

Vesa Vihriälä

EU:N AJOLÄHTÖ

– *Kriisiunionista yhteisvastuun unioniin?*

YHTEENVETO

Suomi on suhtautunut hyvin varauksellisesti euromaiden taloudellisen yhteisvastuun laajentamiseen. Sille ei kuitenkaan ole todellista vaihtoehtoa. Kysymys on siitä, kuinka hallittua ja ehdollista yhteisvastuun lisääntyminen on. Suomen etuja vastaa parhaiten tehokas ehdollinen rahoitustukijärjestelmä, sijoittajan vastuuta korostava pankkiunioni ja no-bailout -periaatteen uskottavuuden palauttaminen.

Jos Suomi ei halua yhteislainoihin ulottuvaa fiskaaliunionia, sen tulisi tukea vahvoja rahoitustukimekanismeja, EKP:n ehdollisia interventioita ja pankkiunionia, joka korostaa sijoittajavastuuta. Suomen vakuusvaatimukset ja yksimielisyyden edellyttäminen päätöksenteossa eivät istu tähän hyvin. Suomen pitäisi pikemminkin keskittyä parantamaan markkinakurin edellytyksiä.

Suomi ei voi estää integraation tiivistymistä halukkaiden euromaiden kesken. Jos Saksa ja muut keskeiset euroalueen maat haluavat edetä pidemmälle fiskaaliunioniin, Suomen täytyy punnita, pitäisikö sen jättäytyä tällaisesta fiskaaliunionista ja samalla euroalueen ytimeistä pois. Kysymys on aidosta poliittisesta valinnasta, jonka merkitystä ei ole syytä vähätellä puoleen tai toiseen.

Finanssikriisin jälkiaallokossa euroalueen ongelmat ovat mittavampia kuin muualla, koska alue on hajanainen. Tämä on johtanut pyrkimyksiin lisätä jäsenmaiden talouspolitiikan yhteisvastuuta ja ylikansallista kontrollia.

Minimissäänkin kyse on siitä, että rahoitustukimekanismien toimintakykyä vahvistetaan – joko jäsenmaiden pääomapanostuksin tai tukeutumalla EKP:n rahoitukseen. Tämän lisäksi asialistalla on ”pankkiunioni”, ts. pankkien riskejä koskeva yhteisvastuu ja euroalueen tasoinen valvonta.

Kolmas uudistusten taso on jäsenmaiden julkista taloutta ja finanssipolitiikkaa koskeva yleisempi yhteisvastuu ml. yhteisvastuulliset lainat. Tällainen ”fiskaaliunioni” edellyttää jäsenmaiden finanssipoliittisen suvereniteetin rajoittamista jo tehtyjä päätöksiä selvästi enemmän.

Euroopalla on siis edessään ajolähtö. Pesät ovat täynnä, eikä ratkaisuja voida välttää.

1. Johdanto

Euroalue on kriisissä, jonka loppu on toistuvasti lyk-
kääntynyt. Tuotanto on kääntynyt uudelleen laskuun,
työttömiä on ennätysmäärä ja yhä avoimemmin poh-
ditaan sitä, pysyykö 17 maan yhteinen valuutta-alue
lainkaan koossa.

Kehittyneiden maiden velkavetoinen kasvu tuli
tiensä päähän vuonna 2008. Lehman Brothers -pan-
kin nurinmenoa seurasi rahoitusmarkkinapaniikki,
joka kärjisti tilanteen. BKT supistui rajusti, työt-
tömyys nousi, pankit ajautuivat vaikeuksiin ja julki-
sen talouden alijäämät paisuivat lähes kaikissa kehitty-
neissä maissa. Euroalueella kriisi on lisäksi muuntunut
valtionvelkakriisiksi. Korkea korkotaso kertoo, että

Kehittyneiden maiden velka- vetoinen kasvu tuli tiensä päähän vuonna 2008

markkinat eivät luota
valtioiden kykyyn
vastata veloistaan.
Tämän seuraukse-
na euroalueella krii-
sinhallinnan näky-
vimmäksi keinoksi on muodostunut valtioiden vä-
linen rahoitustuki. Vastoin EU:n perussopimuksen
henkeä (ns. *no-bailout* -pykälä) jäsenvaltiot ovat otta-
neet vastuulle rahoittaa vaikeuksiin joutuneiden
maiden julkisia talouksia. Ajatuksena on ollut se, et-
tä rahoitustuki antaa ongelmamaille aikaa saattaa talo-
utensa kuntoon. Rahoitukseen liittyvien ehtojen tar-
koitus on varmistaa, että näin myös tapahtuu.

Rahoitustuen ohella euroalueella on – muiden ke-
hittyneiden talouksien tavoin – pyritty poikkeuksel-
lisiin raha-, finanssi- ja rakennepoliittisiin toimin saa-
maan kriisi hallintaan ja kääntämään talous uudelleen
kasvuun. Samalla tulevia kriisejä on pyritty ehkäise-
mään sillä, että yksittäisten maiden talouspolitiikalle
on asetettu aikaisempaa tiukempia rajoituksia. Myös
rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja valvontaa on eri ta-
voin pyritty tehostamaan.

Euroalueen johtajien kriisikokoukset ovat seuran-
neet toinen toistaan. Juhlallisista julkilausumista huo-
limatta ei ole löytynyt sellaista ”kokonaisvaltaista poli-
tiikkavastausta”, joka olisi pysäyttänyt kriisikehityk-
sen. Itse asiassa valtionvelkakriisi on kärjistänyt pank-
kiongelmia ja johtanut uuteen taantumiaan.

Julkisessa keskustelussa onkin vahvistunut näke-
mys, että yhteinen raha ei kerta kaikkiaan toimi alu-
eella, jossa kukin maa päättää omasta talouspolitiikastaan
ja vastaa vain omista sitoumuksistaan. Monet ar-
vostetut tutkijat ovat esittäneet, että aidot vaihtoehdot
ovat joko euroalueen hajoaminen tai valtioiden vel-
kojen siirtäminen yhteiselle vastuulle. Jälkimmäinen

vaihtoehto tarkoittaisi yksittäisten maiden velkakirjo-
jen korvaamista ns. eurobondeilla. Myös pankkisek-
toria koskeva yhteisvastuu kuuluu tähän kokonaisuus-
teen. Tämän näkemyksen mukaan nykyisiin rahoitus-
tukimekanismeihin liittyvä rajoitettu yhteisvastuu ei
yksinkertaisesti riitä.

Myös Kansainvälinen valuuttarahasto IMF sekä
kehittyneiden maiden yhteistyöjärjestö OECD ovat
olleet sitä mieltä, että valtion ja pankkien velkoja kos-
kevan yhteisvastuun laajentaminen on keskeinen kei-
no saada eurokriisi hallintaan. Ja tuskin on yllätys, et-
tä vaikeuksissa tai vaaravyöhykkeessä olevissa maissa
yhteisvastuun laajentamista on lämpimästi kannatettu.

Yhtä vähän yllätys on se, että taloudellisesti vah-
vimmat euromaat – Saksa, Hollanti ja Suomi etune-
nässä – ovat suhtautuneet varauksellisesti yhteisvas-
tuun lisäämiseen. Jo sovittu rahoitustukikin on herät-
tänyt näissä maissa suurta närää.

”Velkojamaissa” on katsottu, että kunkin maan
on itse saatettava julkinen taloutensa kestävälle tolal-
le. Tämän varmistamiseksi velkojamaat ovat vaatineet
rahoitustuelle tiukkoja ehtoja. Ne ovat painottaneet
tiukempia pysyviä sääntöjä yksittäisten maiden finans-
sipoliitikalle ja pyrkineet pitämään rahoitustukimeka-
nismit mahdollisimman pieninä.

Onkin selvää, että kaikenmuotoisen yhteisvastuun
– olkoon kyse rahoitustuesta kriisimaille tai yleisem-
mästä yhteisvastuusta – välttämätön taloudellinen ja
poliittinen edellytys on (yhteisvastuusta hyötyvien)
valtioiden päätöksenteon rajoittaminen. Ilman suve-
reniteetin rajoittamista yksittäinen jäsenmaa voi ottaa
riskejä muiden maiden kustannuksella. Tätä ei voi pe-
rustella taloudellisesti, eikä se ole poliittisesti hyväk-
syttävää.

Suvereniteettia voidaan rajoittaa entistä sitovam-
milla automaattisilla säännöillä (joiden noudattami-
sen tulee olla uskottavaa), päätösvallan siirtämisellä
ylikansallisille elimil-
le tai näiden yhdistel-
mällä. Ääri vaihtoehto
on liittovaltiomainen
tilanne, jossa julkinen
velka on olennaisesti yhteisellä vastuulla ja talouspoliit-
tinen päätöksenteko on merkittävältä osin keskitettyä.

Euroalueen liittovaltio ei ole realistinen vaihtoehto

Euroalueen liittovaltio ei ole realistinen vaihtoehto.
Sen toteutuminen on kriisin ratkaisun kannalta lii-
an hidasta. Liittovaltiomainen päätöksenteon keskittä-
minen vaatisi EU:n perussopimusten syvällisiä muu-
toksia. Tämä veisi parhaimmillaankin vuosia ja edel-
lyttäisi, että tavoitteesta olisi kohtuullinen poliittinen
yksimielisyys. Tällaista yksimielisyyttä ei ole näköpi-
rissä.

Tämän vuoksi realistiset vaihtoehdot laajentaa yhteisvastuuta ja rajoittaa jäsenmaiden talouspoliittista itsenäisyyttä ovat vaatimattomampia kuin aidon liitovaltion luominen. Julkiseen keskusteluun on heitetty koko joukko ideoita, jotka koskevat politiikkakontrollin lisäämistä sekä laajennettua yhteisvastuuta, joka koskisi sekä suoraan valtion velkoja että pankkien velkoja.

Tämän analyysin tarkoitus on hahmottaa esillä olleiden ideoiden pohjalta muutamia perusvaihtoehtoja ja pohtia niiden luonnetta. Luvussa 2 tarkastelen eurokriisin erityisluonnetta ja sitä miksi kysymys jäsenvaltioiden välisestä vastuun ja vallan jaosta on tässä keskeinen asia. Luvussa 3 käsittelen kolmea perusvaihtoehtoa, jotka ovat

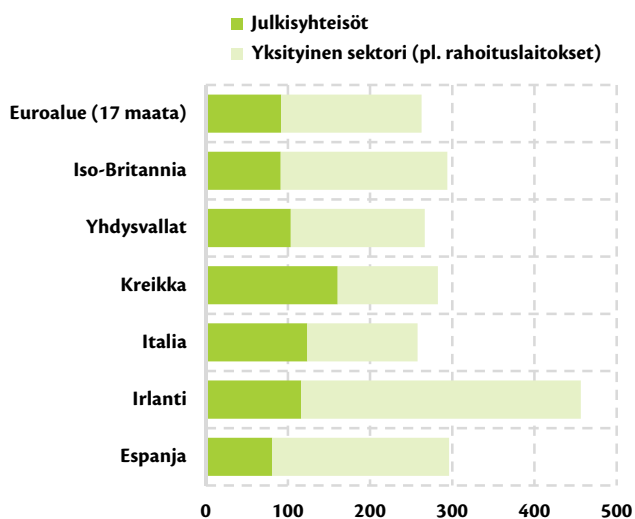
- (a) nykyjärjestelmä ynnä EKP:n selvästi aktiivisempi rooli
- (b) nykyjärjestelmä täydennettynä pankkiunionilla ja
- (c) asteittain tiivistyvä fiskaaliunioni.

Luvussa 4 arvioin vaihtoehtoja Suomen näkökulmasta ja lopuksi luvussa 5 kokoa päätelmät.

2. Miksi euroalueen kriisi on niin hankala?

Talouden toipuminen vuonna 2008 puhjenneesta finanssikriisistä on ollut hidasta useimmissa kehittyneissä maissa. Tämä on tyypillistä taantumille, joihin liittyy finanssikriisi. Euroalue ei siten ole tässä suhteessa

Kuvio 1 Euroalueen velkaantuneisuus verrattuna Iso-Britanniaan ja Yhdysvaltoihin



Lähteet: Suomen Pankki, EKP, Eurostat, OECD, FED, BEA.

poikkeus. Kuitenkin vain euroalueella on akuutti valtionvelkakriisi.

Ero ei selity sillä, että euroalueella julkiset taloudet olisivat keskimäärin velkaantuneempia kuin USA:ssa tai Isossa-Britanniassa. Euroalueen julkisen velan suhde kokonaistuotantoon on osapuilleen sama kuin Isossa-Britanniassa ja hieman pienempi kuin Yhdysvalloissa. Edes yksittäisten velanhoitovaikeuksissa olevien maiden

Velkaantuneisuus ei ole euroalueella sen suurempaa kuin Isossa-Britanniassa tai Yhdysvalloissa

velkatasot eivät tavattomasti poikkea USA:n velkatasosta, Kreikkaa lukuun ottamatta. Myöskään yksityisen sektorin velkaantuneisuus ei ole euroalueella sen suurempaa kuin Isossa-Britanniassa tai Yhdysvalloissa.

Euroalueen valtionvelkakriisin luonne ja vakavuus liittyykin euroalueen erityislaatuiseen rakenteeseen. Alueella on yhteinen raha ja rahapolitiikka, mutta julkiset taloudet ja finanssipolitiikka ja erityisesti vastuu pankkijärjestelmästä ovat pohjimmiltaan kansallisia.

2.1 Euroalue ei ole optimaalinen valuutta-alue

Yhteinen raha poistaa yksittäisiltä euromailta keskeisen sopeutumiskanavan – valuuttakurssin – jonka avulla taantumiin ja velanhoitovaikeuksiin joutuneet kansantaloudet ovat voineet vahvistaa talouskasvua ja kansantalouksien kykyä maksaa ulkomaisia velkoja. Valuuttakurssisopeutumisen puute ei ole ongelma, jos nimelliset palkat ovat hyvin joustavat. Euroalueen velkavaikeuksissa olevista maista tämä ehto täyttyy kuitenkin lähinnä vain Irlannissa.

Vielä heikommin toimii työvoiman liikkuvuuteen perustuva sopeutumismekanismi. Työvoiman siirtyminen alemman työttömyyden alueille lisää koko talousalueen kasvua ja tukee ainakin lyhyellä aikajänteellä velanhoitokykyä myös korkean työttömyyden alueella. Työvoiman siirtyminen alhaisemman työttömyyden alueille on kasvanut hiukan, mutta se on silti vähäistä verrattuna esimerkiksi Yhdysvaltain sisäiseen liikkuvuuteen.

Julkisten talouksien ja finanssipolitiikan erillisyyks merkittää puolestaan sitä, ettei euroalueen vahvempien maiden julkinen talous automaattisesti tue heikompien maiden taloutta kuten Yhdysvalloissa. Nämä sopeutumismekanismien puutteet – se, ettei euroalue kokonaisuudessaan ole ns. optimaalinen valuutta-alue – olivat toki tiedossa, kun euroalue luotiin. Mutta ongelma sivuutettiin. Osittain kysymys oli siitä, että yksittäisten jäsenmaiden luotettiin tekevän vastuullista talouspolitiikkaa, joka estäisi pahan epätasapainon

syntymisen. Tähän pyrittiin kahdella tavalla: poliittisella kontrollilla ja markkinakurilla.

Poliittista kontrollia edusti vakaus- ja kasvusopimus, johon kirjattiin julkista velkaa ja alijäämiä koskevat säännöt. Niiden mukaan alijäämä ei saa ylittää 3 % BKT:sta ja velan pitää pysyä alle 60 % BKT:sta. Markkinakuria pyrittiin puolestaan toteuttamaan *no*

Sopeutumismekanismien puutteet olivat toki tiedossa, kun euroalue luotiin, mutta ongelma sivuutettiin

tulisi velanhoitovaikeuksien koittaessa apuun, valtiolle rahaa lainannut sijoittaja voisi kärsiä luottotappion ja tämän vuoksi se vaatisi riskipreemiota eli tavallista korkeampaa korkoa liiaksi velkaantuvulta valtiolta. Tämä korkea korko hillitsi velanottoa.

Poliittinen kontrolli petti. Vakaus- ja kasvusopimuksen velkaa koskevat määräykset olivat käytännössä löysiä. Esimerkiksi mukaan otettiin maita, joiden velkasuhde oli reilusti yli 60 % BKT:sta, eikä vaatimusta velkasuhteen laskemisesta täsmennetty lainkaan. Sopimusta ei myöskään noudatettu, vaan sitä rikkoiivat ensiksi suuret maat Saksa ja Ranska, Italian tuella.

Vielä suurempi poliittisen kontrollin ongelma oli, ettei vakaus- ja kasvusopimus suojannut julkista taloutta epäsuorasti uhkaavilta epätasapainottomuuksilta. Euroa luotaessa sivuutettiin oikeastaan kokonaan mahdollisuus, että yksittäisissä euromaissa voisi syntyä paha yksityisen sektorin ylivelkaantumistilanne, joka voisi aiheuttaa suuria valtion syliin kaatuvia pankkiongelmia ja heijastua myös muihin jäsenmaihin.

Vakaus- ja kasvusopimus ei suojannut julkista taloutta epäsuorasti uhkaavilta epätasapainottomuuksilta

Espanjan ja Irlannin valtionvelkaongelmat ovat voittopuolisesti tällaisia. Ei siis edes ajateltu vakaus- ja kasvusopimusta vastaavia sääntöjä laajempien makrotaloudellisten epätasapainojen torjumiseksi. Ns. Lissabonin strategiassa pyrittiin vahvistamaan EU:n ja erityisesti euroalueen taloudellisen periferian talouskasvua, mutta strategia jäi kokoelmaksi löysiä suosituksia, joihin jäsenmaat tarttuivat huonosti.

Myöskään *no bailout* -sääntö ei luonut markkinakuria. Joko sijoittajat eivät pitäneet sitä uskottavana (apuun tultaisiin kuitenkin, kuten tapahtuikin), tai sitten sijoittajien hyväuskoisuus ja välinpitämättömyys velkavetoisen kasvun vaaroista oli samaa tasoa kuin poliitikoilla.

bailout -säännöllä. Se kieltää valtioita ottamasta vastatakseen toisten valtioiden velkoja ja keskuspankkia rahoittamasta valtioita. Kun muut eivät

Osa euron arkkitehdeista luotti siihen, että yhteinen raha lisää palkkojen joustavuutta ja työvoiman liikkuvuutta sekä synnyttää ajan mittaan julkisia talouksia yhdistäviä ratkaisuja. Euroalue toisin sanoen muuttuisi yhteisen rahan luomien paineiden seurauksena optimaaliseksi valuutta-alueeksi, vaikkei se sitä ehkä aluksi olisikaan. Näin ei kuitenkaan ole käynyt.

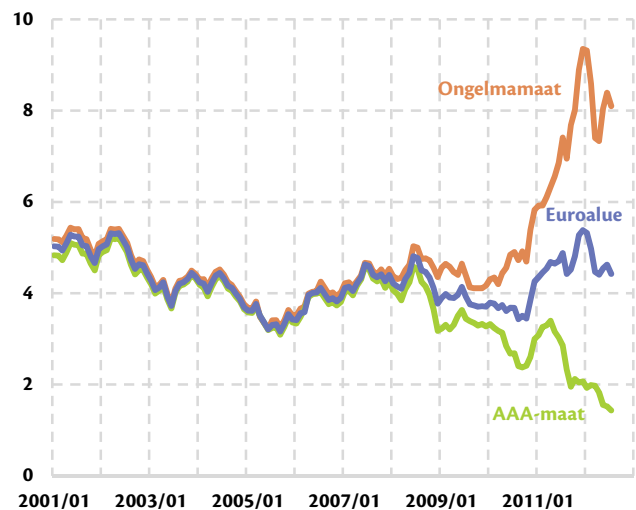
2.2 Valuviat kriisin synnyn ja hoidon taustalla

Euroalueen ”valuviat” myötävaikuttivat itse kriisin syntymiseen. Samat valuviat tekevät myös kriisistä selviytymisen erityisen vaikeaksi.

