

# **KUN PAHA PÄIVÄ KOITTAÄ**

*EMU vaatii korjausta mutta ei fiskaaliunionia*

Vesa Vihriälä

EVA Raportti 2/2015  
ISSN 2342-8082 (painettu)  
ISSN 2342-8090 (pdf)

Kustantaja: Taloustieto Oy  
ISBN 978-951-628-640-5 (painettu)  
ISBN 978-951-628-641-2 (pdf)

Painopaikka: Next Print Oy, Helsinki 2015

## Esipuhe

Euroopan talous- ja rahaliitto kävi kuilun reunalla heinäkuussa 2015. ”Onnistuimme pysähtymään viime hetkellä”, sanoivat ne, jotka halusivat jatkaa Kreikan pelastusoperaatiota. ”Se ei ollut kuilu vaan kuoppa”, vastasivat ne, joiden mielestä Kreikan ero eurosta, pysyvästi tai väliaikaisesti, olisi ollut parempi vaihtoehto.

Euro on edennyt kriisi kerrallaan, ja ongelmiin on löydetty ratkaisu, mutta vasta sitten kun muut vaihtoehdot on kulutettu loppuun. Tämä ei ole tyylikästä, eikä edes kovin funktionaalista. Entäpä jos seuraavalla kerralla olisimme paremmin valmistautuneita?

”Huonosta taloudenpidosta seuraa usein huonoa politiikkaa”, kirjoitti Financial Timesin pääkirjoittaja elokuussa 2015, ja jatkoi:

”(Kreikan) pelastusoperaatiosta – jota kannattaa jatkaa – on tullut siihen osallistuville poliittista myrkkyä. Pelastajat saavat syyttää itseään, ja tässä tilanteessa on vain puskettava eteenpäin vähiten huonoa vaihtoehtoa, siis yritettävä saada sopimus toimimaan. Kävi siinä kuinka hyvänsä, parempi rehellisyys sekä luoton antaja- että ottajamaissa olisi paikallaan.”

Käsissänne oleva Vesa Vihriälän raportti lähtee siitä, että Euroopalla on ollut pahoja päiviä tätä ennenkin. Nyt kymmenen pisteen kysymys kuulu, miten olemme varautuneet seuraavaan pahaan päivään, sitten kun se koittaa. Ei *jos* vaan *kun*.

Maineikkaan lontoolaisen loogikon Sherlock Holmesin maksimiin mukaan mysteerin selvittämisessä on poistettava yksi kerrallaan mahdollottomat vaihtoehdot, jolloin jäljelle jää oikea ratkaisu – oli se kuinka epätodennäköinen tahansa.

Reduktio on tämänkin raportin ydin. Kun poistamme EMUn kehittämisvaihtoehdoista poliittisesti mahdollottomat ratkaisut, jäljelle jää markkinatalouden periaatteiden parempi soveltaminen. Ylivelkaantuneiden valtioiden velkoja on voitava järjestellä analogisesti yksityisten yritysten velkasaneerauksen kanssa. Euroalueen rahoitusmarkkinat on integroitava niin, että ne pystyvät tasaamaan maiden välisiä eroja sen sijaan että ne kärjistävät niitä, kuten eurokriisissä on tapahtunut.

Esitän kirjoittajalle parhaat kiitokseni asiantuntevasta ja punnitusta työstä, joka ei jätä kysymättä kiusallisiakaan kysymyksiä. Se on osa sitä rehellisyyden korjaussarjaa, jota talouslehden pääkirjoittajakin kaipasi.

Helsingissä 4. syyskuuta 2015

*Matti Apunen*

Johtaja

EVA



# SISÄLLYS

## Esipuhe

1	Johdanto	7
2	Eurokriisin ytimessä: kuka vastaa jäsenmaan veloista?	9
	Alusta asti kiistanalainen tukipolitiikka	10
	Velkajärjestely iso mörkö	10
3	Ongelmia, valuvikoja ja niiden korjausyrityksiä	12
	Kreikka, Kreikka ja vielä kerran Kreikka	12
	Rahoitustukipolitiikka ei taklaa pahoja ongelmia	13
	Yhteisvastuun rajat hämärtyneet entisestään	16
	Valuvikoihin on puututtu, mutta erimielisyys resepteistä estänyt isot muutokset	17
	Kehittämisenäkemykset loitontuneet toisistaan	19
4	Riskinjako auttaa, mutta fiskaaliunioni ongelmallinen	22
	Rahituskriisin torjuntaan tarvitaan isoja yhteisiä toimia	22
	Euroalueen finanssipolitiikka hyödyksi, hyvä toteutus vaikeaa	23
	Finanssipoliittinen tasaus auttaa, kun jäsenmaan omat toimet eivät riitä	24
	Liittovaltion budjetti automaattinen mutta tehoton tasausmekanismi	25
	Räätälöidyt tasausmekanismit realistisempia, sääntöjen uskottavuus ongelma	26
5	Muutama lähtökohta euroalueen kehittämiseksi	28
	USA:n opetus: uskottava no-bailout-sääntö ja riskinjako rahoitusmarkkinoiden kautta	28
	Valtioiden velkajärjestely on mahdollinen, riskeistä huolimatta	30
	Moraalikadon hillintä edellyttää merkittävää jäsenmaiden kontrollia	33
	Eurooppa ei kypsä keskitetylle finanssipolitiikan päätöksenteolle	35
6	Millä tavoin EMUa siis olisi kehitettävä?	37
	Yhteisvastuuta rajattava ja täsmennettävä	38
	Velkajärjestelymekanismista periaatepäätös pian, valmistelu tehtävä huolella	40
	Pääomamarkkinaunioni, pankkiunioni ja rajoituksia pankkien valtionriskeille	42
	Shokkiensietokykyä työmarkkinoiden lisäjoustoilla	45
	Finanssipolitiikkaan vahvemmat puskurit ja parempi koordinaatio	46
7	Lopuksi	48
	Liite 1. Eurokriisin aikajana	51
	Liite 2. Pieni sanasto	55
	Viitteet	58
	Lähteet	60



# 1 Johdanto

Kreikan kriisin kärjistyminen on herättänyt uudelleen eloon kysymyksen euroalueen tulevaisuudesta. Varsin laajasti aletaan hyväksyä näkemys, ettei euroalue nyky muodossaan toimi kunnolla.

Kuten jo aiemminkin eurokriisin aikana, monet päättäjät ja tutkijat ovat nähneet ainoiksi kestäviksi vaihtoehtoiksi euroalueen taloudellisen ja poliittisen rakenteen olennaisen tiivistymisen liittovaltiomaiseksi järjestelmäksi tai euroalueen hajoamisen. Keskeinen osa välttämättömäksi arvioitua uudistusohjelmaa on finanssipoliittisen vallan siirtäminen euroalueen tasolle.<sup>1</sup>

Toisaalta kriittisesti Euroopan unioniin ja integraatioon suhtautuvat poliittiset liikkeet ovat lisänneet kannatustaan useissa maissa viimeisten vuosien aikana. Tuore Kreikkaa koskeva keskustelu on lisäksi johtanut ensimmäisen kerran tilanteeseen, jossa jäsenmaan ero euroalueesta on noussut avoimesti varteenotettavaksi vaihtoehdoksi vastuullisten päättäjien virallisissa keskusteluissa. Samalla jakolinjat euromaiden välillä ovat syventyneet.

Suomessakin rahaliiton ja koko EU:n tulevaisuudesta on käyty varsin vilkasta keskustelua viime vuosina. Vuosina 2013 ja 2014 ilmestyi useita kirjoja ja artikkeleita, joissa paitsi analysoitiin EMUn toimintaa, myös otettiin kantaa erilaisiin kehittämissuhteisiin.<sup>2</sup>

Pohdin tässä EVA Raportissa euron tulevaisuuden näkymiä viimeaikaisten tapahtumien valossa. Teesini on, että EMUn toimivuutta voidaan realistisimmin parantaa vahvistamalla olemassa olevia valtioiden ja pankkien kriisinhallintajärjestelyjä, palauttamalla markkinakurin uskottavuutta sekä parantamalla euromaiden shokkienkestokykyä.

Konkreettisemmin tarvitaan velkojanvastuuta toteuttava valtioiden velkajärjestelymekanismi samalla kun vahvistetaan pääoma- ja luottomarkkinoiden integraatiota, toteutetaan pankkiunioni kokonaisuudessaan, rajoitetaan pankkien valtoriskejä, lisätään pankkien pääomapuskureita edelleen ja parannetaan kansallisten työmarkkinoiden joustavuutta.

Liittovaltiomainen rakenne, jossa toteutuu laaja finanssipoliittinen yhteisvastuu ja keskeiset finanssipoliittiset päätökset tehdään eurotasolla, on poliittisesti mahdoton näköpiirissä olevassa tulevaisuudessa.

Pyrkimys väkisin tällaiseen fiskaaliseen unioniin ja poliittiseen unioniin sisältää suuria riskejä niin kauan kun ei ole olemassa vahvaa yhteenkuuluvuutta, solidaarisuutta ja yhteistä näkemystä hyvän talouden-

hoidon perusteista. Finanssipoliittikkaa koskevat tavoitteet on syytä rajata velkaantumisen vähentämiseen ja koordinaation parantamiseen.

---

**Euromaiden on hyväksyttävä katastrofivakuutuksen luonteinen yhteisvastuu**

Euromaiden on kuitenkin hyväksyttävä katastrofivakuutuksen luonteinen yhteisvastuu valti-

oita koskevan rahoitustukijärjestelmän uskottavuuden varmistamiseksi. Samoin euromaiden on luultavasti hyväksyttävä jonkinlainen pankkijärjestelmän vakauden turvaamista koskeva yhteisvastuu ääritilanteita varten. Riittävän isoissa ongelmissa yksittäisen maan tukeminen on kaikkien etu, ja on parempi varautua tähän etukäteen mietityillä ratkaisuilla kuin raapia kriisiratkaisut kokoon vasta hädän hetkellä.

*Olen saanut valtiovarainministeriön alivaltiosihteeriltä Tuomas Saarenheimolta ja Suomen Pankin johtokunnan neuvonantajalta Antti Suvannolta raportin luonnokseen arvokkaita kommentteja, joista heille lämpimät kiitokset. Kommentaattorit eivät luonnollisestikaan ole millään tavoin vastuussa tulkinnoistani tai päätelmistäni.*



# 2 Eurokriisin ytimessä: kuka vastaa jäsenmaan veloista?

Eurokriisin keskeinen ilmiö on ollut markkinoiden tai velkojien epäily, että osa eurovaltioista ei kykene maksamaan velkojansa ajallaan tai täysimääräisesti. Tämän epäluottamuksen takia niin sanottujen ongelmamaiden valtionlainojen korot nousivat hyvin korkeiksi ja rahoituksen saatavuus heikkeni.

Pelko yksittäisten valtioiden rahoitusvaikeuksien seurauksista koko euroalueen taloudelle sai muut maat antamaan rahoitustukea ongelmamaille. Kreikan ensimmäisestä tukipaketista päätettiin toukokuussa 2010, ja tuki oli euromaiden suoria lainoja Kreikalle (ks. Eurokriisin aikajana s. 51–54).

Varsin pian luotiin määräaikaikaiset tukijärjestelmät ERVV ja ERVM, joista tukea myönnettiin vielä saman vuoden aikana Irlannille ja vuoden 2011 alussa Portugalille. Myöhemmin perustettiin ERVV:n sijaan pysyvä tukimekanismi EVM (ks. Pieni sanasto s. 55–57). Myös Kansainvälinen valuuttarahasto IMF on osallistunut euro-maiden tukipaketteihin.

**Keskuspankkijärjestelmä on ollut avainasemassa akuuttien maksuvaikeuksien välttämässä**

Euroopan keskuspankkijärjestelmä on ollut usealla tavalla avainasemassa akuuttien maksuvaikeuksien välttämässä. Keskus-

pankin laaja likviditeetin tarjonta euroalueen pankeille on varmistanut pankkien maksuvalmiuden. Tästä ovat hyötynet erityisesti niiden maiden pankit, joissa on syntynyt pääomapakoa, kun yksityiset sijoittajat ja luotonantajat ovat vetäneet sijoituksiaan pois.

EKP on tukenut myös suoraan eurovaltioiden maksuvalmiutta ja alentanut niiden rahoituskustannuksia. Vuonna 2010 EKP osti rajoitettusti ongelmamaiden valtionlainoja niin sanotun SMP-ohjelman puitteissa.

Kun muut toimet osoittautuivat riittämättömiksi hälventämään epäluottamusta valtioiden velanmaksukykyyn, Euroopan keskuspankki ilmoitti loppukesästä 2012 olevansa valmis ostamaan rajatta perusteetomaksi arvioidun epäluottamuksen kohteeksi joutuneiden maiden velkakirjoja.

Tämä OMT-ohjelma on toiminut tarkoitetulla tavalla. Korkeista valtionkoroista kärsineiden maiden korkotaso on laskenut tuntuvasti, eikä ohjelmaa itse asiassa ole kertaakaan tarvinnut aktivoida.

### **Alusta asti kiistanalainen tukipolitiikka**

Tukipolitiikka on ollut alusta lähtien hyvin kiistanalainen. Yhtäältä sitä on pidetty EU:n perussopimuksen niin sanotun no-bailout-periaatteen (artikla 125) vastaisena ja huonoa taloudenpitoa palkitsevana.

Tämän ristiriidan helpottamiseksi tukeen on liitetty tiukkoja ehtoja. Tukea saavien maiden on parannettava julkisen talouden tasapainoa menojen leikkaamalla ja veroja korottamalla ja toisaalta toteutettava erilaisia rakenneuudistuksia talouskasvun vahvistamiseksi ja julkisten menojen kasvupaineen vähentämiseksi.

Näitä ehtoja on puolestaan monella taholla pidetty sekä taloudellisesti huonosti perusteltuina (”säästöpolitiikka syventää lamaa”) että liiallisena puuttumisena suvereenien maiden sisäisiin asioihin. Myös EKP:n toimia on arvosteltu pitkälti samoin perustein kuin varsinaisia rahoitustukiohjelmia.

### **Velkajärjestely iso mörkö**

Kun markkinoilla alettiin epäillä jäsenmaiden velanhoidon ehdotonta varmuutta globaalien finanssikriisien seurauksena, varsin looginen ja no-bailout-periaatteen mukainen ratkaisu olisi ollut järjestellä ongelmamaiden velkoja uudelleen, toisin sanoen panna valtioiden yksityiset velkojat vastuuseen. Euroalueen poliittisten päättäjien reaktio oli kuitenkin kieltää velkajärjestelyn mahdollisuus.

Tähän oli useita syitä. Yhtäältä pelättiin pahaa ketjureaktiota Lehmanin investointipankin nurinmenon tapaan.

Tämän ohella voi olettaa, että Saksa ja Ranska halusivat suojata omia pankkejaan, joilla oli paljon saamia Kreikan valtiolta ja Kreikan valtion maksukykyisyydestä riippuvilta kreikkalaispankeilta.

Lisäksi useat keskeiset päättäjät pitivät ajatusta, että EU-maa ei vastaisi täysimääräisesti veloistaan, poliittisesti sopimattomana EU-maalle. Erityisesti EKP:n pääjohtajan Jean-Claude Trichet'n on raportoitu edustaneen tätä kantaa.<sup>3</sup>

Kun velkajärjestely suljettiin pois ja vaikeuksiin joutunut maa ei pysynyt enää hankkimaan markkinoilta korvaavaa rahoitusta velkojen maksuun ja juokseviin menoihin, aukko oli pakko täyttää valtioiden rahoitustuella. Tämä oli ilmeisessä ristiriidassa no-bailout-periaatteen kanssa.

Ristiriita ratkaistiin muodollisesti siten, että vaikeuksissa olevien maiden velat jäivät näiden kontolle ja rahoitustuki oli lainaa. Lainan kor-

**Pelättiin pahaa ketjureaktiota investointipankki Lehmanin nurinmenon tapaan**

kotaso asetettiin myös varsin korkeaksi (3–4 prosenttia vallitsevan rahamarkkinakoron yläpuolelle) ja lainaan liitettiin tiukkoja ehtoja julkisen talouden säästöistä ja rakenneuudistuksista.

Säästöjen ja rakenneuudistusten avulla toivottiin ongelmamaiden parantavan julkisen talouden kestävyttä niin, että ne kykenevät paitsi viime kädessä selviämään veloistaan myös vakuuttamaan markkinat ver-  
raten pian velanhoidokyyvystään ja saamaan siten jälleen kohtuuhintaista rahoitusta yksityisiltä sijoittajilta.

Euroopan tuomioistuin katsoi vuonna 2012 niin sanotussa Pringle-oikeusjutussa, että tällainen tiukan ehdollinen ja ”asianmukaisen” kor-  
komarginaalin sisältävä rahoitustuki ei ollut ristiriidassa no-bailout-periaatteen kanssa. Samalla tavoin tuomioistuin päätti kesäkuussa 2015, että EKP:n OMT-lupaus valtionlainojen ostoista tietyin ehdoin on sopu-  
soinnussa EKP:n mandaatin ja erityisesti valtiorahoituskiellon kanssa.

Tärkeä edellytys sille, että rahoitustuki voitiin tulkita lainaksi eikä vastikkeettomaksi rahansiirroksi, oli tulkinta vastaanottavan maan maksukykyisyydestä pitkällä aikajänteellä. Toisin sanoen jäsenmaan rahoitusvaikeudet tulkittiin likviditeetti- eli maksuvalmiusongelmiksi eikä solvenssi- eli maksukykyisyysongelmiksi. Samalla tavoin EKP:n sekä pankeille tarjoaman rahoituksen että myös OMT-lupauksen edellytyksenä on ollut, että luotonannon kohde on voitu tulkita maksukykyiseksi.

