

Sixten Korkman

EMU ON EKSYKSISSÄ

– *Euroopan rahaliitto ja oikeat valinnat Suomen kannalta*

YHTEENVETO

Eurooppa on rahoituskaaoksen ja talousromahduksen partaalla. Ongelmien taustalla ovat erehdykset ja virheet rahaliiton suunnittelussa, sen käytännön toteutuksessa sekä vallitsevan kriisin hoidossa. Nykyisissä kriisitunnelmissa poliittiset erimielisyydet ja vastakkainasettelut syvenevät entisestään. Tilanetta voi pitää Euroopan unionin historian vaikeimpana.

Ulospääsy edellyttäne Kreikan valtion hallittua velkasaneerausta, muiden ongelmamaiden valtionlainojen likvidiyden turvaamista sekä toimia pankkien maksuvalmiuden ja vakavaraisuuden ylläpitämiseksi. Kreikan eroamiselle tai erottamiselle euroalueesta ei ole perusteita.

Tulevien kriisien ehkäiseminen vaatii useita korjauksia, joista osa on jo työn alla. Vakaus- ja kasvusopimusta on terävöitettävä. No bail out -säännön uskottavuus on palautettava, jotta jäsenmaiden talouspolitiikan kurinalaisuus voidaan varmistaa.

Rahaliiton valuvikojen korjaaminen vaatii kaavailun Euroopan vakausvälineen kaltaista pysyvää rahastoa ja velkajärjestelymekanismia, jonka avulla voidaan toteuttaa hallittu valtion velkasaneeraus.

EU tarvitsee tehokkaampia pankkien sääntely- ja valvontakeinoja sekä yhteisen tai vahvasti koordinoitun talletusvakuutuksen. Yhteisötasolle pitää luoda päätöksentekoon kykenevä koneisto ongelmiin ajautuneiden pankkien selvitystilan hoitoa varten.

Niin paluu markkaan kuin harppaus keskusjohtoiseen liittovaltioon ovat ajatuksia, jotka on syytä unohtaa. Näissä kaavailuissa ei ole taloudellista eikä poliittista järkeä – ei EU:n eikä etenkin Suomen kaltaisten pienten jäsenmaiden kannalta.

Sixten Korkman on EVAn ja ETLAn toimitusjohtaja



No 17 7.10.2011

”Demokraattisesti valitut hallitukset ovat kykenemättömiä tekemään kovia päätöksiä – paitsi äärimmäisen paineen alaisina” (Jean-Claude Trichet)

Päätelmät

1. Eurooppa on rahoituskaaoksen ja talousromahduksen partaalla. Poliittiset erimielisyydet ja vastakainasettelut syvenevät. Tilannetta voi pitää Euroopan unionin historian vaikeimpana. Suomen vakuusvaatimukset ovat tässä valossa pikantti yksityiskohta.

2. Rahaliiton ongelmien taustalla ovat monet erehdykset ja virheet. Rahaliitto käynnistyi liian laajana ja heterogeenisena. Yhteisesti sovittuja pelisääntöjä ei ole kunnioitettu. Viranomaiset eivät ole kantaneet riittävää huolta pankkien vakavaraisuudesta. Kriisin torjunnassa on jatkuvasti tehty ”liian vähän liian myöhään”.

3. Kyse on myös rahaliiton valuvioista. On ollut epäselvyyttä siitä, kuka toimii valtion viimesijaisena lainottajana (*lender of last resort*). Rahoitusjärjestelmän säätely on rakentunut sille kestävämmälle oletukselle, että kaikkien valtioiden joukkovelkakirjat olisivat täysin riskittömiä. Pankkien sisämarkkinoiden edellyttämät säätely- ja valvontainstituutiot ovat jääneet paljolti luomatta.

4. Kreikalle myönnettävää rahoituspakettia pidetään monella taholla välttämättömänä Eurooppa-tasoisena pankkikriisin välttämiseksi. Toisaalta lisärahoitus todennäköisesti vain lykkää velkajärjestelyä. Tämä puoltaa Kreikan valtion hallittua velkasaneerausta, joka toteuttaa sijoittajavastuuta nyt kaavailtua voimallisemmin. Kreikan eroamiselle euroalueesta tai sen erottamiselle ei ole perusteita.

5. Jäsenmaissa olisi ryhdyttävä nopeisiin ja ponteviin toimiin pankkien vakavaraisuuden ja toimintakyvyn turvaamiseksi. EKP:n olisi syytä alentaa ohjaukorko- ja tarjota pankeille rajoituksitta myös pitempia-kaista (esim. 12 kk) rahoitusta. Lisäksi EKP:n olisi toimittava (muiden kuin Kreikan) valtionlainojen likviditeetin turvaamiseksi.

6. Tulevien kriisien ehkäisemiseksi vakaus- ja kasvusopimusta (VKS) on terävöitettävä ja jäsenmaiden talouspolitiikan seuranta laajennettava. Vielä tärkeämpää on vahvistaa *no bail out* -säännön uskottavuutta.

Näin voidaan lisätä todennäköisyyttä, että markkinat arvioivat lainanottajien käyttäytymistä aiempaa huolellisemmin ja hinnoittelevat näkemyksensä myös lainojen riskipreemioihin. Jäsenmaiden talouspolitiikan kurinalaisuuden kannalta on hyödyksi, että siihen kohdistuu palautemekanismit sekä VKS:n että markkinareaktioiden muodossa.

7. Rahaliiton valuvikojen korjaaminen vaatii (kaavailun Euroopan vakausvälineen kaltaista) pysyvää valtion velkajärjestelymekanismia, jonka avulla voidaan toteuttaa valtion velkasaneeraus.

8. Valtiot voivat rahoitusmarkkinoilla joutua luottamuspuolan kohteeksi myös silloin, kun niiden ”fundamentit” ovat kunnossa ja ne eivät kärsi vakavaraisuusongelmista. Tällaisten tilanteiden varalta on oltava järjestelmä, joka tarvittaessa turvaa *valtionlainojen likvidiiden*. Viimesijaisena rahoittajana (*lender of last resort*) voi toimia EKP tai jäsenvaltioiden takuulla toimiva laitos, jonka rahoitus voi tapahtua markkinoilta tai EKP:lta lainaamalla.

9. Rahaliiton valuvikojen korjaaminen vaatii *pankkien sisämarkkinoiden edellyttämien instituutioiden* luomista. Tällöin on kyse yhteisestä säätelystä sekä valvonnan ja talletusvakuutuksen järjestämisestä yhteisötasolla tai näiden voimakkaasta koordinaatiosta. Lisäksi tarvitaan riittävät rahoitusresurssit omaava yhteisötason ongelmiin ajautuneiden pankkien selvitysjärjestelmä (*bank resolution mechanism*).

10. Rahaliiton tulevaisuutta pohdittaessa voidaan unohtaa haaveilu paluusta markkaan. Rahaliiton haajoaminen tarkoittaisi Euroopalle taloudellista ja poliittista katastrofia. Se olisi kaikkien ja erityisesti Suomen kaltaisten pienten maiden etujen vastainen.

11. Turhaa on myös haikailla harppauksesta syvemmälle poliittiseen liittoon, jonka yhtenä askeleena olisi ns. eurobondien liikkeeseen laskeminen. Tämä ajatus on ainakin perusmuodossaan maho niin taloudellisesti, poliittisesti kuin juridisestikin.

12. Suomen vakuusvaatimukseen voi periaatteessa suhtautua määrättyllä ymmärryksellä. Vakuusvaatimus on kuitenkin monella tavalla ongelmallinen, ja poliittisesti siitä muodostui Suomelle riippakivi. Lisäksi se antaa harhaisen kuvan Suomen todellisista eduista. Vakuudet ovat laiha lohtu, jos Eurooppa ajautuu sitä uhkaavaan sekasortoon. Vakuusvaatimuksesta pitäisi vastedes luopuva.

1. Johdanto: Mistä on kysymys?

Euroopassa on liikaa raskaasti velkaantuneita kotitalouksia, yrityksiä, pankkeja, valtioita ja muita julkisyhteisöjä. Ylivelkaantuminen murentaa talouskasvun edellytyksiä ja ylläpitää pelkoa maksukyvyttömyyteen ajautumisesta. Mitään helppoa ja nopeaa keinoa ylivelkaantumisen purkamiseksi ei ole olemassa.

Euroalue tarvitsee nopeita toimia, viisaita päätöksiä – ja päätöksille kansalaisten tuen.

velkaongelmat ovat kuitenkin saavuttaneet vaiheen, jossa vitkasteluun ei ole varaa. Tilanne vaatii nopeita toimenpiteitä, jos aiomme välttää pankkikriisin ja uuden taantumun.

Samalla rahaliitossa on otettava kantaa vaikeasti arvioitavissa oleviin institutionaalisiin ratkaisuihin. Euroopan päättäjien on tässä tilanteessa tiedettävä mitä haluavat ja osattava toimia sen mukaisesti. Näin siksi, että lähiaikoina tehtävät päätökset määrittävät rahaliiton kulkusuunnan ja sen poliittisen luonteen pitkälle tulevaisuuteen. On arvioitava sekä akuuttia tilannetta että rahaliiton arkkitehtuuria ja periaatteita.

Tarvitaan sekä nopeita ratkaisuja kriisin hallintaan saamiseksi että pitkän aikavälin toimia kestävästi järjestelmän luomiseksi. Näiden yhteensovittaminen muodostaa kuitenkin vaikean haasteen, sillä lyhyen ja pitkän aikavälin toimet ovat usein keskenään ristiriitaisia.

Lisäksi poliitikkojen on kyettävä vakuuttamaan kansalaiset tehtävien päätösten perusteista. Muuten vaarana on suppeasti kansallisten näkökohtien korostuminen, mistä Suomen vakuusvaatimukset käyvät esimerkkinä.

Tässä muistiossa arvioidaan euroalueen nykyistä kriisiä ja keinoja sen torjumiseksi. Pyrkimyksenä on vastata koko joukkoon kysymyksiä:

- **Onko** Suomen vakuusvaatimus perusteltu ja viisas?
- **Miksi** euro on valuutta vailla valtiota?
- **Missä** mennään, mikä meni pieleen, mitä pitää tehdä?
- **Mihin** suuntaan rahaliitto on kehittymässä?
- **Sortuuko** EU tai tuleeko sitä voimakkaan keskusvallan omaava liittovaltio?
- **Säilyykö** EU historiallisena kummajaisena, omalaatuisena liittovaltion ja itsenäisten valtioiden liiton hybridinä?

Euroopan rahaliitolla ei ole kriisinhallinnan edellyttämää poliittista päätöksentekojärjestelmää. Toimet ovat myöhässä, haparoivia ja riittämättömiä. Euroalueen

2. Suomi etsii omaa etuaan

Euroopan rahaliitto on alati pahenevissa vaikeuksissa. Kreikan valtion maksukyvyttömyydestä alkanutta ongelmavyöhytettä ei ole saatu hallintaan, laajamittaisista tukirahoituspaketeista huolimatta. Levottomuus on päinvastoin lisääntynyt ja saavuttanut sellaiset mittasuhteet, että koko Euroopan pankkijärjestelmä ja talous ovat romahduksen partaalla. Uusi taantuma heijastuisi laajasti maailmantalouteen. Mahdollisuudet sen torjumiseen elvyttävällä raha- ja finanssipolitiikalla ovat varsin rajoitetut.

Jos kielteinen kierre jatkuu, nykymuotoisen rahaliiton tulevaisuus on vaakalaudalla. Puheita rahaliiton hajoamisesta tai sortumisesta ei voi enää pitää pelkätään tuomiopäivän profettojen katteettomana pelotteluna tai haihatteluna. Euroopan päättäjät ovat perimmäisten kysymysten äärellä. He joutuvat pian ottamaan kantaa vaikutuksiltaan hyvinkin kauaskantoisiin ratkaisuihin.

Suomi elää omaa poliittista elämäänsä, ja Suomen EU-politiikan tärkein linjaus on viime aikoina ollut vakuusvaatimus. Suomen hallitus ja eduskunta ovat valmiit osallistumaan ongelmavaltioiden lisärahoitukseen vain sillä edellytyksellä, että Suomi saa lisätakuitensa vastineeksi vakuuksia, jotka rajoittavat veronmaksajien riskejä.

Vaatimuksen tausta on ymmärrettävä. Suomen kansalaisten on vaikea hyväksyä, että joudumme vaarantamaan verovarojamme Kreikan valtion tai Irlannin pankkien pelastamiseksi. Vielä vaikeampi on sulattaa, että viime kädessä näin suojataan ranskalaisia tai saksalaisia pankkeja luottotappioilta, joita näiden pankkien varomaton sijoitustoiminta uhkaa aiheuttaa (Kuvio 1).

Mieltä myrkyttää myös tieto siitä, että kaikki nämä maat ovat toistuvasti rikkoneet yhteisesti omaksutun vakuus- ja kasvusopimuksen (VKS) sääntöjä. Suomi ja Luxemburg ovat ainoat euromaat, joiden budjettivaje ja julkinen velka ovat aina pysyneet VKS:n asettamien rajojen puitteissa (3 ja 60 prosenttia kokonaistuotannosta).

Tuli on irti ja leviää, sammutustyö on kesken.

Rahaliiton tulevaisuus on vaakalaudalla. Se on isompi asia kuin Suomen vakuudet.

Suomalaisten suuttumukseen on hyviä perusteita.

Vakuudet ovat rahoitusmarkkinoilla sinänsä vaikiintunut käytäntö ja niille on perusteensa niin lainanantajan kuin lainanottajan kannalta.

Kreikan valtio omistaa runsaasti kiinteistöjä ja yhtiöitä, joita voisi arvopaperistaa ja käyttää vakuuksina. Tämä olisi järkevämpää kuin omaisuuden myyminen, joka tässä tilanteessa herkästi tarkoittaa myyntiä pilkkahintaan. Kreikka on komission, EKP:n ja kansainvälisen valuuttarahaston kanssa käydyissä neuvotteluissa sitoutunut myymään omaisuuttaan 50 miljardin euron edestä.