Yhteinen raha johti siihen, että suuria pääomavirtoja kulkeutui maihin, jotka kärsivät aiemmin korkeista koroista. Se johti korkotason yhtenäistymiseen, suureen kotimaiseen luottoekspansioon, nopeaan talouskasvuun ja kiinteistömarkkinoiden ylikuumenemiseen. Kaikki tämä näyttäytyi julkisen talouden näennäisesti kohtuullisen hyvänä tasapainona, mikä lisäsi julkisia menoja. EKP:n, komission ja muiden kehotukset kohentaa julkisen talouden tasapainoa kaikuihin kuuroille korville. Samalla nopea talouskasvu johti palkkojen nousuun, kilpailukyvyyn rapautumiseen ja suuriin vaihtotasealijäämiin, jotka kuitenkin oli helppo rahoittaa aiempaa integroituneemmilla euroalueen rahoitusmarkkinoilla.

Sitten puhkesi kriisi, ja samalla puhkesi taantuma luottobuumin myötä velkaantuneiden maiden yrityk-

Kuvio 2 Valtionlainojen tuotot: euroalue, ongelmamaat ja AAA-maat



Ongelmamaat: Kreikka, Irlanti, Portugali, Espanja, Italia.

AAA-maat: Saksa, Hollanti, Suomi.

Painotettu luottokannoilla.

Lähde: Bloomberg, ETLAn laskelmat.

sissä ja pankeissa. Valtioiden luottokelpoisuus heikentyi, yksityiset pääomavirrat kääntyivät yhteisen rahan integroimilla markkinoilla nopeasti toiseen suuntaan. Pääomapako alkoi nostaa korkoja, mikä lisäsi ongelmamaiden rahoitustaakkaa ja heikensi entisestään velkaongelmamaiden toimeliaisuutta. Talouden taantuma ja valtionlainojen korkojen nousu lisäävät edelleen valtion luottoriskiä. Rahoitusvaikeuksissa olevat maat joutuvat kiristämään finanssipolitiikkaa, mikä edelleen syventää kielteistä kierrettä. Samalla pääomien pyrkimys ”turvasatamaan”, siis rahoituksellisesti vahvempiin maihin, on laskenut näiden maiden korkotasoa.

Toisin kuin oman rahan kansantalouksissa, euroalueella pääomapako ei johtanut kilpailukykyä kohentavaan valuutan heikkenemiseen (kelluvan kurssin oloissa automaattisesti tai kiinteän kurssin oloissa devalvaation kautta). Sen sijaan jatkuvat vaihtotaseen

Ongelmamaiden pankkien ja valtioiden kohtalot ovat kietoutuneet yhä vahvemmin toisiinsa

pankkijärjestelmiä olisi uhannut likviditeetin ehtyminen ja viime kädessä maksukyvyttömyys.

Ongelmamaiden pankkien rahoitus perustuikin kasvavasti keskuspankkijärjestelmästä saatuun erimuotoiseen likviditeettiin. Rahoitusvirtojen muutokset ilmenevät EKP:n ja kansallisten keskuspankkien keskinäisissä rahoitusuhteissa. Ongelmamaiden keskuspankit ovat yhä enemmän velkaa Euroopan keskuspankille EKP:lle Target2-maksujärjestelmässä. Toisaalta pääomavirtojen kohteena olevien euromaiden keskuspankeilla on aiempaa enemmän saamia EKP:lta Target2:ssa.

Eräiden maiden valtionvelkaongelmaa on kärjistänyt ratkaisevasti se, että pankkijärjestelmän pysytyssä pitäminen on edellyttänyt pankkien massiivista pääomittamista. Tämä koskee erityisesti Irlantia, jossa maksettu pankkituki on yli 40 % kansantuotteesta. Tämä on tärkeä ero esimerkiksi Yhdysvaltain osavaltioihin, joilla ei ole omaa rahaa. Yhdysvalloissahan liittovaltio (ml. keskuspankki) vastaa pankkijärjestelmän toiminnasta, joten esimerkiksi kalifornialaisen pankin mahdollisilla pääomitarpeilla ei ole vaikutusta osavaltion julkiseen talouteen.

Toisaalta ulkomaisten sijoittajien pako valtionlainamarkkinoilta on muiden sijoittajien puutteesta johtanut siihen, että ongelmamaiden omat pankit ostavat oman maan valtionpapereita, joko valtion painostuksen vuoksi tai korkeiden tuottojen toivossa, riskin

alijäämät ja pääomapako ovat saaneet ongelmamaiden pankit lisäämään rahoitusta kansallisesta keskuspankista. Ilman tätä rahanluontia useiden maiden

kin uhalla.¹ Näin ongelmamaiden pankkien ja valtioiden kohtalot ovat kietoutuneet yhä vahvemmin toisiinsa. Pankkien suuret tappiot pakottavat pankkitukeen, mikä lisää valtionvelkaa. Kun korot nousevat, valtionvelan arvo alenee ja aiheuttaa pankeille tappioita, ja mahdollinen valtion velkasaneeraus voi syödä valtionpapereihin sijoittaneiden pankkien pääoman kokonaan.

Euroalueen politiikkareaktio talouskriisiin sisältää olennaisesti samat elementit kuin muissakin kriisimaissa. Rahapolitiikkaa on kevennetty laskemalla keskuspankin päättämät korot historiallisesti poikkeuksellisen alhaisiksi. Rahapolitiikassa on myös otettu käyttöön tavanomaisesta poikkeavia keinoja. Euroalueella on tarjottu pankeille rajattomasti vakuudellista lyhytaikaista luottoa. Aiemmasta poiketen on myös annettu isoja määriä pitkäaikaista luottoa ja luotonannon vakuusvaatimuksia on löysennetty. EKP on myös ostanut jälkimarkkinoilta ongelmavaltioiden velkakirjoja. Viimeksi mainittu ei suoraan ole lisännyt valtioiden rahoitusta, mutta on alentanut velkakirjojen tuottoja jälkimarkkinoilla ja pienentänyt välillisesti uuden rahoituksen kustannuksia.

Kriisin alkuvaiheessa pääosa euromaista antoi julkisen talouden heikentyä taantuman seurauksena. Ne toteuttivat finanssipoliittisia elvytystoimia alentamalla veroja ja kasvattamalla menoja osana EU:n yhteisesti sovittua strategiaa. Vuodesta 2010 alkaen finanssipolitiikkaa on toisaalta asteittain kiristetty, ts. menoja on leikattu ja veroja korotettu korkeiksi nousseiden alijäämien ja velan nopean kasvun hillitsemiseksi. Leikkaukset ovat olleet suurimpia velanhoitovaikeuksissa olevissa maissa.

Vaikka voidaan debatoida siitä, onko euroalueen rahapolitiikan viritys ja finanssipolitiikan yleislinja ollut oikea, kriisipolitiikan perusongelma on toisaalla. Se koskee sitä, miten yksittäisten, erityisvaikeuksiin joutuneiden maiden ongelmia pitäisi hoitaa ja mikä on muiden jäsenmaiden ja keskuspankin vastuu tässä.

Yhden maan vakavat talousongelmat heijastuvat voimakkaasti muihin jäsenmaihiin

2.3 No bailout -sääntö romukoppaan

Euroalueen maiden talouksien tiivis kytkeytyminen toisiinsa erityisesti rahoitusmarkkinoiden välityksellä merkitsee, että yhden maan vakavat talousongelmat heijastuvat voimakkaasti muihin jäsenmaihiin.

Tämä on ollut perustelu sille, että perussopimuksen *no bailout* -säännöstä huolimatta on katsottu vält-

tämättömäksi antaa vaikeuksiin joutuneille maille rahoitustukea yhteisellä vastuulla. On arveltu, että yhden jäsenmaan ajautuminen maksukyvyttömyyden tilaan johtaisi hallitsemattomaan maksukyvyttömyyksen ketjureaktioon ja mahdollisesti euroalueen ainakin osittaiseen hajoamiseen. Tällaisen kehityksen reaalityaloudelliset vaikutukset saattaisivat olla katastrofaaliset, vaikka niitä onkin äärimmäisen vaikea arvioida.

Tästä syystä muut euromaat yhdessä Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n kanssa lupasivat Kreikalle 110 miljardia rahoitustukea toukokuussa 2010. Kreikan improvisoidun tukilainaohjelman jälkeen luotiin viikkoa myöhemmin tilapäiset tukimekanismit ERVM/ERVV ja sittemmin kuluvan syksyn alussa toimintansa aloittava pysyvä mekanismi EVM. Toistaiseksi tukiohjelmien piiriin ovat tulleet Kreikan ohella Irlanti ja Portugal. Espanjan pankkisektorin pääomittamiseen tarkoitetusta tuesta on myös periaatepäätös olemassa.²

Jotta rahoitustuki ei vähentäisi tuen kohteena olleiden maiden halua sopeuttaa talouttaan, rahoitustuki on ollut ehdollista. Tuen kohteena on ollut sitouduttava supistamaan julkisen talouden alijäämää ja kohentamaan talouden pidemmän ajan kasvuedellytyksiä. Rahoituksellisesti vahvemmat jäsenmaat ovat myös pyrkineet pitämään rahoitustuen kanavointia varten

luotujen mekanismien – ERVV ja tuleva EVM – kokonaistukivaltuuden mahdollisimman pienenä rajoitukseen omia välittömiä riskejään.

Vaikeuksissa olevien jäsenmaiden omien toimien ja oman vastuun suhde muiden jäsenmaiden vastuulla toteutuvan rahoitustuen laajuuteen ja ehtoihin on ollut jatkuva kiistanaihe. Tuen kohteet ovat vastustaneet ”velkojamaiden” vaatimia kovia finanssi- ja rakennepoliittisia ehtoja ja ylipäättään ehdollisuuteen liittyvää suvereniteetin rajoittumista. Tämä vastustus on koskenut sekä itse ehtojen materiaalista sisältöä (”liian paljon leikkauksia”) että ehtoihin ja niiden valvontaan alistumisen aiheuttamaa poliittista nöyryytystä. Tästä syystä jokainen toistaiseksi tukea hakenut maa on lykännyt päätöstä mahdollisimman pitkälle.

Kiistat rahoitustuesta, sitä koskevista yleisistä periaatteista, tukivaltuuksien määrästä ja periaatteiden soveltamisesta yksittäisissä tapauksissa ovat vaatineet suuren osan sekä euroalueen poliittisten päättäjien että heitä palvelevien valmistelukoneistojen ajasta. Päätöksenteko on ollut hidasta, koska kaikkia euroalueen suvereenia jäsenmaita sitovista tukiratkaisuista päättäminen on edellyttänyt yksimielisyyttä. Jäsenmaat eivät myöskään ole kauttaaltaan toteuttaneet rahoitustuen ehtoina olevia toimia. Tämä koskee erityisesti Kreikkaa.

Rahoitusvakausmekanismit ja yhteisvastuun tasot

- Euroopan rahoitusvakausmekanismi ERVM on ”yhteisoinstrumentti”, ts. sen rahoitus perustuu EU:n rahoituskehikseen. Järjestelmän tukikatto on 60 miljardia euroa.
- Euroopan rahoitusvakausväline ERVV perustuu puolestaan hallitusten väliseen sopimukseen. Tukikatto on 440 miljardia euroa. ERVM ja ERVV ovat tilapäisiä järjestelyitä.
- Euroopan rahoitusvakausmekanismi EVM on pysyvä hallitusten välinen järjestely, jonka tukikatto on 500 miljardia euroa. EVM:ää pääomitetaan etukäteen, kun taas ERVV:ssä jäsenmaiden vastuu on takausten muodossa. Sekä ERVV:n että EVM:n rahoitukseen liittyy ”ylitakauksen” mahdollisuus siltä varalta, että osa jäsenmaista ei pysty vastaamaan omasta sitoumuksestaan. Tämä huomioon ottaen ERVV:n yhteenlaskettu maksimitakausvastuu on 780 miljardia euroa ja EVM:n 700 miljardia euroa.
- ERVM ja ERVV/EVM eroavat toisistaan siinä, että EU:n budjettiin perustuvan ERVM:n yhteisvastuu on luonteeltaan selvästi voimakkaampaa. Jokainen jäsenmaa on periaatteessa vastuussa koko 60 miljardin summasta. Tällaista vastuuta kutsutaan englanniksi nimellä *joint and several*. Tässä raportissa kutsun sitä suomeksi *täydelliseksi yhteisvastuuksi*.
- Sen sijaan ERVV:n ja EVM:n vastuut ovat erillisiä tai osittaisia siten, että kukin jäsenmaa vastaa vain omasta talouden koosta riippuvasta osuudestaan (*pro rata*, englanniksi *joint and separate*). Suomen osuus euroalueen vastuista on noin 1,8 %. EU-komissio kutsuu *joint and several* -vastuuta suomeksi nimellä *yhteisvastuu* ja *joint and separate* -vastuuta *erillisvastuuksi*.
- EKP:n kautta jäsenmaille tuleva vastuu on ERVV:n tavoin erillistä. Eurooppalaiset yhteislainat eli eurobondit voivat periaatteessa olla joko täysin yhteisvastuullisia tai perustua erilliseen vastuuseen. Käytännössä kuitenkin vain täydelliseen yhteisvastuuseen perustuvista lainoista olisi todellista hyötyä.

Kreikan osalta rahoitustukistrategia on kokenut haaksirikon. Vain runsas vuosi alkuperäisen ohjelman aloittamisen jälkeen oli pakko tunnustaa, ettei Kreikka selviä veloistaan, huolimatta merkittäviä säästötoimista ja mitattavasta rahoitustuesta. Ajauduttiin velkasaneeraukseen, ts. velkojen arvon alentamiseen yhteisymmärryksessä velkojien kanssa. Tämän vaikutusten lieventämiseksi myönnettiin tuntuvasti lisää rahoitustukea, josta osa osoitettiin pankkien pääomittamiseen. Velkasaneerauksesta ei seurannut monien pelkäämää paniikkia. Tämä johtunee paitsi lisärahoituksesta myös siitä, että sijoittajat olivat ehtineet varautua Kreikan velkasaneeraukseen.

Kreikan osalta rahoitustukistrategia on kokenut haaksirikon

2.4 Rahoitusmarkkinoiden tila eriytyy yhteisestä rahapolitiikasta huolimatta

Vaikka rahapolitiikka on euroalueella yhteistä, velkakriisi on itse asiassa johtanut siihen, että rahapolitiikan vaikutukset ovat eriytyneet. Keskuspankkikorkojen alentaminen on näkynyt vahvempien maiden pankkien ja yritysten kohtaamassa korkotasossa. Sen sijaan ongelmamaiden osalta tämä yhteys rahapolitiikkakorkoihin on heikentynyt. Ongelmamaissa pankkien, yritysten ja kotitalouksien kohtaama korkotaso on noussut, koska näiden maiden talouskehitystä koskeva epäluottamus on vaikuttanut enemmän kuin rahapolitiikan keventäminen.

Epäluottamuksessa on kyse osin suoraan velallisten luottokelpoisuuden heikentymisestä, luottoriski on kasvanut. Mutta osaksi on kyse myös uudelleen syntyneestä valuuttakurssiriskistä euroalueen sisällä. Euron peruuttamattomuuteen ei enää täysin luoteta. Markkinat arvioivat, että ainakin osa ongelmamaisista irrottautuu jollakin todennäköisyydellä eurosta eikä koko eurojärjestelmän romahdustakaan suljeta kokonaan pois.

Euroalueen rahoitusmarkkinoiden integraatio on itse asiassa kääntynyt uudeksi ”kansallistumiseksi”

Euroalueen rahoitusmarkkinoiden integraatioprosessi on itse asiassa kääntynyt uudeksi ”kansallistumiseksi”. Tosiasiallisen valuuttakurssiriskin syntyminen on yksi ilmaus tästä. Toinen on pankkien rajat ylittävien sijoitusten vähentyminen; euroalueen ydinmaiden pankit ovat kasvavasti vetäytyneet periferiamaista, ja ylipäätään kotimaan ulkopuolisen liiketoiminnan merkitys on pienentynyt.

Jos EKP tällaisessa tilanteessa haluaa vaikuttaa tehokkaasti rahoitusoloihin myös ongelmamaisissa, sen on pakko räätälöidä toimiaan näitä maita varten. Tämä on tapahtunut selkeimmin ns. arvopaperimarkkinaoperaatioissa, joissa EKP on ostanut jälkimarkkinoilta ongelmamaiden valtionpapereita perusteettoman korkeina pidetyn korkotason alentamiseksi. Ostot aloitettiin toukokuussa 2010 samanaikaisesti, kun päätettiin Kreikan ensimmäisestä rahoitustukiohjelmasta. Yhteensä ostoja on tehty noin 200 miljardin euron arvosta. EKP keskeytti valtionpapereiden ostot syksyllä 2011. Äskettäin EKP päätti aloittaa papereiden ostot uudelleen tietyin edellytyksin (tästä enemmän tuonnempana).

Pankeille on tarjottu mittava määrä (1000 miljardia euroa) pitkäaikaista rahoitusta. Tämä ns. LTRO-rahoitus kohdistuu tosiasiallisesti pääosin ongelmamaiden pankeille. Nämä ovat puolestaan käyttäneet LTRO-rahasta merkittävän osan oman maansa valtionpapereiden ostoon. Missä määrin ja millä tavoin EKP toteuttaa ongelmavaltioiden rahoitusvaikeuksia helpottavaa politiikkaa on muodostunut kiistakysymykseksi sekä julkisessa keskustelussa että eurojärjestelmän sisällä. Erityisesti on epäilty valtionpapereiden jälkimarkkinaostojen yhteensopivuutta valtionrahoituskiekkon kanssa. Vaikka tällaiset jälkimarkkinaostot eivät ole tarkkaan ottaen kiellettyjä, ne ovat valtionrahoituskiekkon hengen vastaisia. Kun ne kohdistuvat yksittäisiin ongelmamaihin, ne ovat tulkittavissa näiden maiden rahoitustueksi.

2.5 Yhteisvastuu kasvaa kahta kautta

Rahoituskriisi on merkinnyt yhteisvastuun kasvua euromaiden kesken kahdella tavalla.

Toisaalta sitä lisäävät rahoitustukijärjestelmät ja toisaalta keskuspankkijärjestelmä. Euromaat ovat toistaiseksi sitoutuneet noin 290 miljardin euron rahoitustukeen euroalueen ongelmamaille (Kreikan bilateraalilainat 53 miljardia euroa, ERVM 48,5 mrd ja ERVV 188,3 mrd). Lisäksi on tehty periaatepäätös Espanjan pankkisektorin enintään 100 miljardin euron tuesta. Pysyvän mekanismin tukivoimaisuus on 500 mrd euroa, ja euromaiden voimassa olevan, joskin hieman epä-määräisen poliittisen sopimuksen mukaan pysyvän mekanismin ja ERVV:n yhteenlaskettu tukisitoumus voi nousta enintään 700 miljardiin.

Eurojärjestelmän yhteisvastuuta ongelmamaiden rahoituksesta edustaa riskinotto, joka kohdistuu toisaalta ongelmamaiden rahoitussektoriin (keskuspankkijärjestelmän kautta) ja suoraan valtioihin (EKP:n arvopaperimarkkinaohjelman osalta). Euroalueen on-

gelmamaiden velka Target2-maksujärjestelmässä oli heinäkuun lopussa 2012 yhteensä 980 miljardia euroa. Näiden yhteisvastuumuotojen ero on se, että rahoitustukimekanismien ja EKP:n arvopaperimarkkinaostojen kautta toteutuva yhteisvastuu on määrällisesti selvästi rajattua kun taas Target2-järjestelmän kautta toteutuva yhteisvastuu on lähes automaattista.