**Luotonsaajan tulkitseminen maksukykyiseksi on ollut erityisen tärkeää IMF:lle**

Luotonsaajan tulkitseminen maksukykyiseksi on ollut erityisen tärkeää IMF:lle. Sen säännöt eivät ole sallineet luotonantoa maalle, jonka velkaantuminen ei ole suurella todennäköisyydellä kestävällä tolalla, toisin sanoen että velallinen pystyisi hoitamaan velkansa ennustetun talouskehityksen toteutuessa. Jos velkakehitystä ei voi pitää kestäväenä, maan velat tulisi järjestellä uudelleen velkojen nimellisarvoja leikkaamalla tai jollakin muulla tavalla kestävyden saavuttamiseksi.

Kreikan ensimmäisen tukipaketin yhteydessä vuonna 2010 IMF ei kyennyt pitämään Kreikan velkakehitystä kestäväenä ”suurella todennäköisyydellä”. Paine tuen myöntämiseen oli kuitenkin suuri, koska Kreikan romahduksen pelättiin johtavan tuhoisiin ketjureaktioihin.

Niinpä sääntöä muokattiin. IMF totesi lainanannon mahdolliseksi, vaikka velkakestävyys ei olisi taattu suurella todennäköisyydellä, jos on olemassa suuri riski kriisin leviämisestä kansainvälisesti (”high risk of international systemic spillovers”).

# 3 Ongelmia, valuvikoja ja niiden korjausyrityksiä

Rahoitustukea saaneista viidestä maasta Irlanti, Portugali, Espanja ja jopa Kypros ovat selvinneet akuutista luottamuspulasta. Maat ovat toteuttaneet rahoitustukiohjelman ehdot ja Irlanti, Portugali ja Kypros ovat myös pystyneet hankkimaan rahoitusta markkinoilta. Espanjan valtio on ollut markkinoilla koko ajan. Taloudet kasvavat, työllisyys paranee ja julkisen talouden tasapaino on parantunut olennaisesti, vaikka työttömyys on yhä varsinkin Espanjassa korkealla tasolla.

## **Kreikka, Kreikka ja vielä kerran Kreikka**

Kreikan osalta tukipolitiikka ei sen sijaan ole toiminut. Jo kesällä 2011 Kreikan ohjelma oli pois raiteiltaan. Kreikka ei ollut pystynyt toteuttamaan ensimmäisen tukiohjelman ehtoja, eikä julkisen talouden tasapaino ollut kohentunut tavoitellulla tavalla.

IMF:n ohella myös eurooppalaisten toimijoiden oli pakko tunnustaa, ettei Kreikan velkataakka ollut kestäväällä tolalla. Ratkaisuksi tuli velkojen järjestely. Toisin sanoen pakon edessä hylättiin periaate, ettei jäsenmaa voi jättää velkojaan maksamatta.

Yksityiset velkojat suostuivat velkojen nimellisarvojen leikkaamiseen noin 50 prosentilla ja nykyarvomielessä noin 65 prosentilla.<sup>4</sup> Kreikan ensimmäisen lainapaketin ehtoja lievennettiin niin, että korkotaso laski 0,5 prosenttia rahamarkkinakoron yläpuolelle ja luottojen maksuaikoja pidennettiin 15 vuodelle.

Samalla Kreikalle myönnettiin uusi tukipaketti niin, että maalle luvattun rahoituksen määrä nousi 240 miljardiin euroon. Uudet lainat olivat hyvin edullisia, sillä niiden korko oli vain prosentin sadasosa ERVV:n rahoituskustannuksia korkeampi ja keskimääräinen maksuaika 30 vuotta.<sup>5</sup>

Kreikan uusi ohjelma painottui ensimmäisen ohjelman tavoin välittömiin säästötoimiin, joiden todentaminen oli helpompaa kuin vuosien toimeenpanoa edellyttävien rakenneuudistusten todentaminen. Tämä painotus heikensi lyhyen ajan kysyntää ja hidasti Kreikan toipumista.

---

### **Kreikan ohjelmassa syntyi pirullinen asetelma**

Säästöpolitiikan kielteinen lyhyen aikavälin kasvuvaikutus aliarvioitiin mitä todennäköisimmin sekä ensimmäisessä että toisessa ohjelmassa.<sup>6</sup> Toisaalta Kreikka ei edelleenkaan pystynyt ohjelman mukaisiin rakenneuudistuksiin.<sup>7</sup>

Kreikan ohjelmassa syntyi pirullinen asetelma: Kreikka ei toteuttanut ohjelman mukaisesti uudistuksia. Toisaalta toteutettu, säästöihin painottuva politiikka hidasti kasvua ennakoitua enemmän ja julkisen talouden korjaamistavoitteista jäätin myös tästä syystä jälkeen mittavista säästötoimista huolimatta.

Vaikka ohjelma toteutui huonosti, Kreikan talouskehitys koheni asteittain. Vuoden 2014 jälkipuoliskolla talous oli selvästi kasvussa, työllisyys parani ja työttömyys aleni. Kreikka pystyi jälleen hankkimaan lyhytaikaista rahoitusta markkinoilta.

Vuodelle 2015 Kreikan talouteen ennustettiin lähes 3 prosentin kasvua ja julkiseen talouteen selvää perusylijäämää. Näytti siltä, että jos Kreikka saa toisen tukiohjelman viimeiset lainaerät, se selviytyy välittömistä rahoitustarpeistaan ja selviää muiden tukimaiden tapaan jatkossa ilman uutta rahoitustukea.

Vuoden 2015 Kreikassa tuli kuitenkin valtaan Syrizan johtama hallitus, joka lupasi kansalaisille helpomman tien ulos kriisistä kuin loputtomilta tuntuvat säästötoimet. Uuden hallituksen tavoitteena oli päästä tukiohjelmasta ja sen nöyryyttäväksi koetusta valvonnasta irti sekä saada Kreikan velkataakaan selvä leikkaus.

Epäluottamus Kreikan talouskehityksestä lisääntyi jyrkästi ja siihen liittyen pääomien pako Kreikasta alkoi uudelleen. Pankkien yksityinen rahoitus alkoi kasvavasti korvautua keskuspankin hätärahoituksella. Kasvu pysähtyi ja julkisen talouden tasapaino heikkeni verotulojen supistuessa.

Vallinneessa tilanteessa EKP katsoi, ettei se enää voinut lisätä pankeille tarjottavaa hätärahoitusta, koska pankeilla ei ollut tarjota riittävästi edes normaalia huonompia vakuuksia. Tämä pakotti sulkemaan Kreikan pankit ja pääomanliikkeiden säännöstelyyn. Ilman sopimusta velkojamaiden kanssa Kreikan rahoitussektoria ja sen myötä koko taloutta uhkasi välitön romahdus.

Tämä näkymä johti pääministeri Alexis Tsiprasin täydelliseen takinäkäntöön. Tsipras oli valmis hyväksymään selvästi tiukemmat ehdot uutta rahoituspakettia koskevien neuvottelujen aloittamiseksi.

Elokuussa euromaat hyväksyivät uuden 86 miljardin euron tukipaketin. Kreikan velkataakan mahdollisesta helpottamisesta sovitaan myöhemmin.

## **Rahoitustukipolitiikka ei taklaa pahoja ongelmia**

Kreikan uusi kriisi osoittaa, ettei ehdolliseen lainamuotoiseen rahoitustukeen perustuva kriisistrategia toimi kaikissa tapauksissa, vaikka se onkin estänyt Lehmanin nurinmenon seurauksia vastaavan kriisin toistumisen.

## Kreikka tuskin selviää velkataakastaan ilman lisähelputuksia

Näkemykset siitä, selviääkö Kreikka velkataakastaan, vaihtelevat huomattavasti. Oma käsitykseni on, ettei Kreikan velkataakan lisähelputusta nykytilanteessa voida välttää, niin vaikeaa kuin se euro-maille onkin.

Vaikka Kreikan velkojen nimellinen kokonaismäärä on hyvin suuri suhteessa talouden kokoon, noin 180 prosenttia bruttokansantuotteesta, todellinen velkarasitus on paljon pienempi kuin tämä suhdeluku antaa ymmärtää. Tämä johtuu siitä, että pääosa Kreikan veloista on nykyään rahoitustukiluottoja, joiden korot ovat hyvin alhaiset ja maksuajat hyvin pitkiä. Velkojen nykyarvon BKT-suhteeksi onkin arvioitu 60–120 prosenttia BKT:sta.<sup>8</sup>

Velkataakka on siis pienempi kuin esimerkiksi Portugalilla, Espanjalalla tai Italialla. Niinpä jos Kreikka vain selviää akuuteista likviditeettiongelmistaan, pääsee näiden muiden maiden kaltaiseen kasvuun ja varaa tarpeellisen osan kasvun tuomista verotuloista velkojen hoitamiseen, sen pitäisi periaatteessa kyetä selviytymään veloistaan ilman velkataakan lisähelputusta.

Tämän arvion perusteella voidaan tehdä hyvin erilaisia johtopäätöksiä. Yksi on, että koska kyse ei ole maksukykyisyydestä vaan pikemminkin maksuvalmiudesta, Kreikalle pitäisi antaa lisälainaa avokätisesti ja helpottaa säästöpolitiikkaa kasvun vahvistamiseksi lyhyellä aikajänteellä. Tätä näkökantaa edustaa mm. yksi säästöpolitiikan johtavista eurooppalaisista kriitikoista, professori Paul De Grauwe.<sup>9</sup>

Varsin erilainen päätelmä on Saksan ja useiden muiden ”velkojamaiden” omaksuma näkemys. Sen mukaan Kreikan velkojen hoitaminen on kiinni ensi sijassa Kreikan halukkuudesta toteuttaa talouskasvua vahvistavia rakenneuudistuksia ja sitoutua uskottavasti velanhoidon edellyttämiin julkisen talouden perusylijääämiin. Kysymys on siis ennen kaikkea poliittisesta tahdosta.

Vielä vuoden 2014 loppupuolella IMF:n näkemys vastasi eurooppalaisten velkojen kantaa: Kreikan velkataakka olisi vuonna 2012 tehdyt helputukset huomioon ottaen kestäväällä tolalla talouden kehitystä koskeneiden oletusten vallitessa olettaen, että Kreikka toteuttaa ohjelman mukaista politiikkaa.

Kuluvan vuoden kehitys on kuitenkin muuttanut IMF:n arvion. Syri-ajan ajaman politiikan seurauksena rajusti heikentynyt talouskehitys on muuttanut lähtötilanteen heikommaksi. Samalla käsitys siitä, millaiseen perusylijääämään Kreikan poliittinen järjestelmä kykenee uskottavasti sitoutumaan, on muuttunut.<sup>10</sup>

Kun IMF lisäksi lähtee kestävyysanalyysissään siitä, että maan on selvittävä markkinaehtoisella rahoituksella kohtuullisen ajan kuluttua,

IMF:n uusimpien arvioiden mukaan Kreikan velkataakkaa on helpotettava merkittävästi velkakestävyuden varmistamiseksi.

Eurooppalaisten velkojamaiden on kuitenkin ollut vaikea hyväksyä lisähelputuksia, jotka nyt kohdistuisivat käytännössä lähes yksinomaan velkoihin muille euromailla. Yksi syy nihkeydelle on, että lisähelputukset heikentävät rahoitustukiohjelmien uskottavuutta. Jos maa ei noudata ohjelmaa ja pääsee pälkähästä velkataakan vieläpä toistuvilla helputuksilla, miksi mikään maa haluaisi jatkossa sitoutua poliittisesti vaikeisiin ehtoihin?

Lisäksi Kreikka on saanut sekä absoluuttisesti että suhteessa talouden kokoon edullista julkista rahoitustukea. Sen määrä on ollut moninkertainen verrattuna Irlannin ja Portugalin tukiin, Espanjasta puhumattakaan.

Kuitenkin Kreikka on ainoa maa, joka on pahoin lipsunut sovittujen ehtojen toimeenpanosta. Lisätaakkana on se, että Kreikan ongelmat ovat muita ongelmamaita enemmän johdettavissa vastuuttomaan finanssipolitiikkaan ennen kriisiä.

Velkahelputusta erityisesti velkojen nimellisarvoja leikkaamalla voidaan myös pitää perussopimuksen no-bailout-periaatteen vastaisena, kun se tarkoittaa vapaaehtoista ”lahjoitusta” rahoitusvaikeuksiin joutuneelle maalle. Lisäksi lainana annetun rahoitustuen kirjaaminen luottotappioksi on koettu poliittisesti vaikeaksi. Sehän merkitsee alkuperäisen ohjelman epäonnistumisen tunnustamista, mikä aina on vaikeaa päättäjille.

Ensinnäkin, euromaan talousongelmat voivat olla niin suuria sekä julkisen talouden tasapainon ja velan että kansantalouden ja poliittisen järjestelmän suorituskyvyn suhteen, ettei maa selviydy ja pääse jaloilleen pelkästään jotakuinkin normaaliehtoisen rahoitustuen varassa, vaan tarvitaan velkataakan aitoa vähentämistä.

Toiseksi, ongelmien virheellistä tulkintaa kriisin alkuvaiheessa maksuvalmiusongelmaksi maksukykyongelman sijasta on vaikea korjata myöhemmin. Se paisuttaa kriisin kustannuksia sekä itse kohdemaalle että rahoitustukea myöntäneille maille. Samalla prosessi myrkyttää jäsenmaiden väliset suhteet.<sup>11</sup>

Kolmanneksi, EKP joutuu väistämättä ratkaisijan paikalle päätöksenteossa, jonka pitäisi kuulua poliittisesti vastuulliselle taholle. On mahdollista, että vailla poliittista mandaattia toimivan EKP:n haluttomuus rahoituksen katkaisemiseen maksukyvyttömyyteen ajautuvan maan pankkijärjestelmältä lykkää välttämättömän ratkaisun syntymistä ja salii ongelman paisua.<sup>12</sup>

## Yhteisvastuun rajat hämärtyneet entisestään

Tukipolitiikka on poikennut EU:n perussopimuksen no-bailout-artiklan hengestä, jonka mukaan jokainen valtio on yksin vastuussa veloistaan. Tämän poikkeamisen peruste on ollut estää rahoituskaaoksen synty tai leviäminen euroalueella, kun tuki on, EVM-sopimuksen ilmaisua käyttäen, ”välttämätöntä koko euroalueen ja sen jäsenvaltioiden rahoitusvakauden turvaamiseksi”.

Tuki on siis ollut luonteeltaan äärimmäisessä tilanteessa tarjottua kriisiapua ja monien (myös tämän kirjoittajan) mukaan taloudellisesti perusteltua. Kuten edellä on todettu, Euroopan unionin tuomioistuin on

todennut sekä varsinaisen valtioiden välisen rahoitustuen että EKP:n OMT-ohjelman perussopimuksen mukaiseksi.

Tästä huolimatta tukipolitiikan mukanaan tuoma yhteisvastuu on ongelmallinen, ennen

kaikkea sen takia, että yhteisvastuun laajuus on epäselvä ja Kreikan kriisin uudet vaiheet näyttävät hämärtävän rajoja edelleen.

Ensinnäkin Kreikan uusi rahoituspaketti lisää EVM:n rahoitustukea Kreikalle kymmenillä miljardeilla euroilla. Voidaan kuitenkin hyvin perusteellisesti kyseenalaistaa, onko tällainen lisätuki ”välttämätöntä koko euroalueen ja sen jäsenvaltioiden rahoitusvakauden turvaamiseksi”, mitä EVM-sopimus rahoitustuelta edellyttää.

Useissa arvioissahan on päädytty siihen, ettei Kreikan maksukyvyttömyystilanne todennäköisesti johtaisi merkittäviin seurausvaikutuksiin muissa maissa. Tällä kannalla ovat olleet useat Euroopan päättäjät. IMF on nimenomaisesti perustellut haluttomuuttaan osallistua lisärahoitukseen ilman Kreikan velkataakan helpotusta sillä, ettei enää vallitse tilanne, jossa Kreikan maksukyvyttömyyteen liittyisi suurta leviämistä.

Muiden maiden valtionlainojen korkojen reaktiot Kreikan euroeron ja siitä väistämättä seuraavan maksukyvyttömyyden todennäköisyyden kasvaessa kesän aikana eivät myöskään tue käsitystä, että Kreikan mak-

sukyvyttömyydellä olisi suuria välittömiä vaikutuksia euroalueen rahoitusvakauteen.

Toiseksi jos Kreikan lainaehdot edelleen olennaisesti kevennetään, puhumattakaan siitä, että lainojen nimellisarvoja alennetaan, asiallinen ristiriita no-bailout-periaatteen kanssa on yhä ilmeisempi.

Pringle-tapauksessahan EVM-tuen laillisuuden edellytykseksi Euroopan unionin tuomioistuin totesi paitsi tiukan ehdollisuuden myös sen, että luotto maksetaan takaisin mukaan lukien ”asianmukainen” korkomarginaali. Jos luottoehdot toistuvasti helpotetaan niin, että korkomarginaali painuu nolliin ja takaisinmaksuajat pitenevät vuosikymmenillä, tämän ehdon toteutumista voi pitää kyseenalaisena.

### Onko lisätuki välttämätöntä euroalueen ja jäsenvaltioiden rahoitusvakaudelle?

### Yhteisvastuun asteittainen laajeneminen heikentää no-bailout-politiikan uskottavuutta



Tällainen yhteisvastuun asteittainen laajeneminen heikentää no-bailout-politiikan uskottavuutta ja siten vähentää yksittäisten maiden kannustimia vastuulliseen politiikkaan. Kun se lisäksi tapahtuu uusien tulkintojen kautta ilman, että euromaat ovat tehneet selvän poliittisen päätöksen yhteisvastuun laajentamisesta, se rapauttaa luottamusta euroalueen päätöksentekoon. Kun ei ole selvää, mihin yhteisvastuun rajat ulottuvat, helposti vastustetaan sellaistaikin yhteisvastuuta, jolle on hyvät perusteet.

