



Lausunto eduskunnan talousvaliokunnalle Euroopan komission valtionvelkakirjavakuudellisia arvopapereita koskevasta ehdotuksesta (U61/2018 vp)

Euroopan komissio teki 24.5.2018 ehdotuksen valtionvelkakirjavakuudellisia arvopapereita eli ns. SBBS-arvopapereita koskevaksi asetukseksi (COM (2018) 339 final). Ehdotus pohjaa osin Euroopan järjestelmäriskikomitean (ESRB:n) asettaman työryhmän ko. arvopapereita koskeneeseen, tammikuussa 2018 julkistettuun raporttiin.¹ Valtioneuvoston kirjelmä U 61/2018 ottaa kantaa komission ehdotukseen.

Komissio esittää, että ehdotuksen päämääränä on mm. ”tukea Euroopan rahoitusalan yhdentymistä ja monipuolistumista vahvemman ja kestävämmän talous- ja rahaliiton luomiseksi” (COM (2018) 339 final, s. 1).² Spesifimpinä ongelmina, joita SBBS-arvopaperien avulla pyritään ratkaisemaan, komissio mainitsee pankkien kotimarkkinakeskeisyyden eli pankkien taipumuksen ottaa valtionvelkakirjasalkkuihinsa oman valtionsa velkakirjoja sekä turvallisiksi sijoitusvälineiksi luokiteltavien valtionvelkakirjojen riittämättömän tarjonnan.

SBBS-arvopaperit perustuisivat velkakirjapooliin, joka sisältäisi euroalueen valtioiden velkakirjoja etukäteen kiinnitetyissä, pääoma-avaimiin perustuvassa suhteissa, ja ne jäsenyisivät ainakin kahta eri tyyppiä oleviin (ylimmän etuoikeusluokan kuuluviin sekä yhteen tai useampaan alempaan etuoikeusluokkaan kuuluviin) sijoitusinstrumentteihin. Ehdotuksessa ylimpään etuoikeusluokkaan kuuluisi 70 prosenttia arvopaperien nimellisarvosta (s. 11).

Komission ehdotuksessa mainitaan muutamia perusteita, joiden nojalla SBBS-arvopapereita vastaavan valtionvelkakirjojen salkun (muutoin pääoma-avaimeen perustuvasta) rakenteesta voidaan poiketa. Jokin maa voidaan mm. ”sulkea pois perustana olevasta salkusta, jos ja niin kauan kuin jäsenvaltion valtionvelkakirjojen emissio on huomattavan vähäistä julkisen velan vähentyneen tarpeen tai heikentyneen markkinoille pääsyn vuoksi” (s. 12). Perusteista jälkimmäinen merkitsee, että SBBS-arvopapereiden välityksellä saatavan rahoituksen piiristä voitaisiin sulkea pois ne maat, joiden kannalta niiden välityksellä saatava rahoitus olisi tärkeintä, ja se sopii huonosti komission esittämiin yhdentymisen ja kestävämmän rahaliiton luonnin tavoitteisiin.

Kotimarkkinakeskeisyyden ongelmaan olisi mahdollista puuttua myös SBBS-velkakirjoihin käyttöön ottoon verrattuna yksinkertaisemmin keinoin. Esimerkiksi neljäntoista arvovaltaisen ranskalais- ja saksalaisekonomistin kuluva vuoden tammikuussa julkistamassa, paljon huomiota saaneessa ehdotuksessa ongelmaan puututtaisiin erillisellä ”valtionvelkakirjojen keskittymään” liittyvällä maksulla. Maksu muistuttaisi valtionvelkakirjoihin kohdistuvaa pääomavaatimusta, mutta sitä sovellettaisiin vain silloin, kun jonkin yksittäisen valtion velkakirjojen osuus pankin taseessa ylittäisi määrätyn rajan.³

ESRB:n työryhmä perustelee SBBS-velkakirjojen käyttöönottoa huomauttamalla, että pelkällä valtionvelkakirjojen hajauttamisella (ilman SBBS-velkakirjoihin liittyvää arvopaperien etuoikeusluokittelua)

¹ ESRB High-Level Task Force on Safe Assets, 2018, Sovereign bond-backed securities: a feasibility study, vols. I and II, p. 7.

² Seuraavassa sivunumeroja sisältävät viittaukset komission dokumenttiin viittaavat dokumentin suomenkieliseen versioon.

³ Bénassy-Quéré ym. (2018), ”Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform”, CEPR Policy Insight 91, p. 7.



olisi myös kriisejä levittävä ja systeemisen kriisin uhkaa kasvattava vaikutus. Työryhmän mukaan SBBS-velkakirjat johtaisivat paitsi valtionvelkakirjoista pankeille aiheutuvien riskien parempaan hajauttamiseen myös pankkien kokonaisuutena tarkasteltujen riskien pienemiseen.⁴

Työryhmän toivoma riskejä kokonaisuutena alentava vaikutus voi luonnollisesti toteutua vain, jos alemman etuoikeusluokan SBBS-arvopaperit päätyvät pääsääntöisesti muiden toimijoiden kuin pankkien haltuun. Onkin outoa, että komission ehdotuksessa SBBS-arvopapereihin esitetään sovellettavaksi (arvopapereiden etuoikeusluokasta riippumatta) samaa sääntelykohtelua kuin valtionvelkakirjoihin (COM (2018) 339 final, s. 20). Valtioneuvoston kannanotto, jossa se ilmoittaa suhtautuvansa varauksellisesti valtionvelkakirjojen kohtelua vastaavan sääntelykohtelun ulottamiseen SBBS-arvopapereiden etuoikeudeltaan heikompiin osuuksiin (U 61/2018, s. 10), on erittäin aiheellinen.

Etuoikeutettujen ja muiden velkakirjojen ero ilmenee käytännössä vain jonkin euroalueen valtion (osittaisessa tai täydellisessä) maksukyvyttömyystilanteessa. Tällä hetkellä euroalueelta puuttuvat selkeät säädökset, jotka täsmentäisivät, milloin jonkin maan voitaisiin katsoa olevan maksukyvytön ja miten ko. maan velat silloin järjestettäisiin uudelleen. Myös komission ehdotuksessa esiteltyjen markkinatoimijoiden näkemysten mukaan SBBS-arvopapereiden markkinoiden kehittyminen edellyttäisi menettelyllistä selkeyttä (osittaisessa) valtion maksukyvyttömyystapauksessa (COM (2018) 339, s. 7).

Kuten myös ESRB:n asettaman työryhmän raportissa huomautetaan, SBBS-arvopapereiden kysyntää ja niiden (myönteisiä ja kielteisiä) vaikutuksia koskevat kysymykset ovat empiirisiä, ja niihin voidaan vastata vain kokeilujen kautta. Komission pyrkimys uudistaa voimassaolevia säädöksiä niin, että SBBS-arvopapereiden kokeiluluonteinen emissio tulisi mahdolliseksi, on sinänsä kannatettava. Toivottu vakauttava vaikutus arvopapereilla voinee kuitenkin olla vain, jos euroalueelle luodaan (esimerkiksi Euroopan vakausmekanismin yhteydessä toimiva) velkajärjestelymenettely.

Helsingissä 24. syyskuuta 2018

Ilkka Kiema
Tutkimuskoordinaattori, ennustepäällikkö
Palkansaaajien tutkimuslaitos

⁴ ESRB High-Level Task Force on Safe Assets, op. cit., vol I, p. 7.