Vakuusvaatimus johti kuitenkin harhateille siinä vaiheessa, kun kreikkalaiset tarjosivat ja suomalaiset hyväksyivät ehdotuksen, jonka mukaan Kreikka tekisi Suomen valtiokonttoriin käteistalletuksen Suomen takausten vakuutena. Tällainen käteisvakuus olisi vastoin tukirahoituspäätöksen tarkoitusta, koska osa rahoituksesta ohjattaisiin Kreikan tilanteen helpottamisen sijaan takaisin yhdelle takaajalle.

Myös ns. reaali vakuuksiin (kiinteistöt ja valtionyhtiöt) liittyy ongelmia. Aiemmin liikkeeseen lasketuissa Kreikan valtion joukkovelkakirjoissa on lausekeita, jotka rajoittavat mahdollisuuksia tarjota myöhemmin liikkeeseen laskettaville valtionlainoille parempaa turvaa (ns. *negative pledges*). Lisäksi Kreikassa ei ole maanomistusta kiistattomasti osoitettavaa rekisteriä, jolloin kiinteistöjen myyntiin voi liittyä juridisia ongelmia. Oma kysymyksensä on, voitaisiinko reaali vakuuksia toden tullen realisoida suvereenin valtion tahdon vastaisesti.

Tosiasiassa Suomen vakuusvaatimuksesta on muodostunut EU-politiikkamme painolasti. Suomi voi olla sitä mieltä, että tukirahoitus Kreikalle pitää lopettaa ja Kreikan valtio on asetettava velkasaneeraukseen. Tällainen kanta on ehkä kova ja kiistanalainen, mutta sille on vahvat perustelunsa (vrt. jäljempänä). Suomi ei sen sijaan voi menestyä euroalueella erilliskohtelua vaativana vapaa matkustajana.

Vakuusvaatimus antaa myös omille kansalaisille väärän mielikuvan siitä, mitkä ovat Suomen ongelmat ja puolustettavana olevat edut EU-politiikassa. Mitkään vakuudet eivät suojaa Suomea rahaliiton vaikeuksien kärjistyksen ja Eurooppa-tasaisen pankkikriisin seurauksilta. Suomen ja rahaliiton muiden jäsenmaiden edut ovat pitkälti yhteiset, ja niitä voidaan puolustaa vain yhdessä ratkaisuja hakemalla.

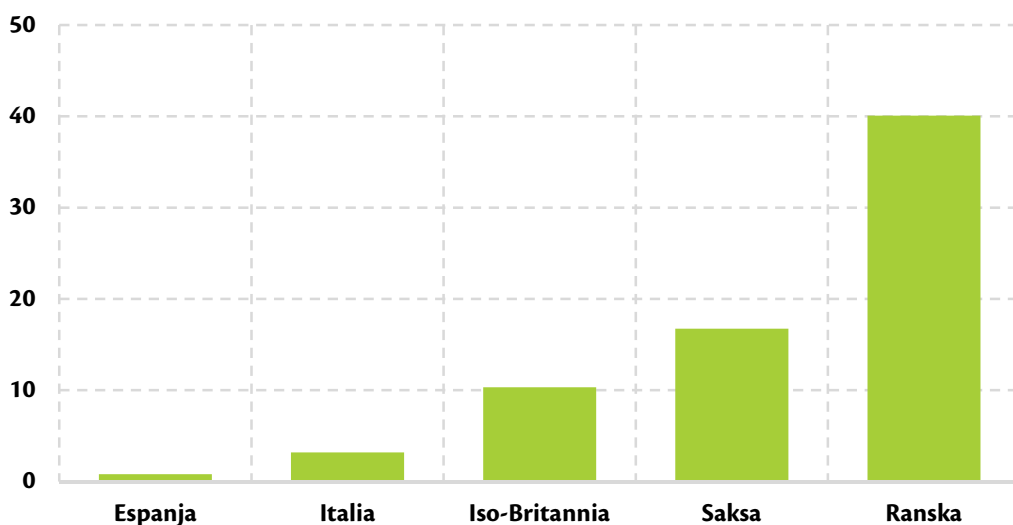
Vakuuskiista on nyt saanut ratkaisunsa. Neuvotteluissa on sovittu vakuudesta, jonka arvo ja merkitys saattaa olla kiistanalainen, mutta joka sallii sen että hallitus voi ilmoittaa olevansa tyytyväinen. Kiusallinen vakuuskiista voi kuitenkin saada jatkoa, jos tai kun jokin muu maa kuin Kreikka joutuu kääntymään ERVV:n puoleen. Parasta olisi, että Suomi vastedes luopuisi vakuusvaatimuksesta.

Suomen vakuusvaatimus on vienyt kotimaista keskusteluumme väärille raiteille. Valitettavasti hakoteil-

Vakuusvaatimus ei ole Suomen EU-politiikan kohokohtia, pikemminkin päinvastoin.

Kuvio 1

Eräiden maiden pankkien perimmäinen Kreikka-riski* sektoreittain, 1. neljännes 2011, mrd. euroa



Lähteet: BIS, ETLA.

* Pankkikonsernien luottoriski lopullisen riskinkantajan kotimaan mukaan (*ultimate risk*).

lä ei ole vain Suomen EU-keskustelu vaan myös koko Euroopan rahaliitto. Se on eksyksissä ja oikeaa kulkusuuntaa haetaan kuumeisesti.

Päättäjiin kohdistuu nyt poikkeuksellisen suuria vaatimuksia. Olisi löydettävä vakauden palauttava polku ja pystyttävä perustelemaan vaikeita päätöksiä omille kansalaisille. Euroaluetta koskevien päätös-

Suomen EU-politiikan lähtökohtana pitää olla ”iso kuva” ja ymmärrys siitä, mitä todellisia etuja puolustamme.

ten on nojaututtava mahdollisimman selkeään käsitykseen siitä, mitä rahaliitto on, miksi euroalue on vaikeuksissa, miten on toimittava kriisin torjumiseksi tässä ja nyt, ja miten rahaliiton instituutioita tulee kehittää vakauden turvaamiseksi tulevaisuudessa.

Suomen EU-politiikan lähtökohtana on vakuusvaatimuksen sijaan oltava ”iso kuva”, näkemys rahaliiton toivottavasta kulkusuunnasta.

3. Mistä eurojuna lähti liikkeelle?

Ajatus koko Euroopan yhteisestä rahasta juontuu syvälle historiaan. Aikoinaan Euroopan rahaliitto oli olemassa Rooman valtakunnan muodossa. Jokainen

Maastricht-sopimuksen ainutlaatuisuus: valuutta vailla valtiota.

Nykymuotoisella Euroopan rahaliitolla, jonka rakenne sisältyy Maastrichtin sopimukseen, on kovin toisenlainen lähtökohta.

EMU-aloitteen taustalla olivat aikoinaan Bretton Woods -järjestelmän romahdus, Euroopan valuuttakurssimekanismin jännitteet, halu parantaa ja täydentää sisämarkkinoiden toimintaa sekä pyrkimys Euroopan poliittisen integraation syventämiseen. Maastrichtin sopimuksessa määritellyn rahaliiton keskeinen ominaispiirre vuorostaan on, että se on *valuutta vailla valtiota*.

Rahaliitolla on yksi valuutta, yksi keskuspankki ja yksi rahapolitiikka, mutta jäsenmaat harjoittavat edelleen pääasiassa omaehtoista budjetti-, vero-, rahoitusmarkkina- ja työllisyyspolitiikkaa. Ei ole yhteistä veronkantoa tai varsinaisesti yhteistä velanottoa, eikä yhteistä valtiovarainministeriötä.

Rahaliiton arkkitehtuurista päättivät Maastrichtin sopimuksesta neuvoteltaessa pitkälti Saksa ja Ranska.

Näiden maiden poliittinen kulttuuri on keskenään kovin erilainen ja yhteisen käsityksen omaksuminen talouspolitiikan instituutioista oli hyvin vaikeaa.

Saksalaisessa makrotaloudellisessa katsannossa korostuu *Stabilitätsgemeinschaft*, talouden vakauden vaaliminen sitoutumalla tiukkoihin sääntöihin. Ranskalaisessa näkemyksessä nousee esille käsite ”*gouvernement économique*”, joka tarkoittaa talous- ja rahapolitiikan alistamista tilannekohtaiseen poliittiseen harkintaan. Näkemysero Saksan ja Ranskan välillä johti käytännössä siihen, että rahaliiton institutionaalinen pohja jäi ohueksi ja osin huonosti toimivaksi.

Rahaliiton synnyttämiseksi Ranskan presidentti François Mitterrandin oli suostuttava Saksan liittokansleri Helmut Kohlin vaatimukseen, että Euroopan keskuspankista (EKP) tuli tehdä vahva instituutio, jolla on poikkeuksellinen itsenäisyys ja joka sitoutuu vakaan hintakehityksen. Näin EKP:sta tuli – tai ainakin siitä piti tulla – eräänlainen Eurooppa-tasoinen ”Buba”, Bundesbank.

Rahaliiton toinen institutionaalinen elementti oli perussopimukseen sisältyvä liiallisten budjettialijäämien kieltäminen ja sen varaan rakennettu vakaus- ja kasvusopimus (VKS). Pyrkimyksenä oli talouspolitiikan koordinaation ja budjettipolitiikan kurinalaisuuden tukeminen oloissa, joissa vastuu finanssipolitiikasta säilyy jäsenmailla. Myöhemmin on kuitenkin osoittautunut, että VKS antaa liian heikkoja kannustimia sääntöjen noudattamiseksi.

Kolmas rahaliiton institutionaalinen piirre on ns. *no bail out -sääntö*, joka sisältyy nykyisen perussopimuksen artiklaan 125. Sen mukaan jokaisen valtion on vastattava omista sitoumuksistaan, eikä niitä ei ole luvalista siirtää muiden valtioiden tai komission tai EKP:n maksettavaksi tai vastuulle. Tätä yhteisvastuun toteuttamista kieltävää periaatetta voi pitää koko nykymuotoisen rahaliiton kulmakivenä. Sitä täydentää periaate (artikla 123), joka kieltää valtion keskuspankkirahoituksen. Sen mukaan keskuspankki ei saa rahoittaa jäsenmaiden budjettialijäämiä.

Jälkikäteen voi kuitenkin todeta, että *no bail out -sääntö* jäi puutteelliseksi. Sääntöä ei konkretisoitu tai operationalisoitu; ei mietitty mitä käytännössä tapah-

Stabilitätsgemeinschaft vastaan gouvernement économique.

EKP on, tai sen piti olla, Euroopan ”Buba”.

Rahaliiton rakenne jäi huteraksi. No bail out -säännön piti olla sen kulmakivi.

tuu, jos tai kun jokin valtio kaikesta huolimatta ajautuu maksukyvyttömyyden partaalle.

Näillä eväin ja melkoisen optimismin vallitessa käynnistyi Euroopan rahaliitto 1.1.1999. Syystäkin hanketta voi pitää historiallisesti ainutlaatuisena ja rohkeana kokeiluna, jonka kohtalolla on erinomaisen suuri merkitys koko Euroopan taloudelle ja poliittiselle kehitykselle.

4. Missä mennään?

Viime vuoden alussa Kreikan valtion liikkeeseen laskemien obligaatioiden korot nousivat tuntuvasi ja aiheuttivat pelkoja koko euroalueen vakaudesta. Kreikan tilanteen helpottamiseksi järjestettiin toukokuun alussa euromaiden välisten sopimusten avulla 110 miljardin euron tukirahoitus. Samalla Kreikalle määrättiin talouden sopeutusohjelma. Sen päämääränä on, että Kreikan talous palautuu kestävälle uralle ja että Kreikka selviytyy kaikista velvoitteistaan. Sopeutusohjelman toimeenpanoa valvoo komission, EKP:n ja Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) muodostama ”Troikka”.

Vain viikkoa myöhemmin euroalueen johtajat kokosivat uuden tukirahoitusjärjestelmän, jonka kooksi ilmoitettiin 750 miljardia euroa. Tästä komission osuus on 60 miljardia, jäsenmaiden välillä sovitun Euroopan rahoituksen vakausvälineen (ERVV) osuus 440 miljardia ja IMF:n osuus enintään 250 miljardia. Myöhemmin on todettu, että ERVV tarvitsee ”ylivakuuksia” kolmen A:n luokituksen säilyttämiseksi.

Tämän vuoksi sen lainanantokapasiteetti on pikemminkin vain runsaat 250 miljardia kuin 440 miljardia euroa.

Samanaikaisesti ERVV:n luomisen kanssa EKP ilmoitti aloittavansa tukiestot valtionlainamarkkinoilla ”rahapolitiikan välitysmekanismin turvaamiseksi”. Käytännössä kyse oli pääasiassa Kreikan valtionlainojen ostoista jälkimarkkinoilta.

Ajatuksena oli, että massiivinen tukijärjestelmä riittäisi rauhoittamaan markkinoita ja palauttamaan luottamuksen Kreikan ja muiden euromaiden velanhoidokykyyn. Toisin kävi: luottamuspula on levinnyt muita maita koskevaksi ja valtionlainojen korot ovat jatkaneet kohoamistaan (kuvio 2). Kreikan lisäksi ehdollista tukirahoitusta on sittemmin järjestetty Portugalille ja Irlannille.