### **Valuvikoihin on puututtu, mutta erimielisyys resepteistä estänyt isot muutokset**

Euroalueen haavoittuvuus ei voi johtua sen kokonaisvelkaantumisen tasosta. Yhdysvallat, Britannia ja Japani ovat vähintään yhtä velkaantuneita valtioita ja kansantalouksia. Kyse täytyy olla euroalueen rakenteesta. Tämä onkin tunnustettu laajasti.

Sen sijaan siitä, mitä euroalueen valuviat täsmälleen ovat ja mitä niiden korjaamiseksi pitäisi tehdä, on ollut suuri erimielisyys. Yhden näkemyksen mukaan euroalueen kriisi johtuu siitä, että (1) maiden välistä finanssipoliittista tasausta ei ole ollut käytännössä lainkaan, (2) euroalueen finanssipoliittikka on globaalia kriisiä seuranneina vuosina ollut keskimäärin liian kireää erityisesti kun otetaan huomioon korkotason painuminen nollan tuntumaan ja (3) yhteisvastuun puute on nostanut lähtökohtaisesti heikommassa tilanteessa olevien maiden korkoja.

Yhteisvastuun puutteeseen sisältyy epäselvyys EKP:n roolista valtioiden maksuvalmiuden turvaajana. Lisäksi lopulta myönnetyn rahoitustuen ehdot ovat pakottaneet erityisesti nämä heikommat maat liian kireään finanssipoliittikkaan.

Toisen näkemyksen mukaan eurokriisin keskeinen syy on liialliseen julkiseen velkaan johtanut löysä finanssipoliittikka ja markkinoiden kehittämiseksi tähtäävän rakennepoliittikan heikkous monissa maissa ennen kriisin puhkeamista. Osa maista on menettänyt kustannuskilpailukykynsä olosuhteisiin nähden liian ekspansiivisen finanssipoliittikan, heikon tuottavuuskehityksen ja joustamattomien työmarkkinoiden takia.

Kaikki tukitoimet, joilla autetaan ylivelkaantuneita maita selviämään veloistaan palkitsevat huonoa taloudenpitoa (niin sanottu moraalikato eli moral hazard -argumentti) ja siten lisäävät riskiä velkakriisin toistumisesta. Markkinakuri ei toimi, koska velkojien ei tarvitse varautua luottotappioihin. Tämän vuoksi tukitoimiin on syytä turvautua vain äärimmäisessä tilanteessa ("ultima ratio"), ja tukeen tulee liittää mahdollisimman tiukat ehdot julkisen talouden tasapainon vahvistamiseksi ja rakenneuudistusten toteuttamiseksi.

Erimielisyydet siitä, millaista politiikkaa pitäisi harjoittaa, ovat hidastaneet päätöksentekoa, varsinkin kun tukipäätösten aikaansaaminen on periaatteessa vaatinut euroalueen maiden yksimielisyyttä. Päätösten

hidas syntyminen on ollut ongelma, koska se on pitänyt yllä epävarmuutta ja johtanut tilannetta vaikeuttaneisiin ja julkisen vallan kustannuksia lisänneisiin pääomanliikkeisiin.

Kriisi on kuitenkin johtanut euroalueen toimivuuden parantamiseen tähtääviin uudistuksiin, joissa on pyritty vastaamaan kummankin edellä kuvatun perusnäkökuvan esille nostamiin ongelmiin. Uudistukset voidaan jakaa kolmeen ryhmään.

**Ensinnäkin** on luotu valtioiden (ja osin myös pankkien) rahoitustukea varten pysyvä tukimekanismi, Euroopan vakausmekanismi (EVM). Tuen myöntämisen edellytys on, että tuki on ”välttämätöntä koko euroalueen ja sen jäsenvaltioiden rahoitusvakauden turvaamiseksi”.<sup>13</sup>

Myös EKP:n OMT-lupaus valtionlainojen ostoista palvelee pitkälti samaa tarkoitusta eli valtioiden rahoituksen turvaamista ja rahoituskustannusten pitämistä kurissa silloin, kun markkinoilla syntyy epäluottamusta valtion velanhoitokykyyn. Vaikka OMT ei olekaan edellyttänyt instituutioiden muuttamista, se on tärkeä osa kriisin myötä muuttunutta tulkintaa siitä, kuinka pitkälle EKP voi toimia valtioiden rahoituksen turvaajana.

**Toinen** joukko uudistuksia koskee finanssipolitiikan sääntöjen ja niiden valvonnan tiukentamista sekä erityisen menettelytavan luomista laajempien makrotaloudellisten epätasapainojen valvontaan ja ennalta ehkäisemiseen. Uudistukset sisältävät sekä muutoksia EU:n lainsäädäntöön että julkistaloutta koskevien määräysten sisällyttämistä kansallisiin lakeihin (ns. finanssipoliittinen sopimus). Tavoitteena on yhtäältä hillitä julkistalouden velkaantumista ja toisaalta rajoittaa varallisuushintojen nousua, yksityisen sektorin velkaantumista ja suuria vaihtotaseen alijäämiä.

**Kolmanneksi** on erilaisin toimin pyritty vahvistamaan rahoitusjärjestelmän vakautta ja erityisesti vähentämään maksuvaikeusongelmien leviämistä pankeista valtioihin ja valtioista pankkeihin. Yhtäältä on muutettu rahoituslaitoksia koskevia säännöksiä. Muiden muassa omaa pääomaa ja likvidejä varoja koskevia vaatimuksia on tiukennettu ja vaikeuksiin joutuneiden pankkien kriisratkaisun osaksi on otettu vaatimus velkojen vastuusta, toisin sanoen että myös pankkien velkojat joutuvat tiettyyn rajaan saakka kantamaan pääomansa menettäneen pankin tappioita.

Näiden sääntömuutosten ohella keskeinen hanke on niin sanotun pankkiunionin luominen. Pankkiunionilla tarkoitetaan euroalueen pankkien valvonnan ja kriisratkaisutoimintojen keskittämistä euroalueen tasolle ja yhteisen talletussuojan luomista kansallisten järjestelmien sijaan. Tavoitteena on paitsi vähentää pankkiongelmien todennäköisyyttä ja suuruutta, myös rajoittaa pankkien vaikeuksien heijastumista kotivaltion julkiseen talouteen pankkitukimenojen kautta.

Tuskin kukaan pitää tähän saakka toteutuneita uudistuksia riittävinä. Sen sijaan siitä, miten prosessia tulisi jatkaa, ei ole edelleenkaan suurta yksimielisyyttä.

## Kehittämisenäkemykset loitontuneet toisistaan

EU:n komission, parlamentin, EKP:n ja myös EU:n neuvoston lähtökohdista rahaliiton kehittämisessä on ollut käsitys, että vain selvästi tiiviimminkin yhdessä toimiva, liittovaltiomaisempi rahaliitto voi toimia kunnolla. Vuonna 2012 EU-komission esittämä suunnitelma ”aidon talous- ja rahaliiton” luomiseksi sekä neljän presidentin (Eurooppa-neuvoston puheenjohtaja Herman van Rompuy, komission Jose

### Kunnianhimoiset suunnitelmat eivät ole edenneet

Manuel Barroso, EKP:n Mario Draghi ja euroryhmän Jean-Claude Juncker) vastaava suunnitelma sisälsivät varsin kunnianhimoisen joskin

asteittaisen ohjelman finanssipolitiikkavastuun ja -vallan keskittämiseksi euroalueen tasolle. Suunnitellut uudistukset edellyttäisivät EU:n perussopimusten muuttamista usealla tavalla.

Nämä kunnianhimoiset suunnitelmat eivät ole edenneet, ja EU-instituutioiden johtajat ovat korjanneet tavoitteenasettelua vaatimattomammiksi. Niin kutsuttu viiden presidentin ohjelma kesäkuussa 2015 (ks. tarkemmin erillinen artikkeli seuraavalla sivulla) sisältää kyllä pitkälti samoja elementtejä kuin aiemmat suunnitelmat.

Viiden presidentin ohjelma on kuitenkin selvästi varovaisempi kuin aiemmat suunnitelmat, eikä siinä oteta esille esimerkiksi perussopimusmuutoksia. Tämän voi katsoa heijastavan sitä, että poliittinen tuki integraation syventämiselle on taloustilanteen vakiintuessa vähentynyt. Erityisesti niin sanotut velkojamaat ovat, jos mahdollista, aikaisempaa kriittisempiä euroalueen maiden välisen yhteisvastuun laajentamiseen.<sup>14</sup>

Kreikan kriisi ei ole ainakaan lähentänyt erilaisia näkemyksiä euroalueen kehittämisestä. Ne, jotka aiemminkin ovat olleet sitä mieltä, että euroalue voi toimia kelvollisesti vain jos jäsenmaiden julkinen velka on suurelta osin yhteisellä vastuulla ja yhteinen finanssipolitiikka tasaa sekä suhdannevaihteluita euroalueella yli ajan että toimeliaisuuseroja jäsen-

maiden välillä, katsovat saaneensa Kreikan tukiohjelman epäonnistumisesta vahvistusta käsitykselleen.

Vastaavasti yhteisvastuuseen kriittisesti suhtautuneet katsovat Kreikan ongelmien korostavan tarvetta no-bailout-politiikan vahvistamiseen. Tässä keskeinen seikka on uskottava mahdollisuus kestävämpään tilanteeseen joutuneen maan velkojen järjestelyyn.

Yhteisvastuuta ja yhteistä finanssipolitiikkaa kannattavat pitävät valtioiden yksityisiä velkojia koskevaa velkajärjestelymahdollisuutta tyydyttävästi hyvin epästabiilivana. Pelko velkajärjestelyn mahdollisuudesta johtaa helposti paniikkireaktioihin, jotka muuttavat tilapäisen maksuvalmiusongelman syväksi taantumaksi ja maksukykyongelmaksi.

### Pelko velkajärjestelyn mahdollisuudesta johtaa helposti paniikkireaktioihin

## Viiden presidentin suunnitelma talous- ja rahaliiton viimeistelemiseksi

EU-komission uusi puheenjohtaja Jean-Claude Juncker, Euroopan parlamentin puhemies Martin Schulz, EKP:n pääjohtaja Mario Draghi, Eurooppa-neuvoston puheenjohtaja Donald Tusk sekä euroryhmän puheenjohtaja Jeroen Dijsselbloem esittivät kesäkuussa 2015 neljään pääkohtaan, neljään ”unioniin”, jaetun suunnitelman EU:n kehittämiseksi.

**Talousunionin** tulisi vahvistaa jäsenmaiden talouksien sisäistä suorituskykyä ja parantaa olemassa olevien koordinaatiomekanismien toimintaa. Sisämarkkinoiden kehittämisen ohella tähän kuuluu euroalueen kilpailukykyviranomaisten järjestelmän perustaminen, vahvempi euroalueen makrotalouden epätasapainoja koskeva menettely, työllisyyspolitiikan vahvistaminen ja työvoiman liikkuvuuden parantaminen ja politiikkasuositusten parempi toimeenpano EU-ohjausjakson menettelyitä parantamalla.

**Rahoitusunioni** koostuu pankkiunionin olemassa olevien suunnitelmien loppuun viemisestä ja niin sanotun pääomamarkkinaunionin toteuttamisesta. Pankkiunionin osalta kyse on elvytys- ja kriisinratkaisudirektiivin toimeenpanosta kaikissa maissa, pankeilta kerättävän kriisinratkaisurahaston toimintakyvyn turvaaminen ennen kuin maksuja on kertynyt riittävästi sekä yhteisen talletussuojajärjestelmän luomisesta. Pääomamarkkinaunionilla halutaan puolestaan edistää pääomamarkkinoiden yhdentymistä yhtiöoikeuden, maksukyvyttömyyslainsäädännön ja tilinpäätöskäytäntöjen yhdenmukaistamisella ja yhteisen pääomamarkkinavalvonnan luomisella.

**Fiskaaliunionilla** tarkoitetaan alkuvaiheessa lähinnä finanssipoliitikkojen parempaa yhteensovittamista ja sen tueksi neuvoa antavan Euroopan finanssipoliittisen komitean perustamista. Pidemmällä aikajänteellä olisi puolestaan luotava euroalueen maiden välinen finanssipoliittinen ”vakautusjärjestely”. Järjestelyn pitäisi tasoittaa isoja eroja (”vakavia makrotaloudellisia häiriöitä”) maiden välisessä talouskehityksessä, mutta se ei saisi johtaa pysyviin tai yhdensuuntaisiin tulonsiirtoihin.

**Poliittisen unionin** tulisi luoda aiemmalle kolmelle unionille demokraattinen oikeutus ja vastuuvollisuus. Tähän olisi pyrittävä vahvistamalla Euroopan parlamentin ja kansallisten parlamenttien roolia EU-tason ja erityisesti euroalueen päätöksenteossa. Esimerkiksi euroalueen ulkoista edustautumista IMF:ssä olisi yhdistettävä, EVM:n hallinto saatettava EU:n perussopimusten piiriin ja euroryhmän asemaa vahvistettava pysyvän puheenjohtajan avulla. Lisäksi viitataan tarpeeseen luoda euroalueen ”varainhallinto” (euroalueen valtiovarainministeriö).

Toisaalta yhteisvastuuta ja yhteistä finanssipolitiikkaa vastustavat pitävät tällaiseen politiikkaan liittyviä moraalikato-ongelmia suurina ja arvioivat, ettei euromaista löydy riittävää poliittista tukea yhteisvastuun ja yhteisen finanssipolitiikan edellyttämälle vallan keskittämislle eurotasolle.<sup>15</sup>

Seuraavassa pohdin, mitä näihin eri näkemyksiin liittyvistä argumenteista olisi ajateltava viime vuosien kokemuksen valossa.

# 4 Riskinjako auttaa, mutta fiskaaliunioni ongelmallinen

On selvää, että valtioiden velkojen yhdistäminen täysin yhteisvastuulliseksi eurobondeiksi poistaisi yksittäisen valtion maksukyvyttömyysriskin, joka korvautuisi koko euroalueen julkisen sektorin maksukykyyn liittyvällä riskillä. Sen sijaan valtioiden välinen järjestely, jossa ne vastaavat omasta osuudestaan yhteisestä velasta (pro rata) ei toimi yhtä hyvin.

”Takaajien” joukkohan sisältää myös maita, jotka saattavat itse joutua maksuvaikeuksiin. Juuri tästä syystä rahoitustukimekanismi EVM:n 500 miljardin tukivaltuuden katteeksi määriteltiin 700 miljardin peruspääoma eli 200 miljardin ”ylitakaus”.

Ylitakauksesta huolimatta EVM:n perustaminen ei riittänyt radikaalisti pienentämään haavoittuviksi arvioitujen maiden riskipreemioita. Periaatteessa tämän voi ajatella johtuneen siitä, että pro rata -takaus on liian heikko merkittävän ylitakauksen vallitessakin, tukeen liittyvät tiukat ehdot lykkäävät tuen hakemista tai ovat itse maan maksukykyyn kannalta ongelmallisia, päätösmekanismi on haavoittuva, kun ratkaisun tulee saada euroryhmän pääsääntöisesti yksimielinen tuki tai siitä, että enimmäistukimäärä on rajoitettu liian pieneksi.

## Rahoituskriisin torjuntaan tarvitaan isoja yhteisiä toimia

Vertailu EKP:n OMT-ohjelman eli ison singon vaikuttavuuteen viittaa siihen, että ratkaiseva ero on tukimäärän uskottava rajoittamattomuus ja mahdollisesti päätöksentekojärjestelmän tehokkuus. OMT-lupaushan ei eroa EVM-tuesta ehdollisuuden suhteen. Kummassakin tapauksessa tuen kohteen on hyväksyttävä EVM:n määrittelemä sopeutusohjelma.

EKP:ssa toteutuva yhteisvastuu on myös EVM:n tavoin luonteeltaan pro rata: kukin jäsenmaa kärsii EKP:n luottotappioista vain omaa pääomaosuuttaan vastaavan rahatulon menetyksen verran ja on velvollinen EKP:n pääoman täydentämiseen vain pääomaosuutensa mukaan.

Sen sijaan EKP:n lupaus velkapaperien ostoista on uskottavasti rajaton, ja tämä rajattomuus perustuu keskuspankin kykyyn luoda rahaa. EKP:n määräenemmistöön perustuva päätöksentekotapa on periaatteessa tehokkaampi kuin EVM:n konsensukseen perustuva päätösmalli.

Ero EVM-päätöksentekoon ei kuitenkaan ole suuri, koska komission ja EKP:n tulkitsessa tilanteen edellyttävän kiireellistä ratkaisua päätös EVM-rahoitustuesta voidaan tehdä määränemmistöllä. Sitä, että juuri OMT-lupauksen rajoittamattomuus on ratkaiseva tekijä, tukee myös

**Yhteisvastuun tulee olla joko jäsenvaltioiden täydellistä yhteisvastuuta tai perustua EKP:n kykyyn luoda rahaa**

havainto, ettei EKP:n aiempi kooltaan rajoitettu SMP-ohjelma rauhoittanut markkinoita pidemmäksi aikaa.

Siten ollakseen tehokas rahoituskriisin torjunta yhteisvastuun tulee luultavasti olla joko jäsenvaltioiden täydellistä yhteisvastuuta tai perustua

EKP:n kykyyn luoda rahaa mahdollisiin ongelmavaltion likviditeettitarpeisiin nähden riittävästi kaikissa kysymykseen tulevissa oloissa.