Tukimekanismien koon kasvattamiseen tarvitaan euroalueen maiden yksimielinen päätös, kuten myös (pääsääntöisesti) yksittäisistä tukiratkaisuista päättämiseen³. EKP:n kautta toteutuva yhteisvastuu toimii toisin.

Niin kauan kuin euromääräisille maksuille euro maiden välillä ei aseteta mitään rajoituksia, eurojärjestelmässä on pakko hyväksyä kansallisten keskuspankkien Target2-saamisten ja -velkojen automaattinen muutos. EKP:lla on toki valta päättää missä määrin sen yksittäinen kansallinen jäsenpankki voi tarjota euromääräistä rahoitusta pankkisektorilleen. Käytännössä EKP:n on kuitenkin mahdotonta kieltää tällaista rahoitusta kriisitilanteessa ilman, että seurauksena on jäsenmaan tosiasiallinen eroaminen eurosta.

Toisaalta myös riskien luonne eroaa. Target2-saldoista ei synny tappiota niin kauan kuin EKP voi hyväksyä kansallisen keskuspankin jatkuvan velkaantumisen. Tämä on EKP:n harkintavallassa. Velkaantuminen on ollut mahdollista, mikäli kansalliseen keskuspankkiin velkaantuvalla pankilla on ollut hyväksyttävät vakuudet omille saamisilleen. EKP

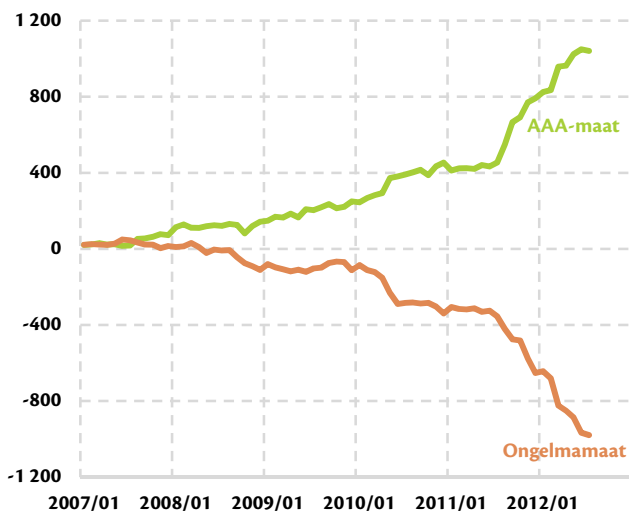
on useaan otteeseen löysentänyt vakuusvaatimuksiin. Ongelmallinen tilanne syntyy kuitenkin silloin, jos jäsenmaa eroaa eurosta. Kansallisen keskuspankin pitäisi pystyä vastaamaan suurista euromääräisistä sitoumuksista, mutta sen omien saamisten arvo euroissa mitattuna todennäköisesti romahtaisi.

Tällaiseen tilanteeseen voi kuitenkin liittyä monia muitakin perustavaa laatua olevia uudelleenarviointuja. Vaikka jäsenmaiden oletetaan pääomittavan EKP:ta tappioiden kuluttaessa keskuspankin omaa pääomaa, ei pääomitus ole keskuspankille samalla tavoin välttämätöntä kuin normaalisella pankilla. Koska keskuspankki voi painaa rahaa, se voi selvittää hyvinkin suurista veloista vaikka sen pääoma olisi negatiivinen⁴. Positiivista omaa pääomaa koskeva vaatimus on itse asiassa tehty rajoittamaan tappioiden kattamista inflatorisella rahan luomisella.

Jos koko eurojärjestelmän olemassaolo on uhattu keskuspankin tappioiden takia, rahan painamista ratkaisuna ei voi sulkea pois. Tällöin tappiot kantaisivat inflaation kautta ne, joilla on euromääräisiä saamia, joiden korko ei reagoi inflaatioon. Esimerkiksi käteisraha ja kiinteäkorkoiset pidempiaikaiset sijoitukset ovat tällaisia. Tällaiseen ratkaisuun päätyminen merkitsisi kuitenkin koko rahaliiton perustan horjumista. EKP:n ensisijainen tehtävähän on yksiselitteisesti vakaan rahanarvon turvaaminen.

Jos keskuspankin tappiot uhkaavat koko euron olemassaoloa, rahan painamista ratkaisuna ei voi sulkea pois

Kuvio 3 Eurojärjestelmän nettoasema ongelmamaiden ja AAA-maiden suhteen



Ongelmamaat: Espanja, Irlanti, Italia, Kreikka, Portugali.

AAA-maat: Hollanti, Luxemburg, Saksa, Suomi.

Lähde: Institute of Empirical Economic Research – Universität Osnabrück.

2.6 Tiukemmat politiikkasäännöt – ehdollisuuden toinen taso

Edellä jo todettiin, että varsinaisiin rahoitustukipäätöksiin on liittynyt ainakin tuen kohteena olevissa maissa tiukkoja ehtoja, jotka koskevat julkisen talouden saneeraamista ja erilaisia rakenneuudistuksia. Näiden tarkoitus on varmistaa, että tukea saavat maat tekevät kaikkensa taloutensa kuntoon saattamiseksi ja samalla varmistavat kykynsä maksaa rahoitustuki aikanaan takaisin.⁵

Kriisin kuluessa on kuitenkin myös pyritty muuttamaan yleisemminkin finanssi- ja yleensä talouspolitiikan koordinaatiota koskevia pelisääntöjä, ts. tiukentamaan jäsenmaihin kohdistuvaa poliittista kontrollia nykyisen kaltaisten kriisien toistumisen estämiseksi tulevaisuudessa. Tärkeimmät tällaiset uudistukset ovat ns. 6-pack, 2-pack ja finanssipoliittinen sopimus. Näitä jäsenmaiden vapautta rajoittavia sääntöjä ovat ajaneet erityisesti Saksa, EKP ja EU-komissio.

Talouspolitiikan koordinaation tehostamishankkeet tähtäävät puutteelliseksi osoittautuneen poliittisen kontrollin vahvistamiseen tulevaisuutta silmällä pitäen. Samalla ne ovat olleet Saksan ja muiden velkojamaiden poliittinen ehto rahoitustukiratkaisuille. Kun rahoitustukijärjestelyillä on rikottu *no bailout*-periaatetta ja siten heikennetty markkinakurin uskottavuutta tulevien ongelmien estäjänä, on loogista vaatia poliittisen kontrollin lisäämistä.⁶

Keskusteluun yhteisvastuun laajentamisesta – ta-
pahtuipa se missä muodossa tahansa – liittyy siis ai-

na keskustelu ehdoista, jotka turvaavat rahoituksellisesti vahvempien maiden intressit sekä välittömästi että pidemmällä aikajänteellä.

Tehokkaiden, toimivien ehtojen asettaminen on sekä poliittinen että taloudellinen ongelma.

Poliittinen ja juridinen ongelma on se, kuinka pitkälle jäsenmaat voidaan pakottaa noudattamaan sitou-

Hallitukset voivat suostua erilaisiin ehtoihin, mutta ne voivat myös muuttaa linjaansa ja vaihtua kokonaan

Kuinka suuri Suomen vastuu on?

- Suomen laskennalliset vastuut tähänastisista rahoitustukipäätöksistä ovat noin 14,1 miljardia euroa (Valtiovarainministeriö 27.8.2012). Tämä sisältää euroalueen maille suoraan kohdistun rahoitustuen ohella Suomen vastuut IMF:n osuudesta ja Suomen osallistumisen muutamien ei-euromaiden rahoitustukeen. Tulevan EVM:n maksimivastuu Suomelle on 12,6 miljardia euroa. Näin arvioiden varsinaisen rahoitustuen vastuut nousevat enimmillään 27 miljardiin euroon.
- Eurojärjestelmän kautta toteutuvan yhteisvastuun mittakaavaa on paljon vaikeampi haarukoida. Riski riippuu siitä, missä määrin ja millä tavalla euroalue hajoaisi.
- Lievin riskin realisoidumisen muoto on yksittäisen euromaan irrottautuminen eurosta siten, että maan keskuspankki ei kykene vastaamaan Target2-maksujärjestelmäveloistaan eikä jäsenvaltio puolestaan pysty lunastamaan eurojärjestelmän ostamia joukkolainoja. Tällöin muiden euromaiden taakaksi tulee EKP:n pääoma-avaimen mukainen osuus irrottautuvan euromaan Target2-velasta ja eurojärjestelmän haltuun tulleista valtionvelkakirjoista (pl. irrottautuvan maan keskuspankin hallussa olevat lainat).
- Jos euroalue hajoaisi kokonaan, riski liittyisi Suomen Pankin saamisiin EKP:lta.
- Kreikan keskuspankin velka Target2-järjestelmässä oli heinäkuussa 105 miljardia euroa ja EKP:n ostamien Kreikan valtionpaperien määräksi on arvioitu vajaat 40 miljardia. Jos kaikki tämä jäisi eurojärjestelmän tappioksi, Suomen vastuu olisi enimmillään noin 2,5 miljardia euroa.
- Jos sen sijaan kaikki ongelmamaat (Kreikka, Irlanti, Portugal, Espanja ja Italia) irrottautuisivat eurosta ja samoin perusteiden laskettu vastuu 980 miljardin Target2-saldosta ja 218 miljardin valtionlainasalkusta jaettaisiin muiden euromaiden kesken, päädyttäisiin Suomen osalta maksimissaan noin 33 miljardiin euroon. Euron hajotessa kokonaan Suomen maksimiriski olisi 62 miljardia, joka oli Suomen Pankin Target2-saldo heinäkuussa.
- Luvut ovat isoja suhteessa Suomen valtion vuotuisen budjettiin (runsaat 50 miljardia) tai talouden vuotuisen kokonaistuotantoon (vajaat 200 miljardia). On kuitenkin muistettava, että luvut ovat laskennallisia ääriarvoja, jotka tuskin missään oloissa toteutuvat tappiona Suomelle. Ensinnäkin niissä oletetaan, etteivät ongelmamaat pysty lainkaan vastaamaan sitoumuksistaan eikä annetuilla vakuuksilla ole mitään arvoa. Näin tuskin on asianlaita. EKP:n vakuuspolitiikka lähtee siitä, että vaikka vakuuksiksi hyväksytään huonimpiakin papereita, niiden määrää on lisättävä kun papereiden markkina-arvo laskee. Valtionpapereita EKP on ostanut kulloiseenkin markkinahintaan.
- Toiseksi, useiden maiden eroaminen euroalueesta puhumattakaan euroalueen täydellisestä hajoamisesta voisi vaikuttaa keskuspankin velkoja koskeviin pelisääntöihin. Suomi voisi itse erota eurosta ja lainsäädäntöä voitaisiin muuttaa niin, että Suomen Pankin velat voitaisiin maksaa omassa valuutassa, jota pankki voi luoda rajatta. Sama tilanne syntyy luonnollisesti, jos euro lakkaa kokonaan olemasta. Inflaatio on potentiaalinen seuraus, mutta sitä voisi hillitä rajoittamalla ulkomaalaisten mahdollisuuksia saada täysimääräinen maksu saamisistaan.⁷
- Kolmanneksi, euron romahdus vaikuttaisi Suomen kokonaistaloudelliseen kehitykseen huomattavasti ja nämä vaikutukset voisivat olla täysin dominoivia. Voidaan esimerkiksi arvioida, että 2008 Lehman Brothersin nurinmeno seuranut kasvunotkahdus on lisännyt Suomen julkista velkaa varovaisestikin laskien 40 miljardilla eurolla pelkästään vuosina 2009–2012. Euron hajoamisen seuraukset voisivat olla tätä tuntuvasti suurempia, vaikkakin niitä on hyvin vaikea arvioida. Kirjanpidollinen kokonaisvastuu antaa tällöin vinon kuvan Suomen riskeistä.

muksiaan niin kauan kuin ne ovat suvereenija toimijoita pikemminkin kuin osavaltioita. Jäsenmaan hallitus voi suostua erilaisiin ehtoihin ja niille voidaan saada tuki parlamentissa, mutta hallitukset voivat muuttaa linjaansa. Maahan voi myös tulla uusi hallitus, joka kieltäytyy aiempien sopimusten noudattamisesta.

Taloudellinen ongelma on, että rahoitustuen epäminen ei ole helppo eikä välttämättä uskottava vaihtoehto, jos tuen ehtoihin ei suostuta tai niiden toimeen-

panosta matkan varrella lipsutaan. Tämä johtuu niistä potentiaalisesti katastrofaalisista seurauksista, jotka maksukyvyttömyyskierre rahoitusjärjestelmän kautta aiheuttaa koko euroalueelle, mukaan lukien ”velkojamaat”. Ongelmamaat voivat tällöin kiristää velkojaimaita uhkaamalla jättää velat maksamatta, mikä vaarantaisi rahoitusvakauden.

Tästä syystä velkojamailla on intressi palauttaa markkinakurin uskottavuutta. Tämä tarkoittaa meka-

Talouspolitiikan koordinaatiouudistukset

- **Eurooppalainen ohjausjakso** on vuodesta 2011 noudatettu menettely, jossa jäsenmaille annetaan suosituksia finanssipolitiikasta ja rakennepolitiikasta. Ohjausjakso alkaa EU-komission kasvuselvityksellä ja Eurooppa-neuvoston yleisillä linjanvedoilla vuoden alussa. Jäsenmaat tekevät tämän jälkeen keskipitkän ajan finanssipolitiikkaa koskevat vakausohjelmien tarkistukset ja EU2020 -kasvustrategian soveltamista koskevien kansallisten uudistusohjelmien tarkistukset. Komissio laatii näistä arviot ja tekee ehdotukset politiikkasuositukseksi. Eurooppa-neuvosto ja ECOFIN-neuvosto päättävät tältä pohjalta jäsenmaille annettavista suosituksista kesä-heinäkuussa.
- **Six-pack** on vakiintunut ilmaus viidelle asetukselle ja yhdelle direktiiville, jotka astuivat voimaan joulukuussa 2011. Yhtäältä ne täsmentävät ja tiukentavat vakaus- ja kasvusopimuksen finanssipoliittista koordinaatiota ja toisaalta luovat kokonaan uuden menettelyn kokonaistaloudellisten epätasapainojen estämiseksi.
- Finanssipoliittisen osan tärkeimmät uudistukset koskevat ns. menosääntöä, velkakriteerin täsmentämistä ja sanktioita, joita jäsenmaalle voidaan antaa, jos se ei ryhdy siltä vaadittuihin toimiin liiallisen alijäämän supistamiseksi. Menosääntöön mukaan julkiset menot eivät saa kasvaa nopeammin kuin komission arvio talouden keskipitkän ajan kasvuvauhdista ilman että menot katetaan verotusta kiristämällä. Yli 60 % BKT:sta ylittävän velan BKT-osuuden tulee alentua keskimäärin 1/20 vuodessa toteutuneen velkasuhteen ja 60 % erotuksesta. Euromaat joutuvat tekemään korrottoman talletuksen (0,2 % BKT:sta), kun ne joutuvat liiallisen alijäämän menettelyyn (joko sen vuoksi että alijäämä ylittää 3 %, tai velkataso ei laske riittävän nopeasti kohti 60 %). Jos jäsenmaa ei toteuta neuvoston päättämiä suosituksia liiallisen alijäämän supistamisesta, talletus muuttuu sakoksi. Äänestysmenettelyä muutettiin niin, että komission esitys sanktiosta jää voimaan, jos määräenemmistö ei sitä neuvostossa vastusta. Lisäksi six-pack sisältää minimivaatimuksia ns. finanssipoliittiselle kehikolle eli esimerkiksi tilastojen laadulle, ennusteiden laadintamenettelyille ja numeerisille säännöille, kuten Suomen budjettikehykselle.
- **Two-pack** on lyhyt ilmaus kahdelle vielä käsittelyssä olevalle asetuseräluonnokselle, jotka tiukentavat jäsenvaltioiden budjettien laadintaa ja toimeenpanon seuranta. Ne edellyttävät, että jäsenmaa mm. kirjaa lainsäädäntöön ns. rakenteellista alijäämää rajoittavan tavoitteen eli ns. velkajarrun. Asetukset edellyttävät, että perustetaan riippumaton finanssipoliittinen neuvosto, joka arvioi jäsenmaan finanssipolitiikkaa, ja että talousarvioluonnokset esitetään EU-komissiolle 15. lokakuuta mennessä. Komissio antaa tämän jälkeen arvionsa ja suosituksensa ennen kuin kansallinen parlamentti päättää talousarviosta. Asetuseräluonnokset lisäävät myös liiallisen alijäämän menettelyssä olevan maan raportointivelvoitteita ja varsinkin akuuteissa rahoitusvaikeuksissa olevien (rahoitustukea saavien maiden) valvontaa.
- **Finanssipoliittinen sopimus (fiscal compact)** on 25 EU-maan (pl. Iso-Britannia ja Tsekin tasavalta) joulukuussa 2011 solmima hallitustenvälinen sopimus finanssipolitiikan periaatteista. Siinä hallitukset sitoutuvat kirjaamaan kansalliseen lainsäädäntöön määräyksiä, jotka sisältyvät *six-packiin* ja valmisteilla olevaan *two-packiin* ja eriltä osin täsmentämään niitä hieman. Ns. rakenteellinen alijäämä saa olla enintään 0,5 % BKT:sta (1,0 %, jos velkataso alle 60 %). Sopimuksen mukaan EU-tuomioistuimien valvoo, että sopimuksen sitoumukset kirjataan asianmukaisesti lainsäädäntöön ja tuomioistuimien voi langettaa sakon (0,1 % BKT:sta), jos näin ei tapahdu. Jäsenmaiden edellytetään myös koordinoivan ennakkoon velkapapereiden liikkeelle laskua. Lisäksi sopijamaat sitoutuvat noudattamaan komission suosituksen muutoinkin kuin sanktioiden osalta liiallisen alijäämän menettelyssä, ellei määräenemmistö asiaa vastusta. Sopimus astuu voimaan vuoden 2013 alussa, ja siihen on kirjattu pyrkimys saattaa sopimus osaksi EU-lainsäädäntöä viiden vuoden kuluessa.
- **Euro-plus-sopimus** on euromaiden ja 6 muun EU-maan maaliskuussa 2011 solmima poliittinen sopimus sitoutua kilpailukykyä, työllisyyttä, julkisen talouden tasapainoa ja rahoitusjärjestelmän vakautta edistäviin uudistuksiin ja seurata niiden toimeenpanoa. Sopimus sisältää varsin yleisiä poliittikalinjauksia ja niiden kansallisen soveltamisen seuranta kytketään eurooppalaiseen ohjausjaksoon.

nismeja, jotka tekisivät hallitun velkasaneerauksen vähemmän vaaralliseksi ja siten myös uskottavammaksi uhaksi. Saksa mm. Suomen tukemana esimerkiksi ajoi EVM-sopimukseen alun perin pykälää, jossa tukea saava jäsenmaa velvoitetaan käynnistämään neuvotellut yksityisen sektorin velkojien kanssa velkarasituksen pienentämisestä, mikäli tuen kohteena olevan valtion ei uskota saavan julkisen velan kehitystä kestäväle uralle edes realistisen sopeutumishjelman avulla.