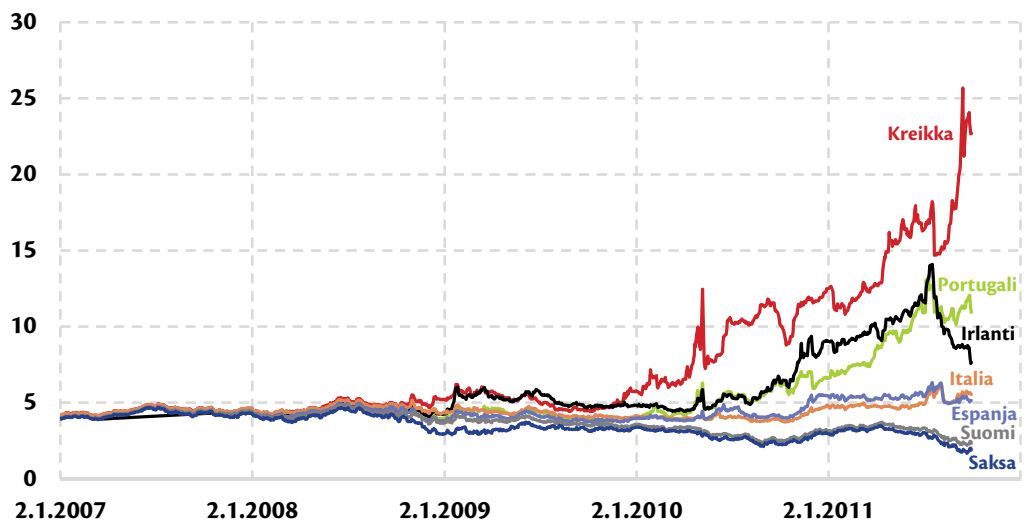
Tämän vuoden heinäkuussa euroalueen päättäjät sopivat ERVV:n uudistamisesta. ERVV:n rahoituskapasiteetin on määrä kasvaa 250 miljardista eurosta 440 miljardiin samalla kun sen käyttömahdollisuuksia laajennetaan ja joustavoitetaan.

Vastedes ERVV:n varoja voidaan käyttää ennakkoivasti myös sellaisen maan tukemiseksi, jolle Troikka ei ole määrännyt sopeutusohjelmaa. Lisäksi varoja voidaan käyttää valtionlainojen ostamiseen markkinoilta, myös vaikeuksiin ajautuneita pankkeja uudelleen järjesteltäessä (muissakin kuin Troikan valvonnassa olevissa maissa). ERVV:n uudistusta ei kuitenkaan vielä ole ratifioitu kaikissa jäsenmaissa.

Tukirahoituspaketit eivät ole onnistuneet rauhoittamaan markkinoita.

Kuvio 2

Eri maiden 10 vuoden valtionvelkakirjojen tuotto, %



Lähteet: Bloomberg, ETLA.

Samassa yhteydessä tehtiin Kreikan osalta periaatepäätös toisesta, 109 miljardin euron tukirahoituspa-

Kriisi on laajentunut periferiasta isompiin maihin, Espanjaan ja Italiaan.

ketista. Sen yhteydessä myös yksityiset sijoittajat realisoivat – varsin rajallisen – tappion. Kreikka-paketin toteutumisesta ei kuitenkaan vielä ole täyttä varmuutta, ja sen perusteltavuudesta voi esittää monia näkökohtia (vrt. jäljempänä).

Viime kuukausina markkinoiden epäluulo on kohdistunut yhä enemmän myös Espanjan ja Italian velanhoidokykyyn. EKP on siksi aktivoinut arvopapereiden osto-ohjelmaansa (*Securities Markets Programme, SMP*) ja tukenut näiden maiden joukkovelkakirjamarkkinoita. Espanja ja Italia ovat siinä määrin isoja maita, että nykymuotoisen ERVV:n resurssit ovat potentiaalsiin rahoitustarpeisiin nähden ilmeisen riittämättömiä.¹

Euroalue näyttää olevan jatkuvan ja pahenevan kriisin kourissa. Valtio toisensa perään joutuu luottamuspuolan kohteeksi. Pankkien välisillä markkinoilla on pelkoa ja vaaditut riskilisät ovat kohonneet (Kuvio 3). Pankkijärjestelmän pelätään ajautuvan yhä suurempiin likviditeetti- ja vakavaraisuusongelmiin, ja koko Euroopan talous uhkaa joutua uuteen taantumaa.

Pelot heijastuvat osakemarkkinoiden jyrkkänä laskuna (Kuvio 4) ja viime viikkoina myös euron kurssi on laskenut merkittävästi (Kuvio 5).

Tilannetta ei helpota se, että Euroopan keskuspankki (EKP) on jo pariin otteeseen nostanut ohjauskorkojaan estääkseen inflaation kiihtymisen. Lisäksi

useimmat Euroopan valtiot ovat kiristämässä finanssi-politiikkaansa valtiontalouden alijäämien pienentämiseksi. Uuden taantumun torjumista raha- tai finanssi-politiikalla ei nähdä mahdollisena.

On vaikea välttyä vaikutelmalta, että euroalueen jäsenmaat ja instituutiot ovat viime vuosina tehdyillä päätöksillä rikkoneet toistuvasti rahaliiton keskeisiä sääntöjä. VKS on pitkälti jäänyt kuolleeksi kirjaimeksi. Se ei kyennyt estämään julkisen talouden holtitonta menoa ennen kriisiä, koska säännöt olivat liian joustavia tai löysiä ja koska niitä ei noudatettu.

Kriisin koittaessa *no bail out* -säännöstä on luovuttu tai lipsuttu. Päätettyjä tukirahoituspaketteja on vaikea pitää tosiasiaa yhteensopivina tämän periaatteen kanssa.

EKP on ryhtynyt ostamaan jäsenmaiden valtioiden liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjoja ja se on pankkien välityksellä laajasti lainoittanut ongelmavaltioita. Niihin kohdistuvat saatavat muodostavat kasvavan riskin euroalueen veronmaksajien kannalta. Näin ei pitänyt olla.

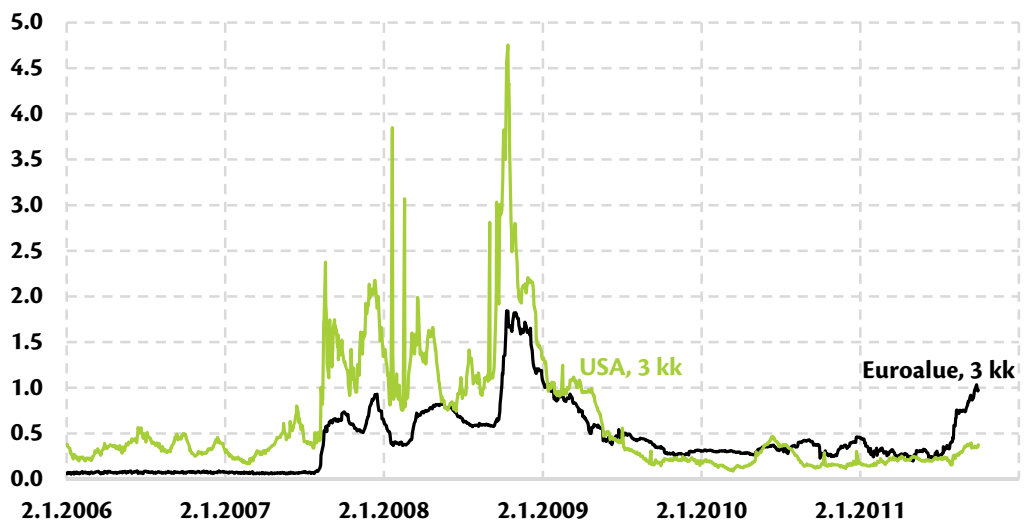
Euron kannatus kansalaisten keskuudessa on koetuksella, ja euroalueen sisälle on syntynyt poliittista eripuraisuutta. Etelä-Euroopan velkakierteessä olevien maiden ja Pohjois-Euroopan kolmen A:n luotto-

Taantumun torjumiseen on nyt heikosti aseita.

Euroalueen poliittinen yhtenäisyys on enenevästi koetuksella.

Kuvio 3

Rahamarkkinariski euroalueella ja Yhdysvalloissa



Lähteet: Federal Reserve, Suomen Pankki, ETLA.

luokkamaiden välille on kasvanut taloudellinen ja poliittinen juopa.

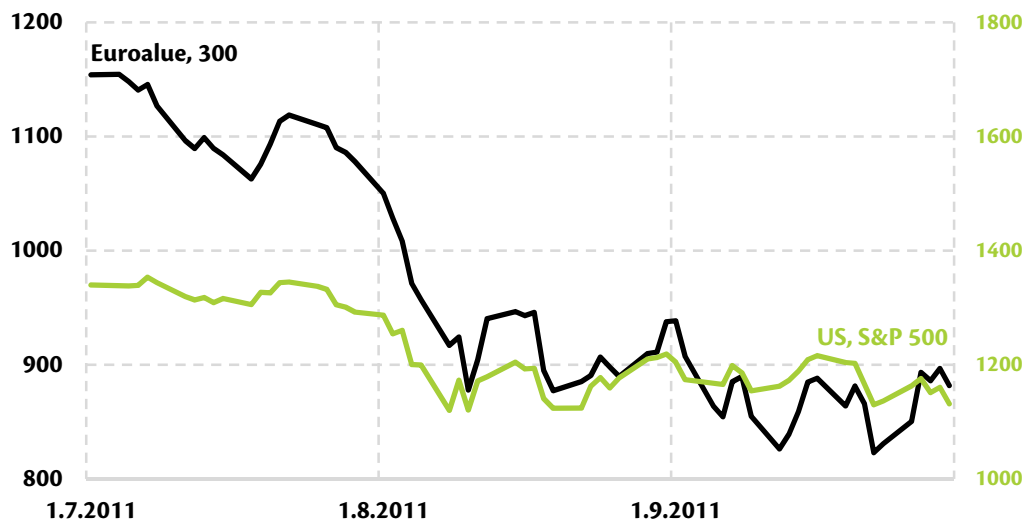
EKP:n nauttima luottamus saksalaisten keskuudessa on kovalla koetuksella. Yhä useammat poliitikot eri maissa ovat vaatineet jopa Kreikan erottamista rahaliitosta. Näin euroalueen uhkana on rahoituksen ja talouden ahdingon lisäksi poliittinen kriisi.

5. Mikä meni pieleen?

Euroalueen ongelmien taustalla on sekä poliittisia ja taloudellisia virhepäätöksiä että systeemisiä ongelmia. Ensimmäisessä tapauksessa parempaan päästään virheitä välttämällä ja toimimalla jatkossa viisaammin. Jälkimmäisessä tapauksessa on korjattava itse rahaliiton rakenteeseen sisältyviä valuvikoja.

Kuvio 4

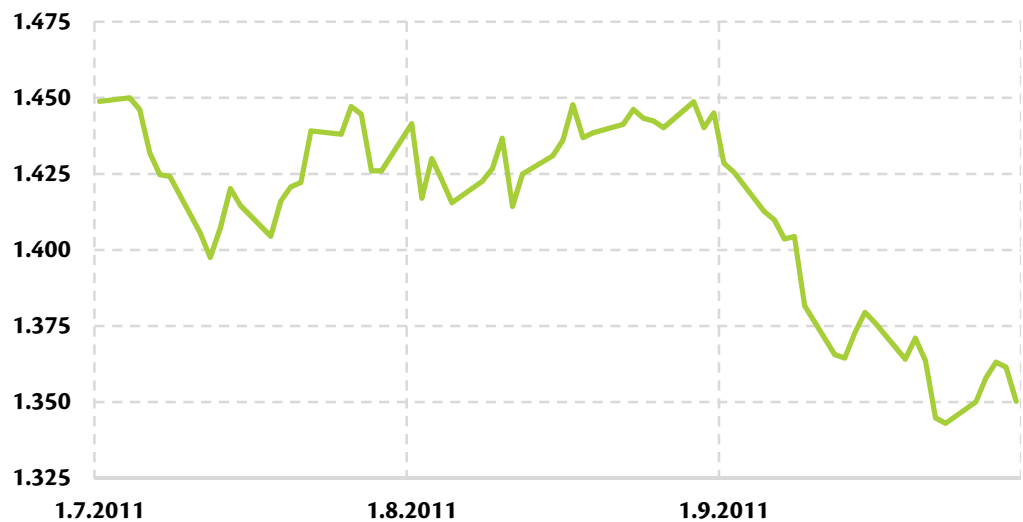
Yhdysvaltain ja euroalueen osakeindeksit



Lähteet: Bloomberg, ETLA.

Kuvio 5

Euro Yhdysvaltain dollareissa



Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Reuters (SDR-kurssi).

5.1. Virhevalintoja

Suurin yksittäinen poliittinen virhe oli liian laajan ja heterogeenisen rahaliiton synnyttäminen. Alkuperäinen ajatus oli, että rahaliitto koostuu Saksasta ja Ranskasta sekä Benelux-maista, EU:n ”kovasta ytimestä”. Poliittisista syistä EMU:n jäseniksi kuitenkin hyväksyttiin myös monia muita maita, myös sellaisia, joilla ei ollut kurinalaisen finanssipolitiikan edellyttämiä instituutioita tai poliittista kulttuuria.

Ilmeisin tapaus on Kreikka, joka keplotteli itsensä euroalueen jäseneksi väärillä tilastoillaan.

Jotkut maat olisi pitänyt jättää rahaliiton ulkopuolelle.

Myös Italian jäsenyyteen liittyi rahaliittoa perustettaessa suuria epäilyjä, etenkin Saksassa ja Hollannissa. Poliittiset näkökohdat johtivat silti siihen, että myös korkeasti velkaantuneet maat, kuten Belgia ja Italia, olivat alusta alkaen rahaliiton jäseniä.²

Etenkin Kreikka ja Italia, osaltaan myös Portugali ja Espanja, ovat lähes jatkuvasti kärsineet kilpailukyvyyn rapautumisesta sekä suurista vaihtotasevaikeuksista ja/tai budjettialijäämistä. Saksa ja Hollanti, osaltaan myös Itävalta ja Suomi, ovat sen sijaan joko parantaneet kilpailukykyään tai säilyttäneet sen kohtuullisen hyvin. Näiden maiden vaihtotase on ollut ylijäämäinen ja budjettitasapaino muita maita parempi. Näin euroalueen sisäinen erkaantuminen on vuosien mittaan kumuloitunut tavalla, joka johti väistämättä ristipaineisiin rahaliitossa.

Vain pieni Suomi ja pikkuruinen Luxemburg ovat aina kunnioittaneet yhdessä sovittuja pelisääntöjä.

