

## Onko EMUlla tulevaisuutta?

*Sixten Korkman*

### Yhteenveto

Euroopan rahaliitolle viime viikot ovat olleet draamaattisia. Toukokuun alkupäivinä Kreikka oli jo ajautumassa valtiolliseen maksukyvyttömyyteen, mikä oli sysätä muutkin Etelä-Euroopan valtiot ja samalla Euroopan rahoituslaitokset ja talouden uudelleen kriisiin kouriin. Eurooppa-päivänä sovittiin Brysselissä politiikkapaketti, joka sisältää mm. merkittäviä euromaiden ja kansainvälisen valuuttarahaston sitoumuksia hätärahoituksen järjestämiseksi rahoitusongelmien kanssa kamppaileville maille. Lisäksi Euroopan keskuspankki ilmoitti ostavansa vaikeuksissa olevien eurovaltioiden joukkovelkakirjalainoja.

Tehdyistä päätöksistä huolimatta tilanne maailman rahoitusmarkkinoilla ja Euroopan taloudessa on edelleen hyvin epävarma. Tämä on nähtävä sitä taustaa vasten, että sovittu paketti ei ratkaise kriisin taustalla olevia ongelmia. Parhaimmillaankin toimet antavat vain vähän aikaa sellaisten päätösten tekemiseksi, joilla euroalueen talouskasvu nopeutuu ja valtioiden velkaantuneisuus kääntyy laskuun. Mitään takeita ei ole siitä, että näissä pyrkimyksissä onnistutaan.

Tässä analyysissä nykyinen kriisi asetetaan laajempaan yhteyteensä ja pohditaan rahaliiton tulevaisuutta. EMU on valuutta vailla valtiota, sen institutionaalinen pohja on ohut. Rahaliitto syntyi laajana ja jäsenistöltään heterogeenisenä siinä toivossa, että jäsenmaiden konvergenssi ajan myötä kasvaisi. Toisin kävi: vuosien saatossa kehitykset Etelä- ja Pohjois-Euroopassa ovat erkaantuneet toisistaan ja erot ovat kumuloituneet suuriksi. Talouspolitiikka ei ole noudattanut sille asetettuja vaatimuksia. Silti rahoitusmarkkinat rahoittivat pitkään ja auliisti nopeaa velkaantumista – kunnes levottomuus levisi ja korkojen riskipremiot kohosivat.

Rahaliiton tulevaisuutta ruoditaan tässä muistiossa eri skenaarioiden valossa. EMUsta voi tulla "tulonsiirtounioni" tai "konkurssien unioni". Näissä tapauksissa se voi hajota. Koettelemusten kautta se voi kuitenkin myös löytää tien kohti parempaa huomista. EMUn tulevaisuus on lupaava vain jos tehdyistä virheistä otetaan oppia niin politiikassa kuin rahoitusmarkkinoillakin. Sen sijaan on turha toivoa tai pelätä, että nykyinen kriisi johtaisi nopeisiin harppauksiin kohti vahvaa ylikansallista valtaa käyttävää liittovaltiota.

*Oli järkytys, että euro näytti ajautuneen umpikujaan*

## Aluksi

Tämän vuoden Eurooppa-päivänä, 9. toukokuuta, Euroopan Unioni teki talous- ja integraatiopoliittisesti poikkeuksellisen merkittäviä päätöksiä. Talouspoliittisesti oli kyse Euroopan pelastamisesta uhkaavasta finanssi- ja talouskriisistä, jonka Kreikan ja muiden Etelä-Euroopan maiden ajautuminen valtiolliseen konkurssiin tai maksukyvyttömyyteen olisi muuten laukaissut.

Integraatiopoliittisesti oli melkoinen järkytys, että Euroopan yhdentymisen suuri saavutus, euro, näytti ajautuneen umpikujaan. Kiiressä ja suurten paineiden alla syntyneet päätökset euron pelastamiseksi havainnollistavat samalla integraation syvenemisen itseään ruokkivaa luonnetta: yhteinen raha patistaa talouspoliittisen yhteistyön tiivistämiseen ennemmin tai myöhemmin. Tämä ”funktionaalinen integraatio” oli kantavana ajatuksena siinä julistuksessa, jonka Jean Monnet kirjoitti ja Ranskan ulkoministeri Robert Schuman lähetti Euroopan hallituksille kuusi vuosikymmentä sitten 9. toukokuuta 1950.

Miksi kriisiin ajaututtiin, missä syy? Onko luottamista siihen, että tähän mennessä tehdyt päätökset pelastavat rahaliiton sitä uhkaavasta ahdingosta? Ovatko ongelmat pakottamassa rahaliiton jäseniä luomaan yhteisen rahan perustaksi poliittisen unionin, vahvasti keskitettyä valtaa käyttävän liittovaltion? Mitä tapahtuu, jos kansalaiset raskaasti velkaantuneissa maissa eivät suostu nielemään maille määrättyjä rohtoja? Onko kyse siitä, että holtittomasti käyttäytyneiden valtioiden velkoja ja pankkien kyseenalaisia saatavia ollaan siirtämässä vastuullisemmin toimineiden valtioiden kansalaisten maksettavaksi? Viestittävätkö tapahtumat valtioille ja sijoittajille, että lainoja voi surutta myöntää myös holtittoman taloudenpidon maille, koska muut jäsenmaat ja Euroopan keskuspankki (EKP) kuitenkin kantavat riskit? Ovatko euro ja EMU nyt entistä heikompia ja onko käsillä nyt kehitys, jonka lopussa häämötää rahaliiton hajoaminen?

Kysymykset ovat aiheellisia ja niihin ei ole varmoja vastauksia. Seuraavassa palautan ensin mieliin rahaliiton institutionaalisen perusasetelman eli sen, että euro on ”valuutta vailla valtiota”. Tämän jälkeen kiinnitän huomiota eu-

roalueen sisäisen kehityksen erkaantumiseen, joka on pitkään kumuloitunut ja joka lopulta vei rahaliiton kriisiin ja romahduksen partaalle. Lopuksi käsittelen tuoreiden päätösten merkitystä euron ja rahaliiton tulevaisuuden kannalta ja pohdin kysymystä siitä, voiko kehitys johtaa federatiivisten piirteiden vahvistamiseen EU:ssa ja/tai ristiriitojen kärjistymisen kautta rahaliiton hajoamiseen.

## Valuutta vailla valtiota

Euroopan rahaliitosta käytiin pitkään ja laajasti keskustelua ennen sen muodostamista. EMUn tavoitteena olivat Euroopan talouden tehokkuuden ja rahoituksellisen vakauden lisääminen sekä sisämarkkinoiden toiminnan parantaminen. Näissä keskusteluissa monet korostivat myös poliittisen yhtenäisyyden merkitystä. Vaikutusvaltainen Saksan Bundesbank (”Buba”) oli tuolloin sitä mieltä, että kestävän rahaliiton edellytyksenä on poliittinen unioni. Kuten niin usein, poliittisen unionin käsitettä ei keskusteluissa täsmennetty, mutta Buba tarkoitti järjestelmää, jossa yhteinen liittohallitus voisi pakottaa jäsenmaat tiukkaan taloudenpitoon. Myös rahaliittoa voimakkaasti ajanut Saksan liittokansleri Helmut Kohl myönsi ennen vuoden 1991 ratkaisevaa Maastricht-kokousta, että yhteinen raha ilman poliittista liittoa olisi kuin ”ilmassa leijuva linna”. Kohl kuitenkin hyväksyi Ranskan presidentin François Mitterrandin käsityksen, jonka mukaan yhdyttyä Saksa pitää sitoa vahvoihin siteihin yhdyttyään Eurooppaan. Kompromissi syntyi, kun EKP:lle turvattiin erittäin vahva (Bubaakin vahvempi) itsenäisyys – mitä myönnytystä Mitterrand sittemmin katui. EMU on kaiken kaikkiaan paitsi taloudellinen, myös vahvasti poliittinen ja poliittisten kompromissien sävyttämä projekti. Myös Suomen liittyminen euroon oli vähintään yhtä paljon poliittinen kuin taloudellinen päätös; näin osoitettiin Suomen tahto kuulua EU:n ”ytimeen”.

Vuonna 1999 alkaneen rahaliiton institutionaalinen pohja jäi Ranskan ja Saksan välisten syvien erimielisyyksien takia lopulta varsin ohueksi (kuvio 1). Euro on valuutta vailla valtiota: liitolla on yksi raha, yksi keskuspankki (EKP) ja yksi rahapolitiikka. Toisaalta liitossa on tätä nykyä 16 itsenäistä ja omaa päätösvaltaa

*Vaikka suistumisen kuilun pohjalle vältettiin, jäljelle jäi kipeitä kysymyksiä*

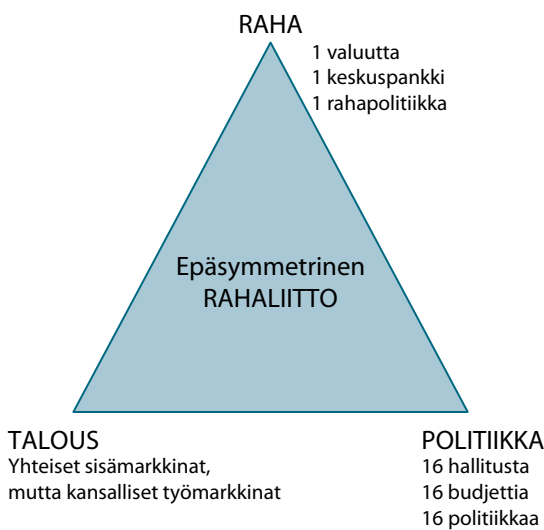
*Onko luottamista siihen, että tähän mennessä tehdyt päätökset pelastavat rahaliiton?*

käyttävää valtiota, jolla kullakin on oma budjettinsa ja jotka kukin harjoittavat omaa vero-, sosiaali- ja työllisyyspolitiikkaa. Sisämarkkinat ovat kaikille EU-maille yhteiset, mutta monet markkinat ovat edelleen vain heikosti integroituneita (esim. energia, myös useat palvelut), ja etenkin työmarkkinat ovat instituutioiltaan ja käyttäytymiseltään vahvasti kansallisia.