### **Euroalueen finanssipolitiikka hyödyksi, hyvä toteutus vaikeaa**

Finanssipolitiikan vaikutuksesta talouskasvuun on massiivinen monenlaisia tuloksia sisältävä kirjallisuus. Ennen globaalia kriisiä vakiintunut käsitys oli, että finanssipolitiikkaa ei tulisi kovin aktiivisesti käyttää kysynnän sääntelyyn. Sen vaikutukset toteutuvat usein hitaasti ja voivat tämän vuoksi ajoittua väärin ja lisäksi suhdanteita tasaava politiikka johtaa helposti julkisen talouden kestävyysongelmiin, koska on poliittisesti paljon helpompaa päättää elvytystoimista kuin kiristystoimista.

Toisaalta aktiivisen päätöseräisen finanssipolitiikan tarve arvioitiin yleisesti vähäiseksi, koska julkisen talouden niin sanotut automaattiset vakauttajat tasaavat jo tehokkaasti suhdanteita euroalueella ja ennen kaikkea koska rahapolitiikka on paljon tehokkaampi tasausväline. Lisäksi elvyttävä politiikka voi lykätä talouden välttämätöntä sopeutumista ja sitä edistävää rakennepolitiikkaa.

Kriisi on muuttanut tätä käsitystä. Verraten laaja yksimielisyys valitsee siitä, että korkotason olleessa likimain nollassa ja rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn heikko finanssipolitiikan lyhyen ajan kysyntävaikutukset ovat tavanomaista suurempia. Niinpä finanssipoliittinen elvytys on tällöin tavanomaista tehokkaampaa ja vastaavasti alijäämäisen julkisen talouden tasapainotustoimet heikentävät kasvua tavanomaista enemmän.

**Finanssipolitiikan merkitystä ei kuitenkaan ole syytä liioitella**

Tämä lyhyen ajan vaikutus voi olla jopa niin suuri, että säästöpolitiikka voi johtaa tilapäisesti velkasuhteen kasvuun siitä mitä se muuten olisi ollut. Pidemmän päälle säästöpolitiikka kuitenkin vähentää velkaantumista, ellei tilapäinen suhdanneheikkous johda merkittävään pitkäaikaiseen tuotannon supistumiseen (niin sanottu hystereesi-ilmiö).

Olisi siten hyvä, jos euroalue kykenisi yhteisen tai pitkälle koordinoitun finanssipolitiikan avulla tukemaan kasvua sen tapaisissa oloissa, jotka ovat viime vuosina vallinneet. Tämä toteutuikin varsin vahvasti vuosina 2008 ja 2009. Sen jälkeen finanssipolitiikka on julkisen velan kasvun

hillitsemiseksi ollut keskimäärin lievästi kiristävää ja heikentänyt lyhyen ajan kasvua euroalueella.

Finanssipolitiikan merkitystä ei kuitenkaan ole syytä liioitella. Se ei voi esimerkiksi selittää sitä, että euroalueen kasvu on jäänyt jälkeen Yhdysvalloista 2012 lähtien.

Tänä aikana nimittäin koko euroalueen yhteenlaskettu finanssipolitiikka on ollut joka vuosi keveämpää kuin Yhdysvalloissa. Syiden täytyy olla muualla ja mitä ilmeisimmin valtionvelkakriisissä ja ehkä myös talouden tarjontapuolen sopeutumiskyvyssä.

Viime vuosien kokemus viittaa joka tapauksessa siihen, että nykyisin koordinaatiomekanismein euroalueen finanssipolitiikan määrittäminen koko alueen kannalta optimaaliseksi onnistuu puutteellisesti. Monet arviot tukevat käsitystä, että finanssipolitiikan suurempi elvyttävyyttä niissä maissa, joilla siihen on julkisen talouden kestävyuden näkökulmasta varaa, toisin sanoen lähinnä Saksassa, olisi johtanut ainakin jossain määrin parempaan kasvuun koko alueella ja ehkä myös ongelmamaissa.<sup>16</sup> Tähän ei kuitenkaan ole päästy finanssipoliittisen autonomian takia, kun elvytykseen kykenevät maat eivät kokeneet sitä omalta kannaltaan järkeväksi.

### **Suhdannevaihteluiden tasaamisen kannalta vahvempi koordinaatio olisi eduksi**

Siten alueen suhdannevaihteluiden tasaamisen kannalta vahvempi koordinaatio tai päätöksenteon siirtäminen joiltain osin euroalueen tasolle olisi periaatteessa eduksi. Tähän ei kuitenkaan ole kovin hyviä mahdollisuuksia niin kauan kun finanssipolitiikan päätöksenteko on viime kädessä valtioiden vastuulla.

Ongelma koskee toisaalta lähinnä vain tilannetta, jossa rahapolitiikka syystä tai toisesta ei riitä tehokkaaseen suhdannetasaukseen. Lisäksi koordinoitunakin finanssipolitiikan käyttökelpoisuutta rajoittavat finanssipolitiikan aiemmin todetut yleiset ongelmat ml. erityisesti taipumus olla varautumatta elvytystarpeisiin hyvinä aikoina.

### **Finanssipoliittinen tasaus auttaa, kun jäsenmaan omat toimet eivät riitä**

Peruste finanssipolitiikan käyttöön suhdanteiden tasaamiseen yksittäisessä euromaassa on periaatteessa vahvempi kuin edellä todettu yleinen peruste aktiiviselle finanssipolitiikalle. Tämä johtuu siitä, ettei rahapolitiikka ole käytettävissä yksittäisen maan kysynnänsäätelyyn missään olosuhteissa.

Jos maan julkisen talouden tasapaino antaa myöten, jäsenmaa voi itse harjoittaa juuri sellaista tasausta kuin hyväksi arvioi. Tämä idea sisältyy myös vakaus- ja kasvusopimukseen. Se yhtäältä pyrkii varmistamaan julkisen talouden riittävän pitkän ajan kestävyuden ja toisaalta sallii alijäämän vaihdella ja myös tilapäisesti ylittää ohjearvona olevan 3 prosentin rajan.



Rajoituksena on vain se, ettei suhdannevaihteluiden vaikutukset huomioon ottava (tai täsmällisemmin niin sanottu rakenteellinen) alijäämä muodostu liian suureksi. Tämänkin rajoituksen suhteen vakaus- ja kasvusopimuksen sääntöihin on luotu aivan äskettäin lisäjouaston mahdollisuuksia.<sup>17</sup>

### **Tarve finanssipoliittiseen tasaukseen oli esillä jo 1960-luvulla**

Viime vuosien kokemus on kuitenkin osoittanut, että euroalueen jäsenmaa voi kokea niin suuria kokonaistuotannon romahduksia, että kansallinen finanssipoliittikka törmää ei vain vakaus- ja kasvusopimuksen löysästikin tulkittuihin rajoihin vaan ennen kaikkea markkinoiden asettamiin rajoituksiin. Luottamus ongelmiin joutuvan maan maksukykyisyyteen horjuu, eikä maa kykene rahoittamaan ainakaan järkevillä kustannuksilla taantumaa aiheuttamaa alijäämää eikä varsinkaan sitä lyhyellä aikajänteellä paisuttavaa päätösperäistä elvytystä. Juuri tästä valtionvelkakriisissä on ollut kyse.

Tällaisessa tilanteessa olisi eduksi, jos euromaiden välillä olisi finanssipoliittinen tasausmekanismi, joka joko automaattisesti tai nopean ja varman päätösprosessin kautta mahdollistaisi finanssipoliittisen elvytyksen euroalueen yhteisellä riskillä sellaisessa maassa, joka on poikkeuksellisen suhdannenotkahduksen kohteena. Tarve tällaiseen finanssipoliittiseen tasaukseen tai riskinjakoon rahaliiton sisällä oli esillä jo 1960-luvun kirjallisuudessa optimaalisesta valuutta-alueesta ja kun rahaliiton luomista Euroopassa pohdittiin 1970-luvulla.<sup>18</sup>

### **Liittovaltion budjetti automaattinen mutta tehoton tasausmekanismi**

Liittovaltioissa automaattinen osavaltioiden välinen tasausmekanismi syntyy liittovaltion budjetin tuloksena. Osavaltiot, joiden taloudellinen toimeliaisuus on heikkoa, saavat joko kansalaisille ja yrityksille tai osavaltion hallinnolle kohdistuvia tulonsiirtoja enemmän kuin vahvan toimeliaisuuden alueet muiden muassa yhteisen työttömyysturvajärjestelmän kautta. Nämä rahoitetaan pääosin vahvemman toimeliaisuuden alueilta kerättävillä veroilla ja yhteisvastuullisella velalla.

Potentiaali euroalueen maiden väliseen finanssipoliittiseen tasaukseen on olemassa, jos euroaluetta verrataan olemassa oleviin liittovaltioihin. Eräiden arvioiden mukaan finanssipoliittiset siirrot ovat tasoittaneet 10–15 prosenttia Yhdysvaltojen ja Saksan osavaltioiden tuloshokeista alueiden välillä, kun euroalueen maiden välillä tasausta ei ole lainkaan.<sup>19</sup>

Tasoittamisella tarkoitetaan näissä tutkimuksissa sitä, kuinka suuri osa tuotannon (alueellisen BKT:n) vaihtelun vaikutuksesta alueen kuluksiin eliminoituu finanssipoliittisten tai muiden alueiden välisten siirtojen avulla. Tällainen tasaus on toki huomattava, mutta ei kuitenkaan ratkaisevan suuri ja itse asiassa paljon pienempi kuin se osavaltioiden välinen tasaus, joka toteutuu luottomarkkinoiden ja pääomamarkkinoiden kautta (ks. tarkemmin s. 28–30).

Yksi ilmeinen syy liittovaltion suurenkin budjetin rajalliseen tasaus-  
kykyyn on se, että alueiden väliset tulonsiirrot eivät välttämättä reagoi  
merkittävästi taloustilanteiden lyhytaikaisiin vaihteluihin. USA:ssa osa-  
valtioiden välinen budjettitasaus näyttäisi joidenkin arvioiden mukaan  
yltävän vain osavaltioiden oman budjettipolitiikan myötäsyklisyyden  
poistamiseen.<sup>20</sup>

Ääriesimerkki suurten finanssipoliittisten siirtojen tehottomuudesta  
taantumana ja myös pidempiaikaisen taloudellisen alamäen hillinnässä ja  
velkakriisin estämisestä on USA:n itsehallinnollinen alue Puerto Rico.

### **Näin isoa budjettia on tuskin luotavissa euroalueelle**

Se on ajautunut pitkäaikaiseen taantumana ja  
Kreikkaa muistuttaviin maksukykyvaikeuksiin,  
vaikka sen yksityinen sektori saa noin 25 prosent-  
tia BKT:sta vastaavan määrän tulonsiirtoja liitto-  
valtion budjetista samalla kun Puerto Ricon maksamat verot liittovalti-  
on budjettiin ovat 5 prosenttia BKT:sta. Lisäksi Puerto Ricon julkinen  
sektori saa kolmanneksen tuloistaan eli 8 prosenttia BKT:sta vastaavan  
määrän rahoitusta liittovaltiolta.<sup>21</sup>

USA:n ja Saksan liittovaltiobudjetit ovat aivan eri kertaluokkaa kuin  
mitä missään tapauksessa voidaan kuvitella euroalueen yhteiseksi bud-  
jetiksi. Esimerkiksi pienen julkisen sektorin Yhdysvalloissa liittovaltion  
budjetti on noin 20 prosenttia maan BKT:sta, kun Euroopan unionin  
budjetti on noin 1 prosenttia unionin BKT:sta. Edes kaikkein myönteis-  
simmin eurooppalaisen liittovaltion luomiseen suhtautuvat tuskin ku-  
vittelevat, että lähellekään tällaista yhteistä budjettia olisi luotavissa eu-  
roalueelle.

### **Räätälöidyt tasausmekanismit realistisempia, sääntöjen uskottavuus ongelma**

Tästä syystä pohdinta euromaiden välisestä finanssipoliittisesta tasauk-  
sesta on kohdistunut kooltaan pienempiin tasausmekanismeihin, jotka  
on erityisesti suunniteltu riskien jakoon alueiden välillä. Tällöin yhtei-  
nen budjetti koskisi vain alueiden väliseen tasaukseen tarkoitettuja voi-  
mavaroja, ei mitään muuta. Ehdotuksia tällaiseksi euroalueen ”finanssi-  
poliittiseksi kapasiteetiksi” on lukuisia.<sup>22</sup>

Ehdotukset voidaan jakaa kahteen päätyyppiin. Yhtäältä on hahmo-  
teltu erilaisia yleisiä ”pahan päivän rahastoja”, joihin vahvan suhdanne-  
kehityksen maat maksavat maksuja ja joista heikon kehityksen maat saa-  
vat tulonsiirtoja.

Jos rahaston maksujen tulee tasapainottua joka periodi (vuosi), se ta-  
saa vain maiden välisiä suhdanne-eroja. Jos se voi velkaantua ja kerätä  
nettovarallisuutta, se voi tasoittaa myös koko euroalueen suhdannevaihi-  
teluita yli ajan.

Toinen tyyppi ovat ehdotukset euroalueen työttömyysturvajärjestel-  
mästä. Siinä ainakin osa työttömyysturvasta maksetaan yhteisestä ra-

hastosta, johon kaikki maksavat maksuja ja turvaa saadaan suhteellisen työttömyyden tai sen muutoksen mukaan. Kummastakin tyypistä on lukuisia versioita.

Furcerin ja Zdzienickan (2013) tulosten mukaan rahastolla, johon maksettaisiin vuosittain 1½–2½ prosenttia euroalueen BKT:sta, voitaisiin päästä samaa suuruusluokkaa olevaan tuloshokkien keskimääräiseen tasaukseen kuin mihin Saksa ja Yhdysvallat pääsevät isoilla liittovaltion

budjeteillaan ja pääomamarkkinoiden ja luotomarkkinoiden tasauksen kautta.

### **Tällaisesta tasauksesta hyötyisi muiden muassa Suomi**

Eniten tällaisesta tasauksesta hyötyisivät maat, joiden talouskehitys vaihtelee eniten suhteessa euroalueen keskiarvoon. Suomi on yksi tällaisia maita. Myös eräät muut simulointiharjoitukset viittaavat siihen, että tällaiset riskinjakomekanismit voivat periaatteessa tasoittaa toimeliaisuuseroja tuntuvasti.<sup>23</sup>

Tämän suuruusluokan resurssien ohjaus euroalueen kautta kohdennettavaksi tuntuu jo huomattavasti realistisemmalta kuin 20 prosentin yhteinen budjetti. Ongelmaton tällaisenaan tasausmekanismin luominen ei kuitenkaan ole. Jotta tasaus menisi oikeaan kohteeseen, tulisi tietää reaaliaikaisesti, millainen kunkin maan suhdannetilanne kulloinkin on. Tämä ei ole helppoa ja osoittautuukin, että jos tasaus perustetaan reaaliaikaisesti arvioihin suhdannetilanteesta, erilaisten tasausmekanismien teho heikkenee selvästi, useissa laskelmissa alle puoleen.<sup>24</sup>

Toinen ja perustavampaa laatua oleva vaikeus on tasausjärjestelmään väistämättä liittyvä vapaamatkustajaongelma, toisin sanoen kannustimet varautua ongelmiin itse, välttää niiden syntymistä tai päästä niistä ulos heikkenevät. Avainkysymys tällöin on, voidaanko näitä kannustinongelmia hillitä riittävästi niin, että riskinjakomekanismi toimii hyvän vakuutuksen tavoin.

Ongelmien voi kuvitella realisoituvan, kun alun perin tilapäiseksi arvioitu taantuma osoittautuu pysyvämmäksi joko täysin ulkopuolista syistä tai sen vuoksi, ettei tuen kohteena oleva maa ryhdy riittäviin toimiin talouden sopeuttamiseksi. Tällöin jäsenmaalle voi kertyä suuri tukisaldo, jonka maksaminen takaisin ei ole sen paremmin taloudellisesti kuin poliittisestikaan helppoa, vaikka esimerkiksi tuotantokuiluun sidottu siirtomekanismi edellyttäisi takaisinmaksua.

Tuki muodostuu tällöin helposti pysyväksi ainakin siinä mielessä, ettei tulonsiirtoja saanut maa maksa niitä takaisin. Voi myös syntyä suuri poliittinen paine jatkaa vaikeuksissa olevalle maalle tehtäviä siirtoja.

Ennakolta reiluksi ajatellusta vakuutusmekanismista tuleekin solidaarisuutta edellyttävä tulonsiirtojärjestelmä. Juuri tämä on Saksan ja muiden Pohjois-Euroopan maiden keskeinen epäily.

# 5 Muutama lähtökohta euroalueen kehittämiseksi

Havainto, että jopa USA:n kaltaisessa liittovaltiossa osavaltioiden väliset finanssipoliittiset suhdanneluonteiset tasausmekanismit ovat verraten pieniä, herättää kysymyksen, mitkä muut tekijät tukevat rahaliiton vakaata toimintaa. Mikä estää sen, ettei Yhdysvalloissa synny osavaltiokohtaisia taantumia, jotka kärjistyvät ja leviävät osavaltion maksukyvyttömyyden vuoksi, kuten euroalueella on tapahtunut?

## **USA:n opetus: uskottava no-bailout-sääntö ja riskinjako rahoitusmarkkinoiden kautta**

Ensimmäinen erottava tekijä on uskottava no-bailout-politiikka. Liittovaltio tai muut osavaltiot eivät sitten 1840-luvun ole suostuneet ottamaan kantaakseen maksuvaikeuksiin joutuneen osavaltion velkoja.

Tämän seurauksena valtaosalla osavaltioita on verraten tiukka osavaltioiden lainsäädäntöön perustuva tasapainoisen budjetin vaatimus, mikä on pitänyt osavaltioiden velat pieninä. Tämä on vähentänyt maksukyvyttömyyden riskiä, vaikkakaan ei ole sitä poistanut. Muiden muassa Kalifornia on joutunut maksuvaikeuksiin, jolloin se on joutunut dollareiden puutteessa turvautumaan erilaisiin maksusitoumuksiin.

