaan aikaan laatimassa arviota nykyisistä mekanismeista ja niiden vaikutuksista.
- Koska kriisinhallintajärjestelmän perustaminen voi järjestelmän erityisistä piirteistä riippuen, merkitä tarvetta perussopimuksen muuttamiseksi, asia kuuluu Eurooppa-neuvostolle. Tässä yhteydessä Eurooppa-neuvosto voi tarkastella myös muita avoimia asioita kuten äänivallan menetystä.

Ranskan ja Saksan 18.10.2010 Deuvillella pitämän huippukokouksen julkilausuma totesi, että perussopimuksen muutos on tarpeen ja Eurooppa-neuvoston puheenjohtajaa tulisi pyytää esittämään, läheisessä yhteydessä Eurooppa-neuvoston jäsenten kanssa toimien, konkreettiset vaihtoehdot kriisinhallintajärjestelmästä ennen maalikuun 2011 Eurooppa-neuvostoa. Ranskan ja Saksan julkilausuman mukaan perussopimuksen muutos tulisi rajoittaa seuraaviin asioihin: Järjestelmällisen kriisinhallinnan turvaamiseksi tarvitaan pysyvä ja toimiva järjestelmä, joka sisältää tarvittavat järjestelyt yksityisen sektorin velkojen riittävälle osallistumiselle ja sallii jäsenvaltioiden ryhtyä koordinoituihin toimiin euroalueen rahoitusvakauden turvaamiseksi. Jäsenvaltio menettää äänivallan, jos se rikkoo vakavasti EMU:n perusperiaatteita.

Lähtökohtia kriisinhallintajärjestelmälle

Lähtökohta EU:n kriisinhallintaa koskevassa jatkotyössä on, että EU:n jäsenvaltiot ovat perustamissopimuksen mukaan itse vastuussa finanssipolitiikastaan ja julkisesta taloudestaan. Kriisinhallintamekanismien tavoitteena ei ole yksittäisen jäsenvaltion tukeminen, vaan euroalueen rahoitusvakauden turvaaminen ilman yhteisvastuuta jäsenvaltioiden veloista.

Kriisinhallinta olisi perusteltua kytkeä kiinteäksi osaksi talouspolitiikan koordinaation tiivistämistä ja siihen liittyviä ehtoja. Järjestelmän olisi oltava toimiva myös tilanteessa, jossa jonkin maan velkatilanne osoittautuu lopullisesti kestäättömäksi maan talouden kasvunäkymiin ja valtion tulopohjaan nähden.

Euroalueella pitäisi olla käytettävissä kestävämmän velkatilanteen varalta järjestely, missä valtion velkojen määrää hallitusti alennetaan ja ehtoja muutetaan siten, että ne jälleen tulevat talouden kannalta kestäväälle tasolle. Uuden alennetun tasoisen velan hyväksyttävyyden saavuttamiseksi, saattaa olla tarpeen, että velallismaa myöntää velalle vakuudet. Ne voisivat olla joko valtion finanssivarallisuutta tai muuta omaisuutta. Vakuuksien vaatiminen valtion veloista on poikkeuksellista, mutta ei kokonaan tuntematonta.¹

Tavoitteena uudelleenjärjestelyssä olisi palauttaa kestävämmään velkatilanteeseen ajautuneen maan velka takaisin kestäväälle tasolle. Samalla lisättäisiin valtion velkaan sijoittajien yleistä riskitietoisuutta, vähennettäisiin sijoittajien mahdollisuutta nojautua julkisten tukimuotojen apuun (moraalikato). Edelleen tavoiteltaisiin valtioiden rahoitusvastuiden pienentämistä suhteessa toisiin jäsenmaihiin, kun tukimuodot korvattaisiin sijoittajien vastuun realisoitumisella.

Seuraavassa on esitetty, miten valtioiden velkojen liikkeeseen laskuissa tulisi myös varautua lopulliseen maksukyvyttömyyteen ja miten hallittu velkajärjestely voitaisiin tarvittaessa toteuttaa. Kyse on alustavista ajatuksista, joita Suomi voisi tuoda alkavaan keskusteluun.