Talouspolitiikan vastuun ja vallan jako rahaliitossa on karkeasti ottaen sellainen, että EKP vastaa rahapolitiikasta, kun taas kansalliset hallitukset ovat vastuussa sekä finanssipolitiikasta että rakennepolitiikasta (kuvio 2). Lisäyksenä edellä sanottuun jäsenmailla on velvollisuus talous- ja etenkin finanssipolitiikan koordinaatioon EU:n ministerineuvostossa (vrt. jäljempänä). Jäsenmaiden mahdollisuuksia toimia omaehtoisesti rajoittavat myös yhteisöainsäädäntö sekä komission oikeus puuttua kilpailupolitiikkaan ja valtiontukiin. Edelleen EU pyrkii rakennepolitiikan määrätynasteiseen koordinaatioon ns. Lissabon-prosessin (nytemmin E2020) puitteissa. Melko yleinen käsitys tosin on, että tuo koordinaatio on jäänyt byrokraattiseksi ja retoriseksi puuhasteiluksi ilman vaikutuksia jäsenmaiden käyttäytymiseen.

EMUn institutionaalisen rakenteen hallitseva piirre on sen epäsymmetrisyys. Joidenkin mielestä epäsymmetrisyys johtaa väistämättä eri politiikka-alueiden ja eri jäsenmaiden välisiin jännitteisiin, joiden hallitseminen edellyttää

**Kuvio 1 Valuutta vailla valtiota**



si tiiviimpää yhteistyötä tai vallan siirtämistä unionitasolle kaikilla politiikka-alueilla. Toiset katsovat, että juuri yhteinen raha ja rahapolitiikka perustelevat kansallisen päätösvallan säilyttämistä laajana muilla politiikkalohkoilla. Näin siksi, että rahaliiton jäsenmaat joka tapauksessa ovat kovin erilaisia ja siksi tarvitsevat kansalliset olosuhteet huomioon ottavia talous- ja yhteiskuntapoliittisia ratkaisuja. EMUn epäsymmetrisyys on kiistaton mutta tämän seikan merkitys on kiistanalainen.

Rahaliiton institutionaalinen perusta on ohut mutta yhteiselle rahalle on toki yritetty rakentaa turvajärjestelmiä. Perussopimukseen nojautuen ja poliittisin päätöksin on luotu ns. Vakaus- ja Kasvusopimus (VKS), joka vaatii rahaliiton jäsenmaita noudattamaan budjettikuria: julkisen talouden osalta on pyrittävä tasapainoon tai ylijäämään, alijäämä ei saisi ylittää 3 prosenttia kokonaistuotannosta, ja julkisen talouden bruttovelan pitäisi pysyä kohtuullisena tai pienempänä kuin 60 prosenttia kokonaistuotannosta.

Komission valvonnan ja Neuvoston toimesta tapahtuvan talouspolitiikan koordinaation tehtävänä on huolehtia näiden yhteisesti omaksuttujen pelisääntöjen tehokkaasta noudattamisesta. Mainittujen rajojen rikkomisesta neuvosto voi komission esityksestä määrätä jopa tuntuvia sakkorangaistuksia. Lisäksi perussopimus sisältää jäsenmaiden julkisen talouden kurinalaisuutta vaativia pykäläiä, joiden mukaan jokaisen jäsenmaan tulee vastata julkisen taloutensa sitoumuksista; EU tai muut maat eivät saa auttaa rahoitusvaikeuksiin joutunutta jäsenmaata ("no bail out" -pykälä). Myöskään EKP ei saa rahoittaa jäsenmaiden julkisen talouden alijäämiä, ja keskuspankin itsenäisyys on säädetty poikkeuksellisen vah-

**Kuvio 2 Kuka päättää EMUssa?**

	Rahapolitiikka	Finanssipolitiikka	Muu politiikka
Jäsenmaa	-	Päätösvalta	Päätösvalta
Unioni	Päätösvalta	Koordinaatio	Koordinaatio, Valvonta, Lainsäädäntö

*EMUn hallitseva piirre on sen epäsymmetrisyys*

*Yhteiselle rahalle on toki yritetty rakentaa turvajärjestelmiä*

*Komission ja Neuvoston tehtävänä on huolehtia näiden pelisääntöjen noudattamisesta*

*Ajatuksena oli, että rahaliiton olisi muodostanut suhteellisen homogeeninen maaryhmä...*

vaksi juuri sen varmistamiseksi, että se ei alista rahapolitiikkaansa poliittisten toiveiden tai vaatimusten mukaisesti. Euron turvaksi säädetyt säännöt ovat juridisesti vahvoja – jos ne kestävät sääntöjen soveltamiseen kohdistuvat poliittiset paineet.

## Euromaiden erkaantuminen

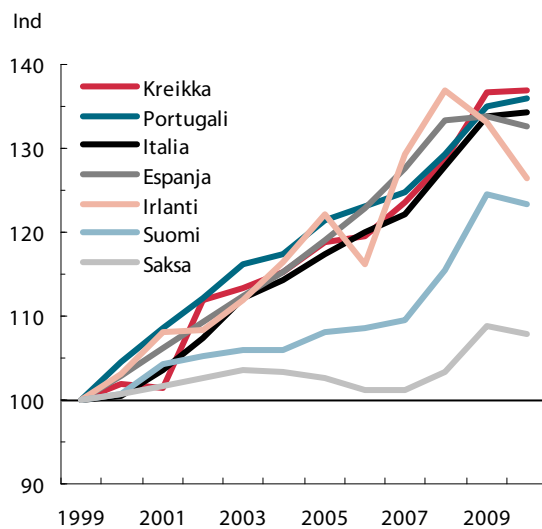
Maastricht-sopimusta laadittaessa ajatuksena oli, että rahaliiton muodostavat lähinnä Saksa ja Ranska sekä Benelux-maat. Tämä "kova ydin" olisi muodostanut suhteellisen homogeenisen maaryhmän, mikä otaksuttavasti olisi helpottanut yhteisen rahan toimintaa. Maastricht-sopimukseen kirjattiin tästä syystä tunnetut "konvergenssikriteerit", joiden tiukka soveltaminen olisi estänyt Etelä-Euroopan maiden (ja Belgian) liittymisen rahaliittoon. Mutta toisin kävi: rahaliiton alkaessa vuonna 1999 mukana oli kaikkiaan 11 maata, ja Kreikka liittyi jo seuraavana vuonna (omia tilastojaan vääristäen). Poliittisista syistä EMU syntyi laajana ja siihen osallistuvien maiden talouden ja politiikan suhteen heterogeenisena kokonaisuutena.

Monet amerikkalaiset ja muutkin ekonomistit varoittelivat niistä ongelmista, joita "epäsymmetriset shokit" voisivat EMUlle aiheuttaa. Tältä osin kehitys on ollut odotettua on-

gelmattomampaa; maailmantalouden häiriöt ovat voittopuolisesti vaikuttaneet rahaliiton maihin samalla tavalla, eli ne ovat olleet vaikutuksiltaan lähinnä symmetrisiä. Ongelmaksi ovat sen sijaan muodostuneet erot jäsenmaiden talous- ja finanssipolitiikassa sekä työmarkkinakäyttäytymisessä, etenkin Etelä-Euroopan ja Pohjois-Euroopan välillä. Näistä syistä aiheutunut talouden kehityksen erkaantuminen etelän ja pohjoisen välillä on pitkään jatkueksaan aiheuttanut suuriksi kumuloituneita eroja useilla saroilla.

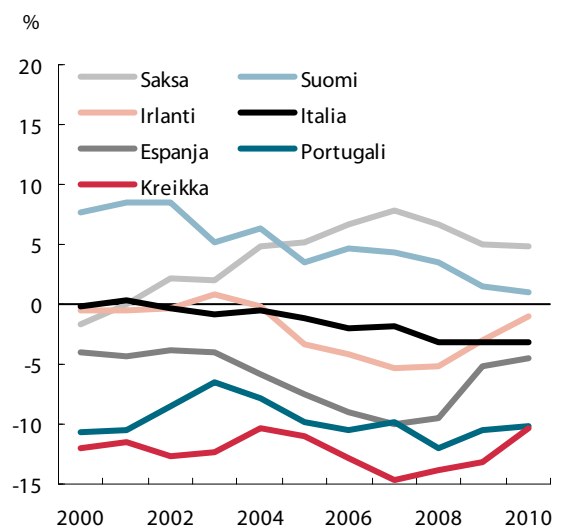
Euromääräiset yksikkötyökustannukset ovat rahaliiton aikana yleensä nousseet reippaasti Etelä-Euroopan maissa, kun sen sijaan kehitys Pohjois-Euroopassa, etenkin Saksassa ja osin myös Suomessa, on ollut maltillista (kuvio 3). Tämä on osaltaan myötävaikuttanut siihen, että ulkoinen tasapaino vaihtotaseella mitattuna on ollut heikko edellä mainitussa maaryhmässä jälkimmäiseen verrattuna (kuvio 4). Myös julkisen talouden rahoitusaliijämät ovat Etelä-Euroopassa varsin suuria, jos kohta myös pohjoisemmat maat ovat usein ylittäneet 3 prosentin alijäämärajan (kuvio 5). Suomalaisittain on mielenkiintoista, että erot eivät ole "ytimen" ja "periferian" välillä (kuten aiemmin joskus ounasteltiin) vaan Etelä- ja Pohjois-Euroopan välillä. Maaryhmien välinen ero ilmenee hintakilpailukyvyyn ja julkisen talouden lisäksi myös rakennepolitiikan eri ulottuvuuksia vertailta-

**Kuvio 3 Yksikkötyökustannukset eräissä euromaissa, 1999=100**



Lähteet: Eurostat, komission kevätennusteet.

**Kuvio 4 Vaihtotase eräissä euromaissa**



Lähteet: Eurostat, komission kevätennusteet.