Osavaltioiden pienestä velasta huolimatta markkinakorot ovat reagoineet voimakkaasti osavaltioiden velanhoitovaikeuksiin: vaikeuksissa olevien osavaltioiden korot ovat nousseet nopeasti. Tämä yhdessä tasapainoisen budjetin vaatimuksen kanssa on johtanut osavaltiot harjoittamaan myötäsyklistä politiikkaa eli leikkaamaan nopeasti menoja, kun alijäämä on alkanut kasvaa.

Myötäsyklinen politiikka on sellaisenaan kärjistänyt alueellisia shokkeja, mutta se ei ole dominoinut kehitystä. Osasyynä on aiemmin mainittu liittovaltion harjoittama tasaus. Mutta se ei ole päätekijä, sillä valtaosa osavaltioiden välisten toimeliaisuuserojen tasauksesta on tapahtunut yksityisen sektorin sisällä.

Toinen iso ero Yhdysvaltain ja euroalueen välillä koskeekin juuri pääoma- ja luottomarkkinoiden kautta tapahtuvaa riskinjakoa.

Pääomamarkkinoiden kautta tapahtuvalla riskinjaolla tarkoitetaan sitä, että osavaltion alueella olevan tuotantopääoman omistus on hajautunut isolta osin osavaltion ulkopuolelle, jolloin pääomatulojen lasku tai arvonalennukset eivät heijastu täydellä määrällään alueen tuloihin ja kasyntään.

Luottomarkkinoiden kautta tapahtuva riskinjako tarkoittaa puolestaan osavaltion yksityisen sektorin mahdollisuutta velkaantua tulojen menetyksen tapauksessa. Luotonsaannin suhteellinen ongelmattomuus

nojaa siihen, ettei osavaltiokohtainen luotontarjonta supistu ainakaan voimakkaasti osavaltion kasvun heiketessä.

---

**Euroalueella markkinoiden kautta tapahtuva riskinjako on selvästi vähäisempää**

Pääomamarkkinoiden ja luottomarkkinoiden kautta tapahtuvan riskinjakon ansiosta osavaltio-

kohtaiset shokit ei ole aiheuttaneet suuria kerrannaisvaikutuksia Yhdysvalloissa. Eri tutkimusten mukaan yli 60 prosenttia osavaltiokohtaisista tuloshokeista tasoittuu juuri näiden kahden kanavan kautta tapahtuvan riskinjakon ansiosta. Euroalueella yksityisten markkinoiden kautta tapahtuva riskinjako on selvästi vähäisempää, arviolta alle 40 prosenttia.<sup>25</sup>

Se, että pääoma- ja luottomarkkinat kykenevät jakamaan näin hyvin osavaltiokohtaisia riskejä perustuu pääoma- ja luottomarkkinoiden vahvaan integraatioon USA:n sisällä, ”pääomamarkkinaunioniin” ja ”pankiunioniin”. Yhteiset instituutiot ovat monin tavoin tukeneet pääomien hajautunutta omistusta.

Tärkeä asia on se, että vaikka Yhdysvalloissa rahoitusvaikeuksissa olleiden osavaltioiden korot ovat nousseet, nousu ei ole heijastunut kyseisten osavaltioiden yksityisen sektorin korkotasoon. Osaksi tämä johtuu siitä, että osavaltion yksityissektorille luottoa tarjoavalla pankkijärjestelmällä ei ole ollut osavaltion velkapapereita hallussaan.

---

**Osavaltioiden ja rahoitussektorin välillä ei ole keskinäisriippuvuutta**

Tuore tutkimus korostaa myös sitä, että Yhdysvaltain lainsäädäntö on tehokkaasti rajoittanut vaikeuksiin joutuneita osavaltioita puuttumasta yksityisen sektorin rahoitussopimuksiin, joten ei ole tarvinnut esimerkiksi pelätä, että osavaltioiden välisille varojen siirroille asetettaisiin rajoituksia tai osavaltio voisi estää talletusten nostamista.<sup>26</sup>

Toisaalta yhteinen valvonta, kriisintarkaisu ja talletussuoja ovat rajoittaneet osavaltion pankkisektorin vaikeuksien heijastumista alueelle kohdistuvaan luotontarjontaan ja erityisesti osavaltion julkisen sektorin velkaan. Osavaltioiden ja osavaltion taloutta palvelevan rahoitussektorin välillä ei siten ole keskinäisriippuvuutta kumpaankaan suuntaan.

Osavaltioiden ja niiden yksityisen sektorin rahoituksen saatavuudella ja hinnalla ei ole ollut mitään tekemistä toistensa kanssa. Tämä on olenainen ero suhteessa euroalueeseen, jossa valtioiden ja yksityisen sektorin maksuvaikeudet ovat vahvistaneet toisiaan.

Kolmas aluekohtaisiin shokkeihin sopeutumista tukeva seikka on työvoiman liikkuvuus. Vaikka alueellinen liikkuvuus näyttäisi USA:ssa heikentyneen viime vuosikymmeninä, se on yhä tuntuvasti suurempaa kuin Euroopassa. Tämän seurauksena selvästi pienempi osa työvoiman kysynnän heikentymisestä ilmenee työttömyyden nousuna ja työmarkkinoille osallistumisen laskuna Yhdysvalloissa kuin Euroopassa.<sup>27</sup>

Työvoiman liikkuvuuden hyöty ei kuitenkaan ole niin suuri tai kaikissa tilanteissa pätevä kuin usein oletetaan. Väestön poismuutto ei välttämättä helpota alueen tilannetta, koska muutto merkitsee myös kysynnän heikentymistä.<sup>28</sup>

### **EKP on ottanut pidemmälle menevän roolin kuin Fed**

Kiinnostava seikka on, että keskuspankin asema maksuvalmiuden turvaajana ei poikkea Yhdysvaltojen osavaltioiden osalta siitä, mikä EKP:lla (eurojärjestelmällä) on euroalueella. Kummassakin tapauksessa keskuspankki toimii pankkien maksuvalmiuden takaajana maksukykyisiksi arvioituille pankeille koko alueella. Kummassakaan tapauksessa keskuspankki ei lähtökohtaisesti suoraan turvaa (osa)valtioiden maksuvalmiutta.

EKP on itse asiassa ottanut tässä suhteessa OMT-lupauksen myötä pidemmälle menevän roolin kuin Fed, joka kriisin aikanakaan ei ole ostanut tai lupautunut ostamaan osavaltioiden velkapapereita. Tässä mielessä keskuspankin rooli ei kykene selittämään USA:n osavaltiokohtaisten toimeliaisuusvaihteluiden suhteellista ongelmattomuutta.<sup>29</sup>

### **Valtioiden velkajärjestely on mahdollinen, riskeistä huolimatta**

On tavallaan paradoksaalista, että Euroopassa on suhtauduttu hyvin kriittisesti valtioiden velkajärjestelymekanismin luomiseen. Onhan perussopimuksen no-bailout-artiklan toimivuuden edellytys se, että maa voi jättää velkansa maksamatta: vain tämän uhan vallitessa velanantajilla on intressi rajoittaa jäsenmaan liiallista velkaantumista, eli vain tällöin tavoiteltu markkinakuri toimii. Velkataakan järjestäytyneen alentamisen voi taas olettaa seurauksiltaan vähemmän haitalliseksi kuin velallisen yksipuolisen ilmoituksen maksukyvyttömyydestä.

### **Valtioiden velkajärjestelyjä on tehty kymmenittäin**

Euroopan kielteinen suhtautuminen velkajärjestelyyn asettuu omituiseen valoon myös, kun muistetaan, että valtioiden velkaongelmien hallitsemiseen erikoistunut IMF on pitänyt velkajärjestelyä normaalina menettelynä pahojen valtionvelkaongelmien ratkaisemisessa. Valtioiden maksukyvyttömyyslanteita ja velkajärjestelyjä on myös tapahtunut kymmenittäin.<sup>30</sup>

Aiemmin on jo ollut esillä kolme syytä, miksi euroalueen kriisin puhjettua vuonna 2010 valtion ajautumista maksukyvyttömyyteen ja myös velkojen järjestäytyntä leikkaamista ei haluttu hyväksyä: pelko Lehmanin kaatumista seuranneen kaltaisesta rahoitusmarkkinareaktiosta, eräiden maiden pankkien suojeleminen ja ideologia.

Näistä rahoituskaaokseen johtavan ketjureaktion pelkoa on vaikea pitää huonona perusteena. Toisin kuin aiemmissa maksukyvyttömyys-tilanteissa, nyt oli kyse pitkälle integroituneen valuutta-alueen sisäisestä asiasta, jolloin vaikutukset muihin maihin voidaan olettaa suuremmiksi kuin aiemmissa tyyppillisissä velkajärjestelytilanteissa.

Lisäksi Lehmania seuranneesta rahoitusmarkkinoiden sydämenpysähdyksestä oli vain 1½ vuotta, eurovaltion velkajärjestelylle ei ollut etukäteen mietittyä ja tiedossa olevaa menettelytapaa eikä muiden maiden suojaksi ollut olemassa mitään turvajärjestelmiä. Jälkikäteenkin on kuitenkin vaikea sanoa, kuinka pahoja seurausvaikutuksia Kreikan velkajärjestelystä toukokuussa 2010 olisi ollut.

Kolme myöhempää episodina antaa jossain määrin tietoa velkajärjestelyn mahdollisista seurausvaikutuksista muihin euromaihin ja koko euroalueen rahoitusvakauteen.

Lokakuussa 2010 liittokansleri Merkel ja presidentti Sarkozy ilmoittivat yllättäen, että tulevaisuudessa euromaiden velkojen järjestelyn tulee olla mahdollista ja että vuodesta 2013 lähtien kaikkiin valtioiden velkakirjoihin olisi tästä syystä sisällytettävä yhteistoimintalauseke (collective action clause). Se vähentäisi yksittäisten velkojen mahdollisuutta estää velkojen enemmistöä sopimasta velallisen kanssa velkataakan helpottamisesta.

Ilmoituksen seurauksena ongelmamaiden valtionlainojen korot nousivat. Monet katsoivat tämän osoittavan velkajärjestelyjen vaarallisuuden.

Tarkempi analyysi kuitenkin osoittaa, ettei ilmoitukseen liitettävissä oleva korkoerojen nousu ollut kovin suurta: niin sanottujen ongelmamaiden korkoero Saksaan nähden kasvoi keskimäärin vain 0,5 prosenttiyksikköä, josta valtaosa tuli Kreikan korkoeron kasvusta (0,7 prosenttiyksikköä).<sup>31</sup>

Toinen tärkeä episodi on Kreikan velkajärjestely, josta alun perin ilmoitettiin heinäkuussa 2011 ja joka täsmentyi helmikuussa 2012. Ongelmamaiden korot nousivat samoihin aikoihin merkittävästi. Missä määrin tämä heijasti juuri Kreikan velkajärjestelyn vaikutusta muihin maihin, on vaikeampi sanoa.

Vaikutuskanavia on periaatteessa kolme. Yksi ovat suorat saneerauksen kohteena olevan maan velkojille aiheutuvat tappiot, jotka heikentävät muiden maiden pankkien ja muiden sijoittajien asemaa ja edelleen valtion luottokelpoisuutta. Toiseksi yhden maan velkasaneeraus indikoi poliittisten päättäjien valmiudesta soveltaa tällaista dramaattista ratkaisua: velkasaneeraus ei ole enää tabu vaan aidosti mahdollinen asia, jolloin muiden haavoittuvien maiden todennäköisyys turvautua samaan menettelyyn kasvaa. Kolmanneksi Kreikan kriisin uusi kärjistyminen saattoi havahduttaa velkojat arvioimaan uudelleen myös muiden maiden talouden tilannetta ja maksukykyä.

Vaikutusten jakaminen näiden kanavien kesken on vaikeaa, mutta on jonkin verran näyttöä siitä, että nimenomaan käsitystä poliittisten päättäjien halukkuudesta turvautua velkasaneeraukseen arvioitiin uudelleen Kreikan saneerauksen lähestyessä ja toteuduttua.<sup>32</sup> Kreikan velkajärjestely lisäsi siis pelkoa vastaavasta menettelystä muissa maissa, vaikka Kreikan tapauksen poikkeuksellisuutta korostettiin kerta toisensa jälkeen.

Kolmas kiinnostava episodi oli Kyproksen velkasaneeraus vuonna 2013. Tällä ei ollut sanottavia vaikutuksia muiden maiden korkotasoon.

Nämä havainnot viittaavat siihen, että euromaan velkasaneerauksella voi olla välittömiä kielteisiä vaikutuksia muiden valtioiden ja myös yksityisen sektorin rahoituksen hintaan. Kyse ei kuitenkaan välttämättä tai edes todennäköisesti ole samanlaisesta rahoitusmarkkinoiden sydämenpysähdyksestä, joka koettiin Lehmanin romahduksen jälkeen.

Seurauksien voi olettaa riippuvan ainakin kolmesta tekijästä: maiden taloudellisesta tilanteesta (erityisesti julkisen talouden velkatasosta), saneerattavan maan velkojen määrästä ja jakautumisesta sekä muiden maiden maksuvalmiusvaikeuksien torjuntaan tarkoitettujen tukijärjestelmien uskottavuudesta.

Kaikki nämä tekijät olivat suotuisammassa asennossa Kyproksen velkasaneerauksen yhteydessä kuin Kreikan tapauksessa: taloustilanne oli jonkin verran parempi, muilla euromailla (pl. Kreikka) ei ollut sanottavasti saamia Kyprokselta tai sen pankeilta ja 2013 muiden maiden tukena oli sekä pysyvä rahoitusvakausmekanismi EVM että erityisesti EKP:n OMT-lupaus.

Itse kohdemaan kannalta velkajärjestely on lähtökohtaisesti myönteinen asia, koska se vähentää maan velkataakkaa. Ongelmat liittyvät ennen kaikkea periodiin, jolloin järjestelyn tai vaihtoehtoisesti järjestäytymättömän maksukyvyttömyyden todennäköisyys nousee.

Tämä johtaa pääomapakoon ja äärimmilleen rahoitussektorin halvautumiseen, kuten Kreikassa äskettäin kävi. Lisäksi ongelmana ovat järjestelyn vaikutukset pankkisektoriin, joka saattaa kärsiä isoja tappioita valtionlainoista.

Velkojen menetykset lisäävät aina investoijien pelkoa siitä, että näin käy myös tulevaisuudessa, mikä vaikeuttaa maan rahoituksen hankintaa saneerauksen jälkeen. Tämä on toisaalta juuri se ennalta ehkäisevä markkinakurimekanismi, joka rajoittaa liiallista velkaantumista tulevaisuudessa. Kokemus joka tapauksessa osoittaa, että velkansa maksamatta jättänyt maa on yleensä päässyt lainamarkkinoille varsin pian ja talouskasvu on yleensä ollut sen jälkeen nopeaa.<sup>33</sup>

Ongelmia voidaan lievittää tekemällä velkajärjestelymenettelystä mahdollisimman nopea, toteuttamalla se riittävän suurena jotta epävarmuus velkakestävyyydestä poistuu, vähentämättä pankkisektorin valtionvelkariskejä ja pääomittamalla pankit järjestelyn yhteydessä riittävästi

**Velkansa maksamatta jättänyt maa on yleensä päässyt lainamarkkinoille pian**



sekä ylipäättään tekemällä järjestelyprosessista ennakoitavissa oleva ja selkeä.

Kaiken kaikkiaan vaikuttaa taloudellisin perustein mahdolliselta ottaa velkajärjestely yhdeksi osaksi velanhoidovaikeuksiin joutuvien euro maiden kriisinratkaisua. Uskottava ja tehokas velkajärjestelymekanismi

---

**Tehokas velkajärjestelymekanismi auttaa ongelmien hoitamisessa ja ennalta ehkäisevästi**

auttaa paitsi toteutuvien ongelmien hoitamisessa myös ennalta ehkäisevästi: kun tiedetään, että ylivelkaantuneen maan velkoja voidaan leikata tavalla tai toisella ilman pahoja rahoitusvakausseurauksia, velanantajil-

la on kannustin välttää liiallisen velan antamista. Markkinakuri toimii niin kuin sen on tarkoitettu toimivan.

Velkojan vastuun toteuttaminen valtionlainojen osalta olisi täysin sopusoinnussa sen kanssa, että EU:ssa on jo hyväksytty pankkien velkojen osallistuminen tappioiden kantamiseen pahoissa pankkiongelmassa.

Velkajärjestelyn riskien minimoimiseksi mekanismi on luonnollisesti suunniteltava hyvin ja ideaalisesti se olisi otettava käyttöön taloudellisessa tilanteessa, jossa riskit jäsenmaiden pikaisesta joutumisesta maksukykyvaikeuksiin ovat pieniä. Kun useat euromaat ovat yhä hyvin velkaantuneita, järjestelmän välitön käyttöön otto on epäilemättä vaikeaa.

### **Moraalikadon hillintä edellyttää merkittävää jäsenmaiden kontrollia**

Edellä on todettu, että jäsenmaiden laaja yhteinen vastuu veloista ja finanssipolitiikka, joka tasaa maiden välisiä toimeliaisuuseroja, olisi sellaisenaan hyväksi rahaliiton vakaalle toiminnalle. Erimielisyyttä on toki siitä, kuinka hyödyllisiä tällaiset riskienjakomekanismit tasausmielessä ovat; tutkimus ei anna asiaan täsmällistä vastausta.

Paljon suurempi erimielisyys koskee kuitenkin sitä, millaisia haittavaikutuksia julkistaloutta koskevalla riskinjoolla on ja voidaanko haittoja tehokkaasti estää. Nämä haittavaikutukset kietoutuvat yhteisvastuun aiheuttamiin huonoihin kannustimiin, moraalikatoon (moral hazard).