Pelko siitä, että velkasaneerauspykälä johtaisi markkinoilla paniikkireaktioihin, sai kuitenkin velkojamaat peräytymään tällaisesta pykälästä. Lopullisessa sopimuksessa yksityisen sektorin osallistumisen mahdollisuus mainitaan vain sopimuksen johdannossa.⁸

3. Tiiviimpi integraatio ratkaisuna euroalueen ongelmiin

Euroalueen erityisongelmia verrattuna esimerkiksi Isoon-Britanniaan tai Yhdysvaltoihin voi luonnehtia koordinaatio-ongelmiksi. Ne ovat sitä usealla tavalla:

- Julkistaloutta ja erityisesti julkista velkaa koskevat päätökset tehdään pääosin jäsenvaltioissa, siis alemmalla tasolla kuin rahapolitiikkaa koskevat päätökset. Tämän vuoksi yhteinen rahapolitiikka ei tue tai varmista julkisen velan takaisinmaksua samalla tavoin kuin USA:n kaltaisessa liittovaltiossa.
- Rahoitusjärjestelmien ja pankkijärjestelmien toimintakykyisyys varmistetaan kansallisella tasolla, vaikka yhteisen rahan alueella yhden maan rahoitusjärjestelmän ongelmat heijastuvat nopeasti koko valuutta-alueelle, ja yksittäisen maan pankkijärjestelmän ongelmat voivat olla ylivoimaisen suuria yksittäiselle valtiolle hallita.
- Kriisinhallinnassa on ollut pakko turvautua yhteisiin toimiin ja samalla yhteisvastuuseen, mutta tätä yhteistä toimintaa koskeva päätöksenteko on hidasta ja vaikeaa suvereenien valtioiden kesken.

Tästä näkökulmasta euroalueen tiiviimpi integroituminen on luonteva keino pyrkiä saamaan kriisi hallintaan ja rakentaa toimivampaa rahaliittoa. Tämä tarkoittaa sekä yhteisvastuun tietoisuutta lisäämistä että sen edellytyksenä yksittäisen jäsenmaan talouspoliittisen suvereniteetin rajoittamista.

Julkisessa keskustelussa on esitetty lukuisia joukko ideoita yhteisvastuun laajentamisesta ja talouspoliittisen päätösvallan siirtämisestä jäsenmaista ylikansalliselle tasolle. Ideoita voi yhdistellä ja vaihtoehtoja ryhmitellä monin tavoin. Viime kuukausien keskustelun valossa näyttäisi kuitenkin erottuvan kolme pääasial-

lista tiiviimmän yhteisvastuun tasoa ja suuntaa, vaikkakin kussakin niistä on monia variaatioita:

- (a) nykyjärjestelmien laajentaminen yhdistyneenä EKP:n toimien lisäämiseen
- (b) pankkiunioni edellisen lisäksi
- (c) edellisen lisäksi asteittain toteutuva fiskaaliunioni eli laajentuva yhteisvastuu valtionvelasta ja sen edellyttämä talouspoliittisen päätösvallan siirto jäsenmailta euroalueen tasolle.

3.1 Nykyjärjestelmien laajentaminen ynnä EKP:n laajempi aktivismi (a)

Nykytilanteen perusongelma on, etteivät rahoitustukimekanismien voimavarat näyttäisi riittävän mahdollisiin rahoitustarpeisiin.

ERVV:n ja EVM:n käyttämättömät rahoitustuki- valtuudet riittävät juuri ja juuri Espanjan valtion rahoittamiseen noin kolmen vuoden ajaksi, mikäli Espanja päätyy hakemaan yleistä rahoitustukea. Tehdyissä ohjelmissa on oletettu, että tuen kohde parantaa tämän ajan kuluessa luottokelpoisuuttaan niin, että se tämän jälkeen jälleen pystyy saamaan markkinoilta rahoitusta hintaan, jonka valtio pystyy maksamaan. Mitään uusia rahoitustarpeita ERVV/EVM eivät kuitenkaan tämän jälkeen voisi tyydyttää. Italian rahoitusta on mahdotonta turvata edes ilman Espanjaa.⁹

On olemassa mahdollisuus, että Espanja tai Italia joutuu turvautumaan rahoitustukeen, eivätkä tukimekanismien voimavarat riitä. Näin ollen Espanjan ja Italian maksukyvyttömyyttä ei voi sulkea pois. Isojen EU-valtioiden maksukyvyttömyys merkittäisi näiden maiden pankkijärjestelmien romahtamista, koska ao. maiden pankit ovat sijoittaneet erittäin suuria määriä varoistaan omien kotivaltioidensa papereihin. Isojen maiden pankkijärjestelmän romahdus puolestaan johtaisi mitä todennäköisimmin euroalueen hajoamiseen.

On vaikea täsmälleen arvioida millainen rahoitustukimekanismien valtuus voisi riittää tekemään ne uskottaviksi ongelmamaiden rahoittajiksi. Espanjan ja Italian rahoittaminen kahdeksi-kolmeksi vuodeksi ja jonkinlainen varaus muille mahdollisille tukitarpeille edellyttäisi vähintään 1 500 miljardin euron kokonais- tukivaltuutta eli pysyvän mekanismin resurssien kolminkertaistamista.

On epävarmaa, pystyisivätkö kaikki (ei tuen piirissä olevat) euromaat pääomittamaan EVM:ää tarvitta-

Isojen maiden pankkijärjestelmän romahdus johtaisi mitä todennäköisimmin euroalueen hajoamiseen

vassa määrin ilman, että niiden oma luottokelpoisuus merkittävästi heikkenisi. EVM:n riittävän luottokelpoisuuden saavuttamisen on ajateltu edellyttävän 700 miljardin pääomistussitoumusta ja 80 miljardia maksettua omaa pääomaa, kun tukivaltuus on 500 miljardia.

Pääomasijoituksen kolminkertaistaminen on vaativa tehtävä maille, joiden luottokelpoisuus ei ole kärkiluokkaa

Ranskan luottoluokitus voisi heikentyä tällaisten sitoumusten seurauksena dramaattisesti. Toisaalta poliittinen vastarinta tukisitoumusten laajentamiseen on ”velkojamaissa” suuri.

Tämän vuoksi esille on noussut mahdollisuus, että EKP rahoittaisi EVM:ää. Teknisesti tämä olisi toteutettavissa muuttamalla EVM luottolaitokseksi ja antamalla sille keskuspankkirahoitusoikeus.

EKP on ainakin toistaiseksi torjunut keskuspankkirahoitusoikeuden sillä perusteella, että kyse olisi perussopimuksessa kielletystä valtioiden rahoittamisesta; EVM:n tehtävähän on valtioiden rahoitus. Saksa ja muut velkojamaat ovat myös vastustaneet EKP:n ryhtymistä EVM:n rahoittajaksi, koska se merkitsi joka tapauksessa lisää jäsenvaltioille aiheutuvaa riskiä tuen kohteena olevista maista.

Mikäli velkojamaiden vastustus EVM:n tukivaltuuksien laajentamiseen lieventyy, EKP:n osallistuminen sen rahoittamiseen ei ehkä ole poissuljettua. EKP voisi ostaa EVM:n liikkeeseen laskemia velkapapereita jälkimarkkinoilta. Tämä voitaisiin tulkita pikemminkin rahapolitiikan ”määrälliseksi keventämiseksi” kuin ongelmavaltioiden kiertoteitse tapahtuvaksi rahoitustueksi, varsinkin kun velasta ovat vastuussa kaikki euromaat kokonsa mukaisesti.

EKP:n neuvosto ilmoitti (alun perin 2.8. ja täsmennettynä 6.9.) valmiudesta aloittaa tietyin ehdoin uudestaan euromaiden valtionpapereiden ostot jälkimarkkinoilta. Tämä vähentää tarvetta EVM:n voimavarojen lisäämiseen. Ostovalmiuttaan EKP perustellee sillä, että ongelmamaiden valtionlainoihin on syntynyt riskilisiä sen takia, että euron odotetaan hajoavan. Koska euro on tehty pysyväksi ja EKP:n tehtävä on huolehtia hintavakaudesta euroalueella, EKP:lla on oikeus toimia valtionpaperimarkkinoilla tämä perusteettoman riskilisen poistamiseksi.

EKP on valmis ostamaan korkeista koroista kärsivien valtioiden velkapapereita, jos ao. valtiot kääntyvät EVM:n puoleen ja sitoutuvat EVM:n asettamien ehtojen täyttämiseen. Lisäksi EKP ilmoitti, että se

luopuu saamistensa tosiasiallisesta ensisijaisuusasemasta ja että se löysentää edelleen pankeille myönnettävän luoton vakuusvaatimuksia.

EKP:n ilmoitukset ovat alentaneet ongelmamaiden korkoja tuntuvasti, vaikka uusia toimia ei vielä olekaan toteutettu. Sijoittajien mahdollisuus myydä ongelmamaan papereita EKP:lle vähentää uhkaa yksityisen rahoituksen ehtymisestä ja alentaa uuden lainanoton kustannusta, mikä sellaisenaan parantaa ongelmamaan velkakestävyyttä.

Parhaimmillaan EKP:n jälkimarkkinaoperaatiot voivat tukea ongelmamaan rahoitusta niin, että maa selviäisi joko kokonaan ilman EVM:n rahoitustukea tai hyvin pienellä rahoitustuella (esimerkiksi velkapapereiden ostolla emissiosta). Tällaisessa tilanteessa EVM:n tukivaltuudet saattaisivat riittää nykyiselläänkin.

Tällaisen strategian hyvä puoli on, että siitä voidaan saavuttaa verraten helposti poliittisen yksimielisyys, kyseessä ei ole kovin suuri muutos nykytilanteeseen. Euroopan poliittisten johtajien reaktiot EKP:n päätöksiin uudesta valtionlainaohjelmasta ovatkin olleet voittopuolisesti myönteisiä. Useiden kommentaattoreiden mielestä ensi keran on näköpiirissä aito mahdollisuus tilanteen kestävään vakautumiseen.

Ilmeinen riski kuitenkin on, ettei ongelmamaiden tilanne rauhoitu ilman, että EKP tosiasiallisesti ostaa todella suuria määriä näiden papereita. Ongelmamaiden valtionlainojen kanta on noin 3 000 miljardia euroa.

Tämä merkitsi sitä, että yksityisen sektorin riski ongelmamaiden velasta siirtyisi suuressa määrin EKP:lle. Jos maat eivät saisi talouksiaan sellaiseen kuntoon, että ne selviävät veloistaan täysimääräisesti, EKP joutuisi kirjaamana hyvinkin suuria tappioita. Nämä olisi jäsenmaiden katettava EKP:n pääomittamisella, tai EKP:n olisi hoidettava ongelma rahaa painamalla. Samalla EKP tulisi kiistatta rikkoneeksi valtionrahoituskieltoa. Valtionlainojen massiivisen osto ja rahoitussektorien löysä rahoittaminen voisivat pahimmillaan johtaa hallitsemattomaan inflaatiokierteeseen, mikä luonnollisesti romuttaisi hintavakaustavoitteeseen nojaavan rahaliiton perustan.

Tuleeko EKP:n aktiivisuudesta tärkeä osa kriisin ratkaisua vai johtaako se umpikujaan, jossa kriisi jatkuu ja euroalueen peruseriaatteen on romutettu, riippuu ongelmamaiden kyvystä hyödyntää korkojen normalisoituminen julkistalouksien vakauttamiseksi

Ongelmamaiden valtionlainojen kanta on noin 3 000 miljardia euroa

ja kestävä kasvun aikaansaamiseksi. Tämä edellyttää poliittisesti hyvin epäsuositun uudistuspolitiikan jatkamista vuosien ajan. Ilmeinen vaara on, että uudistusprosessit pysähtyvät, kun on löytynyt ”kivuton” tapa selvittää velkaongelmista. Olennainen kysymys tämän välttämiseksi on, millaisia ehtoja tukea hakeville jäsenmaille asetetaan ja kuinka tiukasti niiden toteutumista valvotaan.

3.2 Pankkiunioni (b)

Pankkiunioniksi on ryhdytty kutsumaan ajatusta, jonka mukaan pankkeja koskeva valvonta, talletussuojat ja kriisinhoito siirretään yksittäisen jäsenmaan vastuulta koko euroalueen vastuulle. Tämä vastaisi Yhdysvaltain käytäntöä, jossa liittovaltiolla on tällainen vastuu. Pyrkimyksenä on vähentää pankkien ja niiden kotivaltioiden keskinäisriippuvuutta ja hillitä sitä, että yhden maan maksukykyongelmat leviäisivät rahoitusmarkkinoiden kautta muihin maihin.

Pankkiunionia koskevia periaatelinjauksia tehtiin jo kesäkuun huippukokouksessa. Komissio antoi 12.9. ehdotuksensa euroalueen pankkivalvonnan järjestämisestä EKP:n yhteyteen. EKP:lla olisi ehdotuksen mukaan kattava valvonta kaikkia euroalueen pankkeja, vaikka pienempien pankkien osalta se voisi halutessaan delegoida valvonnan kansallisille valvojille. Tarkoitus on edetä hyvin nopeasti siten, että päätökset tarvittavista asetuksista tehtäisiin jo kuluvan vuoden aikana ja uusi valvontajärjestelmä aloitetaisiin osin jo vuoden 2013 alusta. Kaikki pankit olisivat EKP:n valvonnan piirissä vuoden 2014 alusta.

Samanaikaisesti valmistellaan talletussuojan ja kriisinhallinnan ”euroalueellistamista”. Ehdotusten sisältöä on tältä osin hankalampi ennustaa. Toisaalta pankkiunionin apu ajankohtaisen kriisin ratkaisussa riippuu juuri näistä elementeistä. Valvonnan siirtämistä euroalueen vastuulle tarvitaan lähinnä siihen, että yhteinen talletussuoja ja kriisinhallinta eivät johda huonoon käyttäytymiseen jäsenmaissa, ts. tappioiden siirtämiseen muiden kannettaviksi.

Yhteisen talletussuojajärjestelmän tarkoitus on estää tallettajien paniikkireaktiot maissa, joiden talous on suurissa vaikeuksissa ja joissa erityisesti valtion maksukykyisyys on kyseenalainen. EU:n nykyinen lainsäädäntö edellyttää jäsenmailta järjestelmää, joka turvaa talletukset kussakin pankissa 100 000 euroon saakka tallettajaa kohden.

Talletussuojajärjestelmät perustuvat pääsääntöisesti vakuutusperiaatteelle. Suojaa nauttivat pankit maksavat joko ennakoon maksuja rahastoon, jonka varoja voidaan käyttää talletusten maksamiseen selvitystilaan

ajautuneen pankin tallettajille, tai tällaisia maksuja kerätään pankeilta jälkikäteen.

Maakohtaisten järjestelmien yhdistäminen merkitsee, että kaikkien euromaiden pankit olisivat jokaisen pankin tallettajien turvana, mikä luonnollisesti parantaisi turvan uskottavuutta. Yhteinen vastuu merkitsee lisärasitusta niiden maiden pankeille, joissa pankkivaikkeudet ovat keskimääräistä epätodennäköisempiä. Suomalaiset pankit kuuluvat tällä hetkellä tähän joukkoon.

Talletussuojajärjestelmät eivät käytännössä kuitenkaan ole uskottavia talletusten takaajia ilman valtioiden mukanaoloa.

Valtiot vastaavat viime kädessä siitä, että talletussuojarahastot pystyvät turvamaan talletukset lain edellyttämällä tavalla. Juuri tämän vuoksi talletussuojajärjestelmien uskottavuus on rapautunut maissa, joiden valtiot itse ovat velanhoidon vaikeuksissa. Samasta syystä myös euroalueen laajuisen talletussuojajärjestelmän takuumieheksi tarvitaan euroalueen valtiot joko suoraan tai jonkin välikäden kautta. Tämän vuoksi talletussuojajärjestelmien euroalueellistaminen merkitsee vastuun kasvua maille, joiden pankkijärjestelmät ovat keskimääräistä epätodennäköisemmin vaikeuksissa.

Maksuvaikeuksiin joutuneita pankkeja ei läheskään aina päästetä selvitystilaan, jossa yhteydessä talletussuojajärjestelmä maksaa tallettajille talletussuojan takaamaan talletusmäärän. Näin menetellään lähinnä Yhdysvalloissa pienten pankkien osalta erityisessä menettelyssä, joka on tavallista konkurssia paljon nopeampi. Suuremmat pankit järjestellään yleensä uudelleen (pääomitetaan, fuusioidaan, pilkotaan, ajetaan alas) tavalla, jossa talletusten arvo ja takaisinmaksu eivät vaarannu.

Vaikeuksiin joutuneiden pankkien uudelleenjärjestely edellyttää uudelleenjärjestelyjen periaatteiden määrittämistä, rahoitusresursseja ja uudelleenjärjestelyyn pystyvän organisaation. Varsinaisella talletussuojajärjestelmällä ei tällaista kykyä välttämättä ole, vaan usein tarvitaan erillinen valtion vastuulla toimiva järjestelmä.

Suomen 1990-luvun pankkikriisissä tämä rooli oli valtion rahoittamalla ja sen takuulla toimineella vakuusrahastolla. EU-komissio antoi kesäkuussa 2012 lainsäädäntöehdotuksen, joka johtaa toteutuessaan yhtenäisten kriisinhallintaperiaatteiden käyttöön ottamiseen kaikissa EU-maissa, mutta edelleen kansallisen vastuun pohjalta. Pankkiunionissa tällainen krii-

Talletussuojajärjestelmät eivät ole uskottavia talletusten takaajia ilman valtioiden mukanaoloa

sinhallintajärjestelmä muuttuu kansallisesta euroalueen tasoiseksi.

Pankkiunionin keskeisin kysymys on, miten kannetaan pankkien tappiot, jotka saattavat johtaa rahoitusjärjestelmän kaatumiseen. Periaatteessa tappioiden kantajia voivat olla pankkien omistajat, velkojat (myös tallettajat), kansallinen talletussuoja- ja kriisinhallintajärjestelmä sekä euroalueen tasolla toimiva talletussuoja- ja kriisinhallintajärjestelmä.

Pankkiunionin keskeisin kysymys on: Miten kannetaan pankkien tappiot, jotka saattavat johtaa rahoitusjärjestelmän kaatumiseen?

On ilmeistä, että ainoa mahdollinen lähtökohta on omistajien ja erilaisten oman pääoman ominaisuuksia sisältävien velkapapereiden omistajien täysimääräinen osallistuminen tappioiden kantamiseen, vaikka eri maissa on tästä jossain määrin tingittykin. Oman pääoman erät eivät kuitenkaan läheskään aina riitä tappioiden kattamiseen.

Pankkien tavanomaisten velkojien tappiot ovat kuitenkin hankala kysymys. Sikäli kuin tällaisia seniorivelkoja on pidetty turvallisina, näistä koituvat tappiot voivat aiheuttaa hankalan ketjureaktion, kun velkojat eivät ole varautuneet tappion mahdollisuuteen. Pankin maksukykyongelmat muuntuvat tällöin velkojien maksukykyongelmiksi.

Toinen riski on, että yhden pankin velkojien tappiot aiheuttavat paniikin muiden pankkien velkojien joukossa (muut kuin uskottavan talletussuojan piirissä olevat velat), mikä voi puolestaan vaarantaa sinänsä maksukykyisten pankkien toiminnan. Näistä syistä pankkien seniorivelkoja on useimmiten pyritty suojaamaan pankkikriiseissä. Se on johtanut suureen julkiseen pankkitukeen; nykykriisissä Irlanti on tästä kaikkein kärjekkäin esimerkki.

Ongelmamaan kannalta olisi luonnollisesti ihan-teellista voida siirtää kaikki pankkisektorin tappiot euroalueen talletussuoja- tai kriisinhallintajärjestelmän kannettaviksi. Tämä palvelisi parhaiten tarkoitusta estää pankkisektorin ongelmia, ilman että vaarannetaan valtion maksukykyä.

Tällainen täydellinen vastuun siirto on kuitenkin sekä riskinottokannustimien takia että poliittisen hyväksyttävyyden kannalta mahdoton. Tehokaskaan ylikansallinen valvonta ei kykene rajoittamaan riskinottoa (moraalikatoa), ellei omistajilla, velkojilla ja kansallisilla viranomaisilla ole tappioiden aiheuttamaa kannustinta toimia varovaisesti. Kun lisäksi kaikki pankkituki on poliittisesti hyvin epäsuosittua, on ilmeistä, että poliittinen valmius ohjata veronmaksaji-

en varoja jonkin toisen maan pankkisektorin pystytessä pitämiseen on erityisen vähäinen. Kyse voi siis olla vain euroalueen talletussuoja- ja kriisinhallintajärjestelmän osittaisesta osallistumisesta jonkin maan pankkien tappioiden kantamiseen.