*... poliittisista syistä EMU syntyi kuitenkin laajana ja heterogeenisena*

*Ongelmaksi ovat muodostuneet erot jäsenmaiden talous- ja finanssipolitiikassa sekä työmarkkinakäyttäytymisessä*

essa, kuten WEF on Lissabon-prosessia arvioi-  
dessaan todennut.

Yleisesti ottaen on kyse siitä, että Etelä-Euroopan maat ovat harjoittaneet löysemppää finanssipolitiikkaa. Ne ovat myös olleet kykenemättömämpiä uudistamaan talouksiensa rakennetta ja ovat sallineet kilpailukykyä rapautumisen yli ajan. Seurauksena on nyt muodostunut kasvupoliittisesti vaikea tilanne, jossa kilpailukyky on heikko ja julkinen velkaantuneisuus suurta (kuvio 6).

Rahaliiton sisäisen erkaantumisen ongelma ei ole uusi. Sitä koskevaa huolestumista on euryöryhmän kokouksissa tuotu esiin jo pitkään – ei vähiten Suomen toimesta. Vaivihkaa patoutuneiden jännitteiden purkautumista on silti ollut varsin vaikea ennakoita. Vielä vuonna 2008 komissio ja EKP sekä monet euroalueen poliitikot ja tutkijat ylistivät euron ensimmäistä vuosikymmentä loistavana menestyksenä. Nyt, vain kaksi vuotta myöhemmin, monet kriitikot katsovat EMUn tuomiopäivän olevan lähellä ja onnittelevat ulkopuolelle jättäytyneitä maita viisaasta päätöksestä.

## Turvajärjestelmät pettivät

Mikä meni pieleen? Onko kysymyksessä EMUn valuvika vai virheet käytännön toimis-

sa, politiikan toteuttamisessa? Tähän voi ensinnäkin todeta, että mukaan tullut maaryhmä mitä ilmeisimmin oli turhan iso: Etelä-Eurooppaa kohtaan kohdistetut epäilyt näyttävät käyneen toteen. Liittyessään rahaliittoon nuo maat saivat nauttia korkotasonsa roimasta alenemisestä. Maat eivät kuitenkaan hyödyntäneet velan korkomenojen vähenemistä parantaakseen julkisen talouden tasapainoa. Sen sijaan näin syntyneet säästöt käytettiin muiden julkisten menojen kasvattamiseen. Sittemmin matalat korot johtivat myös yksityisen sektorin kulusjuhlaan ja kiinteistöbuumiin.

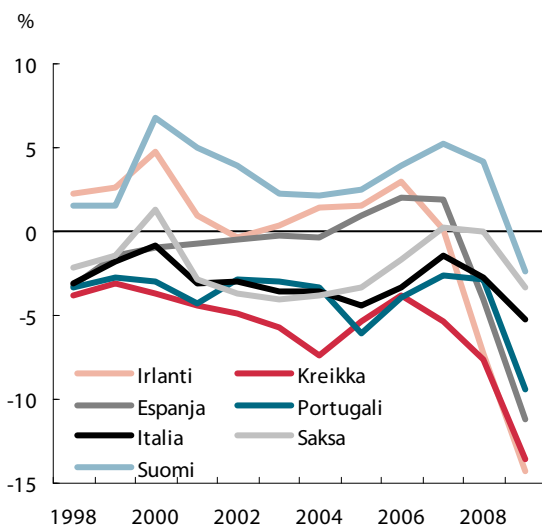
Toiseksi vakaus- ja kasvusopimus on mitä ilmeisimmin pettänyt. Itse sopimus on vuosien varrella läpikäynyt eri vaiheita, mutta sitä ei missään vaiheessa ole sovellettu tiukasti ja tuloksellisesti. Ensimmäinen VKS muotoutui 1990-luvun lopulla pitkälti Saksan valtiovarainministerin vaatimusten mukaiseksi ("Wielgel-versio"). Siinä pyrittiin periaatteessa mahdollisimman mekaaniseen VKS:n sääntöjen soveltamiseen, jolloin monet talouspoliittisesti perustellut näkökohdat jäivät vaille huomiota. Käytännössä tiukka sääntöjen soveltaminen ei onnistunut, koska perussopimus väistämättä jättää varaa tulkinnalle, sanktioiden määrääminen on poliittisesti varsin vaikeaa ja myös Saksa ja Ranska rikkoivat sopimusta ja estivät sen asiallisen soveltamisen itsen-

*Erkaantumisen ongelmaa koskevaa huolestumista on tuotu esiin jo pitkään*

*Onko kysymyksessä EMUn valuvika vai virheet käytännön toimisissa?*

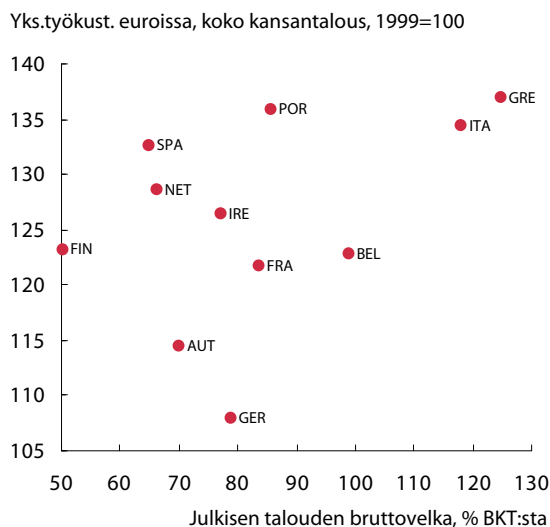
*Vakaus- ja kasvusopimus on mitä ilmeisimmin pettänyt*

**Kuvio 5 Julkisen sektorin jäämät eräissä euromaissa, % BKT:sta**



Lähteet: Eurostat, komission kevätennusteet.

**Kuvio 6 Kilpailukyky ja julkinen velka 2010 eräissä maissa**



Lähde: komission kevätennusteet.



## Markkinat eivät ennen finanssi-kriisiä rankais- seet ison julkisen talouden alijää- män maita

sä kohdalla neuvoston kokouksessa 25. mar-  
raskuuta 2003. Sitten VKS uudistettiin,  
jälleen paljolti Saksan valtiovarainministerin  
vaatimusten pohjalta ("Eichel-versio"). Uusi  
versio on taloudellisesti paremmin perusteltu  
ja vähemmän mekaaninen, mutta se sallii en-  
tistäkin suurempaa tulkinnanvaraa ja joustavuutta  
sääntöjen soveltamisessa. Kriisin takia sääntöjä  
olla jälleen pohtimassa komissaari Olli Rehnin  
ja EU:n presidentin Herman van Rompuy'n johdolla.  
Kokemus tukee kuitenkin käsitystä, että poliittis-  
legaalisten sääntöjen soveltaminen järkevästi ja  
samalla tiukasti on kovin vaativa tehtävä.

Kolmas toteamus on, että markkinat eivät en-  
nen finanssikriisiä rankaisseet ison julkisen  
talouden alijäämän maita (kuviot 8). Tämä on  
ymmärrettävää siinä mielessä, että yksittäisen

maan heikko talouspolitiikka ei rahaliitossa  
johda odotuksiin tämän maan valuutan heik-  
kenemisestä ja sitä kautta tapahtuvaan koti-  
maisten korkojen kohoamiseen (kun maalla  
ei ole omaa valuutaa). Mutta lisäksi sijoittajat  
ilmeisesti ajattelivat kaikkien maiden voivan  
kaikissa olosuhteissa hoitaa velkansa ilman  
maksuhäiriöitä joko omin toimin tai muiden  
euromaiden avulla. Näyttää siltä, että avunan-  
non kieltopykälä (no bail-out) ei ole uskottava.  
Jäsenmaiden talouspoliittisen käyttäytymisen  
kannalta tätä on pidettävä valitettavana, sillä  
finanssimarkkinoiden palautemekanismin val-  
tion lainojen luottotappioriskejä heijastavien  
korkopreemioiden muodossa voisi kannustaa  
rahaliiton jäsenmaita harjoittamaan talouden  
kasvua ja julkisen talouden tasapainoa vahvis-  
tavaa talouspolitiikkaa.

Juuri rahaliitossa tämän mekanismin voisi aja-  
tella olevan merkittävä, koska lainoja voidaan  
tällöin hoitaa vain veroja kansalaisilta kerää-  
mällä tai lainaamalla markkinoilta rahaa. Yk-  
sittäinen euromaa ei voi rahoittaa alijäämiä se-  
teleitä painamalla, sillä setelipainon käyttö on  
EKP:n hallussa, eli EKP säätelee rahan määrän  
kehitystä. Yhdysvalloissa moni osavaltio on  
joutunut liiallisten alijäämien takia ahdinkoon,  
kun lainojen korot ovat kohonneet ja lainan-  
saanti markkinoilta vaikeutunut. Euroalueella  
jouduttiin pitkään ihmettelemään eri maiden

**Taulukko 1 Eräiden EU-maiden kilpailukyky<sup>1</sup>**

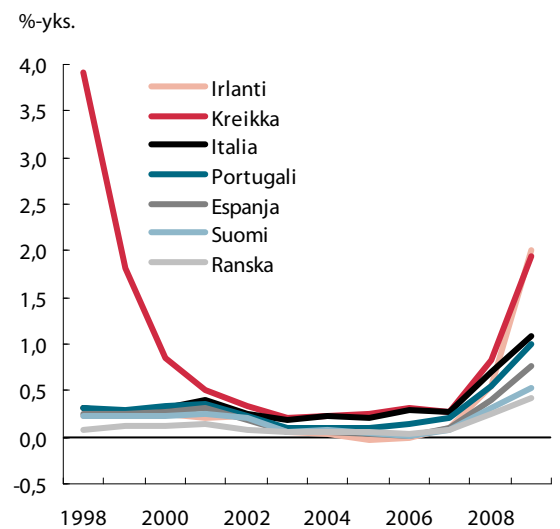
Maat	Sija	Muutos 2008–2010
Ruotsi	1	→
Suomi	2	↗
Tanska	3	↘
Alankomaat	4	→
Saksa	6	→
Itävalta	7	↘
Ranska	8	→
Iso-Britannia	9	→
Belgia	10	→
Irlanti	11	→
Viro	12	→
Slovenia	14	↗
Tšekki	15	↗
Portugali	16	↘
Espanja	18	↘
Slovakia	19	↗
Liettua	20	↘
Unkari	21	↗
Latvia	22	↘
Kreikka	23	→
Puola	24	↗
Italia	25	↘

<sup>1</sup> Kilpailukyky on arvioitu sen perusteella, miten maat suoriutuvat ns. Lissabon-prosessin indikaattoreiden valossa.