---

**Huonojen kannustimien syntymistä voidaan hillitä kahdella tavalla**

Jos riskinjakojärjestelmä vakauttaa maan talouskehitystä, maalla itsellään on pienempi tarve toteuttaa vakautta tukevaa politiikkaa, varautua shokkeihin ja parantaa sopeutumiskykyään. Maat, joiden oma talous on paremmassa kunnossa ja jotka kokevat

hoitaneensa julkista talouttaan vastuullisesti ja harjoittaneensa viisasta rakennepolitiikkaa, pelkäävät muiden siirtävän huonon taloudenpidon riskejään parempien maiden kannettavaksi ja ehkä heikentävät myös koko euroalueen taloutta.

Huonojen kannustimien syntymistä voidaan periaatteessa hillitä kahdella tavalla, kuten yleensäkin vakuutusjärjestelyissä: omavastuulla ja päätösvalan rajoituksilla sekä ennakolta että yhteisvastuun realisoitu-

misen yhteydessä. Ehdollinen rahoitustuki on yhteisvastuun muoto, jossa kumpikin keino on ollut vahvasti käytössä.

Rahoitustukea on myönnetty vasta kun jäsenmaa on joutunut selviin rahoitusvaikeuksiin, pienemmistä ongelmista jäsenmaan on tullut selvittää itse. Lisäksi tuen ehtona ovat olleet tiukat sopeutusohjelmat. EVM-sopimus asettaa myös selvän ennakkoehdon: tukea saavan jäsenmaan on täytynyt saattaa finanssipoliittisen sopimuksen määräykset kansalliseen lainsäädäntöön.

### **Ongelma on kuitenkin tehtyjen sääntöjen uskottavuus**

Varsinaiseen finanssipoliittikkaan liittyviin riskinjakomekanismeihin voidaan ajatella liitettävän kumpiakin turvajärjestelyitä. Tasausmekanismi voidaan periaatteessa rakentaa niin, että vain riittävän suuri tuotannon poikkeama potentiaalistaan (suhteessa euroalueen keskiarvoon) tai työttömyysasteen poikkeaminen euroalueen keskimääräisestä työttömyydestä johtaa tasausmaksuun.<sup>34</sup>

Samoin voidaan periaatteessa asettaa tiukempia vaatimuksia sille, millaista finanssipoliittikkaa ja yleensä talouspolitiikkaa tasausmekanismiin piiriin kuuluva jäsenmaa voi yleensä harjoittaa ja myös miten sen pitää erityisesti toimia, jos se saa tasausmekanismin kautta tukea.

Finanssipoliittikkaan liittyvissä turvajärjestelyissä ongelma on kuitenkin tehtyjen sääntöjen uskottavuus. Tämä koskee sekä tasausmekanismien soveltamista että talouspolitiikalle asetettavia yleisiä rajoituksia.

Kokemuksen valossa on vaikea varmistua siitä, että ennakoita reiluksi ajateltu vakuutusjärjestelmä tositilanteessa jää sellaiseksi. Paine hyväksyä pysyviä tulonsiirtoja rahoitusvakausriskien vähentämiseksi ja ehkä myös solidaarisuuden nimissä on suuri.

Vakaus- ja kasvusopimusta ei tunnetusti ole noudatettu kovin hyvin. Lähinnä Saksan vaatimuksesta vakaus- ja kasvusopimuksen valvontaa on nyt tiukennettu niin pitkälle kuin voimassa oleva perussopimus sallii ja vastaavat säännökset on finanssipoliittisen sopimuksen myötä kirjattu jäsenmaiden kansallisiin lakeihin.

Uusienkin sääntöjen tulkinta on ollut varsin joustavaa. Tämä on luultavasti ollut järkevää lyhyen ajan talouskehityksen kannalta, mutta se on samalla heikentänyt sääntöjen uskottavuutta.

Finanssipoliittisen yhteisvastuun laajentaminen niin, että se pitäisi sisällään maiden välisiä enemmän tai vähemmän automaattisia tasausjärjestelmiä tai valtionlainoja koskevaa suoraa yhteisvastuuta, edellyttäisi nykyistä selvästi suurempia rajoituksia jäsenmaiden talouspolitiikalle, toisin sanoen vallan siirtämistä jäsenmailta euroalueen tasolle. Tämä ei ole helppoa.

## **Eurooppa ei kypsä keskitetylle finanssipoliittikan päätöksenteolle**

Euroalueen suurilla mailla – Saksalla ja Ranskalla – on hyvin erilaiset näkökulmat euroalueen finanssipoliittikkavaltuuksien lisäämiseen. Saksa on valmis finanssipoliittisen vallan siirtoon euroalueelle, kun valalla tarkoitetaan finanssipoliittista kurinalaisuutta tukevien sääntöjen parempaa toimeenpanoa. Se haluaa minimoida paitsi yhteisvastuun siinänsä myös harkinnanvaraisen finanssipoliittisen vallan antamisen euroalueelle. Laajempaa yhteisvastuuta kannattava Ranska taas tukee harkinnanvaraista päätösvaltaa, mutta suhtautuu selvästi nihkeämmin sääntöjen tiukempaan toimeenpanoon.

Toisaalta kumpikin maa myös luottaa varsin pitkälle siihen, ettei mikään euroalueen päätösmekanismi voi kävellä niiden yli olennaisissa finanssipoliittikka-asioissa.<sup>35</sup> Tämä saattaa auttaa yhteisen näkemyksen muodostamista näiden maiden kesken,

mutta ei välttämättä helpota pienempien valtioiden myötävaikutusta.

### **Merkittävä toimivallan siirto vaatii perussopimuksen muutosta**

Merkittävä finanssipoliittisen toimivallan siirto edellyttää perussopimuksen muu-

tosta. Tähän tarvitaan jäsenmaiden yksimielinen päätös ja useassa maassa myös kansanäänestys.

Kokemuksen valossa perussopimuksen muuttamisen onnistuminen lähivuosina näyttää hyvin epätodennäköiseltä. Kysymys kuuluu, onko Kreikan uusi kriisi ja sen yhteydessä uudella tavalla esille tullut mahdollisuus jäsenmaan euroerosta sellainen sysäys, joka lisäisi halukkuutta tämännäytäisiin uudistuksiin.

Kysymys on vaikea, mutta arvioni on, ettei Kreikan kriisin uusi vaihekaan johda sellaiseen poliittisten näkemysten muutokseen, joka mahdollistaisi pitkään aikaan perussopimuksen muutoksen finanssipoliittisen vallan siirtämiseksi euroalueelle. Tämä arvio perustuu yhtäältä siihen, että Kreikka koetaan erikoistapaukseksi ja kun kriisipoliittikka on muiden maiden osalta toiminut ainakin kohtuullisesti, tarvetta isoihin muutoksiin ei ehkä sittenkään koeta kovin suureksi.

Vielä tärkeämpää kuitenkin on, että kansalaisten valtaenemmistö koee itsensä yhä ensi sijassa kansallisvaltionsa jäseniksi ja vasta toissijaisesti eurooppalaisiksi<sup>36</sup>. Kansalaisten luottamuksen ja solidaarisuuden ensisijainen kohde ovat oman maan kansalaiset. Siksi on vaikea nähdä, että kansalaiset yleisesti ottaen haluaisivat luovuttaa ainakaan merkittävää osaa kansallisvaltion ydintoiminnasta eli julkisista menoista ja veroista päättämistä euroalueen tasolle.

Euroopan integraatio ei toki ole edennyt kansalaisvetoisesti vaan poliittisen eliitin johdolla. Kun yhdentymiseen lämpimimminkin suhtautuvien parhaana pitämälle isolle hypylle federalistiseen Eurooppaan ei ole löytynyt riittävää poliittista kannatusta, integraatioaskeleita on otettu asteittain.

Integraation asteittaiseen etenemiseen on liittynyt ainakin osin tietoinen ajatus siitä, että yksi askel luo välittömien hyötyjensä ohella ongelmatilanteita, joiden ratkaisemiseen tarvitaan uusia integraatioaskeleita.<sup>37</sup> Euroopan integraatio kehittyy siis ennen kaikkea kriisien kautta.

Saman logiikan mukaan rahaliiton voidaan nyt katsoa edellyttävän finanssipoliittisen vastuun ja vallan siirtoa euroalueen tasolle.

Spolaore (2015) argumentoi kuitenkin mielestäni uskottavasti, että tällainen askel askeleelta -integraation toteuttaminen muuttuu sitä hankalammaksi, mitä enemmän on kyse sellaisia julkishyödykkeitä koskevan päätösvallan siirtämisestä, joiden suhteen kansalliset preferenssit poikkeavat toisistaan paljon. Julkisten menojen ja verotuksen suhteen tällaiset preferenssierot voidaan olettaa suuriksi.

Voisi jopa väittää, että eurokriisin eri vaiheissa toteutetut, sinänsä välttämättöminä pidettävät yhteisvastuuta ja kollektiivista päätöksentekoa lisänneet toimet ovat herkistäneet kansalaiset monissa maissa vastustamaan kaikenlaista lisäintegraatiota.

Uudistukset koetaan ”salamitaktiikaksi”, jossa akuutin ongelman helpottamiseksi muutetaan toistuvasti pelisääntöjä niin pienin askelein, ettei yksittäistä muutosta voi sinänsä pitää merkittävänä, mutta jonkin ajan kuluttua ollaan kokonaan uudessa tilanteessa. EU-vastaisten poliittisten puolueiden lisääntyneen kannatuksen voi tulkita reaktioksi asteittaista integraatiotapaa kohtaan.

Kriisipolitiikka on samalla ollut omiaan vahvistamaan kansakuntien välisiä ennakkoluuloja ja stereotyyppioita. Pohjois-Euroopassa on vahvistunut käsitys Välimeren maiden kyvyttömyydestä tai haluttomuudesta vastuulliseen talouspolitiikan hoitoon. Vastaavasti Välimeren maissa Pohjois-Euroopan maita pidetään yhä enemmän ahtaan oman edun tavoittelijoina ja epäsolidaarisina.

Samalla erityisesti Kreikassa, mutta osin muissakin rahoitustukea saaneissa maissa, tukeen liittyvä ehdollisuus ja sen valvonta on koettu nöyryyttäväksi. Jakolinjat euromaiden kesken ovat syventyneet tavalla, jonka voi olettaa vaikeuttavan yhteisymmärryksen löytymistä institutionaalisista uudistuksista.

---

### **Jakolinjat euromaiden kesken ovat syventyneet**

# 6 Millä tavoin EMUa siis olisi kehitettävä?

Edellä esitettyjen näkökohtien valossa euroalueen instituutioiden kehittämisen pitäisi mielestäni rakentua seuraavien lähtökohtien varaan:

1. Euroalueen rahoitusvakaudesta ja sen keskeisenä osana maksukykyisten valtioiden maksuvalmiudesta tulee voida huolehtia uskottavilla järjestelyillä kaikissa oloissa. Näiden rahoitustukijärjestelyiden peruselementit (EVM ja EKP:n toimet) ovat olemassa, mutta ne vaativat kehittämistä.
2. Maksukyvyttömiä valtioiden ja pankkien velkataakkaa on voitava keventää tavalla, joka ei johda pahoihin rahoitusmarkkinahäiriöihin. Vain tällöin velkojanvastuu on uskottava ja luo aitoa markkinakuria liiallisen velkaantumisen välttämiseksi. Tämä vaatii mekanismin luomista valtioiden järjestynyttä velkajärjestelyä varten, mikä on suuri muutos nykytilanteeseen verrattuna. Pankkien osalta velkojanvastuun periaate on jo hyväksytty, mutta hyvän toteutuksen varmistaminen vaatii monenlaisia toimia.
3. Euroalueen shokkiensietokykyä, resilienssiä, on vahvistettava pääoma-, luotto- ja työmarkkinoiden kautta tapahtuvaa sopeutumista parantamalla. Tämä vaatii instituutioiden kehittämistä usealla tavalla sekä euroalueen tasolla että jäsenmaissa. Keskeinen osa on pankkien ja valtioiden kohtalonyhteyden katkaiseminen, johon tarvitaan sekä pankkiunionia että pankkien valtionriskien vähentämistä.
4. Maiden välistä yhteisvastuuta ja riskinjakoa tarvitaan valtioiden ja pankkien maksuvalmiutta turvaavien järjestelmien uskottavuuden varmistamiseen, eräänlaisena rahoitusvakauseroiksi koskevana katastrofivakuutuksena. Tällainen riskinjako on jo tosiasiaa olemassa, mutta sen määrä, muoto ja sitä määrittävät säännöt tarvitsevat selkeyttämistä.
5. Finanssipoliittista riskinjakoa ei tulisi ulottaa katastrofivakuutusta pidemmälle normaalimpien toimeliaisuuserojen tasaamiseen maiden välillä. Tällaisten tasausmekanismien hyöty on rajallisempi kuin samalla kun niihin liittyviä kannustinongelmia on vaikea hallita poliittisesti hyväksyttävissä olevalla finanssipoliittisen su-

vereniteetin siirrolla jäsenmailta euroalueen tasolle. Tasaukseen liittyvät ristiriidat mahdollisista pysyvistä tulonsiirroista myrkyttävät jäsenmaiden suhteita.

6. Jäsenmaiden finanssipolitiikan ensisijaisena päämääränä tulisi olla julkisen talouden kestävydestä huolehtiminen ja korkeaksi nousseiden velkatasojen alentaminen niin, että julkisessa taloudessa on pelivaraa myös elvyttävään politiikkaan silloin kun sille on tarvetta. Lisäksi olisi pyrittävä vahvistamaan finanssipolitiikan koordinaatiota niin, että jäsenmaat ottaisivat omassa politiikassaan toteutunutta paremmin huomioon euroalueen yhteiset intressit.

### **Yhteisvastuuta rajattava ja täsmennettävä**

Vaatus siitä, että valtioita koskevat rahoitustukijärjestelyt ovat uskottavia, edellyttää, että jäsenvaltiot ovat yhteisesti valmiit riittävässä määrin kantamaan rahoitustukioperaatioihin liittyviä riskejä. Toisaalta tämän yhteisvastuun aiheuttamat kannustinongelmat on pystyttävä hallitsemaan. Myös päätöksenteko yhteisvastuun laajuudesta ja luonteesta täytyy olla sillä tavoin avointa, selkeää ja demokraattista, että yhteisvastuun hyväksyttävyyttä ei vaarannu.

Euroalueen rahoitustukijärjestelyt ovat riittäneet ongelmamaiden tarvitseman maksuvalmiustuen hoitamiseen. Edes Kreikan ohjelman epäonnistuminen ei johdu siitä, että Kreikka ei olisi saanut riittävästi rahoitustukea.

Varsinaiset rahoitustukijärjestelmät (ERVV ja EVM) eivät sen sijaan osoittautuneet riittäviksi laajemmin eurovaltioiden maksukykyongelmia koskevien epäilysten rauhoittamiseksi. Tähän tarvittiin EKP:n iso sinko eli OMT-lupaus ja EKP:n hyvin laaja maksuvalmiustuki euromaiden pankkisektorille.

Nykyinen järjestely on kuitenkin ongelmallinen usealla tavalla. Ensinnäkin, kriisinhallintaa koskeva päätöksenteko on hidasta, mikä sal-

lii ongelmien paisua ja aiheuttaa enemmän kustannuksia menetettynä tuotantona kuin olisi välttämätöntä ja samalla lisää velkojen kokonaisriskejä.

Hidas päätöksenteko aiheutuu pitkälti juuri riskien jakautumista koskevasta poliittisesta väännöstä: tuen antajat pelkäävät joutuvansa maksuvelle ja saajat vastaavasti kantamaan kohtuutonta taakkaa koko euroalueen rahoitusvakauden turvaamisesta.

Toiseksi ERVV:n/EVM:n rahoitustuen luonne on jäänyt hämäräksi. Tuki on lainaa, mutta on mitä suurimmassa määrin epäselvää, kuinka suuria riskejä rahoitustukisaamisiin liittyy.

Samalla velkojanvastuu on epämääräinen. Se perustuu juridisesti lähinnä EVM-sopimuksen johdannon toteutumukseen, että ”IMF:n käytän-

**Epämääräinen velkojanvastuu pitää no-bailout-politiikan uskottavuuden heikkona**

nön mukaisesti yksityisen sektorin riittävää ja suhteutettua osallistumista harkitaan poikkeustapauksissa silloin, kun vakaustukea myönnetään ehdollisena siten, että se sidotaan makrotaloudelliseen sopeutusohjelmaan”. Yhdessä toteutetun tukipolitiikan luomien ennakkotapausten kanssa tämä pitää no-bailout-politiikan uskottavuuden ja siten myös markkinakurin heikkona.

Kolmanneksi rahoitusvakauden turvaaminen nojaa EKP:n toimiin tavalla, joka yhtäältä antaa EKP:lle sellaista valtaa, jota on vaikea perustella demokraattisen poliittisen kontrollin ulkopuolella olevalle taholle. Toisaalta se altistaa EKP:n poliittiselle painostukselle, mikä puolestaan on ongelmallista sen perustehtävän riippumattoman hoitamisen kannalta.<sup>38</sup>

Ongelmat liittyvät läheisesti siihen, onko epäluottamuksen kohteeksi ja maksuvaikeuksiin ajautunut valtio (tai pankki) maksukyvytön (insolvent). Jos valtio on maksukykyinen (velkataakka kestävällä tasolla), ei ole suurta ongelmaa myöntää tilapäistä rahoitusta tilanteessa, jossa rahoitusmarkkinat sitä syystä tai toisesta eivät tarjoa valtion todellisen maksuvyvyn huomioon ottaen järkevään hintaan.

Juuri tällainen on keskuspankin klassinen pankkien hätärahoittajan tehtävä: tarjota riittävästi likviditeettiä hyvää vakuutta vastaan ehdoilla, jotka eivät kannusta velallispankkia hätärahoituksen tarpeettomaan käyttöön. Ongelma on pelko siitä, että valtio on tosiasiaa maksukyvytön, jolloin rahoitustuki aiheuttaa sen antajalle tappiota.