Yksi lähtökohta kompromissille voisi olla se, että kukin jäsenmaa vastaa pankkien tappioista kokonaan johonkin euromäärään saakka, joka on suhteutettu talouden kokoon. Euroalueen yhteinen järjestelmä osallistuu sitten tämän ylittäviin ”katastrofaalisiin” tappioihin (Inet 2012).

Toisaalta voitaisiin lähteä siitä, että yhteisvastuuta toteutetaan vasta tulevien riskien osalta, ts. kun nykyisen kriisin jo tiedossa olevat tappiot on hoidettu kansallisesti ja ylikansallinen valvontajärjestelmä on paikallaan rajoittamassa pankkien riskinottoa. Tämä vähentäisi yhteisvastuun hyötyä ajankohtaisen kriisin helpottamisessa, mutta ei poistaisi sitä kokonaan.

Yhteinen eurooppalainen järjestelmä voisi tukea pankkien pääomittamista toimintakykyiseksi sen jälkeen, kun huolellisen ulkopuolisen arvioinnin perusteella pankkien kaikki tappiot on selvitetty ja katettu omasta pääomasta mahdollisesti velkojen arvoa alentamalla tai kansallisella pankkituella. Tämä vähentäisi kansallisen pääomituksen tarvetta ja siten painetta kotimaan julkiseen talouteen. Euroalueen tukijärjestelmä varmistaisi pankkitoiminnan jatkuvuuden kantamalla tulevaan liiketoimintaan liittyvää riskiä ja saisi vastineeksi omistusta pankeista.

Mikäli pankkiunioni kykenisi varmistamaan pankkijärjestelmän toimintakyvyn kaikissa olosuhteissa, valtioiden velkasaneerauksen seurausvaikutukset voisivat olla paremmin hallittavissa. Tämän seurauksena *no bailout* -periaate saisi lisää uskottavuutta. Ongelmamaa ei voisi kiristää rahoittajamaita maksukyvyttömyytensä aiheuttamalla katastrofiseurauksilla. Eräät pankkiunioni-idean kannattajat pitävät juuri tätä keskeisenä pankkiunionin hyötynä (Beck ym. 2012, Holmström 2012).

Ongelmamaa ei voisi kiristää rahoittajamaita maksukyvyttömyytensä aiheuttamalla katastrofiseurauksilla

Toisaalta useat pankkiunionin kannattajat katsovat, että unioni olisi osa laajempaa, finanssipolitiikan ytimeen liittyvää integraation tiivistymistä. Siinä kurinalaisuuteen pyritään pikemminkin poliittisella kontrollilla kuin markkinakurilla. Näin pankkiunionin roolin näkevät esimerkiksi Veron (2012) ja Tommaso Padoa-Schioppa -ryhmä (2012).

Pankkiunionin tarvitsema julkisen sektorin tuki voidaan periaatteessa järjestää monella tavalla.¹⁰ Ehkä

helpointa on rakentaa se pysyvän vakaumekanismin EVM:n yhteyteen. Kun jo nyt EVM voi ohjata rahoitusta pankkisektorin tukemiseen, muutos ei olisi tavattoman suuri. Pankkitukitoiminto olisi kuitenkin syytä eriyttää rahoituksellisesti varsinaisesta valtioiden rahoitustuesta. Tällöin EKP ehkä voisi rahoittaa EVM:n pankkitukioperaatioita ilman, että herää kysymyksiä mahdollisesta valtionrahoituskiellon rikkomisesta. EKP:n rahoitus ainakin vähentäisi EVM:n tarvetta hankkia tällaista rahoitusta markkinoilta ja voisi ehkä myös helpottaa EVM:n kokonaistukikapasiteetin laajentamista, jos sellainen arvioitaisiin välttämättömäksi.

Pankkiunionin luonne riippuu ratkaisevasti sen yksityiskohtaisesta täsmentämisestä. Parhaimmillaan se voi katkaista valtioiden ja pankkien kohtalonyhteyden ja vakauttaa euroalueen rahoitusjärjestelmän kesämään hankaliakin shokkeja, myös valtioiden velkajärjestelyjä. Hyvin toteutettuna sen ei tarvitse myöskään merkitä merkittäviä veromaksajien varojen siir-

Pankkiunioniin sopii ainutlaatuisen hyvin sanonta ”piru piilee yksityiskohdissa”

toja jäsenmaiden välillä. Tämä edellyttää, että valvonta on tehokasta, velkojat joutuvat osallistumaan tappioiden kantamiseen ja sen seurauksena riittävä markkinakuri säilyy ja että pankkisektori osallistuu vakuutusperiaatteella yhteiseen talletussuojaan ja kriisinhallintaan riittävästi. Toisaalta huonosti toteutettuna pankkitoimintaa koskeva yhteisvastuu voi muodostua pankkitoiminnan riskinottoa lisääväksi massiiviseksi tulonsiirtojärjestelmäksi jäsenmaiden välillä. Siksi pankkiunioniin sopii ainutlaatuisen hyvin sanonta ”piru piilee yksityiskohdissa”.

Pankkiunioni merkitsee paitsi yhteisvastuun laajenemista, myös kansallisen päätösvallan rajoittamista. Tämä rajoittaminen koskee kuitenkin asioita, joissa poliittisten intohimojen voisi kuvitella olevan vähäisempiä kuin verotusta tai julkisia menoja koskevissa päätöksissä. Pankkien valvonta on aika teknistä ja kaukana kansalaisten arjesta. Ei myöskään ole perusteita väittää, että valvonta hoidettaisiin kansallisesti paremmin kuin esimerkiksi EKP:n yhteydessä. Pikemminkin on näyttöä siitä, että kansalliset valvojat ovat olleet liian lepsuja.

Hankalampia kysymyksiä liittyy kriisinhallintaan ja siihen liittyvään taakanjakoon. Euroalueen kriisinhallintajärjestelmän päätös jonkin pankin sulkemisesta yksittäisessä jäsenmaassa voi epäilemättä herättää poliittisia ristiriitoja. Vielä suurempia ristiriitoja syntyy siitä, jos jonkin pankin uudelleenjärjestely edel-

lyttää merkittäviä tulonsiirtoja jäsenvaltioiden välillä. Tästä syystä pankkiunionin poliittisen hyväksytävyyden kannalta onkin tärkeää minimoida tällaisten tulonsiirtojen tarve.

Vaikka pankkiunionin periaatteellisesta hyödyllisyydestä syntyisikin yhteisymmärrys, on epäselvää kuinka merkittäväksi pankkiunionin hyöty kärsivällä olevan kriisin ratkaisemisessa voi muodostua. Ehditäänkö tarpeelliset mekanismit saada toimiviksi riittävän nopeasti ja ennen kaikkea pystytäänkö ongelmapankkien pääomittamisen taakanjaosta sopimaan? Jo komission aikataulu valvonnan uudistamiselle on äärimmäisen kunnianhimoisen.

3.3 Fiskaaliunioni (c)

Fiskaaliunionissa on kyse julkista taloutta koskevan yleisen vastuun ja vallan siirtymisestä kansalliselta tasolta euroalueen tasolle. Yhteisvastuu ei siten rajoittuisi kriisinhallintaan (kuten ERVV:ssä ja EVM:ssä) tai yhteen sektoriin (kuten pankkiunionissa). Äärimuoto tästä on Yhdysvaltoja muistuttava liittovaltio, jossa pääosa julkisista menoista ja niiden rahoittamiseen kerättävistä veroista päätetään liittovaltion tasolla ja valtaosa julkisen sektorin velasta on liittovaltio velkaa.

Yhdysvaltain liittovaltion kokonaismenot ovat runsaat 20 % USA:n bruttokansantuotteesta ja osavaltioiden ja paikallistason menot noin 10 %. Euroopan unionissakin on yhteisvastuun elementtejä, mutta ne eivät vielä tee siitä fiskaaliunionia. EU päättää rahoituskehityksensä puitteissa noin 1 % unionin jäsenmaiden yhteenlaskettua kansantuotetta vastaavasta vuotuisesta menomäärästä, kun jäsenmaiden julkiset menot ovat noin 50 % ja verotulot noin 45 % BKT:sta.

USA:n liittovaltion ja EU:n budjettien kokoero merkitsee, että automaattiset tulonsiirrot taloudellisesti vahvemmissa osavaltioista (sekä suhdannemiellessä että pysyvämmiin) heikompiin osavaltioihin ovat selvästi suuremmat kuin tulonsiirrot EU:n sisällä valtioiden välillä. Viidellä USA:n osavaltioilla liittovaltion menot ao. osavaltiossa ylittivät vuonna 1999 osavaltiossa maksetut liittovaltion verot määrällä joka ylitti 10 % osavaltion BKT:sta ja lisäksi 11 osavaltioilla erotus oli 5 ja 10 prosentin välissä. EU:n jäsenvaltioissa suurimpien EU:n budjetista hyötyvien jäsenvaltioiden nettotulo oli vuonna 2008 2 ja 3 prosentin välillä ao. maan BKT:sta (Liettua, Kreikka ja Bulgaria), ks. Darvas (2010).

Euromaiden rahoitustukijärjestelmiin sisältyy tätä nykyä enintään 700 miljardin tukimahdollisuus. Se merkitsee tuntuva yhteisvastuuta, mutta sekään ei tee euroalueesta fiskaaliunionia. Ensinnäkin valtuutus on

vain runsaat 7 % euroalueen bruttokansantuotteesta, eikä kyse ole vuotuisista menoista vaan sitoumusten mahdollisesta kokonaismäärästä.

Vielä tärkeämpää kuitenkin on se, että kullakin jäsenmaalla on vastuu vain *omasta* osuudestaan (*joint and separate*), Suomen tapauksessa noin 1,8 % kokonaissummasta ja että päätöksenteko tukivaltuuden kokonaismäärästä ja myös pääsääntöisesti sen käytöstä edellyttää jäsenmaiden yksimielisyyttä.¹¹ Jäsenmaat vastaavat täysin yhteisvastuullisesti (*joint and several*) vain sitoumuksista, jotka unioni tekee rahoituskehityksensä puitteissa.

Yhdysvaltain liittovaltion tasolla toteutuvan yhteisvastuun vastapainona liittovaltiolla on vahva päätöksentekovalta, joka sitoo kaikkia amerikkalaisia osavaltioita. Näiden päätösten toimeenpanon varmistavat oikeuslaitos sekä liittovaltion poliisi. Lisäksi valtion suvereenisuuden viimekätinen takaaja eli armeija on liittovaltion armeija, ei osavaltioiden armeijoiden liittokunta. Vastuu ulkosuhteista on yksiselitteisesti liittovaltiolla.

Sen sijaan euroalueen ja laajemminkin EU:n yhteinen taloutta koskeva päätöksenteko on pääsääntöisesti maiden talouspolitiikkojen koordinoitua, ei sitovia päätöksiä, joiden toimeenpano jäsenmaissa on itsestään selvää. *Ns. six-pack* ja *two-pack* tiukentavat talouspolitiikan koordinaatiota ja voimistavat kan-

nusteita (sanktioita) välttää liiallisia alijäämiä ja velkaa ja ryhtyä korjaaviin toimiin. Komission ehdottamia sanktioita on aikaisem-

EU:n yhteinen taloutta koskeva päätöksenteko on pääsääntöisesti maiden talouspolitiikkojen koordinoitua

paa vaikeampi kumota neuvostossa, koska kumoamiseen vaaditaan määräenemmistö. Samoin finanssipoliittinen sopimus pakottaa jäsenmaat kirjaamaan lainsäädäntöönsä niiden finanssipoliittikkaa rajoittavia säännöksiä.

Kuitenkin edelleenkin eurotason instituutioiden (komission ja neuvoston) päätökset ovat suositusten luonteisia, vaikkakin aiempaa vahvempia. Lainsäädännön valmistelun yhteydessä on erityisesti todettu, että kansalliset parlamentit ovat suvereenieja päättäessään talousarvioistaan. Tässä suhteessa finanssipoliittikkaa ja makropolitiikkaa koskevan EU-tason päätöksenteon rooli on heikompi kuin kilpailupolitiikassa tai valtiontukia koskevissa asioissa. Niissä komissiolla on sitovaa päätösvaltaa.

On vielä aikaista sanoa, kuinka tehokkaiksi uudet finanssipoliittikkaa koskevat säännökset osoittautuvat. Sanktioihin pohjautuvan kurijärjestelmän ongelma

on, että rangaistuksia pitäisi panna täytäntöön juuri kun maa muutoinkin on vaikeuksissa. Tämä on sekä taloudellisesti että poliittisesti ongelmallista.

Säännöissä on – sinänsä perustellusti – tilaa harkinnalle ja erilaisten erityistekijöiden huomioon ottamiselle. Tämä antaa jäsenmaalle mahdollisuuden painostaa komissiota lieviin tulkintoihin. Eikä edelleenkaan ole varmaa, että komission kanta tarvittavista toimita jää voimaan neuvostossa. Aiempien kokemusten valossa uusienkin sääntöjen voi olettaa purevan paremmin pieniin maihin kuin suuriin.¹² Suuret maat voivat yhdessä toimien jopa pystyä mobilisoimaan riittävän määräänemmistön komission esittämien sanktioiden torjumiseksi, vaikka se onkin aiempaa vaikeampaa.

Vielä perustavampaa laatua oleva kysymys liittyy siihen, mitä tapahtuisi, jos jäsenmaa paitsi jättäisi noudattamatta politiikkasuosituksia myös kieltäytyisi sanktiomaksun maksamisesta.

Komissio voisi saattaa asian EU-tuomioistuimen käsiteltäväksi. Langettavan tuomion voi olettaa lakiin perustuvassa EU-järjestelmässä riittävän. Näin on myös tapahtunut. Mutta ei ole ihan selvää, kuinka ankaraan tuomioon tuomioistuin on valmis päätyämään, jos jokin jäsenmaa voimakkaasti ja kansalaisensa tukemana vastustaa politiikkasuositusta ja sanktiota. Haluaako tuomioistuin ottaa riskiä perustuslaillisesta kriisistä?

Millään EU-elimellä ei ole mahdollisuutta erottaa suvereenin valtion päätöksentekijöitä tai lähettää poliisia perimään sakkoja. Tämän tietäen todennäköisimpänä reittinä ulos ongelmasta olisi erilainen jäsenmaahan kohdistuva painostus, esimerkiksi EU-budjetista maksettujen varojen pidättäminen ja poliittinen kompromissi suosituksesta.

On ilmeistä, että euroalueella ei ole riittävää poliittista yhteenkuuluvaisuutta siihen, että keskeiset julkiset menot ja niiden rahoituslähteet siirrettäisiin kansalliselta tasolta EU- tai euroaluetasolle.

Kysymykseen tulevan fiskaaliunionin tavoitteet ovatkin paljon vaatimattomammat. Koska akuutin eurokriisin ytimenä ovat yksittäisten jäsenvaltioiden velanhoitovaikeudet, liikkeelle lähdetäisiin todennäköisimmin siitä, että velanotto siirrettäisiin euroalueen maiden yhteiselle vastuulle. Eurooppalaiset yhteislainat ovatkin olleet tiiviimpään finanssipoliittiseen yhteisvastuuseen tähtäävien aloitteiden keskiössä. Keskeinen kysymys tällöin on, miten varmistutaan siitä, että yksittäiset maat eivät käytä väärin mahdollisuutta velkaantua muiden maiden riskillä.

3.4 Yhteisvelan vaihtoehtoja

Eurooppalaisten yhteislainojen tai eurobondien perusidea on yhdistää vastuu veloista siten, että koko euroalue vastaa ainakin osasta kunkin maan käyttöön tulevaa julkista velkaa. Yhteislainojen välitön etu olisi korkojen aleneminen niissä maissa, jotka nyt joutuvat maksamaan korkeaa korkoa. Lisäksi yhteisvastuulliset lainat muodostaisivat turvallisen rahoitusinstrumentin, joka on hyödyllinen mm. pankkitoiminnassa.¹³

Erilaisia yhteislainaehdotuksia on lukuisia.¹⁴ Tunnetuin niistä on ns. blue bond -esitys (Delpla ja von Weizsäcker 2010, 2011). Ehdotuksen mukaan jokainen euroalueen jäsenmaa voisi laskea liikkeeseen täysin yhteisellä (*joint and several*) takuulla etuoikeutettuja velkakirjoja ("siniset lainat") 60 prosenttiin saakka maansa BKT:sta. Tämän ylimenevältä osin kukin jäsenmaa olisi itse vastuussa veloistaan ("punaiset lainat"). Yhteisvastuullisen velan määrä olisi nykytilanteessa vajaat 6 000 miljardia euroa.

Yhteisvastuulla olevan velan rajoittamisella 60 prosenttiin BKT:sta pyritään luomaan kannustin välttää ylivelkaantumista. Tässä mielessä ehdotus siis torjuu

Yhteislainojen välitön etu olisi korkojen lasku niissä maissa, jotka nyt joutuvat maksamaan korkeaa korkoa

moraalikatoa nojamalla pikemmin kuin jäsenmaahan kohdistuvaan poliittiseen kontrolliin.

Delpla ja Weizsäcker eivät esitä mitään olennaisia muutoksia siihen, miten talouspoliittista valtaa jaetaan jäsenmaiden ja euroalueen tason välillä.

Jos yhteisvastuulla liikkeeseen laskettava velkakirjakiintiö täytettäisiin asteittain niin, että kaikki uusi velka olisi aluksi yhteisvastuullista velkaa, ongelmamaiden rahoituskustannukset laskisivat tuntuvasti. Kiintiön täytyttyä rahoituskustannus voisi kuitenkin nousta jyrkästi. Omalla vastuulla olevan velan korko voi itse asiassa muodostua niin korkeaksi, ettei keskimääräinen korko lainkaan laske.¹⁵ Omalla vastuulla olevan velan liikkeellelasku voisi jopa käydä mahdolliseksi ja ongelmamaata uhkaksi maksukyvyttömyys. Tällöin syntyisi suuri poliittinen paine nostaa yhteisvastuullisen velan ylärajaa, erityisesti sellaisten maiden kohdalla, joiden velkataso on reilusti yli 60 % BKT:sta.

Blue bond -ideasta on monia variaatioita. Hellwig ja Philippon (2011) esimerkiksi esittivät yhteisvastuullisen lainan rajoittamisen lyhytaikaiseen velkaan ja kymmeneen prosenttiin BKT:sta. Lyhytaikaisuus merkitsisi suurempaa markkinakuria velalliselle. Ajatuksen käänköpuoli on se, että helpotus ongelma-

maiden rahoituskustannuksiin olisi pienempi eikä uhka maksukyvyttömyydestä ainakaan pieneneisi verrattuna alkuperäiseen ehdotukseen.

Saksan talousasiantuntijoiden neuvosto (Bofinger ym. 2011, 2012) on esittänyt yhteislainajärjestelmää, joka on tavallaan peilikuva blue bond -esityksestä.

"Velanlyhennyssopimuksen" nimellä kulkevasa mallissa euroalueen jäsenmaiden velka otettaisiin yhteiselle vastuulle yli 60 % BKT:sta *ylittävältä* osin. Tämä tapahtuisi asteittain siirtämällä erääntyvät velat yhteisellä vastuulla toimivaan velanlyhennysrahastoon mainittuun 60 % rajaan saakka. Tämä veisi aikaa noin 5–6 vuotta. Rahasto rahoittaisi velat yhteisvastuullisilla eurobondeilla. Jäsenmaat maksaisivat velat rahastolle esimerkiksi 25 vuoden kuluessa takaisin. Tämän jälkeen kaikki velka olisi jälleen jäsenmaan omalla vastuulla. Yhteiselle vastuulle tuleva velkamäärä olisi maksimissaan noin 2 600 miljardia euroa. Rahaston saaminen jäsenmaalta olisi ensisijaista muuhun jäsenmaan velkaan nähden.