Syyttävä sormi voidaan kohdistaa siihen, että jäsenmaat sallivat yhteisten pelisääntöjen eli VKS:n veloitteiden laiminlyönnin.³ Näin budjettikuri jäi monissa jäsenmaissa kovin puutteelliseksi. Toisaalta Irlannin ja Espanjan ongelmat eivät niinkään liity heikkoon valtion budjettikuriin vaan enemmänkin yksityisen sektorin liialliseen velanottoon ja sillä rahoitettuun kiinteistöjen hintakuplaan.

Ongelmavaltioiden tilanne on nähtävä syksyllä 2008 alkaneen globaalien finanssikriisien valossa. Kriisi ravisutti rahoitusmarkkinoita ja synnytti sijoittajissa pelkoa luottotappioista. Voimistunut riskinkarttaminen johti ongelmavaltioiden korkojen kohoamiseen, mikä on edelleen heikentänyt niihin kohdistuvaa luottamusta ja ruokkinut sijoittajien pelkoa ja va-

rovaisuutta. Osaltaan luottamusta nakertaa myös edessä tai tapahtumassa oleva väestön ikärakenteen muutos, joka on omiaan heikentämään merkittävästi julkisen talouden rahoitusta pitkällä aikavälillä.

On opettavaista verrata Yhdysvaltojen ja Euroopan toimia finanssikriisin jälkihoidossa. Yhdysvalloissa Lehman Brothersin kaatuminen johti melko nopeasti siihen, että viranomaiset toteuttivat pankkien stressitestin. Pankkeja vaadittiin tarvittaessa pääomittamaan itsensä joko hakemalla pääomia markkinoilta tai turvautumalla viranomaisten apuun (ns. TARP- ja TALF-ohjelmat). Nyt huoli pankkien toimintakyvystä on Yhdysvalloissa paljon vähäisempää kuin useimmissa Euroopan maissa.

Euroopassa pankkien stressitesti tehtiin vastahakoisesti, myöhään ja puutteellisesti. Tänä kesänä julkistettiin uuden stressitestin tulokset, mutta toimet pankkien pääomittamiseksi ovat olleet riittämättömiä tilanteen sisältäviin uhkiin nähden. Tämä on valitettavaa, sillä pohjimmiltaan euroalueen velkakriisi on vakava ja vaarallinen juuri sen takia, että se saattaa laukaista itseään ruokivan pankkikriisin.

On sinänsä ymmärrettävää mutta valitettavaa, että euroalueen päättäjät ovat toimineet liian hitaasti ja ponnettomasti. Kuten edellä jo todettiin, rahaliiton päätöksenteon järjestelmää ei ole luotu kriisienhallintaa ajatellen. Toiminnan selkeyttä haittaa ainakin markkinoiden ja kansalaisten kannalta epäselvyys siitä, kuka todella johtaa euroalueen toimintaa ja kenen tulisi siitä viestittää. Onko se komission presidentti, talouskomissaari, euroryhmän puheenjohtaja, EKP:n puheenjohtaja, Eurooppa-neuvoston puheenjohtaja tai Saksan liittokansleri ja Ranskan presidentti?

Rahaliiton jäsenmaiden politiikassa on viime vuosikymmenen aikana tehty paljon ja vakavia virheitä. Myös sijoittajat ja rahoituslaitokset ovat syylistyneet toistuviin ja suuriin virhearvioihin aliarvioidessaan kovin pitkään riskejä, jotka liittyvät liialliseen valtion velkaantumiseen tai kilpailukyvyyn rapautumiseen.

Todennäköisesti kokemuksista voidaan ottaa opiksi. Eri asia on, riittääkö tällainen oppimisprosessi turvaamaan rahaliiton tyydyttävän toiminnan.

Pankkien stressitesteissä vitkasteltiin ja niiden pääomittamisesta ei kannettu riittävää huolta.

Rahaliiton päätöksenteko ei ole läpinäkyvä ja kommunikointi on joskus sekavaa.

5.2. Valuvikoja

Rahaliitossa voidaan nähdä olevan myös vakavampia pulmia tai systeemisiä ongelmia. Tämä ei ole yllättävää ja se on nähtävä sitä taustaa vasten, että EMU oli alusta pitäen vahvasti poliittinen projekti, jossa taloudelliset näkökohdat jäivät joskus taka-alalle tai vaille riittävää harkintaa. Jälkeenpäin voi todeta, että rahaliiton valmistelussa ainakin seuraavat kysymykset jäivät aivan liian vähälle pohdinnalle:

Kuka toimii tarvittaessa valtion viimesijaisena lainoittajana (lender of last resort)?

EKP toimii pankkien maksuvalmiuden turvaamiseksi. Tämä on olennaista, koska pankit voisivat muuten joutua luottamuspanan ja talletuspaon kohteeksi. Mutta myös valtio voi joutua markkinoilla luottamuspanan kohteeksi. Näin voi käydä, vaikka sen tilanne on pohjimmiltaan vakaa.

Tämän takia voi olla tarkoituksenmukaista, että keskuspankki tai jokin muu instituutio (kuten ERVV)

Valtio voi joutua markkinoilla myös perusteettoman luottamuspanan kohteeksi.

tarvittaessa ostaa valtion joukkovelkakirjoja valtioiden likviditeetin parantamiseksi. Muuten vaarana on, että jopa perusteettoman kielteiset odotukset toteuttavat itseään (*multiple equilibria*).

Yhdysvalloissa, Englannissa tai Ruotsissa hallitus voi luottaa siihen, että keskuspankki tarvittaessa operoi valtion lainamarkkinoilla. Rahaliiton sisällä yksittäisen jäsenmaan tilanne on toinen.

Kreikka tai Suomi ei voi luottaa siihen, että EKP ryhtyy ostamaan näiden maiden valtionlainoja vaikka niiden likviditeetti olisi huono ja korko nousisi kovin korkeaksi. Tämä on ymmärrettävää ja tärkeääkin, sillä keskuspankista voisi muuten tulla liikaa lainaavien valtioiden rahoitusautomaatti.⁴ Mutta epäselväksi jää, kuka sitten tarvittaessa toimii viimesijaisena lainoittajana.

Miten no bail out -sääntöä toteutetaan käytännössä?

Perussopimuksen mukaan kunkin jäsenmaan on vastattava omista veloistaan. Muut maat tai komissio tai EKP eivät saa rahoittaa ongelmiin ajautuneen valtion budjettialijäämiä. Tämän periaatteen voi katsoa olevan

Olisi etukäteen pitänyt miettiä, mitä no bail out käytännössä tarkoittaa ja edellyttää.

Maastrichtin sopimuksen mukaisen rahaliiton peruskivi.

Käytännössä tästä vaatimuksesta on vaikea pitää tiukasti kiinni. Ainakin nykytilanteessa pelkona on, että yhden maan ajautuminen maksukyvyttömyyteen voisi laukaista Euroopan laajuisen pankkikriisin kaikkine seurauksineen. Tästä syystä tukirahoitusoperaatioihin on viime vuosina ryhdytty.

Mitä vaatimuksia pankkien sisämarkkinat asettavat?

Sisämarkkinoiden toteuttamiseksi riittää monesti kaupan vapauttaminen ja erilaisten rajaesteiden purkaminen. Pankkitoiminta on kuitenkin monella tapaa säädeltyä ja valvottua. Lisäksi pankkijärjestelmä on koko kansantalouden kannalta siinä määrin tärkeä, että valtio käytännössä toimii pankkien takuumiehenä. Kriisin sattuessa valtio yleensä ryhtyy toimiin pankkien toimintakyvyn turvaamiseksi tavalla tai toisella, äärimmäisenä keinona pankin tilapäinen kansallistaminen.

Rahaliitosta päätettäessä ei riittävästi mietitty niitä pulmia, joita tämä pankkien ja valtioiden välinen tiivis kytkeä aiheuttaa pankkitoiminnan integroitues- sa. EKP:lla ei perussopimuksessa ole sanottavaa mandaattia toimia pankkijärjestelmän vakauden turvaamiseksi. Pankkien sää- telyn suuntaviivoista määrätään toki yhteis- sötasolla mutta val- vonnan osalta jäsen- maiden koordinaatio ei ole kovin vahvaa.

Euroalueella tai EU:lla ei ole koneistoa vaikeuksiin ajautuneiden pankkien uudelleen järjestämiseksi ja eurooppalaisen pankkikriisin hallitsemiseksi.

Pankkitoiminnan todelliset sisämarkkinat edellyttävät moninaista säätelyn ja valvonnan yhteen sovittamista.

Entä jos valtioiden joukkovelkakirjat eivät olekaan riskittömiä?

Pankkien säätelyssä on lähdetty siitä, että kaikki valtion joukkovelkakirjat ovat täysin riskittömiä. Siksi pankkien pääomavaatimukset ovat sitä pienempiä mitä enemmän niiden salkuissa on valtionlainoja. Näin pankkien säätely on tavallaan subventoinut pankkien sijoituksia valtionlainoihin, joita pankkien salkuissa onkin runsaasti.

Nykyisen kriisin valossa tämä järjestelmä on nurinkurinen. Se on myötävaikuttanut siihen, että pankeissa eli systeemisesti tärkeissä instituutioissa on ongelmavaltioiden lainojen muodossa hankala riskikittymä. Rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta olisi parempi, että riskipitoiset saatavat, olivat ne sitten valtionlainoja tai muita, ovat enemmän muiden sijoitajien kuin pankkien salkuissa.

Ongelma ei koske vain euroaluetta. Mutta valtion luottotappioriski on rahaliiton jäsenmaan kannalta suurempi kuin sellaisella maalla, joka viime kädessä voi pakottaa keskuspankin ”setelirahoitukseen” (osittamaan valtion joukkovelkakirjalainoja rajoituksitta).

Todettakoon, että myös EKP pitkään hyväksyi kaikkien valtioiden joukkovelkakirjat täysimääräisenä

Oletus riskittömistä valtionlainoista on osoittautunut vaaralliseksi illuusioksi.

keelle laskemien joukkovelkakirjalainojen korkoeroja.

Rahaliiton saattaminen kestäväälle polulle vaatii kaiken kaikkiaan virheiden välttämistä ja niistä oppimista sekä järjestelmän valuvikojen korjaamista. On noudatettava vahvempaa budjettikuria ja parempaa talouspolitiikkaa. On kyettävä antamaan *no bail out* -säännölle operatiivista sisältöä ja samalla tarvittaessa turvattava niin pankkien kuin valtioiden maksuvalmius. On luotava institutionaaliset puitteet, joita pankkien sisämarkkinoiden toiminta edellyttää.

6. Mitä pitää tehdä?

Euroalueen ongelmat ovat kahtaalla: toisaalta olisi torjuttava nykyistä kriisiä, toisaalta olisi kehitettävä instituutioita tulevien kriisien ehkäisemiseksi. Nämä kaksi vaatimusta lyövät helposti toisiaan korville. Päättäjien puheet velkasaneerauksen toteuttamisesta tulevaisuudessa johtavat herkästi nyt vaikeuksissa

Dilemma: Lyhyen ja pitkän aikavälin politiikkavaati- mukset ovat ristiriitaisia.

tärkeyttä pitkän tähtäimen vakauden edellytyksenä, mikä osaltaan sysäsi Irlannin akuuttiin velkakriisiin.

Tätä lyhyen ja pitkän tähtäimen dilemmaa ei kuitenkaan voida välttää. On kyettävä rinnakkain tekemään päätöksiä niin tulevien kriisien ehkäisemiseksi kuin nykyisen kriisin torjumiseksi. Lisäksi on olennaista, että komissio ja EKP sekä euromaat toimivat samanaikaisesti ja koordinoitusti.

Seuraavassa kartoitetaan euroalueen tulevan toimintakyvyn kannalta keskeisiä toimenpiteitä. Näistä ratkaisusta monet ovat työn alla komissiossa ja keskustelun kohteena tutkijoiden piirissä⁵ ja jäsenmaiden kesken. Tätä kirjoitettaessa ei kuitenkaan ole mitään

takeita siitä, että euroalueen päättäjät pystyisivät tilanteen edellyttämällä aikataululla sopimaan tehokkaasta toimenpidekokonaisuudesta. Lähiaikoina eteen tulevissa päätöksissä otetaan joka tapauksessa kantaa koko euroalueen ja Suomen kannalta keskeisiin ratkaisu-
vaihtoehtoihin.

6.1. Valtion velkajärjestely ja likviditeetin turvaaminen

Edellä on jo korostettu *no bail out* -sääntöä rahaliiton peruskivenä. Myös historiallinen kokemus tukee käsitystä, että rahaliiton kestävyys edellyttää tuon periaatteen kunnioittamista.⁶

Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että valtiot pitäisi jättää kaikissa tilanteissa oman onnensa varaan. Viime vuosien kehitys itse asiassa viestittää siitä, että yhteisön on vaikea tyytyä olemaan kriisin sattuessa pelkkä passiivinen sivustakatsoja (vaikka *no bail out* -säännön voisi tulkita tätä tarkoittavan). Siksi tukirahoitusta on toistuvasti järjestetty.

Tarvitaan mekanismi, joka sallii valtion lainamarkkinoilla ongelmiin ajautuneen likviditeetin turvaamisen, mutta joka myös mahdollistaa hallitun velkajärjestelyn. Kysymys on näitä vaihtoehtoja koskevasta päätöksenteosta ja sen menettelytavoista.

Joissakin tilanteissa on voitava toteuttaa hallittu valtion velkajärjestely. Tämä on tarpeen, jos ylivelkaantuneisuus on sitä luokkaa, että maata ei voi pitää vakavaraisena.

Tällöin velkojille tehdään tarjous, jonka hyväksyessään velkojat realisoivat tappion sijoituksistaan. Kyse voi olla laina-ajan pidentämisestä, lainalle maksettavan koron alentamisesta, lainan nimellisarvon leikkaamisesta tai lainan vaihtamisesta uuteen ja arvoltaan vähäisempään arvopaperiin. On monta tapaa toteuttaa tämä ”tukaleikkuu” (*haircut*).