Maksukykyisyyden määrittäminen on vaikeaa, kuten olemme nähneet. Erityisesti se on vaikeaa valtioiden kohdalla, jolloin kyse pitkälti on poliittisen järjestelmän kyvystä viedä läpi sellaiset toimet, jotka varmistavat valtiolle riittävät resurssit veloista huolehtimiseen.

Valtioiden on myös poliittisesti vaikeaa antaa vakuuksia velalle, ainakaan uskottavasti. Rahoitustukipäätöksen yhteydessä onkin vastattava kahteen kysymykseen: (1) mitä tehdään, jos valtio arvioidaan maksukyvyttömäksi ja (2) miten varaudutaan maksukykyä koskevaan virhearvioon?

Järkevä ja IMF:n vakiintuneen käytännön mukainen menettely maksukyvyttömyystilanteessa on pienentää velkataakkaa velkojien kustannuksella. Velkajärjestelyn toteuttamiseen ei kuitenkaan euroalueen vakausmekanismeissa ole kunnolla varauduttu. Ongelma on haluttu mie-

luummin sivuuttaa olettamalla, että maa on maksukykyinen, vaikka suurta varmuutta asiasta ei ole ollut.

Virhearvioon on tavallaan varauduttu EVM:n pääomapuskurilla. Kun pääomapuskuri on poliittisista syistä jäänyt pieneksi, ratkaisuksi on tullut EKP:n rahoitustukilupaus valtiolle sekä tosiasiaa myös EKP:n välillinen tuki ongelmamaan pankkijärjestelmän rahoituksen kautta maksuvaikeuksissa olevalle valtiolle.

---

**Rahoitusvaikeuksiin joutuneelle valtiolle voitaisiin tehdä velkakestävyysarvio**

Nykyjärjestelmän ongelmia voitaisiin lieventää, ehkä jopa olennaisesti, jos rahoitusvaikeuksiin joutuneelle valtiolle tehtäisiin velkakestävyysarvio ankarin kriteerein ja kestävämmä päätelmän tapauksessa velkataakkaa kevennettäisiin niin, että se suurella varmuudella muodostuu kestäväksi. Liiallisen velka-armahduksen välttämiseksi osa velkahelpotuksesta voitaisiin toteuttaa vaihtamalla velka sellaiseksi, jonka arvo riippuu talouden tulevasta kasvusta ja siten toteutuvasta velanmaksukyvystä.

Jos velkahelpotukseen ei rahoitusvakaussyistä kerta kaikkiaan voida mennä, taakka olisi perusteltua avoimesti jakaa kaikkien (myös velkojamaiden) kesken jonkin selvän periaatteen mukaisesti. Tätä varten olisi hyvä olla selkeä menettely, jonka luonteva lähtökohta olisi EVM:n pääomaosuusien mukainen taakanjako.

Jos velkajärjestely olisi pääsääntö rahoitustukiratkaisujen yhteydessä, nykyisen kokoinen jäsenvaltioiden yhteisvastuusitoumus riittäisi selvästi isompien kriisien hoitamiseen kuin nykyään: rahoitustukea tarvittaisiin vähemmän ja sen luottoriski olisi pienempi.

Samalla tarve EKP:n OMT-lupauksen kaltaiselle tuelle vähenisi. Samoin, kun ongelmamaiden valtionpapereiden riskisyys vähenisi, myös todennäköisyys siitä, että EKP joutuisi tekemään päätöksen pankkien hätärahoituksen lopettamisesta kelvollisten vakuuksien puutteen takia pieneni.

Velkajärjestelyn säännönmukainen kytkeminen ei kuitenkaan poistaisi tarvetta valtioiden rahoitustukea koskevaan yhteisvastuuseen sen paremmin EVM:n kautta kuin epämääräisemmin EKP:n kautta. Vaikka velkojanvastuun toteuttamisella voidaan riskejä pienentää, on aina mahdollista, että jäsenvaltio ei pysty selviytymään veloistaan rahoitustuen antajalle. Selvästi lausuttu varautuminen tähän lisää rahoitustukimekanismien uskottavuutta ja siten kykyä estää ennalta maksuvalmiuskriisejä.

### **Velkajärjestelymekanismista periaatepäätös pian, valmistelu tehtävä huolella**

Valtioiden velkajärjestelymekanismi on luontevaa rakentaa olemassa olevan rahoitustukijärjestelmän yhteyteen. Järjestelmän puitteissa arvioitaisiin ensinnäkin, ovatko ja missä määrin valtion maksuvaikeusongelmat itse asiassa maksukyky- eli velkakestävyysongelma. Siltä osin kuin näin ei selvästikään ole, järjestelmän tulisi tarjota mahdollisimman joustavasti (nopeasti, normaaliin hintaan) tarpeellista rahoitustukea.

Toisaalta mitä todennäköisemmältä ja suuremmalta maksukykyongelma vaikuttaa sitä nopeammin ja suuremmassa määrin olisi turvaututtava velkojen uudelleenjärjestelyyn. Kun tällaiseen päätöksentekoon on sisäänrakennettu taipumus tulkita ongelmat vain maksuvalmiusongelmiksi, velkakestävyyttä koskevan arvion tekemistapaan on kiinnitettävä erityistä huomiota ja sen on syytä olla niin suuressa määrin kuin



mahdollista sääntöpohjainen ja poliittisesta päätöksenteosta riippumaton asiantuntija-arvio.

Erilaisia ehdotuksia Eurooppaan sopiviksi velkajärjestelymekanismeiksi on lukuisia.<sup>39</sup> Buchheitin ym. (2013) ehdotus liittää selkeällä tavalla mekanismin olemassa oleviin finanssipoliittikasääntöihin ja rahoitustukimekanismiin. Sen perusidea on, että kun jäsenmaan julkinen velka on alle 60 prosenttia BKT:sta, EVM tarjoaa rahoitustukea ilman vaatimuksia julkisen talouden sopeuttamisesta tai velkajärjestelystä.

### **Ehdotuksia sopiviksi velkajärjestelymekanismeiksi on lukuisia**

Tällaisen tuen tarve olisi todennäköisesti pieni, koska vähän velkaantunut maa yleensä aina saa luottoa järkevään hintaan.

Kun velkataso on 60 prosentin ja ylärajan (esimerkiksi 90 prosenttia) välissä, EVM tarjoaa nykyiseen tapaan rahoitustukea sillä ehdolla, että jäsenmaa suostuu tarpeellisiin budjettisopeutuksiin ja rakenneuudistuksiin. Velkajärjestelyä ei vaadita, ellei velkakestävyysanalyysi velan tasosta huolimatta sellaisen tarpeeseen viittaa. Yli 90 prosentin velkatason maa saa rahoitustukea vain, jos velat järjestetään uudelleen niin, että velkataso pienentyy selvästi ylärajan alapuolelle.

EKP:n OMT-lupaus jäsenmaiden velkakirjojen ostosta voisi ehkä ainakin osaksi korvautua EKP:n sitoumuksella rahoittaa EVM:n rahoitustukea jokseenkin samanlaisin ehdoin, jotka EKP on OMT-rahoitukselle asettanut. Tämä tarkoittaa sitä, että maa alistuu EVM-ohjelmaan ja että EKP itse arvioi, että rahoitustuki on tarpeen maiden välisten korkoerojen pitämiseksi normaaleiksi katsottavina samassa mielessä kuin se nykyisen OMT-ohjelman puitteissa on ilmoittanut tekevänsä.

EKP:n periaatteessa rajaton tuki maksukyisen maan maksuvalmiudelle toteutuisi tällaisessa järjestelmässä kuten nykyäänkin, mutta EKP:n luottoriski ei enää olisi yksittäistä jäsenmaata koskeva riski vaan euroalueen maiden keskimääräistä pro rata -riskiä. Kun EU-tuomioistuin on todennut yhteen maahan kohdistuvan OMT-lupauksen perussopimuksen mukaiseksi, juridista estettä vastaavalle lupaukselle suhteessa EVM:ään ei pitäisi olla. Jäsenmaan näkökulmasta rahoitustuen lähde olisi aina EVM.

Velkajärjestelymekanismin toteuttamiseen liittyy paljon tärkeitä yksityiskohtia, jotka vaativat huolellista harkintaa. Nämä koskevat esimerkiksi yksittäisten velkojen mahdollisuuksia vastustaa velkajärjestelyä, velkojen korkojen ja lyhennysten maksun keskeyttämistä päätösprosessin ajaksi ja ennen kaikkea sitä, millainen elin päättää velkakestävydestä ja millaisin kriteerein.

Iso kysymys on myös siirtyminen velkajärjestelymekanismiin. Nykyisten suurten velkatasojen vallitessa tämä on luonnollisesti riskialtis ratkaisu. Tämä yhdessä edellä todetun huolellisen valmistelun tarpeen kanssa puhuu sen puolesta, että ensin olisi tehtävä periaatepäätös velkajärjestelymekanismin käyttöön ottamisesta, sen jälkeen varattava aikaa yksityiskohtien hiomiseen ja lopuksi vielä määriteltävä siirtymäaika,

jonka kuluessa jäsenmaiden tulisi saattaa velkasuhteensa riittävän alhaiseksi niin, että välittömän velkajärjestelytarpeen riski jäisi pieneksi.<sup>40</sup>

Jos turvallista siirtymäaikaa pidetään liian pitkänä, on turvaututtava poikkeustoimiin velkatasojen alentamiseksi. Corsetti ym. (2015) pohtivat erilaisia vaihtoehtoja. Ne perustuvat pääosin siihen, että erillinen rahasto ostaisi jäsenmaiden velkoja ja ostot rahoitettaisiin markkinoille myytävillä ikuisilla velkakirjoilla, joiden vakuutena olisi jäsenmaiden jokin tulovirta (arvonlisävero tai keskuspankin tuottama rahatulo). Myös velkojen vaihtaminen instrumentteihin, joilla on enemmän osakkeen luonnetta (BKT-sidonnaiset velkakirjat), on yksi tarkasteltu mahdollisuus.

### **Pääomamarkkinaunioni, pankkiunioni ja rajoituksia pankkien valtionriskeille**

Yhdysvaltain ja muiden liittovaltioiden kokemuksen perusteella pääomamarkkinat ja luottomarkkinat voivat parhaimmillaan tasoittaa osavaltioiden tilapäisiä toimeliaisuusvaihteluita tuntuvasti ja olennaisesti enemmän kuin mitkään kuviteltavissa olevat finanssipoliittiset tasausmekanismit. Tämä perustuu pääoma- ja luottomarkkinoiden vahvaan integraatioon osavaltiorajojen yli ja siihen olennaisesti liittyvään osavaltioiden ja niiden alueella toimivien pankkien ja muiden rahoituslaitosten välisten keskinäisriippuvuuksien heikkouteen. Osavaltion pankkien vaikeudet eivät vaikuta osavaltion maksukykyyn eivätkä osavaltion maksuvaikeudet pankkien maksukykyyn.

Euroalueella pääomamarkkinoiden kautta tapahtuva tasaus on olennaisesti pienempää. Luottomarkkinoiden kautta tapahtunut tasaus heikentyi juuri kun sitä olisi kriisin oloissa tarvittu, ja pankkien ja niiden kotivaltioiden välillä on ollut molempiin suuntiin kulkenut riippuvuus: pankkien vaikeudet ovat lisänneet valtion vaikeuksia ja päinvastoin.

Euroalueen rakenteita voidaan hyvin kehittää niin, että pääomamarkkinoiden ja luottomarkkinoiden kautta tapahtuva shokkien tasaus ja shokkeihin sopeutuminen saadaan selvästi lähemmäksi Yhdysvaltain tilannetta ja pankkien ja niiden

kotivaltioiden kohtalonyhteys katkaistua. Viiden presidentin ehdotuksessa talous- ja rahaliiton kehittämiseksi ”rahoitusunioni” tähtää juuri tähän tavoitteeseen kahdella keinolla, ”pääomamarkkinaunionilla” ja ”pankkiunionin” loppuun saattamisella. Lisäksi tarvitaan pankkien valtionriskien selvää rajoittamista.

Pääomamarkkinaunioni tähtää yritysten omistuksen hajautumiseen niin, jäsenmaassa toimivien yritysten menestys ei heijastu niin suurella painolla kuin tähän saakka on tapahtunut kyseisen maan tuloihin ja varallisuuteen<sup>41</sup>.

Pääomamarkkinoiden tarvittava kehittäminen edellyttää lainsäädännön ja käytäntöjen yhdenmukaistamista monella osa-alueella: tilin-

**Pankkien kriisinvastaus ei pankkiunionissa enää ole kotivaltion vastuulla**

tarkastuskäytännöissä, maksukyvyttömyyslainsäädännössä, saatavien perintää koskevassa lainsäädännössä, yhtiöoikeudessa jne. Myös yhtiöveroituksen harmonisointi ja yhteisen pääomamarkkinavalvojan luominen yhteisen pankkivalvojan tapaan kuuluvat tähän agendaan.

EU:n pankkiunionihanke edesauttaa sitä, että yhtä maata kohtaavat shokit eivät voimistu maan pankkijärjestelmän luotontarjonnan supistumisen takia, vaan euroalueen pankkijärjestelmä pystyy pikemminkin lisäämään luotonantoon yksityiselle sektorille tilapäisten maksuvalmiusvaikeuksien voittamiseksi tällaisessa maassa. Kun pankkien kriisinratkaisu ei pankkiunionissa enää ole kotivaltion vastuulla, pankkien tappiot eivät myöskään nykyiseen tapaan voi horjuttaa kotimaan julkisen talouden tasapainoa.

Pankkiunionin viimeistelyssä on monta osaa. Vaikein asia koskee julkista riskinkantoa pankkiongelmien hoitamisessa.

Niin sanottu elvytys- ja kriisinratkaisudirektiivin asettaa lähtökohdaksi vaikeuksiin joutuneiden pankkien pelastamisessa ja uudelleenjärjestämisessä velkojan vastuun eli bail-in-periaatteen. Toisin sanoen pankin omistajien lisäksi velkojat vastaavat tiettyyn rajaan saakka pankkien tappioista. Jos tämä ei riitä, pankeilta kerättävää kriisinratkaisurahastoa voidaan käyttää pankin pääomittamiseen.<sup>42</sup> Vasta tämän jälkeen voidaan harkita julkisen rahan käyttöä pankkien saattamiseksi jaloilleen tai alarajon kustannusten kattamiseen.

Nämä muutokset yhdessä pankkien oman pääoman vaatimusten kiristymisen kanssa merkitsevät, että veronmaksajien varojen tarve pankkikriisien hoitamisessa on jatkossa vähäisempi kuin aiemmin. Tämä ei kuitenkaan tarkoita sitä, ettei painetta julkisten varojen käyttöön lainkaan ole ja että pankkiunionissa tämä tarkoittaa myös julkista yhteisvastuuta pankeista.

Mahdollinen ongelma syntyy siitä, että pankkijärjestelmän koko on yksinkertaisesti tavattoman suuri (euroalueen pankkien yhteenlaskettu tase on noin 30 000 miljardia euroa eli noin 300 prosenttia BKT:sta) ja pankkien isot ongelmat tapaavat sattua samaan aikaan useissa pankeissa. Kriisinratkaisurahaston koko on puolestaan 55 miljardia euroa, kun se

on saatu kokonaan kerättyä vuonna 2023.<sup>43</sup> Vuonna 2008 alkaneen kriisin aikana euroalueen valtiot sitoivat pankkitukitoimiin rahoitusta noin 500 miljardia euroa ja vaikutus alijäämään oli noin 170 miljardia euroa.<sup>44</sup>

---

**Talletusten suojaamiseen pankeilta kerätyt rahastot olisi syytä yhdistää**

Tällä hetkellä valtioiden yhteisvastuullinen varautuminen euroalueen pankkikriiseihin rajautuu 60 miljardiin euroon, jonka EVM voi enintään käyttää velkojanvastuun toteutumisen ja kriisinratkaisurahaston hyödyntämisen jälkeen pankkikriisien ratkaisun rahoittamiseen. Todennäköisyys, että tällaiseen julkisen rahan käyttöön tarvitsee turvautua ja että se ylittäisi mainitun 60 miljardia euroa, on varmastikin pienempi kuin se ilman bail-in-säännöstöä olisi. Ei kuitenkaan ole syytä sulkea

pois mahdollisuutta, että rahoitussektori joutuu jatkossakin vaikeuksiin, joissa vaihtoehtona on laaja pankkitoiminnan halvaantuminen tai 60 miljardia euroa ylittävä julkinen pankkituki.

Varsinaisen kriisinratkaisun ohella julkisen vastuun kysymykset liittyvät talletussuojaan. Maakohtaisten talletussuojajärjestelmien yhdistämisestä ei vielä ole päästy yhteisymmärrykseen, vaikka on ilmeisen loogista, että yhteisen kriisinratkaisumenettelyn piiriin kuuluvien pankkien talletussuojan tulisi olla samalla tavalla yhteinen. Talletusten suojaamiseen pankeilta kerätyt rahastot olisi tällöin syytä yhdistää.

On epäselvää, kuinka hyvin yhdistettykään rahasto riittäisi turvaamaan talletussuojan alaiset talletukset. Kansallisten talletussuojarahastojen osalta vakiintunut käsitys on ollut, että viime kädessä valtiot ovat olleet niiden takana.<sup>45</sup> Samalla tavalla kuin kriisinratkaisurahaston kohdalla yhteisen talletussuojarahaston toteutuessa joudutaan arvioimaan, pystyykö rahasto selviytymään talletusten suojaustehtävästä ilman julkisen vallan tukea.