Kun velkoja siirretään rahastoon, velanlyhennysrahasto auttaisi ongelmamaiden rahoitusta samoin kuin edellä todetut siniset lainatkin. Yhteistä on myös se, että jäsenmaat ovat itse vastuussa osasta velastaan. Velanlyhennyssopimuksessa yhteisvastuu on kuitenkin ajateltu tilapäiseksi avuksi kriisistä selviämiseen. Sen painopiste on luoda vahvoja kannustimia velkaton alentamiseen.

EU:n komission vihreä kirja (EU-komissio 2011) yhteislainoista tai "vakaustalainoista", kuten komissio niitä kutsuu, esittelee erilaisia vaihtoehtoja. Blue bond -idean mukaisen osittaisen yhteislainan ohella komissio tarkastelee myös julkisen velan siirtämistä kokonaan yhteiselle vastuulle. Lisäksi komissio keskusteleekin lainoista, joissa yhteisvastuu ei olisi täydellistä (*joint and several*) vaan nykyisten rahoitustukimekanismien tavoin kukin jäsenmaa vastaisi vain omasta osuudestaan (*joint and separate*). Viimeksi mainittu ei kuitenkaan ole taloudellisilta vaikutuksiltaan aito vaihtoehto rahoitustukijärjestelmien laajentamiselle.

3.5 Millaisia kontrollivaihtoehtoja on ollut esillä?

Kaikissa edellä todetuissa yhteislaina-ajatuksissa on yhtenä jäsenmaiden käyttäytymistä rajoittavana tekijänä markkinakuri tai sen uhka. Jos jäsenmaa ei toimi sovitulla tavalla, se joutuu rahoittamaan ainakin osan lainatarpeestaan markkinoilta. Sen sijaan hahmotelmat siitä, millaista valtaa ylikansalliselle tasolle pitäisi siirtää ja miten tämä vallankäyttö pitäisi organisoida, eivät ole – ainakaan julkisessa keskustelussa – edenneet kovin pitkälle.

Täsmällisimmin yhteislainojen edellyttämää poliittista kontrollia on käsitelty velanlyhennyssopimusta koskevassa esityksessä.

Siinä rahastosiirtojen ehtona olisi paitsi finanssipoliittisen sopimuksen mukainen velkajarru, myös julkisen talouden (perusjäädän) vahvistaminen ja rakenneuudistukset. Jos ne eivät toteutu, siirrot velanlyhennysrahastoon keskeytyisivät. Jäsenmaiden lainsäädäntöön voitaisiin kirjata verotulojen ensisijainen käyttö velan lyhennykseen rahastolle, ja rahaston saamista vakuudeksi voitaisiin vaatia osa valuuttavaranosta tai muuta varallisuutta joka otettaisiin haltuun, jos ehtoja ei noudatettaisi. Rahasto voisi myös periä lisäkorkoa tai myydä jäsenmaan papereita jälkimarkkinoilla ja luoda siten nousupainetta korkotasoon.

Neuvosto ehdottaa myös, että rahaston hallinnoinnissa pitäisi varmistaa vahvemmille maille ylisuuri vaikutusvalta ja jopa veto-oikeus. Ehdotuksen laatijat toteavat selkeäsanaisesti, että ehdoilla ja hallinnointirakenteella on

kaksi tarkoitusta. Ensiksi pitää vakuuttaa Saksa ja muut vahvat maat, ettei tilapäiseksi tarkoitettu apu vähen-

nä rahastosta hyötyvien maiden halukkuutta remontoida talouttaan. Toiseksi on taattava, että se ei aiheuta tappioita vahvoille maille.

Komissio toteaa vihreässä kirjassa yhteislainojen välttämättömäksi edellytykseksi ”julkisen talouden valvonnan ja politiikkakoordinaation huomattavan vahvistamisen”. Samalla todetaan että, tämä vaikuttaa jäsenmaiden finanssipoliittiseen suvereniteettiin. Ottamatta täsmällistä kantaa siihen, millä tavoin suverenisuutta pitäisi rajoittaa, komissio nostaa esille eräitä mahdollisia keinoja.

Jäsenmaan budjetti voitaisiin alistaa vahvistettavaksi EU-tasolla ainakin tilanteissa, joissa jäsenmaan velka tai alijäämä on suuri. Samoin todetaan tarve valvoa tarkemmin budjettien toimeenpanoa.

Yhtenä mahdollisuutena mainitaan kansalliseen lainsäädäntöön kirjattava keskipitkän aikavälin budjettikehikko, ennakoiden oikeastaan sittemmin solmitun finanssipoliittisen sopimuksen velkajarrua. Äärimmäisenä puuttumisena mainitaan mahdollisuus asettaa jäsenmaa jonkinlaiseen holhoukseen, mikäli se ei huolehdi omasta osuudestaan yhteislainojen takaisinmaksussa.

Komissio jättää avoimeksi, mikä elin päättäisi yhteislainojen määrästä ja jakamisesta jäsenmaiden kes-

ken. Avoimeksi jää myös se, tarvitaanko yhteislainojen liikkeeseen laskua varten yhteisön keskitetty velkakonttori vai voisiko liikkeelle lasku tapahtua hajautetusti. EVM:stä paperi toteaa, että yhteislainat voisivat tehdä EVM:n tarpeettomaksi, mutta että ehkä normaalin yhteisvastuulla olevan rahoituksen ja ”häätärahoituksen” pitäminen erillään voisi olla perusteltua eri rahoitusmuotojen erilaisen luonteen takia.

Tommaso Padoa-Schioppa -ryhmä (TPS 2012) on tehnyt hahmotelman tiekartaksi fiskaaliunioniin. Siinä yhteisvastuun laajentaminen jaetaan kolmeen alueeseen:

- (1) pankkiunioniin
- (2) suhdannevakuutusrahastoon ja
- (3) yhteislainajärjestelmään, jossa yhteislainojen ehdollisuus ja sitä kautta jäsenmaan suvereenisuuden menetys riippuu lainamäärästä (suhteessa BKT:hen).

TPS kuvaa suhdannetasausrahaston vakuutusjärjestelyksi, jossa jäsenmaat maksavat maksuja rahastoon, kun niiden suhdannetilanne on muuta euroaluetta parempi. Vastaavasti rahastosta voisi saada tukea keskimääräistä heikomman suhdannetilanteen valitessa. Pysyväksi jääviä tulonsiirtoja rahasto ei maksaisi. Ajatus on, että rahasto toimisi mahdollisimman automaattisesti ja poliittisesta päätöksenteosta riippumattomana. Tukeen ei liittyisi mitään erityistä ehdollisuutta.

Yhteislainojen osalta TPS ehdottaa Euroopan velkaviraston (*European debt agency*) luomista. Jokainen jäsenmaa rahoittaisi velkansa tämän laitoksen kautta esimerkiksi 10 prosenttiin saakka BKT:sta. Laitos toimisi täydellisellä yhteisvastuulla (*joint and several*). Tähän rahoitukseen ei liittyisi mitään erityistä ehdollisuutta. Riittäisi, että maa täyttäisi vakuus- ja kasvusopimuksen ja finanssipoliittisen sopimuksen sitoumukset.

Jos jäsenmaa sen sijaan haluaisi merkittävästi enemmän yhteisvastuullista rahoitusta, jäsenmaan tulisi alistua tiukempiin ehtoihin. Esimerkiksi 30–40 % BKT:sta vastaavan velan osalta maan pitäisi suostua nykyisten rahoitustukijärjestelyjen mukaisiin ohjelmiin ja niihin liittyvään valvontaan ja 40–60 % välillä velkavirasto osallistuisi yksityiskohtaisesti budjetin valmisteluun. Yli 60 % BKT:sta ulottuva rahoitus voisi TPS:n mukaan edellyttää talousarvion hyväksyttämistä velkavirastossa.

Viraston kannasta poikkeaminen johtaisi sulkemiseen pois velkaohjelmasta ja mahdollisesti velkajärjestelyyn tai vaihtoehtoisesti finanssipoliittisen päätösvallan täydelliseen siirtämiseen virastolle. TPS pitää kuitenkin poliittista kontrollia markkinakuria parempana.

Komission mukaan yhteislainojen välttämätön edellytys on ”julkisen talouden valvonnan ja politiikkakoordinaation huomattava vahvistaminen”

TPS luonnostelee myös velkaviraston hallinnointia. Sen johdossa olisi euroalueen valtiovarainministeri, joka ottaisi velkamäärän kasvamisen myötä yhä suuremman vallan jäsenmaan julkisen talouden päätöksistä. Poliittisen legitimitietin varmistamiseksi TPS ehdottaa, että valtiovarainministeri olisi vastuussa komitealle, jossa olisi edustus sekä Euroopan parlamentista että kansallisista parlamenteista. Komitean roolia TPS ei kuitenkaan täsmennä.

3.6 Johtavatko yhteislainat yhteiseen finanssipolitiikkaan?

Edellä kuvattujen hahmotelmien valossa näyttää ilmeiseltä, että yhteisvastuulliseen velkaan siirtyminen edellyttää tuekseen muutakin kurinalaisuuden valvontaa kuin vakaus- ja kasvusopimuksen sekä finanssipoliittisen sopimuksen säännöt. Tähän voidaan periaatteessa pyrkiä joko markkinakurilla tai lisäämällä eurotason puuttumista jäsenmaan taloudenpitoon.

Blue bond -esitys ja velanlyhennysrahastoesitys antavat markkinakurille merkittävän roolin. Yhteisvastuu ulottuu vain johonkin velkatasoon saakka tai pätee uuteen velkaan vain niin kauan kun jäsenmaa täyttää talouspolitiikkaa koskevat ehdot. Tämän jälkeen jäsenvaltio joutuu rahoittamaan itseään omalla riskillä.

Komission ja TPS-ryhmän ajattelussa painotetaan sen sijaan päätösvalan asteittaista siirtymistä euroalueen tasolle, kun jäsenmaan rahoitustarve kasvaa

ja/tai se ei toimi asetettujen sääntöjen mukaisesti. Nykytilanteen perusteella näyttää siltä, että yhteislainojen käyttöönotto

Yhteislainat johtavat pikemmin keskitettyyn finanssipoliittiseen päätöksentekoon kuin vahvempaan markkinakuriin

johtaa pikemminkin keskitetympään finanssipoliittiseen päätöksentekoon kuin vahvempaan markkinakuriin.

Ensinnäkin peruste yhteislainojen käyttöönottoon kriisipolitiikan välineenä on juuri välttää markkinakurin aiheuttamaa painetta ongelmamaiden tai sellaiseksi ajautumassa olevien maiden korkotasoon. Markkinakurin uskottavuutta luonnollisesti vähentää myös kokemus siitä, että jäsenmaat ovat olleet valmiit turvautumaan laajoihin rahoitustukijärjestelyihin jäsenvaltioiden maksukyvyttömyyden estämiseksi. Uskottavuuden palauttaminen edellyttäisi sellaisia institutionaalisia järjestelyjä, jotka helpottavat jäsenmaiden velkajärjestelyjä (pankkiunioni), sekä ehkä myös esimerkkejä siitä, että sovitun politiikan noudattamat-

ta jättäminen voi johtaa tuen loppumiseen (Kreikan rahoituksen lopettaminen).

Toisaalta yhteisvastuullinen velka edellyttää keskitettyä päätöksentekoa liikkeellelaskusta. Esimerkki voisi olla eurojärjestelmä, jossa päätökset tehdään keskitetysti, vaikka rahamarkkinaoperaatiot onkin hajautettu jäsenpankeille. Yhteisen velan liikkeelle laskusta päättävästä elimestä tulee, ellei heti niin ainakin ajan mittaan, euroalueen ”valtiovarainministeriö”, jolle muodostuu vahva kapasiteetti analysoida jäsenmaiden taloutta ja talouspolitiikkaa sekä muodostaa käsitys koko euroalueen kannalta tarkoituksenmukaisesta finanssipolitiikasta. On luontevaa, että tälle elimelle tulee vastuu jäsenmaiden talouspolitiikan valvonnasta ja euroalueen talouspolitiikkaa koskevien asioiden muodostamisesta. Elimen poliittisesta päälliköistä, ”valtiovarainministeristä” tulee EKP:n pääjohtajan vastinpari.

Mitä suuremmaksi yhteisvastuullisen velan osuus muodostuu, sitä tärkeämpää on varmistaa, että kukin jäsenmaa kerää (pystyy keräämään, haluaa kerätä) yhteisen velan hoitoon tarvittavat varat ja toisaalta hillitsee tulevaa velantarvetta. Tarvitaan siis yhä tiukempaa ja ennakoivampaa puuttumista jäsenmaiden taloudenpitoon. Tämä tarkoittaa yhä aikaisemmassa vaiheessa tapahtuvaa ja yksityiskohtaisempaa ohjeistusta talousarvioiden laadinnassa. Eurotasolta täytyy määrittää, millainen veroja ja menoja koskeva yhdistelmä on hyväksyttävissä. Samoin on yhä selvemmin määritettävä, millaista rakennepolitiikkaa on harjoitettava talouden kasvupohjan turvaamiseksi.

Tällaisen puuttumisen tarve koskee varsinaisesti maita, joiden julkisen talouden näkymät ovat ongelmalliset. Mutta syvä puuttuminen yksittäisen jäsenmaan taloudenpitoon, silloin kun se ei ole välitöissä rahoitusvaikeuksissa, saattaa olla vaikea legitimoida tiettyyn maajoukkoon rajoittuvana toimenpiteenä. Syntyy huomattava paine tarkastella kaikkien maiden taloudenpitoa ”symmetrisesti”. Ajankohtaiseen kriisiin liittynyt debatti ylijääämäiden finanssipolitiikan keventämisestä vastapainona ongelmamaiden kiristystoimille on esimerkki tästä. Kun toisaalta on olemassa euroalueen valtiovarainministeriö, luonteva seuraava askel on päättää finanssipolitiikan yleisestä linjasta ja sen toimeenpanosta sitovasti euroalueen tasolla, ts. nykyisin euroryhmässä ja ECOFIN-neuvostossa sovittuja poliittisia linjauksia olennaisesti sitovammin. Tuntuukin uskottavalta, että euroalueen yhteisvelat johtavat väistämättä pitkälle menevään finanssipolitiikan euroalueellistamiseen. Prosessin nopeudesta on kuitenkin vaikea sanoa mitään varmaa.

Yhteisen finanssipolitiikan onnistuminen edellyttää tehokasta toimeenpanoa kaikissa maissa. Tässä suhteissa maiden instituutiot ja toimintatavat vaihtelevat huomattavasti.

Mm. Gros (2011) arvostelee yhteislainasuunnitelmia tällä perusteella. Hän viittaa mm. Maailmanpankin indikaattoreihin, joiden mukaan Välimeren maiden

hallintotavat poikkeavat selvästi pohjoisemman Euroopan tavoista: hallinto on paljon tehottomampi pa-

Päätöksenteon muodollinen keskittäminen ei sellaisenaan takaa sovitun politiikan toteuttamista koko euroalueella

nemaan toimeen päätöksiä, oikeusvaltion periaatteita kunnioitetaan vähemmän ja korruptio on selvästi yleisempää. Tällöin päätöksenteon muodollinen keskittäminen ei sellaisenaan takaa sovitun politiikan toteuttamista koko euroalueella. Tämä ei ole varsinaisesti argumentti keskitettyä finanssipolitiikkaa vastaan. Se tarkoittaa kuitenkin sitä, että jos Välimeren maiden poliittisia instituutioita ja kulttuuria ei pystytä muuttamaan, markkinakurin merkitystä vastuullisen politiikan edellytyksenä ei voida sivuuttaa.

3.7 Juridisia näkökohtia

Täysin yhteisvastuullinen (*joint and several*) velka on vallitsevan käsityksen mukaan ristiriidassa EU:n perussopimuksen pykälän 125 kanssa. Aivan täyttä selvyyttä tästä ei ole tosin ole.

Komission vihreä kirja ilmaisee asian siten, että täysi yhteisvastuu johtaisi ”lähtökohtaisesti” (*a priori*) pykälän 125 rikkomiseen.

On myös esitetty, että täysi yhteisvastuu ei rikkoiisi *no bailout* -pykälää, jos jäsenmaat sopisivat tällaisesta järjestelystä vapaaehtoisesti.¹⁶ Myös yhteislainojen ensisijaisuuden, riittävän pienen BKT-osuuden ja lyhyen maturiteetin on arveltu helpottavan yhteensopivuutta

perussopimuksen kanssa, koska ne vähentävät luottoriskiä. *Pro rata* -takauksiin perustuvat lainat on joka ta-

Täysin yhteisvastuullinen velka on vallitsevan käsityksen mukaan ristiriidassa EU:n perussopimuksen kanssa

pauksessa paremmin sovitettavissa yhteen perussopimuksen kanssa. Euroalueen vakausmekanismiin tarjotun kriisirahoituksen osalta tämä varmistuu perussopimuksen pykälään 136 maaliskuussa 2011 päätetyllä muutoksella.

Myös kansallisen lainsäädännön näkökulmasta yhteisvastuullinen velka voi olla ongelma. Näin on mitä ilmeisimmin ainakin Saksassa. Tämä on yksi syy siihen, että Saksan taloudellisten asiantuntijoiden neuvoston ehdotuksessa (velanlyhennyssopimus) yhteisvelan määrällä on euromääräinen katto, yhteisvastuu on ajallisesti rajoitettua ja tiukan ehdollista. Neuvosto argumentoi, että näin rajoitettuna yhteisvelka voisi olla sopuisuudessa Liittotasavallan perustuslain kanssa. Tämä ei kuitenkaan ole vallitseva käsitys esimerkiksi Saksan viranomaisten keskuudessa.

Yhtä lailla yhteislainojen edellytys, puuttuminen jäsenmaiden taloudenpitoon, törmää EU:n perussopimuksen rajoihin. EU-instituutioiden toimivalta on säädetty perussopimuksessa ja sen laajentaminen vaatii perussopimuksen muuttamista. Monien arvioiden mukaan *six-pack* ja *two-pack* -uudistukset ovat jotakuinkin se raja, jonne saakka perussopimus antaa mahdollisuuden puuttua jäsenmaan talouspoliittiseen päätöksentekoon.

Six-pack ja two-pack -uudistukset ovat jotakuinkin se raja, jonne saakka perussopimus antaa mahdollisuuden puuttua jäsenmaan talouspolitiikkaan

Perussopimuksen muuttaminen on tunnetusti hidas ja poliittisesti hyvin epävarma prosessi. Se tarkoittaa hallitustenvälisiä konferensseja ja useissa maissa ratifointi edellyttää todennäköisesti kansanäänestystä. Aikaa kulunee vähintään 2–4 vuotta. Tämän vuoksi yhteisvastuun laajeneminen ja jäsenmaan suvereenisuuden supistuminen voi tapahtua kriisin kannalta järjellä aikajänteellä vain hallitusten välisin sopimuksin. Tämä on mm. TPS-ryhmän arvio.

Integraation tiivistäminen hallitusten välisenä sopimuksena sallii, että ”halukkaat ja kykenevät” etenevät muita pidemmälle. Samalla se rajoittaa yksittäisen jäsenmaan mahdollisuuksia estää prosessin etenemistä.

3.8 Halukkuus integraation tiivistämiseen: Mitä Saksa haluaa?

Rahaliittoa pitää pystyssä ja integraatioon kannustaa pelko niistä katastrofaalisista taloudellisista seurauksista, joita koituisi rahaliiton hajoamisesta. Ainoa syy se ei kuitenkaan ole.