Velkasaneeraus ei tarkoita ongelmavaltion tukirahoituksen lopettamista. Vakavaraisuusongelmasta kärsivän maan kohdalla on kyse siitä, että velkojat kantavat velkasaneerauksen muodossa ensisijaisen vastuun. Ehdollista tukirahoitusta myönnetään vasta sen jälkeen, kun velka on saatettu saneerauksen kautta velanhoidokyvyn sallivalle tasolle.

Käytännössä no bail out -sääntö vaatii tuekseen mekanismin, jolla valtion hallittu velkajärjestely on mahdollinen

Velkajärjestely ei tarkoita tukirahoituksen loppua, mutta lisää velallisen mahdollisuuksia selviytyä sitoumuksistaan.

Velkasaneeraus on väistämätön, jos valtiolla ei ole pitkälläkään aikavälillä edellytyksiä selviytyä veloistaan. Tilapäisistä vaikeuksista kärsivän maan kohdalla tilanne on toinen.

Maksuvalmiusongelmia potevan maan kohdalla voidaan yhteisötasolla päättää sen likviditeetin turvaamisesta tukirahoitusta myöntämällä. Tällöin rahoitus on kuitenkin ehdollista ja edellyttää ongelmavaltion sitoutumista talouspoliittiseen sopeutusohjelmaan (hevoskuuri). Tässä puheena oleva mekanismi olisi siten eräänlainen ”Euroopan valuuttarahasto”, joka toimisi samankaltaisilla periaatteilla kuin kansainvälinen valuuttarahasto.

Miksi velkojat suostuisivat sijoituksensa arvon leikkaamiseen? Siksi, että tarjous on konkurssikypsän valtion kohdalla sen verran hyvä, että siitä ei kannata kieltäytyä.

Tukirahoituksella voidaan turvata valtion likviditeetti, jos talous on perusteiltaan terve.

saattaa olla tukossa, jos liikkeeseen lasketuissa lainoissa on velkojen oikeuksia rajoittavia lausekkeitä (*collective action clause*). Euroalueella on alustavasti sovittu, että tällaisia lausekkeitä tulee sisällyttää liikkeeseen laskettaviin valtion joukkovelkakirjoihin vuoden 2013 heinäkuusta alkaen.

Oikein toimiessaan velkajärjestelymekanismi antaa rahaliiton toimivuuden kannalta olennaisia kannustimia sekä velkojille että velallisille.

Sijoittajariski voi parhaimmillaan antaa tarkoituksenmukaisia kannusteita velkojalle ja velalliselle.

Valtiota rahoitettaessa on tällöin perusteita suhtautua varovaisesti valtioihin, jotka harjoittavat holtitonta talouspolitiikkaa ja nojautuvat kovasti velanottoon.

Huonoa talouspolitiikkaa harjoittavat valtiot joutuvat näin maksamaan lainoissaan riskilisää. Tämä voi toimia talouspoliittisessa päätöksenteossa terveellisenä palautemekanismina⁷, joka kannustaa ja patistaa vastuullisempaan ja uskottavampaan talous- ja finanssipolitiikkaan. Tiedossa oleva velkajärjestelyn mahdollisuus torjuu täten moraalikatkoa.

Euroalueen päättäjät ovat jo ottaneet pitkiä askeleita tarvittavan velkajärjestelymekanismin luomiseksi. ERVV oli vastikään uudistuksen kohteena (vrt. edellä). On sovittu, että ERVV vuoden 2013 heinäkuus-

sa korvataan uudella Euroopan vakausmekanismilla (EVM tai *European Stability Mechanism*, ESM), jonka rahoituskapasiteetti olisi noin 500 miljardia euroa.

Tältä osin meneillään oleva työ vie oikeaan suuntaan, ja olisi toivottavaa, että sitä voitaisiin nopeuttaa. EVM:n yksityiskohdat ovat kuitenkin edelleen sopimatta, ja ne ovat sekä kiistanalaisia että tärkeitä (*the devil is in the details*). Tältä osin voi nähdä ainakin kaksi tärkeää kysymystä.

Ensimmäinen kysymys on, kuka tekee ja miten tehdään mahdolliset päätökset velkajärjestelystä.

Velkajärjestely on seurauksiltaan raju toimenpide. Siihen ei pidä ryhtyä, jos ongelmat ovat vain tilapäisiä ja maksuvalmiutta koskevia. Mutta käytännössä on usein erinomaisen vaikea arvioida, onko kyse puuttuvasta vakavaraisuudesta tai vain heikosta maksuvalmiudesta. Kuka päättää onko ongelmiin ajautuneen maan kohdalla kyse vakavaraisuus- tai maksuvalmiusongelmasta?

Kaavailujen kohteena olevassa EVM:ssä päätös tehdään Troikan eli EKP:n, IMF:n ja komission esityksestä kuitenkin siten, että tukirahoituksen myöntäminen edellyttää kaikkien euromaiden yksimielisyyttä. Tässä voi nähdä ongelmia.

Voi ajatella, että Troikalla ja/tai neuvostolla on eri syistä taipumus suhtautua jäsenmaihiin liian ymmärtävästi ja siksi pyrkiä lykkäämään velkasaneerausta. Tämä näkökohta tai huoli on perusteltu siinä valossa, että monet Etelä-Euroopan maat suhtautuvat varauksellisesti velkajärjestelyihin ja näkisivät mieluummin tukirahoituksen olevan aina ensisijainen vaihtoehto.

Toisaalta yksimielisyysvaatimus vaikeuttaa päätöksentekoa ja voi johtaa painostukseen, jossa jokin tai jotkut jäsenmaat asettavat kannanotoilleen päätöksen kannalta epäasiallisia ehtoja – käydään siis hevoskauppaa. Yksimielisyysvaatimus positiivisen tukipäätöksen puolesta on kuitenkin omiaan vahvistamaan *no bail out* -periaatetta lisäämällä todennäköisyyttä, että velkajärjestelyyn ryhdytään.

Kaiken kaikkiaan on vaikea esittää toista ja selvästi parempaa vaihtoehtoa sellaisen päätöksenteon luomiseksi, jossa otetaan kantaa ongelmavaltion vakavaraisuuteen, maksuvalmiuteen, lisärahoitukseen ja sopeutusohjelmaan. Suomen kannalta on kuitenkin tärkeää kantaa huolta siitä, että *no bail out* -sääntö on uuden järjestelmän kantava periaate. Lisäksi tuo periaate tulee operationalisoida ja toteuttaa uskottavalla tavalla.

Kuka päättää, onko valtion ongelmana vakavaraisuus tai maksuvalmius?

Kuinka paljon rahaa ERVV voi tarvita?

Toinen kysymys koskee nykyisen ERVV:n ja tulevan EVM:n kokoa. Onko 500 miljardia euroa riittävä kapasiteetti kriisitilanteen hoitamiseksi? Vuosi sitten moni ajatteli, että ERVV:n valtuudet olivat kovin suuria mahdollisiin tarpeisiin nähden. Nyt näkyvät ovat toiset.

Niin ERVV:n kuin tulevan EVM:n resurssit ovat nykynäkymin riittämättömiä, jos niiden avulla pitäisi kriisitilanteessa turvata Espanjan ja Italian valtioiden joukkovelkakirjojen markkinoiden likvidiys ja korkotason kohtuullisuus. Tällöin ollaan tilanteessa, jossa vain EKP voi toimia näiden valtioiden kannalta viimesijaisena rahoittajana.

EKP:n rooli valtioiden maksuvalmiuden turvaajana on kiistanalainen. Jotkut katsovat sen olevan ristiriidassa EU:n perussopimuksen (tai ainakin sen hengen) kanssa, vaikka EKP ei suoraan rahoita budjettialijäämiä operaatioiden kohdistuessa lainojen jälkimarkkinoille. Joka tapauksessa EKP joutuu asettamaan ostoilleen ehtoja ja vaatimaan ongelmavaltioita ryhtymään toimiin tilanteensa korjaamiseksi (kuten vastikään tapahtui Italian kohdalla).

EKP:n legitimitetin kannalta on kuitenkin periaatteessa pulmallista, jos tämä teknokraattinen elin

EKP joutuu omaksumaan sille sopimattoman poliittisen roolin.

asettaa kovakouraisia vaatimuksia hallituksille, joilla on demokraattinen mandaatti. Toisaalta vallitsevassa tilanteessa ei juuri ole vaihtoehtoja: joko EKP ostaa tarvittaessa jopa laajamittaisesti Italian ja Espanjan valtionlainoja tai sitten kriisi kärjistyy.

Tämän ongelman kannalta olisi eduksi, jos ERVV:n resursseja voitaisiin käyttää tavalla, joka maksimoi resurssien vaikutuksen kriisin torjunnassa. Niitä voitaisiin käyttää esimerkiksi takuiden myöntämiseksi EKP:n tekemille joukkovelkakirjojen ostoille. On myös ehdotettu, että ERVV:n tulisi olla rahoituslaitos, jolloin se voisi lisätä resurssejaan lainaamalla EKP:sta vakuuksia vastaan. Viimeaikaisissa keskusteluissa on kaavailtu, että ERVV:n tukirahoitusta generoivaa kapasiteettia voitaisiin jopa moninkertaista velkavipua käyttämällä.

Ajatusta ERVV:n tehon lisäämisestä, esimerkiksi takaamalla EKP:n lainoja tai käyttämällä EKP-rahoitusta vipuvaikutuksena, voi pitää kriisin hallinnan kannalta perusteltuna. Tästä mahdollisuudesta ei kuitenkaan liene keskusteltu, kun ERVV-päätöstä käsiteltiin kansanedustuslaitoksissa. Tätä voi pitää pulmana, sillä nämä toimet olisivat omiaan lisäämään ERVV:n toimintaan liittyviä luottoriskejä.

Viime aikoina on yhä useammin väläytelty kriisin ratkaisukeinoksi yhteisvastuullisia eurobondeja. On

katsottu, että rahoitusmarkkinoiden luottamus palautuu, jos euromaiden rahoitusta hoidettaisiin yhteisesti liikkeeseen lasketuilla ja yhteisvastuullisilla joukkovelkakirjoilla. Yksi variaatio ehdotuksesta on, että kukin maa voisi lainata yhteisvastuun puitteissa määrän, joka vastaa 60 prosenttia sen kokonaistuotannosta.⁸

Ehdotusta vastustavien mielestä eurobondit eivät ratkaise mitään ongelmaa. Jos jäsenmaa voi jatkuvasti rahoittaa alijäämiä yhteisellä vastuulla olevilla velkakirjoilla, ovat kannustimet liialliseen velkaantumiseen ilmeiset. Syntyy vakava moraalikato-ongelma (*moral hazard*).

Toisaalta, jos yhteisten joukkovelkakirjojen osuus rajoitettaisiin esim. 60 prosenttiin kokonaistuotannosta, joutuisivat ongelmaat rahoittamaan ison osan veloistaan omalla riskillään. Tällöin eurobondeista saatava hyöty heille jäisi nykytilanteessa kovin rajalliseksi. Poliittisista syistä voisi myös käydä niin, että yhteisvastuulla rahoitettavissa olevaa velkarajaa nostettaisiin sitä lähestyttäessä. Joka tapauksessa eurobondit tarkoittaisivat merkittäviä tulonsiirtoja kolmen A:n luottoluokituksen mailta muille.

On myös esitetty, että käytännössä meillä on jo eurobondeja, koska euroalueen maat yhdessä takaavat ERVV:n rahoituksen. Tällöin on kuitenkin huomattava, että esimerkiksi Suomi on vastuussa vain omalla osuudellaan näistä sitoumuksista. Eurobondeissa Suomen sitoumuksen yläraja olisi sen sijaan koko eurobondien liikkeeseen laskettu määrä, sillä jokainen jäsenmaa on täysimääräisesti sitoumusten takaajana.

Yhteisvastuulliset velkakirjat ovat moraalikadon välttämiseksi mahdollisia vain, jos jäsenmaiden taloudenpitoa kontrolloidaan keskitetysti. Nykyisin päätöksentekorakentein tämä ei ole mahdollista.

On vaikea nähdä, että jäsenmaat olisivat myöskään vastedes valmiita olennaisesti supistamaan kansallista suvereniteettiaan. Edelleen on vahvat perusteet tulokinnalle, että eurobondien liikkeeseen lasku olisi ristiriidassa EU:n perussopimuksen kanssa.

Toistaiseksi tilanne on siten se, että vain EKP:lla on valmius riittävän mittaviin operaatioihin. EKP:n kannalta vaihtoehtona ovat kaiken kaikkiaan herkästi laajamittaiset ongelmavaltioiden valtionlainojen ostot tai rahaliiton ajautuminen kriisiin, jolloin suuria tappioita voi realisoitua myös EKP:n sijoitusten ja lainannon osalta.

Tässä asetelmassa EKP ja poliitikot ovat jossain määrin eri linjoilla. Hallituksille EKP:n laaja toiminta on mieluisampaa kuin ERVV:n kapasiteetin kas-

Ovatko eurobondit kaivattu ratkaisu?

Poliitikoille on kiusallisempaa sysätä rahoitusriskejä kansalaisille omin päätöksiin kuin EKP:n kautta.

hemmän läpinäkyviä. Kuten edellä todettiin, ajantilan teknokratian ja politiikan roolijaon hämärtyminen voi kuitenkin aiheuttaa EKP:lle vakavia legitimititeettipulmia.

6.2. Pitäisikö Kreikka laittaa velkajärjestelyyn?

Keskustelu tulevasta velkajärjestelymekanismista on tärkeää, mutta kiireellisempää on sittenkin ottaa kantaa tukirahoituksen jatkamiseen ja/tai velkajärjestelyihin tässä ja nyt. Ajankohtaisin kysymys kuuluu: tekikö heinäkuun huippukokous oikean periaatepäätöksen kun se esitti uuden, 109 miljardin euron tukirahoituspaketin myöntämistä Kreikalle?