**Kuvio 7 Vakaus- ja kasvusopimus**

1 Waigel-versio	Tiukka ja tyhmä
2 Eichel-versio	Sofistikoitunut ja salliva
3 Rehn/Rompuy	???

**Kuvio 8 10 vuoden valtion joukkovelka-  
kirjojen tuottoero Saksaan**



Lähde: OECD.

Jäsenmaiden  
talouspoliittisen  
käyttäytymisen  
kannalta tätä on  
pidettävä valitet-  
tavana

välischen korkoerojen pienuutta – kunnes hermostuneisuus maailman finanssimarkkinoilla kesällä 2007 alkoi ja muistutti sijoittajia riskien ja riskierojen olemassaolosta.

#### **Laatikko 1**

##### **Pitäisikö Saksan olla Kreikan kaltainen?**

Eri puolilla tehdyissä arvioissa on katsottu, että nykyisen kriisin taustalla on osaltaan Saksan liiankin hyvä kilpailukyky ja sen harjoittama tiukka finanssipolitiikka. Tämän pohjalta he suosittavat Saksalle sallivampaa palkkapolitiikkaa ja kysyntää kasvattavia verohelpotuksia. Ajatus on, että Kreikka ja muut Etelä-Euroopan maat hyötyisivät näin vientimarkkinoiden kasvusta ja voisivat helpommin kohentaa oman taloutensa kasvua ja budjettitasapainoa. Tässä katsannossa EMUn ongelmana ei ole vain Etelä-Euroopan leväperäisyys vaan myös Saksan nuukuus.

On tietenkin totta, että rahaliiton sisäinen erkaantuminen olisi vähäisempää jos kustannuskehitys Pohjois-Euroopassa olisi nopeampaa ja julkinen talous heikommalla tolalla. Toisaalta julkista taloutta myös Pohjois-Euroopassa vaivaa väestön ikääntymisestä johtuva kestävyysvaje. Ja voisiko EMU todella hyötyä Saksan inflaation kiihtymisestä?

Oletetaan, että Saksa (ja mahdollisesti myös Hollanti, Itävalta ja Suomi) lisäisi julkisia menoja ja/tai keventäisi verotusta kotimaisen kysynnän kasvattamiseksi. Miten tämä vaikuttaisi euroalueen talouskehitykseen? On realistista olettaa, että kysynnän kasvu jonkin verran nopeuttaisi talouskasvua lyhyellä tähtämellä elvytystä harjoitettavissa maissa. Arvioiden mukaan kysynnän kasvusta kuitenkin vain varsin pieni osa kohdistuisi Etelä-Euroopan tuotantoon.

Lisäksi Pohjois-Euroopan elvytyspolitiikka voisi jossain määrin lisätä euroalueen inflaatiopaineita sekä siksi johtaa EKP:n rahapolitiikan kiristämiseen ja euron vahvistumiseen. Etelä-Eurooppa voisi euroalueen sisällä hyötyä lievästi kilpailukykynsä kohenemisesta suhteessa Pohjois-Eurooppaan, mutta kärsisi euron vahvistumisesta kilpailussa kolmansien maiden kanssa. Nettovaikutus voisi Etelä-Euroopan kannalta hyvinkin olla negatiivinen. Vastaava pätee jos palkkakehitys Pohjois-Euroopassa nopeutuisi ja johtaisi EKP:n rahapolitiikan kiristämiseen ja euron vahvistumiseen. Ajatus, jonka mukaan voimakkaampi finanssipoliittinen ekspansio ja leväperäisempi palkkakehitys Pohjois-Euroopassa merkittävästi helpottaisivat Etelä-Euroopan ahdinkoa, ei tunnu vakuuttavalta.

Sen sijaan euromaiden finanssipolitiikan kiristäminen voi osaltaan vaikeuttaa maailmantalouden elpymistä. Jos kaikki euromaat pyrkivät kilpailukykyyn kohentamiseen ja budjettivajeiden pienentämiseen, johtaa tämä joko taantuman pitkittymiseen tai euron heikkenemiseen ja euroalueen vientivetoisen kasvun nopeutumiseen. Jälkimmäisessä tapauksessa jotkut katsovat, että euroalue ei myötävaikuta riittävästi globaalin talouskasvun edellytyksiin. Tämä on kuitenkin ongelma, jota euroalue ei voi ratkaista omin toimin, se edellyttää talouspolitiikan koordinaatiota globaalilla tasolla.

On syytä korostaa, että rahaliiton ajankohtaisissa vaikeuksissa ei ole kysymys vain julkisen talouden alijäämistä. Etenkin Espanjan ja Irlannin kohdalla oli enemmänkin kyse yksityisen sektorin velka- ja kiinteistökuplasta sekä rakennusbuumista, joka lopahtaessaan johti jyrkkään tuotannon laskuun ja suuriin pankkien luottotappioihin. Taantumien tullen merkittävä osa yksityisen sektorin liiallisista veloista on eri väyliä myötä siirtynyt tai siirtymässä valtion velaksi. Julkista valtaa ei näissä maissa voi moittia ensisijaisesti menopolitiikasta vaan riittämättömästä kyvystä yksityisen sektorin lainanoton ja kiinteistösijoitusten kasvun rajoittamiseen.

Sopii korostaa sitäkin, että euron ongelmat kärjistyivät vuoden 2008 syksyllä alkaneen globaalin finanssikriisin vanavedessä. Yksityisen sektorin ylivelkaantumisesta aiheutunut kriisi on taantumien ja hallitusten harjoittaman elvytyspolitiikan seurauksena enenevästi johtanut valtioiden ajautumiseen velkakriisiin tai sen partaalle. Rahaliiton eteläiset jäsenmaat ovat tästä esimerkkinä, mutta samanlaisia ongelmia hämmöittää myös monien muiden nopeasti velkaantuvien maiden kohdalla (kuten Iso-Britannia, Yhdysvallat tai Suomi).

Erkaantumista luonnehdittaessa voi lopuksi todeta, että sitä voi tarkastella ainakin kahdesta näkökulmasta: Etelä-Eurooppa ei ole kantanut riittävästi huolta kilpailukyvystä ja julkisen talouden tasapainosta ja/tai Pohjois-Eurooppa on ollut liian kurinalainen ja kilpailukykyinen. Jotkut kriitikot ovat katsoneet, että Saksan pitäisi olla enemmän kuin Kreikka, eikä päinvastoin! Saksalaisille (ja monille muillekin) väite tuntuu kuitenkin poliittisesti pulmalliselta ja myös analyttisesti kyseenalaiselta (ks. laatikko 1).

## **Rahaliiton kriisi**

Viimeksi kuluneen vuoden aikana ei enää ole tarvinnut päivitellä finanssimarkkinoiden surutonta suhtautumista raskaasti velkaantuneiden maiden luottokelpoisuuteen. Korkojen riskipreemiot ovat vastikään olleet erittäin suuria, ja etenkin Kreikan on ollut käytännössä lähes mahdotonta saada lainoja markkinoilta (kuvio 9). Nyt on käynyt ilmeiseksi, että iso julkinen velka tai yleisemmin heikko julkisen talouden

*Kyse ei ole vain finanssipolitiikan kurinalaisuudesta vaan myös kilpailukyvystä ja kasvusta*

*Ongelmia hämmöittää myös monien muiden nopeasti velkaantuvien maiden kohdalla*

*Finanssimarkkinoiden palautemekanismi on alkanut toimia – mutta kovin myöhään ja kovakouraisena*

tasapaino sittenkin aiheuttaa paineita korkotason kohoamiseen varsin ongelmallisella tavalla (kuvio 10). Finanssimarkkinoiden palautemekanismi on alkanut toimia – mutta kovin myöhään ja kovakouraisena.

Korkojen kohoaminen olisi eskaloituessaan hyvinkin pian johtanut ongelmamaiden likviditeettikriisiin, maksukyvyttömyyteen, jolloin monille pankeille ja eläkerahastoille sekä muille sijoittajille olisi aiheutunut huomattavan suuria tappioita. Tarkkaa tietoa Etelä-Euroopan (ja Irlannin) liikkeeseen laskemien joukkovelkakirjalainojen jakaumasta eri sijoittajien kesken ei ole käytettävissä. Näiden valtioiden velkojen hoitamatta jättäminen olisi joka tapauksessa suoraan tai välillisesti pakottanut Euroopan pankkijärjestelmää saataviensa mittaviin alaskirjauksiin, mikä olisi laukaissut akuutin finanssikriisin ja pakottanut valtioita pankkien pääomittamiseen tavalla tai toisella. Pelkästään Saksan pankeilla, jotka jo muutenkin ovat vaikeuksissa, on 5 velkaisimman euromaan osalta saatavia noin 700 mrd. euron edestä.

Kevään kuluessa euroalueen päättäjät ovat olleet enenevästi huolissaan ongelmamaiden hämmöttävästä maksukriisistä. Tilanteen rauhoittamiseksi tehtiin ensin periaatepäätös siitä, että Kreikalle olisi tarvittaessa annettava hätärahoitusta euromaiden (80 mrd. euroa) ja kansainvälisen valuuttarahaston toimesta (30 mrd.