Velkojen hallitussa uudelleenjärjestelyssä tärkeä vaatimus on velkojen keskinäisen koordinaation saavuttaminen. Koordinaatio-ongelman ratkaisemiseksi on esitetty kahta eri lähestymistapaa: **velkasitoumuksiin liitettävät yhteistoimintalausekkeet (Common Action Clauses)** sekä pidemmälle menevät **institutionaaliset tai lainsäädännölliset muutokset, ml. velkaselvityksestä ja uudelleenjärjestelystä** vastaavan instituution perustaminen. Lähestymistavat eivät ole toisiaan poissulkevia, vaan voivat toteutua toisiaan täydentävinä. Järjestelyjen toteutustavat saattavat tosin edellyttää hyvin eritasoisia toimenpiteitä.

Yhteistoimintalausekkeet

Euroalueen hallitusten tulisi yhteisesti sitoutua siihen, että ne kaikissa valtion joukkovelkojen liikkeeseenlaskuissaan sisällyttävät velkasitoumuksiin yhteistoimintalausekkeet. Näissä lausekkeissa määriteltäisiin yhtenäisellä tavalla menettelytavat, joita noudatetaan velkojen uudelleenjärjestelyissä siinä tilanteessa, jossa velallismaan lopullinen maksukyvyttömyys on todettu. Uudelleenjärjestely mahdollistuu, koska yksittäiset velkojat eivät voi sitä estää, eivätkä voi siten pyrkiä saamaan muita velkojia parempaa kohtelua. Kun yleinen velkajärjestelyn mahdollisuus olisi olemassa, voitaisiin nyt voimassa olevien tukijärjestelyjen olemassaoloa arvioida uudestaan, joko lopettaa ne kokonaan tai rajata ne vain selkeiden tilapäisten likviditeetti-ongelmien hoitoon. Vaikka määräaikaiseksi sovittujen tukijärjestelyjen olemassaolo lakkaisikin, toimintamallit olisivat edelleen tiedossa ja tarvittaessa nopeasti otettavissa käyttöön uudelleen.

Jo nykyisin valtion velkakirjoihin on sisällytetty yhteistoimintalausekkeitä. Niitä on erityisesti veloissa, jotka on liikkeeseen laskettu muussa kuin kotimaan valuutassa. Vaikka EU:n jäsenvaltiot ovat jo sisällyttäneet yhteistoimintalausekkeitä velkakirjoihin, G10 antaman suosituksen mukaisesti, niitä ei käytetä kattavasti ja lausekkeiden sisällöissä on merkittäviä eroja. Lausekkeiden kattava käyttöönotto yksittäisenä toimenpiteenä ilman muita järjestelyjäkin jo sinänsä lisäisi sijoittajan riskitietoisuutta ja vähentäisi moraalikadon vaaraa. Sijoittajien vaatimat rahoitusehdot heijastaisivat valtion rahoitukseen liittyviä riskejä nykyistä paremmin.

Yhteistoimintalausekkeiden sisällyttäminen uusiin velkoihin voidaan toteuttaa poliittisella päätöksellä. Velkajärjestelyn menettelytavat ja prosessi sekä siihen liittyvät mahdolliset institutionaaliset tai lainsäädännölliset muutokset tulisi käsitellä osana EU:n talouspolitiikan koordinaation kehittämistä. Järjestelyn yksityiskohdat tulisi selvittää mukaan lukien yhteistoimintalausekkeiden suhde valtioiden velko-

¹ Näin meneteltiin lukuisissa tapauksissa 80-luvulla, kun useat maat velkajärjestelyn jälkeen laskivat liikkeeseen ns. Brady-bondeja.

jen luottoriskijohdannaisiin. Uudelleenjärjestelyn tulisi olla tehokas ja nopea, missä kriisiin joutuneen maan valtionvelat (joukkolainat) kokonaisuudessaan juridisesti pitävästi uusitaan. Prosessin tulisi kaikissa tapauksessa tarvittaessa toimia myös valuutta-alueen sisällä sen yhtenäisyyttä vaarantamatta.