Rahaliitto on ollut vähintään yhtä paljon poliittinen kuin taloudellinenkin hanke. Sen ohella, että sen avulla on pyritty saavuttamaan sisämarkkinoiden syventymiseen liittyviä taloudellisia hyötyjä ja konkonaistaloudellista vakautta, yhteinen raha on myös Euroopan yhtenäisyyden symboli sekä sisäisesti et-

tä ulospäin. Näistä syistä poliittinen tahto euroalueen pitämiseksi pystyssä on vahva alueen suurissa perustajamaissa Saksassa, Ranskassa ja Italiassa. Liittokansleri

Saksalle ”poliittinen unioni” tarkoittaa eri asiaa kuin Ranskalle tai Italialle

Merkelin sanoin ”euron epäonnistuminen tarkoittaa Euroopan epäonnistumista”. Kaikki nämä keskeiset maat kannattavat

”poliittisen unionin” vahvistamista, saksalaisten poliitikkojen lausumien mukaan ”poliittinen unioni” on ”taloudellisen unionin” edellytys.

Tästä huolimatta poliittiset intressit ovat eri maisia erilaiset. Saksalle ”poliittinen unioni” tarkoittaa eri asiaa kuin Ranskalle tai Italialle. Saksalle on tärkeää, että luodaan vahvoja instituutioita, jotka valvovat taloudenpitosääntöjä ja niiden noudattamista. Saksalaisesta näkökulmasta sääntöjen tulisi ennen kaikkea varmistaa vakaa rahanarvo, julkisen talouden vastuullinen hoito (joka välttää alijäämiä ja velkaantumista) sekä jäsenmaiden kilpailukykyisyys kansainvälisillä markkinoilla. Tällaisten sääntöjen noudattamiseksi Saksa on valmis luovuttamaan suvereniteettiään EU-tasolle, koska tällainen ylikansallinen päätöksenteko tukee saksalaisten hyveiden ulottamista muihin maihin, ilman että rajoitetaan Saksan omaa politiikkaa.

Sen sijaan Ranskan näkemyksen mukainen poliittinen unioni on pikemminkin hallitusten välistä yhteistyötä, jossa hallitukset (lue: Ranskan ja Saksan hallitukset) käyttävät harkintavaltaa.

Harkinta sallii Ranskan vaikuttaa päätöksiin, jotka ilman tällaista yhteispäätäntää määräytyisivät hallitsevasti Euroopan vahvimman maan Saksan intresseistä. Itse asiassa tämä lienee ollut keskeinen motiivi Ranskalle ajaa rahaliittoa, jossa Bundesbankin sijaan yhteiseurooppalainen instituutio määrittelee rahapolitiikan sisällön. Jotta Saksa saatiin suostumaan tällaiseen vallansiirtoon, Ranska oli valmis EKP:n suureen autonomiaan ja vakaus- ja kasvusopimuksen tapaiseen säännöstyöhön. Kaiken kaikkiaan Ranskalle ja myös Italialle on vastenmielistä luovuttaa päätösvaltaa EU-tasolle, erityisesti jos se tarkoittaa niiden omaa taloudenhoitoa rajoittavien talouspolitiikkasääntöjen valvontaa. Ja tästähän Saksan ”Ordnungspolitikissa” on kyse.

Toisaalta Ranska ja vielä enemmän Italia ja muut markkinapaineen alla olevat maat haluavat kiihkeästi yhteisvastuun laajentamista, jotta niiden korkotaso laskisi ja paine julkisen talouden nopeaan tasapainottamiseen vähenisi.

Saksalla puolestaan ei ole välitöntä painetta uusiin askeleiden ottamiseen. Saksan asema ”turvasatamana” pitää sen omat korot alhaisina, mikä tukee talouskasvua ja erityisesti julkisen talouden tasapainotomista. Näistä lähtökohdista Saksan asema on vahva. Voisikin kuvitella, että poliittisen ja fiskaalisen unionin realistiset rakennuspalikat ovat enemmän saksalaisia kuin ranskalaisia. Rahoituksellisesti heikompien maiden ainoa ”valtti” on uhka siitä, että niiden vaikeudet saattavat johtaa myös Saksan taloutta pahoin heikentävään kehitykseen ja ääritilanteessa euron romahuttamiseen.

Itse asiassa toteutunut politiikka on hyvin selitettävissä tästä näkökulmasta. Saksa on hyväksynyt yhteisvastuun asteittaisen laajentamisen sillä ehdolla, että itse tukeen on liittynyt tiukkoja julkisen talouden ja kilpailukykyyn kuntoon panoon tähtääviä vaatimuksia. Samalla Saksa on halunnut, että luodaan uusia, entistä vahvempia sääntöjä hillitsemään talouspolitiikkaa jota Saksa pitää vastuuttomana. Yhteisvastuuta on kuitenkin laajennettu vain juuri sen verran, että akuuteista ongelmista on selvitty.

Saksa on joutunut tinkimään lähinnä sellaisissa vaatimuksissa, joiden toteuttamisesta olisi voinut seurata myös sen omaa taloutta uhkaavia pahoja markkinareaktioita. Hyvä esimerkki tästä on velkasaneerausmahdollisuuden käsittely EVM-sopimuksessa.

Tämän perusteella tuntuisi uskottavalta, että mahdolliset jatkoaskeleet kohti tiiviimpää fiskaaliunionia painottavat talouspolitiikkasääntöjä ja että jäsenmaan suvereenisuutta kavennetaan lähinnä silloin kun jäsenmaa rikkoo tai uhkaa rikkoo ennalta asetettuja sääntöjä. Ylikansallinen päätösvalta ei tällöin ulottuisi ainakaan kovin ankarana maihin, jotka hoitavat talouttaan sovittujen periaatteiden mukaan. Tämä on edellä kuvatun TPS-ryhmän esityksen perusidea.

Siltä osin kun ylikansalliselle päätöksentekijälle annetaan aitoa poliittista harkintavaltaa, Saksa pyrkinee varmistamaan, että äänestysäännöt jättävät sille tosiasiallisen veto-oikeuden. Huoli siitä, että EKP:n neuvostossa Bundesbankin pääjohtaja jää vähemmistöön, on jo johtanut Saksassa vaatimuksiin äänestysääntöjen muuttamisesta. Samoin euroalueen tasoisen pankkivalvonnan osalta Saksa pitää EKP:n neuvoston ”mies ja ääni” -periaatetta huonona.

Toisaalta Saksan mahdollisuudet ja ehkä halukkuuskin vahvistaa markkinakuria ovat vähäisemmät. Erityisesti näin on silloin, kun sen omat pankit voisi-

Poliittisen ja fiskaalisen unionin realistiset rakennuspalikat ovat enemmän saksalaisia kuin ranskalaisia

vat kärsiä välittömiä tappiota valtioiden tai pankkien maksukyvyttömyydestä. Tästä on kysymys Espanjan ja Italian tapauksessa, ja aiemmin Kreikassa ja Irlannissa.

Perusongelma uusien sääntöjen osalta on niiden uskottavuus. Hädän hetkellä voidaan suostua yhteen ja toiseen asiaan, mutta toteuttamisesta lipsutaan hel-

Hädän hetkellä voidaan suostua yhteen ja toiseen asiaan, mutta toteuttamisesta lipsutaan helposti

postin, jos siihen on tilaisuus. Tämä kokemus merkinnee, että Saksasta suostuu vain asteittaiseen yhteisvastuun laajentamisprosessiin, jossa uuden askeleen edellytyksenä on tehtyjen sitoumusten täyttäminen.

Saksan nykyinen hallitus on ottanut tiukan kielteisen kannan yhteislainoihin, ml. velanlyhennysrahastoon. Oppositiolla näyttäisi sen sijaan olevan enemmän valmiutta tämänlaatuisen yhteisvastuuseen. Joka tapauksessa, yhteislainoihin suostuessaankin Saksan luultavasti haluaa lähteä liikkeelle asteittain, asettaa lainoille tiukat ehdot ja varmistaa, että sovitusta ehdollisuudesta on pidetty kiinni, ennen kuin se suostuu uusiin askeliin.

Toisaalta myös EVM-voimavarojen lisääminen on Saksassa tällä hetkellä poliittisesti hyvin vaikeaa. Kun pieni lisäys tai pieni yhteislainaohjelma yksinään tuskin riittäisi poistamaan epäilyä ongelmamaiden maksukyvyttömyyksen estämisessä. Saksan hallituksen reaktio EKP:n valtiopaperiohjelmaan osoittaa, että Saksasta suostuu hyvien vaihtoehtojen puuttuessa tähän,

EKP:lle jää väistämättä keskeinen rooli maksukyvyttömyyksen estämisessä

vaikka EKP:n toimien laajenus herättääkin Saksassa paljon närää. Saksan tuki EKP:n aktiivisuudelle voi kuitenkin tulla kyseenalaiseksi, jos valtionpaperien osto-ohjelmasta hyötyvät maat eivät täytä niille asetettuja ehtoja. EKP:n rahoitukseen perustuvaa kriisistrategiaa voi tällöin olla vaikea jatkaa ja muut yhteisvastuun muodot tulevat uudelleen vahvasti asialistalle.

3.9 Lyhyen ja pitemmän tähtäimen visioita

Ajankohtainen kriisi on johtanut yhteisvastuun lisääntymiseen ja ongelmamaiden suvereniteetin rajoitukseen. Tälle kehityssuunnalle ei ole lähitulevaisuudessa vaihtoehtoa.

Valinta on sen välillä, tapahtuuko tämä hallitus vai vähemmän hallitusti. ”Hallittu” merkitsee sitä, että varmistetaan riittävän vahva rahoitustukimekanismi, EKP:n aktivismi pysyy rajallisena, pankkiunioni rakentuu asteittain, ja ongelmamaiden julkisen talouden saneeraus ja rakenneuudistukset jatkuvat. ”Vähemmän hallittu” puolestaan tarkoittaa yksityisen pääoman jatkuvaa pakoa ongelmamaista, EKP:n vastuiden nopeaa kasvua ja kärjistyviä pankkiongelmia.

Yhteisvastuun hallitun kasvun ura voi johtaa terästyttävään Maastrichtin sopimuksen mukaiseen unioniin. Yhteisvastuuta on EVM:n ja pankkiunionin seurauksena enemmän kuin Maastricht-maailmassa, mutta sitä rajoittaa markkinakuri, joka nojaa vahvaan velkojanvastuuseen sekä EVM:n ehdollisessa rahoitustuessa että pankkiunionissa.

Mutta yhteisvastuun hallittu kasvu voi johtaa myös eurobondeihin ja valtioiden välistä yhteisvastuuta korostavaan pankkiunioniin ja näiden vastapainona eurotasolla finanssipolitiikan koordinaatioon, joka olisi nykyistä selvästi sitovampaa. Ajan mittaan, ehkä vasta vuosikymmenten päästä, tällaisen fiskaaliunionin voi olettaa kehittyvän aidoksi liittovaltioksi, jossa yhteisötason budjetti on aivan toista luokkaa kuin nykyinen EU-budjetti.

Yhteisvastuun hallitsematon kasvu johtaa jossakin vaiheessa äärimmäiseen valintatilanteeseen. Joko vastuiden kasvulle asetetaan rajat ja euroalueen annetaan hajota tai ”halukkaat ja kykenevät” solmivat pakkon edessä tiiviin fiskaaliunionin, joka verraten nopeasti voi johtaa näiden maiden muodostamaan liittovaltioon. Edellinen vaihtoehto olisi sekä Euroopan talouden ja poliittisen aseman kannalta hyvin hankala, jopa katastrofaalinen. Pakkoliittoon kaikki tuskin olisivat valmiit, ja siitä voisi muodostua pysyvä poliittisten konfliktien pesä.

Yhteisvastuun lisääntymiselle ja suvereniteetin rajoituksille ei ole lähitulevaisuudessa vaihtoehtoa

4. Muutospaineet Suomen näkökulmasta

Suomen taloudelliset intressit ovat pitkälle samat kuin Saksalla. Myös Suomelle on tärkeää, että velkakriisi saadaan hallintaan ja estetään euroalueen (olennainen) hajoaminen. Samoin on Suomen etu edistää sitä, että koko euroalueella julkistaloutta hoidetaan vastuullisesti, toteutetaan talouskasvua vahvistavia uudistuksia ja että tämä toteutetaan tavalla, joka ei tar-

peettomasti rajoita hyveellisten maiden politiikkaa. Ja Saksan tavoin Suomen etu on välttää kohtuuttomien riskien kantaminen ja joutuminen suurten pysyvien tulonsiirtojen maksu-
mieheksi.

Suomelle täydellinen yhteis- vastuu veloista on suurempi ongelma kuin Saksalle

Täysin yhtenevät Suomen ja Saksan intressit eivät kuitenkaan ole. Erot johtuvat ennen kaikkea maiden erilaisesta koosta. Tämä koskee sekä kykyä kantaa riskejä että kykyä vaikuttaa poliittiseen päätöksentekoon.

Suomelle täydellinen (*joint and several*) yhteisvastuu veloista on suurempi ongelma kuin Saksalle. Siinä Suomi sitoutuu vastaamaan periaatteessa koko velan määrästä, joka esimerkiksi ns. blue bond -ehdotuksessa on noin 6 000 miljardia euroa. Tällaisen vastuu on 200 miljardin vuotuisen tuotantoon yltävälle taloudelle todella suuri.

Toki vastuu on tavallaan teoreettista edellyttäessään, ettei mikään muu maa huolehdi osuudestaan. Mutta juridisesti euroalueen valtionvelan muuttuminen aidosti yhteiseksi olisi epäilemättä iso ongelma Suomelle.

Päätöksenteossa pienen maan varmin turva ovat periaatteessa yksimielisyysvaatimus tai päätösvallan antaminen ylikansallisille instituutioille, jotka toimivat selkeiden sääntöjen varassa. Suomen vakiintunut linja on ollut tukea selkeitä sääntöjä ja jäsenmaista riippumattomia instituutioita. Tämä on näkynyt mm. siinä, että Suomi on tukenut mieluummin komission asemaa kuin hallitustenvälistä päätöksentekoa.

Rahoitustukijärjestelyjen osalta Suomi on kuitenkin valinnut toisen linjan. Se on kannattanut hallitustenvälistä päätöksentekoa ja sen sisällä yksimielisyysvaatimusta. Tämä näkyi sekä tilapäisten rahoitustukimekanismien ERVM:n ja ERVV:n perustamisen yhteydessä että EVM:n päätösmenettelyjä koskevissa ratkaisuissa.

Jos Suomi haluaa välttää täysin yhteisvastuulliset sitoumukset ja niiden edellyttämän suvereniteetin rajoittumisen, sen pitäisi varmistaa, että *pro rata* -riskinjoon periaatteeseen nojautuvat rahoitustukijärjestelyt toimivat tehokkaasti. Tämä tarkoittaa EVM:ää ja itse asiassa myös EKP:tä. Kaikkea päätöksentekoa koskeva yksimielisyysvaatimus istuu tähän huonosti. Se on yksi keskeinen syy hitaaseen päätöksentekoon.

Tämä on eittämättä ongelma Suomelle, koska yksimielisyysvaatimuksen takia Suomen näkökohdille on pantu paljon painoa. Ilman yksimielisyysvaatimusta Suomi ei olisi varmasti saanut vakuuksia Kreikan ja Espanjan rahoitustuelle.

Koska jäsenmaiden poliittinen kontrolli jää mitä todennäköisimmin puutteelliseksi, on tärkeää, että markkinakuri toimii, toisin sanoen yksityiset sijoittajat ovat haluttomia rahoittamaan maksukyvyttään kyseenalaisia valtioita ja pankkeja. Se on ylilyönneistään huolimatta osoittautunut kriisin aikana tehokkaaksi keinoksi rajoittaa huonoa taloudenpitoa ja puree myös isoihin valtioihin. Samalla se vähentää yhteisvastuun tarvetta. Koska Saksan intressi painottaa markkinakuria voi käytännössä osoittautua pieneksi, markkinakurin vahvistaminen edellyttää aktiivisuutta erityisesti Suomelta.

On olennaista, että velkasaneerausmahdollisuus säilyy aitona mahdollisuutena EVM:n tukipolitiikassa. Suomen olisi perusteltua vaatia, että velkakesävyysarviointia ja velkasaneerausta koskevat määräykset kirjataan vahvemmin kuin nykyisessä EVM-johdantolausumassa, mikäli EVM-sopimus tulee josain vaiheessa neuvoteltavaksi uudelleen.

Markkinakurin syntyminen edellyttää aitoa tappion mahdollisuutta sijoittajalle. Jotta tämä ei johtaisi maksukyvyttömyyksen ketjureaktioon, tarvitaan järjestelyjä, joilla varmistetaan maksukykyisten mutta maksuvalmiudeltaan haavoittuvien valtioiden ja pankkien rahoitus. EKP:n joustava likviditeetin tarjonta ja vahva rooli pankkiunionin valvontarakenteessa palvelee tätä.

Samoin on voitava varmistaa pankkijärjestelmien pääomien riittävyys. Tämä nostaa esille kysymyksen pankkiunionin ja erityisesti ongelmapankkien pääomittamisvastuusta. Jos halutaan, että valtioiden velkasaneeraus on uskottava vaihtoehto, täytyy olla valmis ainakin jonkinasteiseen pankkeja koskevaan riskinjakoon pankkien toiminnan takaamiseksi.

Kokemuksen valossa on hyvin luultavaa, että mitkä tahansa integraatioita syventävät askeleet toteutuvat asteittain. Ensin tehdään poliittinen ja sisällöltään epätasallinen sopimus uudesta askeleesta. Toimeenpano vie aikaa ja sen aikana sisältö voi täsmentyä monin eri tavoin. Tämän vuoksi on vaikea määrittää, millaiset poliittiset periaatepäätökset merkitsevät tosiasiallisesti isoa muutosta, millaiset vain pientä olemassa olevan politiikan viila-

Koska Saksan intressi painottaa markkinakuria voi osoittautua pieneksi, Suomen on oltava aktiivinen

Missä määrin muut euromaat joutuvat pankkiunionissa ottamaan vastuulleen jo toteutuneita tappioita?

usta. Joitain periaatteellisia kynnyksiä voidaan kuitenkin määrittää.

Pankkiunionin osalta olennainen kysymys on, missä määrin muut euromaat joutuvat ottamaan vastuulleen jo toteutuneita tappioita.

Tämän hyväksyminen, mille akuutin kriisin helppottamiseksi on sinänsä perusteensa, johtaa helposti suureen yhteisvastuuseen ja heikentää kannustimia vastuulliseen toimintaan. Jos sen sijaan voidaan lähteä siitä, että toteutuneet tappiot jäävät ainakin valtaosin kansalliselle vastuulle, ja voidaan luottaa uuden valvontajärjestelmän toimivuuteen, pankkiunioni ei lie ne ylivoimainen ongelma Suomelle. Hankaluudet liittyvät lähinnä siihen, että euroalueella ja muissa EU-maissa toimivia pankkeja käsitellään mahdollisesti eri lailla. Suomen pankkipalveluistahan tuottavat merkittävän osan pankit, joiden konsernin pääkonttori on euroalueen ulkopuolella.

Euroalueen maiden yhteislainat merkitsivät yhteisvastuun olennaista laajenemista kahdessa mielessä. Ensinnäkin kyse olisi kaikkia maita koskevasta yhteisvastuusta, ei vain ehdollista yhteisvastuuta akuuteissa rahoitusvaikeuksissa olevista maista. Toiseksi aidosti hyödyllinen yhteislaina edellyttää vastuun olevan luonteeltaan täydellistä (*joint and several*) yhteisvastuuta *pro rata* -vastuun sijasta. Kuten edellä on todettu, tämä on huomattava periaatteellinen kysymys.

Yhteislainajärjestelyihin sisältyy myös suuri paine laajentaa yhteisvastuullisen velan osuutta, kun alun perin sovitut rajat tulevat vastaan. Toisaalta yhteislainojen käyttöönotto lisää tuntuvasti painetta finanssipoliittisen päätösvallan keskittämiseen tavalla joka ylittää terästyneen vakaus- ja kasvusopimuksen sääntöjen valvonnan. Niinpä kaikkien valtioiden yleiseen rahoittamiseen tarkoitettujen täysin yhteisvastuullisten lainat ovat iso periaatteellinen askel aluksi sovittavasta määrästä riippumatta.