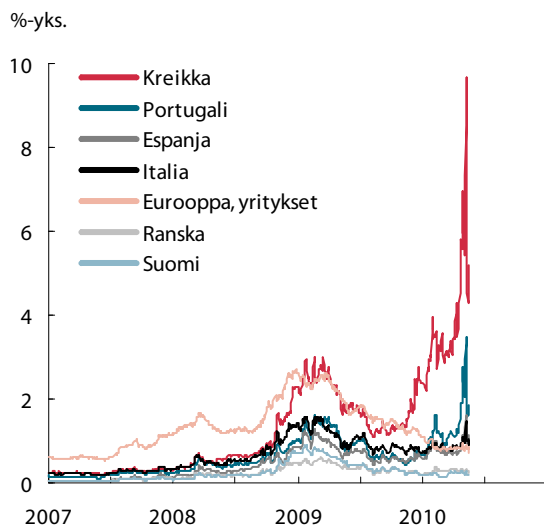
euroa). Sitten Kreikka on esittänyt pyynnön hyödyntää tätä järjestelmää, joka toisaalta edellyttää Kreikan sitoutumista rajuun julkisen talouden sopeutusohjelmaan. Näistä päätöksistä huolimatta finanssimarkkinoiden levottomuus lisääntyi huhtikuun lopulla.

Euroalueen päättäjiä on toistuvasti moitittu siitä, että he tekevät ”liian vähän liian myöhään” ja siten myötävaikuttavat finanssimarkkinoiden levottomuuksien voimistumiseen. Päättäjät ovat vuorostaan syyttäneet keinottelijoita ja markkinoita sekä mediaa kriisin pahenemisesta. Edelleen on moitittu Euroopan keskuspankia, joka kriitikoiden mielestä on kavahtanut vastuun ottamista Euroopan rahoitusjärjestelmän vakaudesta. Myös Saksan kurinalainen taloudenpito on nähty ongelmana Etelä-Euroopan kasvun ja kilpailukyvyn kannalta (laatikko 1). Näistä näkökohdista huolimatta on vaikea olla päätyvästä siihen johtopäätökseen, että kriisin taustalla on ennen kaikkea euron pelisääntöjen leväperäinen toteuttaminen, joka salli kumulatiivisen erkaantumisen tapahtuvan.

Politiikkareaktiosta itse kriisiin on edelleen erimielisyyttä: ”virallinen” kanta on, että Kreikan valtion (ja sitä rahoittavien pankkien) pelastaminen oli ”systemisten” riskien takia välttämätöntä. Muutoin olisi ajaututtu hallitsemattomaan ja itseään ruokkivaan finanssi- ja talouskriisiin. Kilpaileva vähemmistökanta

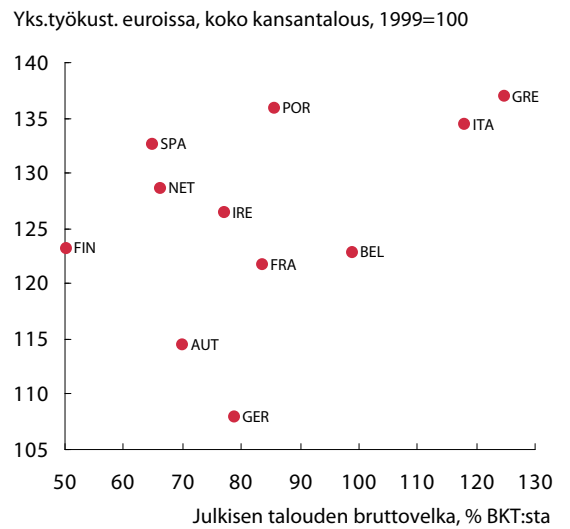
*Päättäjät on toistuvasti moitittu siitä, että he tekevät ”liian vähän liian myöhään”*

**Kuvio 9 10 vuoden valtion joukkovelkakirjojen tuottoero Saksaan**



Lähteet: Bloomberg, ETLA.

**Kuvio 10 Pitkät korot ja julkinen velka eräissä maissa**



Lähteet: Bloomberg, komission kevätennusteet.



on, että EMU tämän kriisipaketin myötä valitsi tuhon tien, sillä Kreikan velkojen hallittu uudelleenjärjestely olisi paremmin vastannut EMUn perussopimuksen henkeä ja myös ollut omiaan opastamaan muita maita ja rahoitusmarkkinoita parempaan ja euroa pitkällä aikavälillä vahvistavaan kehitykseen. Kreikan varomattomasta velkaantumuksesta ja rahoituslaitosten tuottohakuisesta sijoitustoiminnasta aiheutuvien riskien siirtäminen muiden euro maiden veronmaksajien harteille on väärin ja demoralisoivaa. Pelastusoperaation puoltajien vastaväite tähän on, että Yhdysvaltojen viranomaiset juuri tämän kaltaisin perustein pääsivät Lehman Brothersin konkurssiin – mikä melko nopeasti johti koko maailman rahoitusjärjestelmän kriisiin! Yksimielisiä voidaan olla siitä, että vastaisen varalle tarvitaan pysyvä kriisien hallintajärjestelmä, jonka puitteissa myös hallittu velkojen uudelleenjärjestely on varteenotettava vaihtoehto velkakriisiin ajautuneen maan tapauksessa.

Eurooppa-päivän (9. toukokuuta) ratkaisut on joka tapauksessa nähtävä sitä taustaa vasten, että päättäjät olivat selkä seinää vasten kriisin kärjistymisen takia: kriisin eskaloituminen hallitsemattomaksi oli estettävissä vain rohkeilla ja markkinoiden vakuuttamiseen tähtäävillä ratkaisuilla. Kriisipaketti oli kaikinensa poikkeuksellisen laaja (taulukko 2). EU ja euroalueen jäsenmaat päättivät luoda valmiuden varsin mittavaan valtioiden hätärahoitukseen. Sitoumusten yhteismäärä on lähes 600 mrd. euroa (80 + 500), minkä lisäksi IMF on valmis hätärahoitukseen lähes 300 mrd. euron edestä (30+250). Rahoitus on vahvasti ehdollista, sen

edellytyksenä on IMF:n avulla laadittu julkisen talouden sopeuttamisohjelma. Komissio on jo esittänyt toimia pysyvän kriisien hallintajärjestelmän luomiseksi sekä finanssipolitiikan seurannan ja VKS:n tiukentamiseksi. Euroalueen valtiopäämiehet antoivat 7. päivänä toukokuuta EU:n presidentille (Herman van Rompuy) tehtäväksi selvittää komission kanssa mahdollisuuksia ei vain finanssipolitiikan kurinalaisuuden vahvistamiseksi vaan myös jäsenmaiden kilpailukyvyn seurannan parantamiseksi. Lisäksi ongelmavaltiot esittivät nopeasti toimia julkisen taloutensa kohentamiseksi (esim. Portugal, Espanja, myös Ranska).

Varsin merkillepantava osa pakettia on, että EKP vastoin aiempia kantojaan ilmoitti ryhtyvänsä ostamaan valtiolainoja markkinoilta niiden toimivuuden ja likviditeetin tukemiseksi. Jo aiemmin EKP oli ilmoittanut hyväksyvänsä toistaiseksi myös Kreikan valtion liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjalainoja edelleen keskuspankkirahoituksen vakuutena, vaikka Kreikan valtion papereita luottokelpoisuuden alenemisen valossa on pidettävä ”roskalainoina” (junk bonds). Lisäksi EKP ryhtyi uudestaan tarjoamaan 3 ja 6 kuukauden mittaista rahoitusta pankeille niiden maksuvalmiuden turvaamiseksi. Nämä päätökset, etenkin EKP:n sitoutuminen valtionlainojen ostamiseen, ovat herättäneet ristiriitaisia tunteita: Ranskan presidentti Nikolas Sarkozy kehuu päätöksiä ja korostaa omaa rooliaan niiden synnyttämisessä, kun taas Saksassa kannetaan laajasti huolta EKP:n itsenäisyyden murenemisesta. EKP:n toiminta alentaa Etelä-Euroopan valtion lainojen korkoja mutta on myös omiaan nostamaan

*Riskien siirtäminen muiden euromaiden veronmaksajien harteille on väärin ja demoralisoivaa – ja silti välttämätöntä?*

*Päättäjät olivat selkä seinää vasten kriisin kärjistymisen takia*

*Päätökset ovat herättäneet ristiriitaisia tunteita*

**Taulukko 2 Rahaliiton kriisipaketti toukokuussa 2010**

Euroopan keskuspankki	EU/euroalue	Kans.väl. valuuttarahasto	Jäsenmaat
– Valtioiden jvk-lainojen ostaminen markkinoilta	– Valmius valtioiden hätärahoitukseen, yhteensä lähes 600 mrd. euroa	– Valmius valtioiden hätärahoitukseen, yhteensä lähes 300 mrd. euroa	– Toimia finanssipolitiikan tiukentamiseksi (Kreikan lisäksi mm. Portugal, Espanja, Ranska)
– 3- ja 6-kuukauden rahoituksen tarjoaminen pankeille	– VKS:n tiukentamisen valmistelu käyntiin	– Sopeuttamisohjelmien laatiminen tarvittaessa	
– Keskuspankkirahoituksen vakuusvaatimusten höllentäminen	– Kilpailukyvyn seuranta agendalle		
– Valuuttaswappeja muiden keskuspankkien kanssa	– Pysyvän kriisinhallintajärjestelmän valmistelu		

*Korot ovat alentuneet, pörssikurssit kohentuivat, euron ulkoinen arvo näyttää heikentyneen*

*Ensireaktiot eivät kuitenkaan tarkoita kriisin päättymistä*

*Tehdyt ratkaisut eivät mitenkään paranna talouskasvua tai vähennä budjettialijäämiä*

jossain määrin Saksan ja Suomen maksamia korkoja, mikä ei ole poliittisesti ongelmantona. On kyse siitä, että poikkeuksellisissa oloissa tehdään poikkeuksellisia toimia. Sitä paitsi nämä toimet eivät suoraan vaaranna EKP:n keskeisen mandaatin mukaista hintavakauden tavoitetta, vaikka jvk-lainojen ostoja joskus pidetään pelättynä "setelirahoituksena".