Kun yhteistoimintalausekkeet myöhemmin rutiininomaisesti lisättäisiin velkoihin, ne eivät välttämättä nostaisi hyvän maksajan maineessa olevan valtion rahoituskustannuksia. Muutoinkin yhteistoimintalausekkeet saattavat toimia jopa rahoituskustannusta pienentävästi, jos järjestäytynyttä ja velkojen tasa-arvoisen käsittelyn takaavaa uudelleenjärjestelyprosessia pidetään parempana kuin mahdollisesti kaoottista ja vuosia kestävästä velkojen selvittelyprosessista eri oikeusasteissa. Jos taas jokin valtio haluaisi kompensoida yhteistoimintalausekkeista mahdollisesti tulevaa kustannusten nousua, se voisi lisätä lainoihinsa erilaisia velan ehtoja parantavia elementtejä, joista merkittävin olisi valtion omaisuuteen tai saamiin kohdistuvien vakuuksien tarjoaminen velan määrälle.

Uudelleenjärjestelyn toteutus

Lähtökohtana EU:n kriisinhallinnassa on, että EU:n jäsenvaltiot ovat perustamissopimuksen mukaan itse vastuussa finanssipolitiikastaan ja julkisesta taloudestaan. Osana talouspolitiikan koordinaation tiivistämistä olisi varmistettava, että tartuntavaikutukset muihin maihin rajataan ja että kriisistä ei aiheudu kustannuksia muille jäsenvaltioille. Jos kriisi on vastuuttoman talouspolitiikan seurausta ja johtaa kestävättömään *maksukyvyttömyyskriisiin*, siitä voisi seurata hallitun velkajärjestelyn käynnistäminen. Velkajärjestelyssä kriisiin ajautuneen maan joukkovelkakirjamuotoiset velat uusittaisiin määräiltään ja ehdoiltaan. Mekanismin on oltava ennakkoon suunniteltu ja olemassa, jotta prosessi voidaan viedä läpi tarvittavan nopeasti. **Jotta uudelleenjärjestely voidaan hoitaa hallitusti, se saattaa edellyttää keskitetyn velkaselvityksen perustamista. Harkittava olisi, minkä instituution yhteyteen selvitysjärjestely perustettaisiin ja mikä rooli myös IMF:llä tässä olisi.**

Valtion velkojen uudelleenjärjestelyjen kanssa pitkälle analogista menettelyä suunnitellaan myös pankkisektorin kriisien hoitoon. Näissä järjestelyissä valtion tukitoimien sijaan vastuuseen tulisivat paitsi rahoituslaitosten omistajat, uutena ryhmänä myös sijoittajat kuten pankkien liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjojen haltijat. Tässä niin sanotussa sisäisessä pelastusmenettelyssä, vastakohtana julkisen tuen varaan nojautuville ulkoisille tukitoimille (bail-in versus bail-out), kriisiin ajautuneen pankin joukkovelkakirjoja joko konvertoitaisiin omaksi pääomaksi, tai vaihtoehtoisesti velkojen arvoa alennettaisiin ja velan arvon alennuksilla kuitattaisiin jo syntyneitä tappiota. Nämä toimenpiteet parantaisivat pankin tilannetta ja sallisivat pankkitoiminnan jatkumisen parhaassa tapauksessa ilman valtion rahallista väliintuloa. Valtion velkajärjestelyllä ja pankkisektorin kriisinhallinnalla on selvä yhteys. Velkojen järjestelyn yhdessä maassa ei tulisi aiheuttaa pankkisektoriin kohdistettavia tukitoimia toisessa maassa, vaan tällöinkin velkojen/sijoittajien vastuun tulisi toteutua. Jos euroalueen valtion velkajärjestelystä seuraa ongelmia toisen euroalueen maan systeemisesti tärkeille pankeille, vastuu ongelman hoitamisesta on pankkien kotivaltioilla ilman yhteisvastuita. Rahoitussektoria koskevat ehdotukset velkojen aseman muuttamisesta tulevat harkittavaksi rahoituslaitosten kriisinhallinnan ratkaisumallien yhteydessä, ja jos asiassa päästään yhteisymmärrykseen, se vaatii tuekseen lainsäädännön muutoksia.

Sekä valtionvelkoja koskevassa uudelleen järjestelyssä että pankkikriisin ratkaisumallissa tavoitteet ovat samat, valtioiden tukimuotojen korvaaminen yksityisen sektorin sijoittajariskin toteutumisella kriisinhallinnan ensisijaisena vaihtoehtona, mistä seuraisi myös moraalikadon oleellinen pieneneminen.