Kreikan tukirahoituksen jatkamisen puolesta ja vastaan voi esittää useita näkökohtia, sillä valittavana on vain huonoja vaihtoehtoja – rutto tai kolera. Näin on sekä euroalueen että Kreikan kannalta. Lisäksi näiden vaihtoehtojen arviointi on erittäin vaikeaa ja epävarmaa, mikä kannanotoissa on syytä tunnustaa.

Keskeinen argumentti tukirahoituksen puolesta on, että velkasaneeraus voisi laukaista Euroopan laajuisen pankkikriisin.

Kreikan valtionlainojen arvojen lasku, esimerkiksi puolittaminen, aiheuttaisi merkittäviä saatavien alaskirjauksia niin kreikkalaisten kuin myös saksalaisten ja ranskalaisien pankkien taaseissa (Kuvio 1). Pelot pankkien tilasta johtaisivat laajasti häiriöihin rahoitusmarkkinoilla ja tartuttaisivat herkästi muita ongelmavaltioita.

Näin katsottuna tukirahoitus on hyvä tapa torjua muuten edessä olevaa taantumaa. Kreikan vakavaraisuus saattaa olla siinä määrin heikko, että velkajärjestelylle olisi perusteita, mutta tukirahoituksella voidaan lykätä tapahtumaa tuonnemmaksi. Ostamalla aikaa voidaan toivoa, että velkasaneerauksen koittaessa pankit ovat paremmassa kunnossa ja kenties myös kansainvälinen ympäristö on talouskehityksen kannalta positiivisempi.

Euroalueen valtiopäämiehet ovat toistuvasti luvanneet, että minkään valtion ei sallita ajautuvan mak-

vattaminen, joka aiheuttaa poliittisia ongelmia. EKP:n toimet ovat poliittisesti helpommin hyväksyttäviä, koska ne ovat kansalaisten kannalta vä-

sukyvyyttömäksi ennen uuden EVM:n luomista vuoden 2013 heinäkuussa. Nyt tapahtuva velkajärjestely tarkoittaisi tämän lupauksen rikkomista, mikä voisi heikentää poliittisten päättäjien arvovaltaa ja uskottavuutta. Toisaalta tästä lupauksesta on asiallisesti jo luovuttu heinäkuun 21. päivänä tehdyn Kreikan tukirahoituspäätöksen yhteydessä, kun velkojien edellytettiin suostuvan alentamaan saataviensa arvoa ”vapaaehtoisena” sopimuksen pohjalta.

Lisäargumentti tukirahoituksen puolesta on, että vaikka Kreikka on vaikeuksissa, sillä on katsottu olevan mahdollisuuksia selvittää niistä. Kreikka ei ole kyennyt toteuttamaan sovittua ohjelmaa, mutta tehtyjä toimenpiteitä voi kuitenkin pitää varsin merkittävänä. Komissio, EKP ja IMF (ja myös OECD) näyttävät kaikki olevan sitä mieltä, että sen jälkeen kun korkoja kohtuullistettiin ja laina-aikoja pidennettiin, Kreikka voi maksaa lainansa takaisin pitkällä aikavälillä.⁹

Kreikan kannalta lisärahoitus on tuiki tarpeen, jotta vältetään kaaos ja turvataan valtion toimivuus.

Ilman lisärahoitusta Kreikan pankit ovat konkurssin edessä ja valtio joutuisi vielä rumpiin budjettileikkauksiin. Tämä näkökohta ei kuitenkaan välttämättä puhu velkasaneerasta vastaan; enemmänkin se muistuttaa siitä, että Kreikka mahdollisesta velkasaneeruksesta riippumatta tulee tarvitsemaan yhteisön tukea vielä pitkään (vrt. jäljempänä).

Myös Kreikan velkasaneerauksen puolesta on vahvoja argumentteja. Näissä on kyse sekä edellä esitettyjen näkökohtien kiistämisestä että niitä täydentäviä näkökohdista.

Ensinnäkin voi kiistää komission, EKP:n ja IMF:n arvion ja väittää, että Kreikka suurella todennäköisyydellä on kyvytön selviytymään velkataakastaan. Myös Kreikan halusta ja kyvystä toteuttaa budjettileikkauksia ja talouden uudistuksia on esitetty erilaisia arvioita. Epävarmuudesta johtuen kaikki on toki mahdollista, mutta ekonomistien enemmistö suhtautuu suurin epäilyksin Kreikan vakavaraisuuteen.

”Kreikka maksaa kyllä aikanaan velkansa,” sanotaan. Tämä väite vaikuttaa yhä pulmallisemmalta tosiasioiden kieltämiseltä. Vakavaraisuusongelmaa ei voida hoitaa lisävelkaantumisella. Syystä on kysyttävä, miten Euroopan kansalaiset voivat luottaa päättäjien vakuu-

Kreikan velkasaneeraus ei tarkoita tukirahoituksen loppumista.

Kreikan velkasaneerauksen puolesta ja vastaan on lukuisia argumentteja, joita on hyvin vaikea arvioida.

Onko uskottavaa, että Kreikka on vakavarainen ja kykenee maksamaan velkansa takaisin?

tuksiin muiden maiden ja pankkijärjestelmän vakavaisuudesta jos päättäjät Kreikka-arviossa ovat eri linjoilla kuin hyvin monet riippumattomat asiantuntijat.

Tukirahoituksella voidaan ostaa lisää aikaa. Mutta pankeilla on jo ollut vuosikausia aikaa vahvistaa taseitaan, ja euroalueen valtiot ovat hyvin tietoisia omien pankkiensa tilasta ja pääomatarpeista. Euroopassa on jo tehty kaksi pankkien stressitestiä näiden kysymysten valaisemiseksi.

Sijoittajavastuun toteutuminen näyttää jäävän Kreikan rahoituspaketin yhteydessä kovin vaatimattomaksi. Sijoittajien on arvioitu menettävän saataviensa nykyarvosta noin 20 prosenttia, joidenkin arvioiden mukaan kuitenkin vain noin 5 prosenttia.

Kreikan valtionlainoja kaupataan nyt markkinoilla erittäin alhaisiin hintoihin. Näistä lähtökohdista voisi sijoittajien tappio velkajärjestelyn yhteydessä muodostua kaavailtua paljon suuremmaksi. Tämä osaltaan parantaisi Kreikan jäljellä olevan lainan takaisinmaksukykyä pitkällä aikavälillä, vaikka velkasaneeraus kärjistäisi ongelmia lyhyellä tähtämellä.

Kreikan velkasaneeraus voisi olla tarpeellinen muistutus Italian hallitukselle siitä, mihin kyvyttömyys taloutta uudistaviin päätöksiin voi johtaa. Italian talouspolitiikan saaminen paremmille raiteille on mahdollisesti koko euroalueen kohtalonkysymys.

Rahaliiton kohtalonkysymys on Italia.

Kreikka tarvitsee jatkossakin ulkopuolista rahoitustukea myös siinä tapauksessa, että velkajärjestely toteutetaan. On tärkeää huolehtia ainakin siitä, että Kreikassa on osin toimiva pankkijärjestelmä. On myös perusteita jatkaa ehdollisen tukirahoituksen myöntämistä Kreikan talouden ja yhteiskunnan toipumisen edistämiseksi. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että velkasaneeraus olisi vailla mieltä. Kyse on siitä, että sijoittajavastuun toteuttava ja Kreikan valtion velkaa leikkaava (esimerkiksi puolittava) velkasaneeraus antaa Kreikalle realistisia mahdollisuuksia selviytyä sitoumuksistaan ja yltää suotuisampaan kehitykseen.

Kovin erilaisia käsityksiä vallitsee siitä, tulisiko Kreikan erota rahaliitosta velkasaneerauksen yhteydessä.¹⁰ Paluu omaan valuuttaan mahdollistaisi devalvaation kautta kilpailukyvyn kohentamisen ja vinnin edistämisen.

Toisaalta devalvaatio aiheuttaisi euromääräisten velkojen takia suuria ongelmia juridisesti, taloudellisesti ja poliittisesti. Se johtaisi mm. monien velallisten konkurssiin, pääomapakoon ja pankkikriisiin sekä tarpeeseen rajoittaa pääomaliikkeitä. Eurojäsenyys on avioliitto, joka on helpommin solmittavissa kuin pu-rettavissa.

6.3 Pankkien saneeraaminen

Kuten edellä on todettu, euroalueen velkakriisi on tiiviisti sidoksissa pankkien ongelmiin. Valtion toteutunut tai uhkaava velkaantuminen on monessa maassa seurausta takavuosien liiallisesta ja varomattomasta pankkien luotonannosta (esim. Irlanti ja Espanja). Toisaalta huoli valtion velkasaneerauksesta heijastaa paljolti pelkoa siitä, että tästä aiheutuvat pankkien saatavien alaskirjaukset voisivat laukaista itseään ruokkivan pankkikriisin.

Pankkitoiminnan kannalta sisämarkkinat ovat siinä mielessä toimivat, että pankit voivat toimia koko EU-alueella sivukonttorien ja/tai tytäryritysten kautta. EKP huolehtii keskuspankkina koko euroalueen pankkijärjestelmän maksuvalmiudesta. Monien instrumenttien osalta markkinat toimivat ja rajaesteet eivät ole pulmana. Eurooppalaisten pankkien keskinäiset kytkennät ovatkin varsin voimakkaat, minkä vuoksi häiriöt leviävät herkästi yli rajojen.

Säätelyn ja politiikan osalta integraatio on jäänyt pahasti puolittiehen. Vahvinta integraatio on lainsäädännöllisessä säätelyssä. Tällöin on paljolti kyse sisämarkkinalainsäädännöstä, jossa toimitaan yhteisömetodia noudattaen, eli neuvosto ja Euroopan parlamentti tekevät päätöksiä komission esitysten pohjalta. Muilta osin tilanne on pulmallisempi, vaikka EU onkin viime aikoina tehnyt merkittäviä päätöksiä tilanteen korjaamiseksi.

Valvonnan osalta EU on luonut laajan ja mutkikkaan verkoston, jossa koordinaatiota pankkien osalta toteuttaa Lontoossa sijaitseva EBA (*European Banking Authority*). Sen tavoitteena on varmistaa säätelyn yhtenäinen soveltaminen sekä kattava ja rajat ylittävät vaikutukset huomioon ottava pankkitoiminnan valvonta.

Uutena toimijana on Frankfurtissa ja EKP:n tuella ja johdolla toimiva ”järjestelmävakausneuvosto” tai ”European Systemic Risk Board” (ESRB). Sen tehtävänä on rahoitusjärjestelmien systeemisten riskien ennakointi ja vakauden turvaaminen niin, että otetaan huomioon kokonaistaloudellinen ja rahoitusmarkkinoiden kehitys.

Tehdyt institutionaaliset ratkaisut ovat korjanneet tilannetta, mutta ne eivät riitä. Valtioiden ja pankki-

Pohjimmiltaan pulmamme on pankkiongelma, pelko pankkien ajautumisesta itseään ruokkivaan kriisiin.

Pankkien valvontaa yhteisötasolla on viime vuosina voimistettu.

Paras ratkaisu olisi yhteinen valvonta ja talletusvakuutus sekä ongelm pankkien selvitys järjestelmä.

valtojen kaltainen ”federatiivinen” pankkijärjestelmä, jossa yhteisötason asema on vahva.

Euroalue tai EU tarvitsee yhteisen talletusvakuutusjärjestelmän tai sitä koskevia tiukkoja sääntöjä. Pankkien valvonnassa on pyrittävä vahvistamaan yhteisötason asemaa, vaikka kauttaaltaan ylikansalliseen valvontajärjestelmään ei olisikaan edellytyksiä tai tarvetta.

Erityisen tärkeää on luoda EU-tasoinen tai euroalueen mekanismi, jonka puitteissa ongelmiin ajautunut pankki järjestetään uudelleen, joko niin että pankki saatetaan toimintakykyiseksi tai lopetetaan. Valvonnan ja toistuvien stressitestien avulla tulisi kyetä tunnistamaan pankkien ongelmia hyvissä ajoissa. Pankeille, joiden vakavaraisuus on heikko, olisi annettava määräaika lisäpääoman hankkimiseksi.

Mikäli tämä ei onnistu, tulisi kansallisten viranomaisten varmistaa pankkien taseiden vahvistaminen. Yksi mahdollisuus on muuntaa osa pankkien joukkovelkakirjarahoituksesta osakerahoitukseksi (*bail in*). Pankkeja voivat pääomittaa myös viranomaiset siten, että rahoitus hoidetaan valtion budjetista tai mahdollisesti yhteisötasolla ERVV:n tai EVM:n avulla. Yhteisötason asema tulee olla siinä määrin vahva, että järjestelyissä voidaan turvata sisämarkkinoiden väristämätön kilpailu ja huomioida rajat ylittävät vaikutukset.

Tässä ja nyt tarvitaan pikaisia toimia, joilla vahvistetaan pankkien pääomarakennetta.

Komisio työstää sisämarkkinakomissaari Michel Barnierin johdolla ehdotuksia, joilla tähdätään pankkien toimintakyvyn turvaamiseen tarvittaessa saneeraamalla (*bank resolution mechanism*). Tällä työillä on olennainen merkitys rahaliiton toimintakyvyn turvaamisessa.

Kuten valtion velkajärjestelyn kohdalla, ei tässäkään ole kyse vain tulevaisuudessa tarvittavista ratkaisuista. Pankkien toimintakyvyn turvaaminen edellyttää pikaisia toimia niiden taseiden vahvistamiseksi. Kansainvälinen valuuttarahasto on toistuvasti korostanut Euroopan pankkien haavoittuvuutta ja tarvetta lisäpääomien hankintaan. On myönteistä, että vastikään päätetty ERVV:n joustavoittaminen tu-

en nykyiset kytkennät kansallisella tasolla ovat pulmallisia. Niitä tulee heikentää ja yhteisötason roolia vastavasti vahvistaa. Tavoitteena tulisi olla Yhdys-

valtojen kaltainen ”federatiivinen” pankkijärjestelmä, jossa yhteisötason asema on vahva.