Yhteislainajärjestelmän rajoittaminen vain maihin, joiden velkataso on korkea, yli 60 % BKT:sta, olisi Suomelle helpompi ratkaisu. Edellyttäen, että Suomi voisi jättäytyä tällaisesta rahastosta pois, se voisi taa-kankantoon osallistumatta hyötyä tilanteen vakautumisesta, jos rahasto siihen johtaisi.

5. Päätelmät: Mitä Suomen pitäisi tehdä?

Eurokriisi on johtanut *no bailout* -periaatteen vastaisesti euroalueen jäsenmaat ottamaan tosiasiallisesti vastuuta toistensa veloista. Rahoitustukeen turvautuneet maat ovat puolestaan joutuneet tinkimään suvereeni-

suudestaan. Samanaikaisesti on tehty uudistuksia, jotka merkitsevät tiukempaa kontrollia jäsenmaiden taloudenpidossa.

Kriisin hallintaan saaminen tuskin onnistuu ilman lisäaskeleita integraation tiivistymisen suuntaan, koska euroalueen kriisin vakavuus ja erityislaatuisuus heijastaa erilaisia koordinaatio-ongelmia.

Ilman tietoisia ratkaisuja lisääntyvä yhteisvastuu toteutuu EKP:n lähes automaattisena rahoituksena ongelmamaiden pankeille. Tähän yhteisvastuuseen on vaikea liittää jäsenmaiden toimintaa rajoittavia ehtoja, eikä itsenäinen, poliittisen kontrollin ulkopuolella oleva EKP ole demokratian näkökulmasta sopiva ehtojen asettajakaan. Tällainen hallitsematon yhteisvastuun kasvu johtaa suurella todennäköisyydellä ennen pitkää umpikujaan. On etsittävä ratkaisuja, joissa yhteisvastuun rajat ja ehdot määritellään selvästi. Suomen etuja vastaa parhaiten toimiva ehdollinen rahoitustukijärjestelmä, sijoittajan vastuuta korostava pankkiunioni ja *no-bailout*-periaatteen uskottavuuden palauttaminen.

EKP ilmoitti äskettäin valmiudestaan aloittaa uudelleen valtionpapereiden ostot. Tämä tapahtuu sillä edellytyksellä, että ongelmamaa kääntyy varsinaisen rahoitustukimekanismin puoleen. Interventiovalmiudellaan EKP pyrkii varmistamaan riittävän, hallitun rahoituksen ongelmamaille. Suunnitelma onkin helpottanut valtionlainamarkkinoiden tilannetta. Se on luonut tiettyä optimismia siitä, että valtionvelkakriisi voidaan saada hallintaan. Mutta tilanteen pysyvämpi vakautuminen on kaikkea mutua kuin varmaa.

EKP:n laajentuva rahoituksen tarjonta markkinoille ja rahoitustukimekanismien toimintakyvyn varmistaminen ovat melko pieniä muutoksia, vaikka niihin liittyykin merkittäviä periaatekysymyksiä keskuspankin toiminnasta.

Ns. pankkiunioni on potentiaalisesti selvästi suurempi muutos, koska se merkitsee sitä, että yhdellä keskeisellä talouden osa-alueella toimivalta ja vastuu siirtyvät selkeästi euroalueen tasolle. Vielä pidemmälle menevää integraation tiivistymistä merkitsisi euroalueen valtionlainojen yhdistäminen ns. eurobondeiksi, joista jäsenmailla on täydellinen yhteisvastuu. Vastuuttoman käyttäytymisen estämiseksi tämä edellyttäisi, että euroalueen tasolla voitaisiin hyvin sitovasti määrittää, millaista finanssipoliittikkaa yksittäisessä jäsenmaassa harjoitetaan.

Ilman tietoisia ratkaisuja kasvava yhteisvastuu toteutuu EKP:n lähes automaattisena rahoituksena ongelmamaiden pankeille

On vaikea sanoa millainen integraation tiivistymisen riittää. Kun jokainen muutos on hankala, edettävien jatkossakin pienin askelin. Toisaalta on ilmeistä,

Euroalueen ytimen koossa pysyminen on selvästi myös Suomen etu

että euroalueen suurimmat maat ja ennen kaikkea avainasemassa oleva Saksa ovat valmiit isoihin muutoksiin, jotta euroalue pysyy koossa. Riippumatta yksittäisten maiden valinnoista euroalueen ytimen koossa pysyminen on selvästi myös Suomen etu.

Suomi on suhtautunut suurin varauksin yhteisvastuun laajentamiseen. Se on toistaiseksi torjunut eurooppalaiset yhteislainat, pätevin taloudellisin perustein. Rahoitustukiratkaisuissa Suomi on puoltanut hallitustenvälisyyttä ja yksimielisyyperiaatetta, mikä on poikennut Suomen aiemmasta peruslinjasta. Toisaalta Suomi on tukenut yksittäisten maiden talouspoliittista liikkumatilaa rajoittavia uusia tiukempia pelisääntöjä, joiden sisältö on vastannut Suomen käsitystä hyvästä talouspolitiikasta.

Jos Suomi ei halua ottaa askeleita aitoon fiskaaliunioniin, jonka olennainen osa yhteislainat ovat, sen on syytä pyrkiä tekemään nykyisistä rahoitustukimekanismeista (EKP:n suuremmalla aktiivisuudella vahvistettuna) mahdollisimman toimivat. Tätä edesauttaisi tinkiminen tiukasta yksimielisyyvaatimuksesta joka koskee

Pankkiunioni tukee rahaliiton toimintakyvyn parantamista ilman yhteislainoja

edelleen lisätä EVM:n voimavaroja, ellei muuten niin EKP:n rahoituksella. EKP:n valtionlainojen ostaminen voi ajautua nopeasti umpikujaan, jos siitä hyötyvät maat lipsuvat taloutensa kuntoonpanossa. Suomen onkin syytä olla tämän ehdollisuuden suhteen tiukkana.

Pankkiunioni tukee rahaliiton toimintakyvyn parantamista ilman yhteislainoja. Sen edistäminen on siten Suomen etu. Pankkiunionin osalta keskeinen kysymys on, millainen kompromissi löytyy jäsenmaiden yhteisvastuun ja toisaalta pankin velkojien ja kotimaan valtion vastuunkannon välillä. Mitä enemmän yhteisvastuuta hyväksytään, sitä tehokkaammin pankkiunioni tukee luottamuksen palautumista. Toisaalta maiden välinen pankkituki on poliittisesti äärimmäisen vastenmielistä ja rapauttaa kannustimia vastuulliseen pankkitoimintaan.

Pankkiunioni voi parhaimmillaan palauttaa kohtuullisella rahoitussektoriin liittyvällä yhteisvastuul-

la uskottavuuden valtiota koskevaan *no bailout* -periaatteeseen ja vahvistaa markkinakuria jäsenmaiden talouspolitiikan pitämiseksi vastuullisella tolalla. Tämä vähentäisi painetta kattavaa yhteisvastuuta merkitsevään fiskaaliunioniin. Mutta huonosti rakennettu pankkiunioni merkitsisi suurta yhteisvastuuta ilman sanottavaa hyötyä käsillä olevan kriisin ratkaisemisessa tai talouspolitiikan pitämisessä kurinalaisena pidemmällä aikajänteellä. Kiire pankkiunionin rakentamisessa on ymmärrettävää, mutta vielä tärkeämpää on sen toimivuus. Suomen intressi on korostaa sijoittajan vastuun toteuttamista niin pitkälle kuin mahdollista.

Rahoitustukimekanismien vahvistaminen ja pankkiunioni siinä muodossa, jossa se on lähitulevaisuudessa toteutettavissa, eivät kuitenkaan välttämättä riitä eurokriisin taltuttamiseen. Tällöin Saksa ja muut euroalueen ydinmaat voivat katsoa, että ainoa tie ulos on yleisempi julkista velkaa koskeva yhteisvastuu ja sen edellyttämä keskitetty finanssipoliittinen päätöksenteko. Eurooppalaiset yhteislainat eivät ole tällä hetkellä Saksalle hyväksyttäviä. Mutta jos tilanne uudelleen vaikeutuu, Saksan näkemys voi muuttua, etenkin ensi syksyn Liittöpäivävaalien jälkeen.

Tällöin Suomen on otettava kantaa, millaiseen fiskaaliunioniin se on valmis, millainen unioni on Suomen taloudellisten ja poliittisten etujen mukainen. Kanta on syytä muodostaa ennen kuin otetaan yhtään askelta yhteislainojen hyväksymiseen ja niiden edellyttämiin finanssipoliittikan päätöksenteon muutoksiin, koska pienenäkin aloitetulla yhteislainajärjestelmällä on suuri paine laajentua.

Kieltäytyminen yhteislainoihin osallistumisesta, mikäli keskeiset euromaat sellaisen käyttöön ottamisesta päättävät, olisi merkittävä päätös. Se tarkoittaisi Suomen jättäytymistä pois euroalueen ytimestä ja poikkeamista Suomen vakiintuneesta EU-poliittikan linjasta.

Suomeen epäilemättä kohdistuisi kova painostus olla mukana ja poisjännistä jouduttaisiin maksamaan poliittista hintaa. Sitä olisi punnittava fiskaaliunionin tuomaa lisävastuuta ja talouspolitiikan rajoituksia vasten. Kysymys on poliittisesta valinnasta, sillä Suomea tai mitään muutakaan maata on mahdotonta pakottaa yhteislainoihin. Tällainen valinta on syytä tehdä mahdollisimman avoimen keskustelun pohjalta, vähättelemättä ratkaisun merkitystä puoleen tai toiseen.

Kieltäytyminen yhteislainoista tarkoittaisi Suomen jättäytymistä pois euroalueen ytimestä

Viitteet

- ¹ Korkeatuottoiset valtionlainat ovat kotimaisille pankeille houkutteleva vaihtoehto luottoriskistä huolimatta, koska valtioiden maksukyvyttömyys todennäköisesti johtaisi vakavaraisuudeltaan kyseenalaisten pankkien kaatumiseen myös siinä tapauksessa, että ne jättävät ostamatta lisää valtionpapereita. Näin erityisesti pääomiltaan heikkojen pankkien kannattaa ottaa isoakin riskiä pelissä, jota kutsutaan englanniksi nimellä *gamble for resurrection*.
- ² Rahoitustuki on edellyttänyt huomattavaa oikeudellista joustavuutta. ERVM:n oikeudellinen perusta on perussopimuksen pykälä 122. Sen mukaan EU voi antaa rahoitusapua jäsenmaalle, joka on joutunut tai joutumassa vakaviin vaikeuksiin syistä, joihin se ei voi vaikuttaa. Kreikan bilateraalityyppisiä lainoja on perusteltu sillä, että kyse ei ole Kreikan lainojen takaamisesta vaan luotoista. ERVV:n osalta on viitattu siihen, että jäsenmaat eivät takaa itse ongelmiaan luottoja vaan luxemburgilaisen ERVV:n rahoitusta. EVM:n osalta perussopimuksen pykälään 136 on tehty yksinkertaistetulla päätösmenettelyllä lisäys, joka eksplisiittisesti oikeuttaa rahoitustukimekanismin perustamisen rahoitusvakauden turvaamiseksi.
- ³ Yksimielisyysvaatimus koskee lähtökohtaisesti sekä ERVV:n että EVM:n tukivaltuuksia ja yksittäisiä tukipäätöksiä. EVM:n tuen osalta EVM:n hallintoneuvosto voi kuitenkin päättää kiireellisestä tuesta 85 % määränemmistöllä. Tämä tarkoittaa sitä, että vain Saksa, Ranska tai Italia pystyy yksin estämään kiireellisen päätöksen tekemisen.
- ⁴ Willem Buiters (2012) arvioi EKP:n tappioidensietokyvyksi vähintään 2 000 miljardia euroa.
- ⁵ Rahoitustukineuvotteluissa on muutenkin rajoitettu tuen kohteiden toimintavapautta. Koska Irlannin julkisen talouden kriisi on johtunut ennen kaikkea jättämiseksi paisuneen pankkisektorin aiheuttamista tappioista ja pääomitusarpeista, Irlannilla (sekä varsinaisen tukipäätöksen marraskuussa 2010 hyväksyneellä että sitä seuranneella hallituksella) on ollut pyrkimys saattaa myös pankkien velkojat vastaamaan tappioista. Tähän rahoitustuen myöntäjät eivät kuitenkaan ole suostuneet (vastuudebentuurien alaskirjausta lukuun ottamatta). Syy on mitä ilmeisimmin ollut sekä velkojamaiden pankeille tästä koituvien tappioiden välttäminen että yleisempi pelko paniikin syntymisestä muiden maiden pankkien velkojien keskuudessa.
- ⁶ Kytkeä rahoitustuen ja talouspolitiikan harjoittamista koskevien rajoitusten välillä käy selkeästi ilmi pysyvän vakausmekanismin johdannosta. Siinä todetaan EVM-tuen edellytykseksi, että jäsenmaa on hyväksynyt (ratifioinut) finanssipoliittisen sopimuksen. EKP on niin ikään viitannut finanssipoliittiseen sopimukseen edellytyksenä viime vuodenvaihteessa toteutetuille LTRO-opeeraatioille.
- ⁷ De Grauwe ja Ji (2012) pitävät tällä perusteella pelkoa suurista TARGET2-tappiosta Saksan kaltaisille maille liioiteltuna.
- ⁸ Johdannon lause kuuluu: ”IMF:n käytännön mukaisesti yksityisen sektorin riittävää ja suhteutettua osallistumista harkitaan poikkeustapauksissa silloin, kun vakaustukea myönnetään ehdollisena siten, että se sidotaan makrotaloudelliseen sopeutumisohjelman.”
- ⁹ Elokuussa 2012 päätettyjen tukimekanismien käyttämätön tukikapasiteetti on noin 420 miljardia euroa (ERVV:n ja EVM:n poliittisesti sovittu yhtäaikainen maksimi 700 – ERVV:n päätetyt tukisitoumukset 188,3 – Espanjan pankkisektoria koskeva tukisitoumus 100 + ERVM:n käyttämätön 11,5). Espanjan rahoitustarpeeksi arvioidaan pelkästään 2013 noin 230 miljardia euroa ja Italian noin 380 mrd. euroa. Osa tästä rahoitustarpeesta on lyhytaikaisten velkojen uusimista, joten esimerkiksi kolmen vuoden rahoitustarve on pienempi kuin em. luvut kolminkertaisina.
- ¹⁰ Pisani-Ferry ja Wolf (2012) toteavat vaihtoehtoisiksi kriisinhallintarahaston, johon kerätään asteittain varoja mm. pankeilta perittävillä maksuilla, ennakkoon laaditun taakanjakosopimuksen jäsenmaiden kesken, ehdollisen verotusoikeuden ja EUM:n.
- ¹¹ Myös eurojärjestelmän kautta syntyvä vastuu on luonteeltaan *pro rata* -riskiä. Suomen Pankki ja sitä kautta Suomen valtio vastaa eurojärjestelmän tappioista omalta osuudeltaan ns. EKP:n pääoma-avaimen mukaisesti.
- ¹² Six-packin tultua voimaan komissio on uhanut niiden käytöllä ainakin yhdessä tapauksessa. Vuoden 2012 alussa, kun Unkari ei useista kehoituksista huolimatta näyttänyt olevan valmis liiallisen alijäämän korjaamiseksi vaadittuihin toimenpiteisiin, komissio uhkasi jäädyttää koheesiovarojen tulevia maksatuksia. Myöhemmin keväällä tästä luovuttiin, kun Unkari tuli komissiota vastaan.
- ¹³ Turvallinen eurolaina voidaan muodostaa arvopaperistamistekniikalla, jossa eri maiden velkakirjojen yhdistelmää vastaan lasketaan liikkeeseen velkakirjoja, joilla on erilaiset etuoikeusasemat. Kaikkein parhaimmat etuoikeudet ”viipaleet” (ESB, *European safe bonds*) voisivat olla jotakuinkin täysin turvallisia, kun taas huonommat olisivat hyvin riskipitoisia, ks. Euro-nomics (2011). Turvalliset arvopaperit olisivat hyödyllisiä mm. pankeille ja muille sijoittajille, mutta arvopaperistaminen ei kuitenkaan alentaisi ongelmamaiden rahoituskustannuksia.
- ¹⁴ Eurobondit ovat olleet esillä euroalueen rahoitusmarkkinoiden kehittämisen mielessä jo ainakin vuodesta 2000. Keinona helpottaa velkakriisiä eurobondeja lienevät ensimmäisenä ehdottaneet De Grauwe ja Moesen vuonna 2009.
- ¹⁵ Tämä on ns. Modigliani-Miller -teoreeman ennuste. On kuitenkin epäselvää, missä mitassa teoreema pätee valtionvelan kustannukseen. Yhteisvastuu saattaa vähentää itse maksukyvyttömyyden todennäköisyyttä.
- ¹⁶ Claessens, Mody ja Vallee (2012) toteavat tällaisen tulkinnan mahdollisuuden ja viittaavat nimeltä mainitsemattomiin asiantuntijoihin ja neuvoston juridiseen palveluun.

Kirjallisuus

Beck, T., D. Gros, D. Schoenmaker (2012), Banking union instead of Eurobonds – disentangling sovereign and banking crises. VoxEU.org, 24 June 2012.

Bofinger P., L. Feld, W. Franz, C. Schmidt, B. Weder di Mauro (2011), A European Redemption Pact VoxEU.org. (Päivitetty 25.7.2012)

Buiter W. (2012), The role of central banks in financial stability: how has it changed? CEPR Discussion Paper No. 8780

Claessens S. A. Mody, S. Vallee (2012), Path to Eurobonds. Bruegel working paper 2012/10.

Darvas Z. (2010), Fiscal federalism in crisis: lessons for Europe from the US. Bruegel Policy Contribution, 2010/07.

De Grauwe P., W. Moesen (2009), Gains for all: A proposal for a Common Euro Bond. Ceps Commentary.

De Grauwe P. Y. Ji (2012), What Germany should fear most is its own fear. Ceps working document No. 368.

Delpa J., J. von Weizsäcker (2010, 2011), The Blue Bond proposal. Bruegel Policy Brief. (Päivitetty 21.3.2012)

Gros D. (2011), Eurobonds: Wrong solution for legal, political and economic reasons. VoxEU.org, 24 August 2011.

Holmström B. (2012), Pankkiunionilla kriisin kimppuun. Haastattelu Helsingin Sanomissa 1.9.2012.

Euroopan komissio (2011), Vihreä kirja vakaustalouden käyttöönoton toteutettavuudesta, 23.11.2011.

Euronomics group (2011), ESBies: A realistic reform of Europe's financial architecture. VoxEU.org.

Hellwig M., T. Philippon (2012), Eurobills, not Eurobonds. VoxEU.org.

Inet (2012), Breaking the deadlock: A path out of the crisis. Institute for New Economic Thinking, INETeconomics.org, 23 July 2012.

Pisani-Ferry J., G. Wolff (2012), The fiscal implications of a banking union. Bruegel Policy Brief September 2012.

Tommaso Padoa-Schioppa Group (2012), Completing the Euro, A road map towards fiscal union in Europe. Report June 2012, Notre Europe.

Valtiovarainministeriö (2012), Suomen valtion taloudelliset sitoumukset ja vastuut EU:n ja euroalueen velkakriisiin liittyen – päivitys 27.8.2012.

Veron N. (2012), The challenges of Europe's fourfold union. Bruegel Policy Contribution, 2012/13.

Teija **Tiilikainen**, Sixten **Korkman**, Klaus **Tuori**, Markku **Kotilainen** ja Matti **Apunen** ovat ystävällisesti kommentoineet paperissa esille tulevia ajatuksiani. He eivät luonnollisestikaan ole millään tavoin vastuussa esitetyistä väitteistä tai kannoista.

– *Vesa Vihriälä*

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.