Kaiken kaikkiaan paketti oli mittava ja ainakin ensi vaikutuksiltaan pääosin tehokas. Ongelmamaiden korot ovat alentuneet, joskin ne ovat korkeampia kuin ennen levottomuuksien syntymistä (kuvio 9). Pörssikurssit kohentuivat (ainakin tilapäisesti) toukokuun alun päiviin verrattuna (kuvio 11). Euron ulkoinen arvo näyttää sen sijaan heikentyneen merkittävästi paketista huolimatta tai sen takia (kuvio 12). Tämä on nähtävä sitä taustaa vasten, että Euroopan kasvunäkymät ovat aiemmin arvioitua heikommat. Lisäksi euroalueen rahapolitiikka tulkitaan aiempaa ekspansiivisemmaksi, vaikka EKP itse tämän kieltääkin ja korostaa aikovansa neutraloida jvk-lainojen ostojen likviditeettivaikutuksia. Kokonaisuutena ottaen päätetyt toimet parantavat Euroopan mahdollisuuksia selviytyä ongelmavyyhdistään, ja ratkaisut ovatkin pääosin saaneet osakseen kiitosta. Kuten John Maynard Keynes on todennut, "valtiovarainministerit tekevät joskus ainoan oikean ratkaisun – mut-

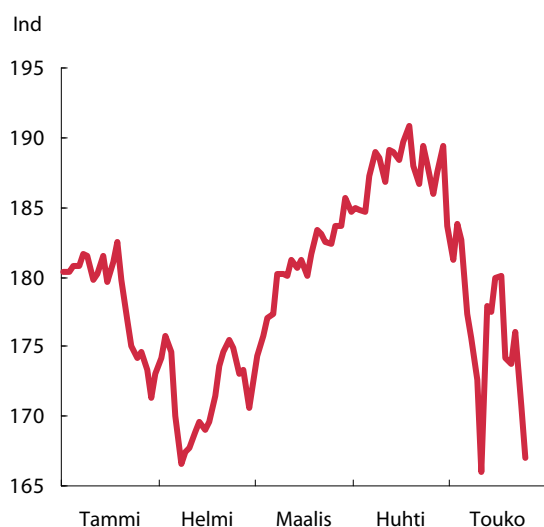
ta yleensä vasta kokeiltuaan kaikkia muita vaihtoehtoja".

Finanssimarkkinoiden ensireaktiot eivät kuitenkaan tarkoita kriisin päättymistä tai ongelmien hälvenemistä. Tehdyt ratkaisut mahdollistavat välittömän finanssikriisin estämisen mutta itsessään ne eivät mitenkään paranna talouskasvua tai vähennä pulmien taustalla olevia budjettialijäämiä; ylivelkaantumisesta kärsivien valtioiden lisävelkaantuminen ei itsessään ole mikään ratkaisu ongelmiin. Päätökset antavat parhaimmillaankin vain jonkin verran enemmän aikaa sellaisen politiikan toteuttamiselle, joka toivon mukaan voi tukea sekä talouden kasvun vahvistumista että ajan mittaan tapahtuvaa julkisen talouden alijäämien pienenemistä. Onko realistista olettaa, että tässä onnistutaan? Entä jos ei onnistuta?

## **Kohti EMUn kukoistusta, rapautumista tai romahdusta?**

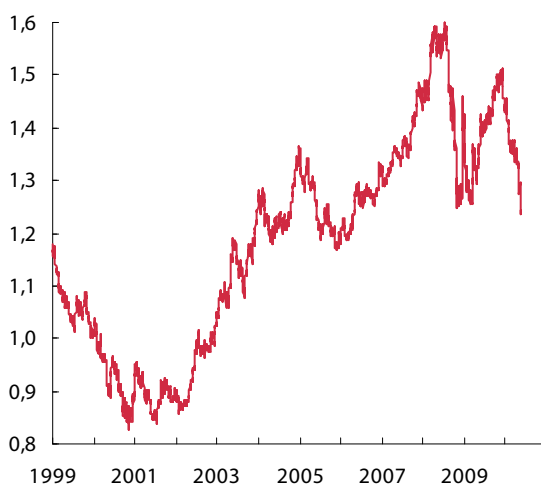
Rahaliiton kriisi ei johdu vain joidenkin maiden liian löysästä finanssipolitiikasta ja euron turvajärjestelmien pettämisestä tai joidenkin maiden kilpailukyvyn rapautumisesta. Kriisillä on myös syvempiä juuria: Euroopan eri maat edustavat toisistaan poikkeavia sosioekonomisia malleja, ja joka maassa on olemassa

**Kuvio 11 European 500 -pörssi-indeksi**



Lähde: Bloomberg.

**Kuvio 12 Euro Yhdysvaltain dollareissa**



Lähde: Bloomberg.

oma politiikan valintamahdollisuuksia rajaava ”yhteiskuntasopimuksensa”. Saksassa hintavakaus on säästäväisyyden ohella keskeinen perusarvo, jota vastaan politiikassa ei voi toimia menettämättä kansalaisten luottamusta. Suomessa kovakin julkisen talouden kuri hyväksytään, jos se mielletään välttämättömäksi hyvinvointivaltion rahoituksen turvaamiseksi. Etelä-Euroopassa on suhtauduttu sallivammin julkiseen velanottoon ja avokätisiin eläkelupauksiin, ja näissä maissa ei ole samassa määrin yhteiskunnallista vastuuta tuntevia työmarkkinajärjestöjä kuin Pohjoismaissa. Yleisesti ottaen maiden väliset erot talouden ja politiikan sekä kulttuurin saroilla ovat osa Eurooppaa rikastuttavaa heterogeenisuutta tai diversiteettiä. Mutta voi kysyä, voiko euro säilyä hengissä jos jonkinasteista yhdenkaltaistumista taloudenpidon malleissa ei tapahdu. Ei voida odottaa, että Pohjois-Euroopan äänestäjät olisivat halukkaita rahoittamaan Etelä-Euroopan poliittikkojen antamia eläkelupauksia.

Euron tulevaisuus on hämärän peitossa. Optimismiin on aihetta jos tehdyistä virheistä osataan ottaa oppia. Tämä tarkoittaisi yhteisten pelisääntöjen tehokkaampaa noudattamista siten, että julkisen talouden tasapainosta kannettaisiin hyvinä aikoina parempaa huolta, ja että kilpailukyvyyn rapautuminen johtaisi ajoissa kehitystä korjaaviin toimenpiteisiin. Lisäksi olisi erinomaisen toivottavaa, että rahoitusmarkkinat valvoisivat hallitusten toimia ja reagoisivat ajoissa heikoksi katsottavaan politiikkaan korkojen riskipreemioita nostamalla. EKP voisi osaltaan myötävaikuttaa markkinoiden parempaan valtiolainojen riskihinnoitteluun differentioimalla keskuspankkirahoituksen vakuusvaatimuksia maiden harjoittaman finanssipolitiikan perusteella, kuten Sauli Niinistö ehdotti euroryhmässä jo vuosia sitten toimiessaan Suomen valtiovarainministerinä. Nopeammin ja pienemmin liikkein tapahtuvat finanssimarkkinoiden reaktiot olisivat verrattomasti hyödyllisempiä kuin liian myöhään ja äkkinäisinä tapahtuvat korkoreaktiot.

Kaikista tärkeintä olisi Euroopan kasvun kestävä nopeutuminen talouden rakenteita uudistamalla ja suorituskykyä vahvistamalla. Muuten kaikkien maiden ja etenkin Etelä-Euroopan on tavattoman vaikea pienentää budjettivajeita ja murtaa julkisen talouden velkakierre (laatik-

ko 2). Kasvun nopeuttaminen rakenteellisia uudistuksia edistämällä on ollut ns. Lissabon-prosessin tavoitteena, mutta saavutuksia on yleisesti pidetty heikkoina. Nyt E2020 -otsikolla etenevän jatkuvan prosessin ongelmana on, että monet keskeiset (esim. eläkejärjestelmää ja työmarkkinoita koskevat) uudistukset vaativat kansallisia ja poliittisesti hyvin vaikeita päätöksiä. Ei ole mitään takeita siitä, että tuo koordinaatioprosessi toimisi vastedes paremmin kuin tähän saakka. Toisaalta itse kriisi saattaa tältäkin osin mahdollistaa sellaisia uudistuksia, jotka tähän asti ovat olleet poliittisen realismin ulottumattomissa.

Rahaliiton tulevaa taivalta ei voi ennakoida, mutta siihen vaikuttavia tekijöitä voidaan tunnistaa ja hahmottaa niiden poh-

#### Laatikko 2 Johtavatko budjettialijäämät velkajärjestelyihin?

Kriisipaketin tarkoituksena on välttää Kreikan ja muiden euromaiden valtiollinen konkurssi tai maksukyvyttömyys. (Juridisesti valtio ei mene konkurssiin, se vain lopettaa lainojen hoitamisen ja samalla yleensä hakee sovintoratkaisua velkojien kanssa velkataakan keventämiseksi.) EU:n viranomaiset ovat toistuvasti vakuuttaneet, että jvk-lainojen haltijat eivät tule menettämään rahojaan. Markkinoilla elää kuitenkin sitkeänä ajatus, että Kreikka – mahdollisesti myös jokin muu Etelä-Euroopan valtio ja/tai Irlanti – ajautuu ennemmin tai myöhemmin ylivoimaisiin maksuvaikeuksiin. Tällöin velkoja on järjestettävä uudelleen niiden pääoma-arvoa alentamalla, korkoa kohtuullistamalla tai ainakin laina-aikoja pidentämällä. Velkojen uudelleen järjestämistä koskevat odotukset pitävät Kreikan lainkorkoja korkeana, mikä vuorostaan vaikeuttaa velkakierteen murtamista. Markkinoiden odotukset ovat hyvinkin ymmärrettäviä kun tarkastellaan kahta yhtälöä, jotka kuvaavat julkisen talouden velkaantumista yli ajan sekä velkaantumisen alenemisen asettamia vaatimuksia budjetille:

$$\Delta D = G - T + (r-y)D \quad \text{ja} \quad T > G + (r-y)D,$$

jossa D = julkinen velka/BKT  
 $\Delta$  = muutos yli ajan  
 G = julkiset menot pl. korkomenot/BKT  
 T = verot/BKT  
 r = julkisen velan korko  
 y = BKT:n kasvuvauhti.