Euroalue tai EU tarvitsee yhteisen talletusvakuutusjärjestelmän tai sitä koskevia tiukkoja sääntöjä. Pankkien valvonnassa on pyrittävä vahvistamaan yhteisötason asemaa, vaikka kauttaaltaan ylikansalliseen valvontajärjestelmään ei olisikaan edellytyksiä tai tarvetta.

Erityisen tärkeää on luoda EU-tasoinen tai euroalueen mekanismi, jonka puitteissa ongelmiin ajautunut pankki järjestetään uudelleen, joko niin että pankki saatetaan toimintakykyiseksi tai lopetetaan. Valvonnan ja toistuvien stressitestien avulla tulisi kyetä tunnistamaan pankkien ongelmia hyvissä ajoissa. Pankeille, joiden vakavaraisuus on heikko, olisi annettava määräaika lisäpääoman hankkimiseksi.

Mikäli tämä ei onnistu, tulisi kansallisten viranomaisten varmistaa pankkien taseiden vahvistaminen. Yksi mahdollisuus on muuntaa osa pankkien joukkovelkakirjarahoituksesta osakerahoitukseksi (*bail in*). Pankkeja voivat pääomittaa myös viranomaiset siten, että rahoitus hoidetaan valtion budjetista tai mahdollisesti yhteisötasolla ERVV:n tai EVM:n avulla. Yhteisötason asema tulee olla siinä määrin vahva, että järjestelyissä voidaan turvata sisämarkkinoiden väristämätön kilpailu ja huomioida rajat ylittävät vaikutukset.

Komisio työstää sisämarkkinakomissaari Michel Barnierin johdolla ehdotuksia, joilla tähdätään pankkien toimintakyvyn turvaamiseen tarvittaessa saneeraamalla (*bank resolution mechanism*). Tällä työillä on olennainen merkitys rahaliiton toimintakyvyn turvaamisessa.

Kuten valtion velkajärjestelyn kohdalla, ei tässäkään ole kyse vain tulevaisuudessa tarvittavista ratkaisuista. Pankkien toimintakyvyn turvaaminen edellyttää pikaisia toimia niiden taseiden vahvistamiseksi. Kansainvälinen valuuttarahasto on toistuvasti korostanut Euroopan pankkien haavoittuvuutta ja tarvetta lisäpääomien hankintaan. On myönteistä, että vastikään päätetty ERVV:n joustavoittaminen tu-

lee sallimaan sen varojen käytön määrättyissä tapauksissa pankkien pääomittamiseen.

Pulmana on, että jäsenmaat, ml. Saksa ja Ranska, ovat olleet haluttomia toimiin ja jopa ongelman tunnistamiseen. Tässäkin valossa tuntuisi tärkeältä vahvistaa yhteisötason asemaa, mikä tarkoittaa komission sekä EKP:n, ESRB:n ja EBA:n roolin korostamista kansallisten pankkien toimintakyvyn arvioinnissa ja myös sitovien suositusten esittämisessä.

6.4. Budjettikuri ja talouspolitiikka

EU:ssa tehdään paljon työtä finanssipolitiikan kurinalaisuuden edistämiseksi sekä jäsenmaiden talouspolitiikan ja sen koordinaation parantamiseksi. Pääasiassa tämä työ tähtää pikemminkin tulevien kriisien ehkäisemiseen kuin nykyisen kriisin torjumiseen.

VKS määrittää ne tavoitteet ja rajat, joita jäsenmaiden tulisi budjettipolitiikassaan kunnioittaa. Jokaisen jäsenmaan tulisi pyrkiä saavuttamaan asettamansa keskipitkän aikavälin budjettitavoite. Liiallisten alijäämien välttämiseksi tulisi julkisen talouden rahoitusali jäämän olla pienempi kuin 3 prosenttia ja bruttovelan pienempi kuin 60 prosenttia kokonaistuotannosta.

Nyt hyväksyttävänä olevat muutokset tähtäävät VKS:n toiminnan tehostamiseen. Uusilla säännöillä pyritään varmistamaan, että kullakin jäsenmaalla on keskipitkän aikavälin budjettitavoitteen kanssa sopu soinnussa oleva *menokehys*. Menokehystä arvioitaessa otetaan myös huomioon päätöspäiset veromuutokset.

Uudistus korostaa julkisen talouden velkakriteerin merkitystä, joka aiemmin on jäänyt käytännössä vähälle huomiolle. Tämä tapahtuu määrittämällä sopeutumismuutos, jolla korkeasti velkaantuneen maan tulisi lähestyä 60 prosentin rajaa. Osaltaan se tapahtuu vahvistamalla sanktioita koskevia päätöksiä.

Uudistuspaketti sisältää myös direktiivin, joka määrittää kansalliselle finanssipoliittiselle päätöksentekojärjestelmälle minimivaatimuksia. Nämä koskevat julkisen talouden kirjanpitoa ja tilastointia, kansantalouden ja julkisen talouden ennustejärjestelmiä, finanssipolitiikan sääntöjä ja välitavoitteita sekä budjettimenettelyn läpinäkyvyyttä.

Myös itse päätöksentekomenettelyä pyritään terävöittämään. Tältä kannalta olennaista on sopimus ”käänteisestä määränemmistöstä”. Aiemmin komission VKS:n soveltamista koskevien suositusten hyväk-

VKS:n terävöittäminen vie oikeaan suuntaan: menokehys, velkakriteeri, käänteinen määränemmistö.

symminen neuvostossa on monessa tapauksessa vaatinut tuekseen jäsenmaiden määränemmistön. Vast'edes komission esityksen kaataminen vaatii jäsenmaiden määränemmistön. Muutos on tärkeä sekä symbolisesti että käytännössä.

Finanssipolitiikan lisäksi on sovittu, että talouspolitiikan seuranta ja yhteensovittamista laajennetaan useaan suuntaan. Erityisesti komission ja EKP:n sekä jäsenmaiden tulisi tarkkailla kilpailukyvyyn kehitystä sekä tekijöitä, jotka saattavat johtaa liialliseen yksityiseen velkaantumiseen ja uhata rahoitusjärjestelmän vakautta.

Talouspolitiikan seurannan ja yhteen sovittamisen laajentaminen on perusteltua, mutta avaimet ovat edelleen pääkaupungeissa.

Vielä laaja-alaisempia aloitteita ovat ns. Euro plus -sopimus (*Pact for the euro*) ja Eurooppa 2020 -strategia sekä Saksan ja Ranskan ehdotus pari kertaa vuodessa kokoontuvan ”euroalueen taloudellisen hallituksen” pystyttämistä. Näiden esitysten käytännön merkitys saattaa kuitenkin jäädä kovin rajalliseksi, koska jäsenmailta puuttuu yksituumaisuus. Niissä esille nostetut kysymykset (esim. koulutus, eläkkeet, T&K) ovat pääosin jäsenmaiden päätettävissä olevia asioita.

Aloitteet jäänevät ponnettomiksi, mutta muistuttavat kuitenkin siitä, että pysyvä velkaongelman taluttaminen vaatii kestävästä talouskasvusta. Tässä onkin ydinkysymys, johon EU:lla ja euroalueella ei ole ollut tyydyttävää vastausta viime vuosina.

Onko syytä uskoa, että pelisääntöjen uudistaminen ja terävöittäminen johtavat tarkoitetulla tavalla parempaan kehitykseen?

Pessimisti voi viitata siihen, että sääntöjä on uudistettu aiemminkin ongelmia mitenkään poistamatta. Tähän voi sanoa, että sääntöjä aiemmin (vuonna 2005) löysättiin, nyt niitä tiukennetaan. Toiseksi poliitikot otaksuttavasti ovat oppineet viime vuosien traumaattisista kokemuksista. Ja kolmanneksi voi ajatella, että *no bail out* -säännön operationalisointi yhdistettynä tiukempiin pelisääntöihin voi antaa selvästi parempia kannustimia vastuulliseen käyttäytymiseen niin markkinoille kuin poliitikoille.

7. Minne EMU on menossa?

Edellä on esitetty käsityksiä siitä, miten euroalueella tulisi toimia vallitsevan velkakriisin hallitsemiseksi ja tulevien ongelmien ennalta ehkäisemiseksi. Näistä kysymyksistä on kuitenkin kovin erilaisia käsityksiä ja EMU:n tuleva kehitys on arvailujen varassa.

Yhä useammin esitetään käsitys, että euroalue on hajoamisen- ja partaalla. Jotkut näkevät Kreikan ja muiden Etelä-Euroopan maiden eroavan rahaliitosta velkojen uudelleen järjestelyn yhteydessä, jotta ne voisivat kohentaa kilpailukykyään tuntuvasti devalvaation kautta.

Toiset arvelevat, että Saksa ja muut Pohjois-Euroopan maat kyllästyvän tukirahoituksen myöntämiseen ja jättävät muut maat oman onnensa nojaan. Tämän kaltainen kehitys on mahdollinen, mutta ei todennäköinen.

Rahaliiton tulevaisuus on kiinni paljolti lähiaikoina tehtävistä ratkaisuista. Olennaista on, vaaditaanko kunkin jäsenmaan oman vastuun toteuttamista vai hyväksytäänkö euroalueen yhteisvastuu laajemmin talouspolitiikan kulmakiveksi. Toinen ulottuvuus on se, opitaanko yhdessä sovittuja pelisääntöjä ja päätöksiä kunnioittamaan paremmin vai ei. Näistä lähtökohdista voidaan haarukoida rahaliiton mahdollisia skenaarioita:

Tulonsiirtounioni. Tämä on se rahaliiton variaatio, joka viime vuosina näyttäisi enenevästi toteutuneen. Tukirahoitusta on toistuvasti järjestetty ongelmavaltioille niin komission ja kansainvälisen valuuttarahaston kuin jäsenmaiden ja EKP:n avulla. Näin yhteisvastuu on toteutunut ja samalla yhteisesti sovittujen sääntöjen soveltaminen on ollut lepsua. Tätä tietä jatkettaessa syntyy tilanne, jossa tuloja jatkuvasti siirretään asiansa hyvin hoitaneista maista heikomman talouspolitiikan maille.

Tällä polulla kulkeminen ei kuitenkaan ole kestävä ratkaisu. Tuntuu ilmeiseltä, että kansalaiset niin Saksassa kuin laajemminkin Pohjois-Euroopassa enemminkin tai myöhemmin asettavat rajat tulonsiirtopolitiikan jatkamiselle. Rahaliiton muuttuminen tulonsiirtounioksi johtaisi nykyisessä poliittisessä ilmastossa sen hajoamiseen Saksan ja usean muun maan eroamisen kautta.

Konkurssiunioni. Jäsenmaiden oman vastuun korostaminen, Kreikan osalta ja laajemmin, lisäisi merkittävästi riskiä velkasaneerauksen toteutumisesta. Tätä voi pitää moraalisesti ja poliittisesti sekä kannustinvaiikutusten kannalta tarkoituksenmukaisena, koska se olisi omiaan vähentämään moraalikatkoa. Se voi-

Jotkut uskovat, että rahaliitto sortuu ratkaisemattomiin ristiriitoihin.

Toiset haaveilevat harppauksesta kohti keskusjohtoista liittovaltiota.

Tulonsiirtounioni on meille myrkyä.

Konkurssiunioni on tuskallinen, mutta voi patistaa politiikkaa kestävämpään suuntaan.

Näissä oloissa jokin Etelä-Euroopan jäsenmaa saataisi lopulta päätyä eroamaan rahaliitosta, vaikka tämä ei hevin helpottaisi edessä olevia ongelmia. Tämä ei olisi koko rahaliiton kannalta kohtalokasta mutta aiheuttaisi kuitenkin kosolti ongelmia niin rahaliitosta lähtevän maan kuin muiden maiden talouksille.

Poliittinen unioni. Monet tarkkailijat haikailevat sellaista skenaariota, jossa EU kriisin kautta päätyy uuteen harppauksen syvemmän poliittisen integraation suuntaan. Tällä voidaan tarkoitetaan monia asioita alkaen eurobondeista ja yhteisestä finanssipolitiikasta aina keskusjohtoiseen liittovaltioon asti.

Viime aikoina on erityisesti haikailtu ns. eurobondien käyttöönottoa eli sitä, että euroalueen toimijat voisivat laskea liikkeeseen yhteisesti taattuina velkakirjoja. Näin voitaisiin lainata Saksan ja Suomen valtioiden nimellä suhteellisen edullisin ehdoin esimerkiksi Kreikan ja Italian valtioiden rahoitustarpeiden kattamiseksi.

Käsillä oleva ajatuskulku on monestakin syystä peitollinen ja vaarallinen. Yhtäältä eurobondit tai muilla keinoin tapahtuva riskien kollektivisointi johtaisivat herkästi sekä moraalikatoon että poliittisesti kiistanalaiseen tulonsiirtoihin. Tämän estäminen edellyttäisi sellaista jäsenmaiden politiikan alistamista yhteisötason valvontaan ja päätöksiin, jota heikossa asemassa olevien maiden kansalaisten olisi todennäköi-

si käytännössä kuitenkin tarkoittaa yhden (Kreikka) tai useampien euromaiden ajautumista valtiolliseen selvitystilaan kaikkine seurauksineen.

sesti mahdotonta hyväksyä. Parhaimmillaan euroalueen liittovaltio olisi Belgian kaltainen surullinen esimerkki pakkoavioliiton vaikeuksista, pahimmillaan ongelmat olisivat paljon suurempia. Euroopan poliittisen integraation syveneminen on toivottavaa, mutta se vaatii paljon aikaa.

Maastricht-unioni. Rahaliiton tulisi palata alkulähteilleen. Maastrichtin sopimuksessa hahmoteltu rahaliitto vastaa hyvin koko alueen ja Suomen etuja. On järkevä lähtö siinä, että kukin jäsenvaltio vastaa omista velvoitteistaan *no bail out* -periaatteen mukaisesti. Olisi ajan mittaan kaikkien etu, jos jäsenmaat sitoutuisivat tosissaan yhteisesti sovittujen pelisääntöjen kunnioittamiseen.

Kuten edellä on korostettu, rahaliiton toimintaa on tässäkin tapauksessa vahvistettava korjaamalla alkuperäisen rakennelman valuvikoja: ennen kaikkea on *no bail out* -säännölle annettava konkreettinen sisältö ja käytännön menettelytavat. Tämä ei kuitenkaan edellytä varsinaisia eurobondeja tai liittovaltiota, jos kohta pankkijärjestelmän ja sen mahdollisten kriisien hallinta pitäisi olla yhteisötason käsissä.

Jos EMUn muodostamaa institutionaalista hybridiä vahvistetaan valikoivasti, rahaliitto voisi toimia nykyistä paremmin. Jäsenmaat keskittyisivät vakauden vaalimiseen ja rakenteellisten uudistusten edistämiseen. EKP voisi rauhallisesti harjoittaa talouspolitiikkaa, joka tasaa koko alueen talouskehitystä. Hyvin perusteita voi väittää, että tämä oli Maastrichtin sopimuksen kirjoittajien tarkoitus. Sen jälkeen EMU on joutunut hakoille, nyt olisi palattava alkuperäiseen konseptiin.

Hybridiä olisi vahvistettava ja palattava Maastricht-sopimuksen mukaiseen rahaliittoon.

Oppirahoja maksetaan, rahaliiton lastentaudit ovat voitettavissa.

Kuvio 6 Rahaliiton tulevaisuuden skenaarioita

Euroalueen talouspolitiikassa			
	yhteisvastuulla on merkittävä rooli	oma vastuu korostuu vahvasti	
Euroalueen yhteisiä pelisääntöjä ja päätöksiä sovelletaan	lepusasti	1. Tulonsiirtounioni	2. Konkurssiunioni
	tiukasti	3. Poliittinen unioni	4. Maastrichtunioni

Rahaliiton tulevaisuus voi muovautua hyvinkin erilaiseksi lähiaikoina tehtävistä päätöksistä riippuen.

Tässä ja nyt olemme kuitenkin lähtökohtatilanteen vankeja: velkaa on Euroopassa liikaa, ylivelkaantumista on pakko purkaa eri keinoin. Todennäköisesti tämä tapahtuu osin sellaisen (*ex post*) yhteisvastuun kautta, jossa joudutaan toteamaan EKP:n ja hallitusten tukirahoitusoperaatioiden johtaneen Euroopan veronmaksajia rasittaviin tappioihin. Tämän voi nähdä oppirahana, jota maksetaan siksi, että olimme älyllisesti ja asenteellisesti sekä poliittisesti valmistautumattomia nyt käsillä oleviin ongelmiin kriisin lauetessa.

On toivottava, että oppirahat eivät mene hukkaan ja että kokemuksista otetaan vaarin.

”Tapahtuu, että valtiovarainministerit tekevät ainoan oikean ratkaisun – mutta vasta kun ovat kokeilleet kaikkia muita vaihtoehtoja” (John Maynard Keynes)

10 toimenpidesuosituksia

1. Kreikan valtio tulisi asettaa hallittuun velkasaneeraukseen, jossa sijoittajat menettävät tuntevan osan (esimerkiksi puolet) lainojensa nimellisarvosta.
2. Jäsenmaiden tulisi nopeasti ryhtyä toimiin pankkiensa taseiden vahvistamiseksi. Tarvittaessa on hyödynnettävä ERVV:n resursseja.
3. EKP:n tulisi alentaa ohjauskorkoaan eli peruuttaa tehdyt korotukset (yhteensä 0,5 prosenttiyksikköä).
4. EKP:n tulisi tarjota pankeille rajoituksitta pitempiaikaista (esim. 12 kk) likviditeettiä.
5. EKP:n tulisi toimia riittävin panoksina vakavaraiseksi katsottavien valtioiden joukkovelkakirjamarkkinoilla, jotta turvataan niiden likviditeetti ja rajoitetaan niiden korkotason nousua.
6. ERVV:n uudistus on vietävä läpi ja selvitettävä keinot sen tehon voimistamiseksi.
7. Yhteisötason on painostettava ongelmavaltioita, etenkin Italiaa, jotta ne tehostavat talouspolitiikkaansa ja uudistavat talouttaan.
8. EVM on rakennettava niin, että se noudattaa tiukasti *no bail out* -sääntöä.
9. EU:n ja euroalueen pankkien valvontaa on tiukennettava ja vahvistettava yhteisötason roolia ongelmien saneerauksissa.
10. VKS:n sääntöjä on terävöitettävä ja talouspolitiikan seuranta laajennettava.

Viitteet

¹ Espanjan ja Italian valtioiden vakavaraisuutta ei ole toistaiseksi vakavasti kyseenalaistettu. Molemmilla mailla on kuitenkin kosolti taloudellisia ja poliittisia ongelmia. Espanjassa on runsaasti (noin miljoona) myymätöntä kiinteistöä, joiden hinnat ovat laskussa ja voivat aiheuttaa velanhoito-ongelmia. Työttömyys on korkeaa, alueellisilla säästöpankeilla (ns. cajas) on ongelmia, ja aluetason budjettikuria ei pidetä luotettavana. Italia kärsii kroonisesti heikosta kasvusta ja poliittisen järjestelmän toimintakyvyn puutteesta.

² Voi sanoa, että Luxemburgilla oli tässä yhteydessä kokoonsa nähden iso merkitys. Rahaliittoa perustettaessa Belgia ja Luxemburg muodostivat yhteisen valuutta-alueen. Luxemburg täytti EMU:n kriteerit kirkkaasti, Belgian julkinen velkaantuneisuus oli sen sijaan reippaasti yli normin (60 prosenttia kokonaistuetannosta). Kun olemassa olevaa valuutta-aluetta ei haluttu purkaa, päätettiin Belgia hyväksyä EMU:n jäseneksi korkeasta velkaantuneisuudestaan huolimatta. Tämän jälkeen oli paljon heikommat perusteet torjua Italian ja Kreikan EMU-jäsenyyttä.

³ Erityistä paheksuntaa herätti Saksan ja Ranskan toiminta 25.11.2003, jolloin nämä maat (silloisen puheenjohtajamaan Italian hiljaisella hyväksynnällä) kokosivat riittävän koalition heihin kohdistuvien varoitusten kumoamiseksi neuvostossa. Suivaantunut komissio valitti Euroopan tuomioistuimeen, jonka Salomonin tuomio ei ratkaissut VKS:n ongelmaa. Sitten VKS:n sääntöjä muokattiin entistä joustavammiksi ja samalla löysemmiksi.

⁴ Perussopimus kieltää EKP:tä rahoittamasta valtiontalouden alijäämiä. Kiellon taustalla on osaltaan pelko siitä, että jos keskuspankki rahoittaa auliisti budjettialijäämiä, se aiheuttaisi inflaation kiihtymistä. Osaltaan pulmana voi olla myös interventioiden kohtaanto. Ostamalla valtion A (esim. Etelä-Euroopan valtion) lainoja valtion B (esim. Pohjois-Euroopan valtion) lainojen sijasta EKP voi vaikuttaa maiden välisiin korkoeroihin. Pitkälle vietynä tämä voisi tarkoittaa tulonsiirtoa maan A eduksi maan B kustannuksella, mikä ei ongelmitta sovi EKP:n tehtäväksi.

⁵ Euroalueen velkakriisin ratkaisuja pohtiva keskustelu ja kirjallisuus kasvaa nopeasti. Tämän muistion kannalta mielenkiintoisia ja melko tuoreita kirjoituksia ovat mm. Buitier ja Rahberi (2011), Marzinetto, Pisani-Ferry ja Wolff (2011), Gros ja Mayer (2010), Gros (2011), Véron (2011), Darvas, Pisani-Ferry ja Sapir (2011), Snower, Burmeister ja Seidel (2011), Gianviti et al. (2011) ja EEAG (2011).

⁶ Ks. Bordo, Markiewicz ja Johnung (2011). Voi myös kiinnittää huomiota siihen, että USA:n keskuspankki ei hyväksy osavaltioiden liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjoja lainanantonsa vakuutena. Liittohallitus ei myöskään riennä vaikeuksiin ajautuneen osavaltion apuun erityisin toimenpitein. Tämän takia Yhdysvaltojen osavaltioilla on ”kova” budjettirajoitus.

⁷ Vastaväitteenä voi esittää, että rahoitusmarkkinoilla on taipumus reagoida liian myöhään ja liian voimakkaasti. Varomattomuuttaan ne voivat sallia pitkälle menevän velkaantumisen, johon ne sitten jossain vaiheessa reagoivat kovin äkillisesti ja rajusti. Tällainen palautemekanismi on pahimmillaan omiaan lisäämään epävakautta pikemmin kuin edistämään kurinalaisuutta. Toisaalta markkinoiden reaktiot ja niiden ajoitus riippuu olennaisesti pelisäännöistä ja niiden sijoittajille antamista kannusteista.

⁸ Ks. Delpla ja von Weizsäcker (2010). Eurobondien kritiikistä ks. esim. Gros (2011).

⁹ Troikka raportoi jatkuvasti Kreikan sopeutusohjelman etenemisestä. Tähän asti on katsottu, että Kreikka lipsumisesta huolimatta voi saavuttaa olennaiset tavoitteet. Myös OECD pitää mahdollisena, että Kreikka selviytyy haasteistaan. IMF:n tutkijat ovat katoneet, että velkasaneeraukset eivät yleensä kukaan kuulu kehittyneiden maiden nykypäivään; ks. Cottarelli et al. (2010). Instituutioista riippumattomien ekonomistien arviot Kreikan vakavaraisuudesta ovat sen sijaan lähes kauttaaltaan kyynisiä ja kielteisiä.

¹⁰ EU:n perussopimus ei sisällä rahaliitosta eroamista säättäviä pykälä. Juridisesti näyttää siltä, että eurosta eroaminen tarkoittaisi myös eroamista EU:sta. Poliittisesti tilanne voi olla toinen, sillä tuskin kukaan haluaisi lähteä sellaiselle tielle.

Kirjallisuus

Bordo, M., Markiewicz, A. ja Johnung, L. (2011): "A fiscal union for the euro: some lessons from history", NBER Working Papers No. 17380.

Buiter, W. ja Rahbari, E. (2011): "The future of the euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a 'you break it you own it Europe'", Global Economics View, Citigroup Global Markets, 9.9.2011.

Cottarelli, C., Lorenzo, F., Gottschalk, J. ja Mauro, P. (2010): "Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable and Unlikely", IMF Staff Position Note 10/12.

Darvas, Z., Pisani-Ferry, J. ja Sapir, A. (2011): "A Comprehensive Approach to the Euro Area Debt Crisis", Bruegel Policy Brief 2.

Delpla, J. ja Weizsäcker, J. (2010): The Blue Bond Proposal, Bruegel Policy Brief, Bruegel, Brussels.

EEAG (2011): Report on the European Economy.

Gianviti, F., Krueger, A.O., Pisani-Ferry, J., Sapir, A. ja von Hagen, J. (2011): "A European mechanism for sovereign debt crisis resolution: a proposal", Bruegel Blueprint 10.

Gros, D. (2010): "Europe's Banks, Europe's Crisis", Project Syndicate, 7.7.2010.

Gros, D. (2011): "Eurobonds: Wrong Solution for Legal, Political and Economic Reasons", Voxeu, 24.8.2011.

Gros, D. ja Mayer, T. (2010): "How to deal with sovereign default in Europe: Create the European Monetary Fund", CEPS Policy Brief, 17.5.2011.

Marzinetto, B., Pisani-Ferry, J. ja Wolff, G. (2011): "An Action Plan for Europe's Leaders", Bruegel Policy Contribution 09.

Snower, D.J., Burmeister, J. ja Seidel, M. (2011): "Dealing with the Eurozone debt crisis: a proposal for reform", Kiel Policy Brief No. 33.

Véron, N. (2011): "Testimony on the European Debt and Financial Crisis", Bruegel Policy Contribution 11.

Muistiinpanoja

Elinkeinoelämän Valtuuskunta

Elinkeinoelämän Valtuuskunta EVA on vuonna 1974 perustettu elinkeinoelämän think tank, jonka tavoitteena on edistää suomalaisen yhteiskunnan pitkän aikavälin menestystä. EVA on Suomen merkittävin kohtaamispaikka ja verkosto elinkeinoelämän ja yhteiskunnan vaikuttajille. EVAlla on myös keskustelijan, haastajan ja unilukkarin rooli suomalaisessa yhteiskunnassa. Think tankille tyypillisesti EVAn tunnusmerkkinä on analyttisyys ja tarvittaessa provokatiivisuuskin.

EVA selvittää ja arvioi yrityksille ja koko suomalaiselle yhteiskunnalle tärkeitä kehityssuuntia. Rajut ja nopeat kansainväliset muutokset asettavat koko yhteiskunnalle ja yritysten toiminnalle painavia vaatimuksia. EVAn tavoitteena on ajankohtaisen tiedon tuottaminen vallitsevista ilmiöistä sekä tuoreiden näkökulmien saattaminen yleiseen yhteiskunnalliseen keskusteluun. Suomen rooli kansainvälisessä toimintaympäristössä ja suomalaisten hyvinvoinnin ja kilpailukyvyyn kehittäminen ovat keskeisiä kysymyksiä EVAn toiminnassa. Elinkeinoelämän omassa piirissä EVA pyrkii aikaansaamaan jatkuvaa keskustelua yritysten muutostarpeista.

Lisätietoja: www.eva.fi



Elinkeinoelämän Valtuuskunta EVAn julkaisemat EVA analyysit ottavat kantaa ajankohtaisiin kysymyksiin ja tarjoavat toimenpide-ehdotuksia. Analyysien kirjoittajat vastaavat esitetyistä mielipiteistä, jotka eivät välttämättä edusta EVAn kantaa.

Analyysit ovat ladattavissa EVAn kotisivuilta www.eva.fi.