Ensimmäinen yhtälö kertoo sen yksinkertain tosiasian, että velkaantuneisuus (velka/BKT) kasvaa jos menot (pl. korkomenot) ylittävät tulot ja jos velalle maksettava korko ylittää talouden kasvuvauhdin. Tästä seuraa toinen yhtälö, jonka mukaan velkaantumisen alenemisen edellytyksenä on, että veroaste on riittävän korkea suhteessa menoasteeseen (pl. korkomenot) sekä korkotason ja talouden kasvun erotukseen (kerrottuna velan tasolla).

*Joka maassa on oma politiikan valintamahdollisuuksia rajaava ”yhteiskuntasopimuksensa”*

*Mutta voi kysyä, voiko euro säilyä hengissä jos jonkinasteista yhdenkaltaistumista taloudenpidon malleissa ei tapahdu*

*Yhteisten pelisääntöjen tehokkaampi noudattaminen on välttämätöntä*

*EKP voisi edistää valtiolainojen tervettä riskihinnoittelua*

*Rahaliiton kannalta avainkysymys on, pystyvätkö Etelä-Euroopan maat parantamaan talouden kurinalaisuutta ja tehokkuutta*

*Olellainen kysymys on, sovelletaanko rahoituksen ehdollisuutta tiukasti...*

*... vai jatketaan-ko sitä, vaikka sopeutusohjelmien toteuttaminen jäisi vaillinaiseksi*

Nopeasti kasvavassa taloudessa velkaantuneisuus voi alentua vaikka verot olisivat pienempiä kuin menot (pl. korkomenot), niin kauan kuin velkaantuneisuuden nimittäjä (BKT) kasvaa nopeammin kuin osittaja (velka). Hitaasti kasvavassa tai korkeasta korkotasosta kärsivässä taloudessa tilanne on sen sijaan paljon vaikeampi, silloin tarvitaan julkisia menoja (pl. korkomenot) huomattavasti suurempia verotuloja nettokorkomenojen kattamiseksi.

Kreikan kohdalla julkisen velan arvioidaan tämän vuoden lopulla olevan noin 125 prosenttia BKT:sta, korkotaso on huomattavan korkea ja talouskasvu negatiivinen. Näissä oloissa veroasteen pitäisi olla noin 10 prosenttiyksikköä korkeampi kuin menoasteen (pl. korkomenot) velkakierteen murtamiseksi. Kreikan kohdalla veroasteen odotetaan tänä vuonna kuitenkin olevan selvästi alempi kuin menoasteen, minkä takia velkaantuneisuuden kasvu toistaiseksi jatkuu nopeana. Talouspoliittisesta hevoskuurista huolimatta Kreikan valtionvelan arvioidaan kolmen vuoden sisällä kohoavan 150 prosenttiin kokonaistuotannosta ennen kääntymistään alenevalle uralle.

On mahdollista, että Kreikka ja muut ongelmavaltiot vuosien saatossa selviävät urakastaan. Mutta haaste voi myös osoittautua ylivoimaiseksi jos talous ei käänny kasvuun, jos korkotaso ei alene nykytasoltaan, ja jos suuria menoikkauksia ja verotuksen kiristämistä ei kyetä poliittisista tai muista syistä toteuttamaan.

Velanhoidon laiminlyönnissä ei ole kyse vain velan maksukyvyistä vaan myös maksuhalusta. Houkutus vaatia velkoja tinkimään saatavistaan tulee olemaan jossain vaiheessa suuri. Mahdollista velkajärjestelyä ei tarvitse pitää katastrofina edellyttäen, että sen kielteisiä heijastusvaikutuksia Euroopan rahoitusjärjestelmään kyetään rajoittamaan. Joka tapauksessa on ymmärrettävää, että sijoittajat edelleen suhtautuvat epäillen Kreikan ja muiden maiden kykyyn ja haluun maksaa kaikki velat ajallaan.

jalta eri skenaarioita (kuvio 13). Keskeisinä tekijöinä voi pitää etenkin ongelmavaltioiden talouspolitiikkaa sekä toisaalta EKP:n ja euromaiden hätärahoituksen ehdollisuutta käytännössä.

Ongelmavaltiot voivat ryhtyä pontevasti julkisten menojen leikkaamiseen ja samalla rakenteellisiin uudistuksiin talouden kasvuedellytysten vahvistamiseksi. Vaihtoehtoinen kehityskulku on, että julkisen talouden saneeraus ja rakenneuudistukset jäävät paljolti tekemättä.

Etelä-Euroopassa on runsaasti mahdollisuuksia julkisen talouden tehostamiseksi toimintatapoja parantamalla, mikä sallisi budjettivajeiden pienentämisen kasvua heikentämättä. Niin ikään on runsaasti mahdollisuuksia kasvua tukeviin uudistuksiin esim. työmarkkinoilla, valtion ja alueiden hallinnossa, energiapolitiikassa, eläkepolitiikassa, pankkijärjestelmässä, kilpailua edistämällä ja verotusta järkipäristämällä. Rahaliiton kannalta avainkysymys on, pystyvätkö Etelä-Euroopan maat parantamaan talouden kurinalaisuutta ja tehokkuutta takvuosiin verrattuna.

Euroalue valitsi toukokuun alussa tien, joka voi johtaa EKP:n ja vahvempien euromaiden toimesta huomattavan laajamittaiseen ongelmavaltioiden budjettialijäämien rahoittamiseen. Jatkon kannalta olellainen kysymys on, sovelletaanko rahoituksen ehdollisuutta tiukasti vai jatketaan-ko sitä, vaikka sopeutusohjel-

**Kuvio 13 Quo vadis EMU?**

		EMU:n ongelmavaltiot	
		Kiristävät verotusta ja vähentävät panostuksia tulevaisuuteen	Tehostavat julkista taloutta ja toteuttavat rakenteellisia uudistuksia
Euroopan keskuspankki ja euromaat	Rahoittavat ongelmavaltioita ehdollisuudesta tinkien	1 - Erkaantuminen jatkuu - Inflaatio nopeutuu - EMUsta "tulonsiirtounioni" - EMU hajoaa? (vahvat jättävät)	2 - Konvergenssi kohenee - Kasvu vahvistuu - EMUn pelisäännöt toimivat - EMU normalisoituu/kukoistaa
	Asettavat rahoitukselle tiukkoja edellytyksiä	3 - Erkaantuminen jatkuu - Kasvu hidastuu pysyvästi - Velkojen uudelleenjärjestelyjä - EMU hajoaa? (heikot jättävät)	4 - Konvergenssi kohenee - Kasvu hidasta lähivuosina - Deflaatio koettelee - Kohti parempaa tulevaisuutta



mien toteuttaminen jäisi vaillinaiseksi. Linjaus on kiistanalainen ja vaikea, koska rahoituksen turvaaminen toki voi rauhoittaa markkinoita lyhyellä tähtämellä mutta itsessään se ei poista ongelmien taustalla olevia pulmia. Se saattaa päinvastoin tuudittaa sijoittajia ajattelemaan, että riskit ovat heidän osalta pienempiä, koska ne on kollektivisoitu Euroopan tasolla. Ongelmavaltiot saattavat uskoa rahoitusta järjestettävän tarpeen mukaan jatkossakin, koska vaihtoehto on kaikkien kannalta hankala kriisin kärjistyminen. Samoista syistä avokätisen rahoituksen vastustus on varsin vahvaa Pohjois-Euroopassa.

Näistä lähtökohdista voi hahmottaa neljä erilaista skenaariota, joissa EMU joko hajoaa tai kukoistaa tai palaa koettelemusten kautta hitaasti kohti parempaa tulevaisuutta. Jokaiseen tapaukseen liittyy toki lukuisia varauksia, joita pohtimalla skenaarioiden lukumäärää helposti voisi kasvattaa.

## Neljä skenaariota EMUlle

*Tulonsiirtojen EMU* on vaihtoehto, jossa EKP ja euroalueen hallitukset ovat tiukan paikan tullen valmiita jatkamaan ongelmavaltioiden alijäämien rahoitusta, vaikka nämä eivät kykene toteuttamaan sopeutumishjelmiään ja vaikka rahoituksen runsaus aiheuttaa osaltaan inflaatiopaineita. Perustelu rahoituksen jatkamiselle on Euroopan solidaarisuus sekä pelko siitä, että Kreikan tai muiden Etelä-Euroopan maiden velkojen uudelleenjärjestely aiheuttaisi sijoittajille ja rahoituslaitoksille suuria luottotappioita. Etenkin pankkien kohdalla voisi edessä olla uusi valtioiden toimesta suoritettava pääomittaminen kaikkine taloudellisine ja poliittisine ongelmineen.

Jatkuessaan tämän kaltainen kehitys kuitenkin aiheuttaa moraalikatoa rahoitusmarkkinoilla ja ongelmavaltioissa, kun riskien voidaan odottaa jäävän muiden eurovaltioiden kansalaisten maksettavaksi. Ei vain Saksassa vaan kaikkialla Pohjois-Euroopassa vahvistuisi kritiikki, jonka mukaan EMU on kehittymässä ”tulonsiirtounioksi”, jossa Pohjois-Euroopan edellytetään Euroopan solidaarisuuden nimissä jatkuvasti rahoittavan Etelä-Euroopan budjettivajeita. Tässä skenaariossa EMU hajoaa, koska suh-

teellisesti katsoen vahvat jäsenmaat eivät pidemmän päälle suostu muiden maiden laskujen maksumiehiksi.

Toinen vaihtoehto, *kukoistava EMU*, poikkeaa edellisestä siinä, että Etelä-Eurooppa ryhtyy voimakkaisiin toimiin julkisen menotalouden saneeraamiseksi sekä kasvua tukevien rakenteellisten uudistusten toteuttamiseksi. Euroalueen viranomaiset tukevat prosessia lisärahoituksella, jonka tarve kuitenkin pienee talouksien kasvun vahvistumisen myötä. Jo muutaman vuoden sisällä euroalue voisi – osin ekspansiivisen rahapolitiikan ja heikon (kilpailukykyä tukevan) euron siivittämänä – yltää tyydyttävään ja koko euroalueella voimistuvaan talouskasvuun. Tässä optimistisessä skenaariossa euromaiden konvergenssi koheenee ja nykyinen kriisi jäisi historiaan tapahtumana, jota Etelä-Eurooppa kykeni hyödyntämään kauan kaivattujen politiikkamuutosten läpiviemiseksi.

Kolmas vaihtoehto, *koettelemusten EMU*, poikkeaa edellisestä siten, että EKP ja euroalueen hallitukset ovat haluttomampia alijäämien rahoittamiseen ja asettavat tiukempia edellytyksiä rahoituksen jatkamiselle. Tällöin vaarana on, että Etelä-Euroopan julkisen talouden hevoskuuri johtaa tuntuvaan deflaatioon ja myös keskipitkällä aikavälillä kovin heikkoon talouskasvuun. EMUn jäsenmaiden talouspolitiikan erot kuitenkin kaventuisivat ajan myötä ja pitkällä aikavälillä Etelä-Eurooppa voisi palata kohti kohtuullisempaa kasvua. Hidas kasvu ja deflaatio saattaisi johtaa jonkun valtion (esim. Kreikka) velkojen uudelleen järjestelyyn, minä merkitystä ei ole syytä ylidramatisoida. Tämä skenaario voidaan nähdä oppimisprosessina, jossa niin viranomaiset kuin markkinat ajan myötä oppivat toimimaan rahaliiton kannalta myönteisemmin.

Neljäs skenaario, *konkurssien EMU*, olettaa ongelmavaltiot kykenemättömiksi politiikkansa radikaaliin muuttamiseen samalla kun EKP ja euromaiden hallitukset suhtautuvat kitsaasti rahoituksen jatkamiseen. Tällöin euroalue kärsisi sekä hitaasta talouskasvusta että erkaantuvan kehityksen jatkumisesta. Ongelmavaltiot juuttuisivat itseään ruokkivaan budjettivajeiden ja heikon kasvun kierteeseen. Suhteellisesti katsoen vahvat jäsenmaat eivät halua ja heikot

*”Tulonsiirtojen EMU” johtaa rahaliiton hajoamiseen*

*Muissa skenaarioissa EMUn kohtalo riippuu Etelä-Euroopan kyvystä rakenteellisiin uudistuksiin ja julkisen talouden saneeraukseen*



*Koettelemusten aika on epäilemättä edessä, vaikka euroalueen kukoistus pitkällä aikavälillä on mahdollinen*

*Devalvaatiooptiota euromailla ei ole...*

*... siksi konkurssien tai velkojen uudelleen järjestelyjen mahdollisuutta ei voi eikä pidä sulkea pois*

*Liittovaltiota ei ole, eikä tule*

jäsenmaat eivät kykene alijäämien rahoittamisen jatkamiseen, jolloin kenties useatkin Etelä-Euroopan maat ajautuisivat valtiolliseen konkurssiin eli maksukyvyttömyyden tai -haluttomuuden kautta velkojen uudelleenjärjestelyyn. Tässä skenaariossa EMU voisi hajota koska heikot jäsenmaat kokevat edullisemmaksi ratkaisuksi tinkiä sitoumuksistaan ja hakea eurosta luopumalla uusia lähtökohtia kilpailukykyssä ja talouskasvunsa palauttamiselle. Luopuminen eurosta aiheuttaisi olemassa olevien lainasopimusten kannalta hankalia juridisia ongelmia, mutta ainakin Kreikan valtion jvk-lainat ovat pääsääntöisesti, noin 90-prosenttisesti, Kreikan oman lainsäädännön piirissä – eli sellaisen lainsäädännön piirissä, johon Kreikan hallitus halutessaan voi vaikuttaa.

Todennäköisin kehitys saattaa toki sisältää eri skenaarioiden piirteitä. Koettelemusten aika on epäilemättä edessä, ei vähiten Etelä-Euroopassa, vaikka euroalueen kukoistus pitkällä aikavälillä on mahdollinen. Velkakriisiin aiemmin ajautuneet maat ovat lähes poikkeuksetta hyötäneet valuuttansa merkittävästä devalvoitumisesta (esim. Suomi 1990-luvulla), mikä on helpottanut vientivetoisen talouskasvun nopeutumista. Tätä optiota Kreikalla ja muilla euromailla ei ole. Konkurssien tai velkojen uudelleen järjestelyjen mahdollisuutta ei voi eikä pidä sulkea pois, vaikka se tarkoittaakin EKP:n ja euroalueen valtioiden rahoitukseen liittyviä luottotappioita. Euron tulevaisuuden kannalta keskeinen kysymys joka tapauksessa on, pystyvätkö nyt suurimpien vaikeuksien kanssa kamppailevat euromaat tarvittaviin poliittisiin ratkaisuihin.

## Lopuksi

Tilanne Euroopan rahoitusmarkkinoilla on tätä kirjoitettaessa edelleen varsin epävakaa, pelon ja pessimismin sävyttämä. Rahoituskriisi voi jälleen kärjistyä, vaikka Eurooppa-päivän poliittikkapaketti osaltaan tukee tilanteen rauhoittumista. Varmaa joka tapauksessa on, että viime viikkojen tapahtumat käynnistävät uudelleen keskustelun EMUn institutionaalisista edellytyksistä ja poliittisesta luonteesta.

Usein esitetty ajatus on, että euro kaipaa vahvempaa poliittista selkänööriä jonkinlaisen eu-

roalueen ”hallituksen” muodossa (”gouvernement économique”). Tätä perustellaan toimintakyvyn turvaamisella sekä viittaamalla historiaan, se kun ei tunne menestynyttä yhteisvaluuttaa ilman perustana olevaa poliittista liittoa. Selkiintymättömäksi jäänyt ajatus tarkoittaisi otaksuttavasti merkittävää keskitettyä valtaa omaavan liittovaltion muodostamista. Joissakin visioissa hahmotellaan merkittävän osan euromaiden verotuloista siirtyvän yhteisötason päätöksenteon piiriin ja jäsenvaltioiden sitoutuvan yhteisvastuullisuuteen toistensa veloista. Vahvan federaation teesi kirvoittaa ainakin kolme huomautusta.

Ensinnäkin poliittiset asenteet Euroopassa ovat jo pitkään enenevästi korostaneet kansallisvaltion roolia; integraation syvenemistä on parin viime vuosikymmenen aikana tapahtunut kovin rajoitetusti. Jäsenmaat kritisoivat komissiota liiallisesta puuttumisesta paikallisiin kysymyksiin ja kavahtavat lisävallan siirtämistä Brysseliin. EU kykenee edelleen tuottamaan yhteisölainsäädäntöä mutta on vaikea nähdä euroryhmän kehittyvän euroalueen ”hallitukseksi” vaikka se kokoontuisi valtiopäämiesten tasolla.

Toiseksi, ja edelliseen liittyen, euroalueen maat ovat sosiaalisesti ja poliittisesti varsin erilaisia. Kyse ei ole vain pohjoisen ja etelän eroista vaan ehkä ennen kaikkea siitä, että euroalueen suurimmat jäsenmaat, Saksa ja Ranska, poikkeavat toisistaan vahvasti poliittiselta kulttuuriltaan ja instituutioiltaan. Tästä huolimatta, tai juuri tämän takia, Saksa ja Ranska ovat jo vuosikymmeniä hakeneet keskinäistä yhteisymmärrystä Eurooppaa koskevissa kysymyksissä. EU:n laajenemisesta huolimatta Saksan ja Ranskan suhteella on edelleen yleistä merkitystä Euroopassa. Kulttuurierojen takia – ja nämä erot ovat kriisin myötä jälleen tulleet näkyviin ja korostuneet – Saksa ja Ranska eivät kuitenkaan voisi olla saman poliittisen liiton jäseniä. Jos poliittinen unioni todellakin on euron toimintakyvyn edellytys, silloin euro on tuhoon tuomittu, sillä Euroopassa ei ole olemassa vahvan federatiivisen rakenteen edellytyksiä.

Kolmanneksi poliittisen vallan jako jäsenmaiden ja Eurooppa-tason välillä ei ole mustavalkoinen vaan monivivahteinen ja -tahoinen kysymys. Euroalueen yhteistyötä voidaan eri

tavoin parantaa ottamatta merkittäviä askelia liittovaltion suuntaan. Monia harkinnanarvoisia ehdotuksia on viime viikkojen aikana jo tehtykin. EMUn kohtaloa ei voi päätellä federalismin teoriaa tarkastelemalla tai historiaan viittaamalla, sillä EU on aivan oma tapauksena (sui generis).

Kaiken kaikkiaan euron taival on oppimisprosessi, joka muovaa ajan myötä – ja kenties etenkin kriisien kautta – niin poliittista kulttuuria kuin markkinoiden käyttäytymistä jos kohta ensin mainittua hitaammin kuin jälkimmäistä. Euron kohtalo riippuu siitä, kuinka tehdyistä virheistä otetaan vaarin. Poliittista pääomaa tähän on investoitu siinä määrin, että EMUn toiminnan turvaaminen ei ole vain taloudellisesti tärkeää vaan myös koko Euroopan kannalta keskeinen poliittinen imperatiivi.

*Euron taival on oppimisprosessi, jossa onnistuminen on Euroopan kannalta imperatiivi*



## Elinkeinoelämän Valtuuskunta

EVA on suomalaisen elinkeinoelämän rahoittama toimija, 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. Ns. think tankille tyypillisesti EVAn tunnusmerkinä on analyttisyys ja tarvittaessa provokatiivisuuskin.

Vuonna 1974 perustettu EVA eroaa useimmista muista elinkeinoelämän järjestöistä siinä, että se ei ole varsinainen etujärjestö. EVA rohkaisee myös elinkeinoelämää katsomaan peiliin, kun se on tarpeen.

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](http://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](http://www.eva.fi). Painetun analyysin voi tilata osoitteesta [analyysit@eva.fi](mailto:analyysit@eva.fi), postitse osoitteesta EVA, Yrjönkatu 13 A, 00120 Helsinki tai soittamalla 09-686 92036.