### **Etukäteen pitäisi määritellä, miten jäsenvaltiot seisovat rahastojen takana**

Merkittävän kriisin kohdatessa syntyy väistämättä epäily, etteivät rahastoihin kerätyt varat riitä rahoitusmarkkinoiden pahat häiriöt estäviin tukitoimiin. Tällöin valtiot joutuvat nopealla aikataululla ottamaan kantaa siihen, sallitaanko

häiriöiden pahentua vai ottavatko valtiot vastuulleen tukijärjestelmien riskejä. Tällaisen kriisitilanteessa erikseen tehtävän ad hoc -harkinnan sijasta olisi paljon parempi, että olisi etukäteen vähintäänkin määritely millä tavoin jäsenvaltiot seisovat rahastojen suorituskyvyn takana.

Riskejä jäsenvaltioille voidaan rajoittaa edellyttämällä lainsäädännössä pankeilta suurempaa tappiokantopuskuria. Tätä puskuria voidaan yksinkertaisesti lisätä asettamalla pankeille nykyistä tiukemmat oman pääoman vaatimukset. Paitsi, että tällainen puskurin kasvu vähentää todennäköisyyttä, että ongelmien realisoituessa pankin velkojen arvoon kohdistuu painetta, suurempi puskuri parantaa myös omistajien intressiä rajoitta pankin riskinottoa. Toinen mahdollisuus vähentää julkisen sektorin riskejä on laajentaa velkojanvastuuseen osallistuvien velkojen määrää.

Näiden periaatteellisten riskienrajoitusta koskevien toimien ohella on syytä kiinnittää huomiota siihen, että kaikki maat sisällyttävät yhteiset säännöt samanlaisina omaan lainsäätöönsä ja toteuttavat sääntöjä samalla tavalla siltä osin kuin säännösten soveltamisessa ja toimeenpanon valvonnassa on yhä kansallista vastuuta. Näyttäisi siltä, että tässä suhteessa on yhä merkittävää yhtenäistämisen tarvetta.

Pankkiunioni ei kuitenkaan vielä estä sitä, että pankkien sijoitukset kotivaltion arvopapereihin tekevät pankeista haavoittuvia valtion maksumuutoksille. Tähän tarvitaan rajoituksia pankkien tällaisten sijoitusten määrälle. Tämä tavoite sopii huonosti yhteen nykyisen käytännön

kanssa, jolloin pankkeja on rohkaistu sijoittamaan yleensä valtiopareihin asettamalla valtionpapereiden pääomavaatimus nollassi.

### **Rajoitetaan pankkien sijoituksia kotivaltionsa velkapapereihin**

Toisaalta jos hyväksytään periaate, että valtion velkoja voidaan järjestellä, ei ole loogista pitää valtion papereita riskittöminä pankkeja koskevassa vakavaraisuussäätelyssä. Olisikin välttämätöntä, että samalla kun velkajärjestelymekanismia valmistellaan, jollakin tavalla rajoitetaan pankkien sijoituksia kotivaltionsa velkapapereihin.

Tämä voi tapahtua asettamalla nolaa suurempi pääomavaatimus ja/ tai soveltamalla riskikeskittymäsäännöksiä kotivaltion velkapaperisijoituksiin. Valtionpapereiden suosiminen sijoituskohteena on globaali käytäntö. Mitään periaatteellista estettä ei kuitenkaan ole sille, että Euroopan unioni rajoittaisi yksittäisen valtion papereihin sijoittamista.

Yksittäisten valtioiden velkapapereiden tosiasiallisen riskin tunnus-taminen ja ottaminen huomioon säätelyssä ei mitenkään estä sitä, että sääntely kannustaa jatkossakin pankkeja pitämään riittävän osan sijoituksista vähäriskisissä likvideissä vaateissa. Tällaisia voivat olla esimerkiksi euroalueen valtioiden velkakirjojen yhdistelmä tai vaikkapa talletus EKP:ssä.

### **Shokkiensietokykyä työmarkkinoiden lisäjoustoilla**

Optimaalisen valuutta-alueen kirjallisuus nostaa työvoiman liikkuvuuden yhdeksi keskeiseksi valuutta-alueen osia eri tavoin kohtaavien shokkien vaikutusten tasoittajaksi: kun työvoima virtaa korkean työttömyyden alueelta alhaisen työttömyyden alueelle, työvoima pysyy kaikkiaan paremmin työllistettynä ja työttömyysero kaventuvat.

Työvoiman liikkuvuuden edistäminen maiden välillä hyödyttäisikin euroalueen sopeutumista eri maita eri tavoin kohdistuviin shokkeihin. Kahdesta syystä työvoiman liikkuvuuden parantaminen tuskin kuitenkaan voi olla ratkaiseva sopeutumisen kohennuskeino.

Ensinnäkin työvoiman liikkuvuuteen liittyy myös kielteisiä vaikutuksia lähtömaan talouteen. Lyhyellä aikajänteellä ostovoima pienenee, mikä kärjistää kysyntävajausta. Lisäksi varsinkin jos poismuutto koskee tuottavinta osaa työvoimasta, alueen pidemmän ajan kasvunäkymät heikkenevät pienentyvän työvoiman tarjonnan vuoksi. Toiseksi kieli- ja kulttuurierojen vuoksi muuttoliikkeelle on suuremmat esteet kuin Yhdysvaltain tapaisessa maassa.

### **Irlannin ja Latvian nopea toipuminen johtunee osaksi työmarkkinoiden sopeutumiskyvystä**

Sen sijaan palkkojen joustavuus ja työvoiman tehokas uudelleenkohdentuminen maan sisällä, kun maa on kohdannut negatiivisen shokin, auttaa sitä kaikissa oloissa pitämään työllisyyden ja tuotannon korkealla tasolla.

Euroopan työmarkkinat vaihtelevat sekä palkanmuodostuksen että maan sisällä tapahtuvan työvoiman ammatillisen ja alueellisen liikkuvuuden osalta tuntuvasti. Monien euroalueen maiden työmarkkinoita pidetään näissä suhteissa varsin jäykkänä, ainakin verrattuna Yhdysvaltoihin tai eräisiin euroalueen ulkopuolisiin EU-maihin, kuten Isoon-Britanniaan, Ruotsiin tai Tanskaan.

Myös merkittäviin vaikeuksiin joutuneet maat eroavat toisistaan työmarkkinoiden jäykkyyden suhteen. Kreikan, Espanjan ja Portugalin työmarkkinoita on pidetty jäykkänä. Irlannin ja myös Latvian työmarkkinat taas ovat kuuluneet joustavien joukkoon.

Vaikka muillakin tekijöillä on epäilemättä ollut merkitystä, Irlannin ja Latvian suhteellisen nopea toipuminen johtunee osaksi juuri työmarkkinoiden hyvästä sopeutumiskyvystä. Kaikissa ongelmamaissa onkin kriisin kuluessa, osin sopeutusohjelmien vaatimuksesta, toteutettu työmarkkinoiden toimintaa tehostavia uudistuksia.

Viime vuosina tehdyistä uudistuksista huolimatta työmarkkinoiden jatkuva kehittäminen joustavammiksi on tärkeä osa euroalueen shokkiensietokyvyn parantamista.

## **Finanssipolitiikkaan vahvemmat puskurit ja parempi koordinaatio**

Eurokriisin tärkeä tekijä on ollut useiden yksittäisten maiden korkea velkaantumisen taso, joka on tehnyt ne haavoittuviksi maksukykyepäilyille. Myös vähemmän velkaantuneissa maissa julkisen talouden kestävyys on rajoittanut finanssipolitiikan käyttöä kasvun tukemiseen.

Valtioiden velkaantumisen pitkäjänteinen alentaminen onkin tärkeä osa euroalueen vakauden vahvistamista. Vakaus- ja kasvusopimuksen ja finanssipoliittisen sopimuksen tavoitteista ei siten ole syytä tinkiä, vaikka sääntöjä olisikin järkevä yksinkertaistaa ja samalla korjata nykyiseen laskutapaan liittyvän tarpeettoman myötäsyklisyyden välttämiseksi.

Osalla jäsenmaita on kuitenkin ollut ja voi olettaa olevan jatkossakin finanssipoliittista liikkumavaraa elvyttävään politiikkaan tilanteessa, jossa suurella osalla maita sitä ei ole. Vahvojen maiden liikkumavara olisi hyvä voida käyttää paremmin koko euroalueen kokonaisuksensa tukemiseksi, silloin kun rahapolitiikka ei syystä tai toisesta siihen riitä.

**Vahvojen maiden liikkumavara olisi hyvä käyttää euroalueen kokonaisuksensa tukemiseksi**

Kun jäsenmaan finanssipoliittinen elvytys ei merkitse tulonsiirtoa muille maille, mahdollinen intressiristiriita jäsenmaan omien etujen ja euroalueen etujen välillä on pienempi kuin erilaisissa maiden välisissä finanssipoliittisissa tasausjärjestelmissä. Tämän vuoksi voisi olettaa, että finanssipolitiikan koordinaatiota olisi mahdollista vahvistaa, vaikka vahvan julkisen talouden maat suhtautuisivat jatkossakin kielteisesti jäsenmaiden välisiin tasausjärjestelmiin.

Komissio voisi vuotuisessa kasvuselvityksessään tehdä paitsi ehdotuksen euroalueelle sopivasta finanssipolitiikan virityksestä myös suosituksen siitä, millaista finanssipolitiikkaa yksittäisten jäsenmaiden tulisi harjoittaa, jotta sopivaan kokonaisviritykseen päästäisiin. Suositus olisi luontevaa perustaa jo olemassa olevaan makrotalouden epätasapainoja koskevaan arviointiprosessiin ja julkisen talouden tilan seurantaan.

---

**Suosituksen olisi luontevaa keskittyä isoihin maihin**

Maat, joiden julkisen talouden kestävyys on hyvä ja joiden vaihtotase on ylijäämäinen, olisivat luonnollisesti niitä, joiden finanssipolitiikalle olisi asetettava kevennys-suositus. Koska isojen maiden finanssipolitiikka vaikuttaa enemmän muihin maihin kuin pienten, suositusten olisi luontevaa keskittyä isoihin maihin.

Niin kauan kuin euroalueen tasolla ei ole sitovasti mahdollista päättää jäsenmaan finanssipolitiikasta, vahvan julkisen talouden maiden politiikkaratkaisuihin on luonnollisesti vaikea vaikuttaa, eikä kunnianhimon tasoa ole syytä virittää tässä suhteessa liian korkealle.

# 7 Lopuksi

Euroalue on toiminut huonosti. Ennen globaalia finanssikriisiä monien euromaiden taloudet kasvoivat nopeasti yksityisen ja osin julkisen velkaantumisen varassa. Rahoitusrakenteet muodostuivat haavoittuviksi, ja kilpailukyky rapautui. Kasvua tukivat sekä vahva ja vakaa globaali kehitys että korkojen raju lasku monissa maissa eurojäsenyyden ansiosta. Sen paremmin EU:n talouspolitiikkasäännöt kuin markkinakurikaan eivät estäneet haavoittuvien rakenteiden syntymistä.

## Vastuun ja vallan täytyy olla tasapainossa

Kriisin myötä osa euromaista joutui rahoitusvaikeuksiin, jotka uhkasivat koko euroalueen rahoitusvakautta. Vakauden säilyttäminen arvioitiin mahdolliseksi vain niin, että toiset jäsenmaat antoivat suurimpiin ongelmiin joutuneille maille rahoitustukea ja EKP tuli jäsenmaiden julkisten velkojen tosiasialliseksi takaajaksi. Euromaiden välillä on katastrofin estämiseksi turvauduttu yhteisvastuuseen tavalla, joka istuu huonosti perussopimuksen henkeen.

Päätöksenteko on ontunut ja tukiratkaisuista on usein päätetty vasta viime hädässä. Tämä on sallinut epäluottamuksen kestää ja ongelmien paisua. Ääriesimerkki on Kreikka.

Monet asiantuntijat ovat tulkinneet euroalueen kriisin ja erityisesti pakon edessä hyväksytyyn riskinjaon vahvistukseksi näkemykselle, ettei euroalue voi toimia ilman laajaa jäsenmaiden välistä yhteisvastuuta. Tämän näkemyksen mukaan yhteisvastuun tulisi ulottua selvästi rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamista laajemmalle julkiseen talouteen niin, että finanssipolitiikka tasaisi toteutunutta paremmin koko euroalueen suhdannekehitystä ja ennen kaikkea maiden välisiä toimeliaisuuseroja.

Tämä näkemys on törmännyt poliittiseen vastarintaan monella taholla. Vastarinta kohdistuu sekä itse ajatukseen yhteisvastuusta että sen edellyttämään finanssipoliittisen vallan siirtämiseen jäsenmailta euroalueen tasolle. Jälkimmäinen on välttämätön edellytys huonojen kannustimien ja vapaamatkustamisen hillitsemiseksi. Vastuun ja vallan täytyy olla tasapainossa.

Oma käsitykseni on, että pyrkimys laajan finanssipoliittisen vastuun ja vallan siirtämiseen euroalueen tasolle edellyttäisi sellaista eurooppa-



laista yhteenkuuluvaisuutta, solidaarisuutta ja yhteistä näkemystä taloudenpidon periaatteista, jota ei ole olemassa eikä syntymässä näköpiirissä olevassa tulevaisuudessa. Ilman tällaista tukea pyrkimykset finanssi-poliittisen vastuunjaon olennaiseen muuttamiseen johtavat ristiriitojen kärjistymiseen ja jopa Euroopan integraation kiistattomien ja tärkeiden hyötyjen vaarantumiseen. Kreikan tilanteen kärjistyminen maan euroeron vakavan harkinnan asteelle ei muuta tätä perusasetelmaa.

Finanssipoliittisen vallan olennainen siirtäminen euroalueelle ei kuitenkaan ole välttämätöntä alueen vakaan talouskehityksen mahdollistamiseksi. Välttämätöntä sen sijaan on, että mekanismit rahoitusvakauden turvaamiseksi ovat nykyistä tehokkaammat ja varmemmat ja mahdollistavat velkojan vastuun toteuttamisen sekä valtioiden että pankkien osalta nopeasti ja riittävässä määrin, silloin kun velallisen maksukyvyttömyys on todennäköistä. Lisäksi tarvitaan pääoma- ja luottomarkkinoiden kautta tapahtuvan maiden välisen tasauksen ja kunkin jäsenmaan sisäisen sopeutumiskyvyn parantamista.

Näiden tavoitteiden toteutuminen edellyttää jo työn alla olevan pankkiunionin toteuttamista kokonaisuudessaan, pankkien vakavaraisuussääntöjen tiukentamista edelleen ja erityisesti valtioriskien rajoittamista, pääomamarkkinaunionin edistämistä, kansallisten työmarkkinoiden joustavuuden parantamista ja ehkä kaikkein vaativimpana tehtävänä valtioita koskevan velkajärjestelymekanismin luomista. Valtioiden välistä riskinjakoa tarvitaan valtioiden rahoitustukimekanismin EVM:n taakse ja luultavasti myös pankkiunionin yhteisen kriisinvratkaisurahaston ja yhteisen talletussuojarahaston taakse.

Tällainenkaan ohjelma ei ole poliittisesti helppo. Suomessa erityistä nikottelua aiheuttanee varsinkin sen tunnustaminen, että uskottava kriisinhallinta todennäköisesti vaatii yhteistä vastuuta pidemmälle kuin mihin nyt on pitkin hampain suostuttu.

Monissa muissa maissa valtioiden velkajärjestelymekanismi on ehkä vaikeimmin nieltävä asia. Pankit tuskin innostuvat pääomavaatimusten kiristämisestä, ja työmarkkinoiden joustavuuden lisääminen on kaikkialla vaikeaa.

Rahoituskriisien ehkäisyyn ja kriisinhallintaan keskittyville toimille on uskoakseni saatavissa haasteista huolimatta tarvittava poliittinen tuki. Rahoitusvakaus mielletään riittävässä määrin euroalueen yhteiseksi julkiseksi hyödykkeeksi, joka vaatii euroalueen laajuisen ratkaisun.

Yhteistä finanssipolitiikkaa ja sen edellyttämää vallansiirtoa on järkevää harkita vasta kun aito poliittinen hyväksyntä tälle syntyy, jos se on syntyäkseen. Tämä ei estä talouspolitiikan koordinaation jonkinasteista parantamista jo lähivuosina.

*Raportin kirjoittaja valtiotieteiden tohtori **Vesa Vihriälä** (s. 1955) on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen ETLAn ja Elinkeinoelämän valtuuskunnan EVAn toimitusjohtaja.*

*Vuosina 2010–2012 Vihriälä toimi Euroopan komission varapuheenjohtajan, talouskomissaari Olli Rehnin neuvonantajana. Aiemmin hän on toiminut talousneuvoston sihteeristön päällikkönä ja talousasioiden alivaltiosihteerinä Valtioneuvoston kansliassa, Pellervon taloudellisen tutkimuslaitoksen toimitusjohtajana sekä useissa tehtävissä Suomen Pankissa ja tutkijana teollisuusmaiden yhteistyöjärjestössä OECD:ssä.*

## **LIITE 1.**

### **Eurokriisin aikajana**

#### **2008**

- 15.9. Amerikkalainen Lehman Brothers -investointipankki hakeutuu konkurssiin.
- 7.10. Päätös EU:n periaatteista kansainvälisen talouskriisin torjumiseksi ja rahoitusvakauden turvaamiseksi.
- 12.10. Euroryhmän maiden ensimmäinen huippukokous: poliittinen päätös toimista euromaiden talouden ja rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamiseksi.
- 3.11. Euroopan komissio varoittaa finanssikriisin syvenevän ja vievän EU-alueen lähelle taantumaa. Komission ennusteen mukaan kuluvan vuoden EU:n bruttokansantuotteen kasvu jää 1,4 prosenttiin ja euroalueen 1,2 prosenttiin.

#### **2009**

- 4.5. Komissio laskee roimasti ennustettaan EU:n talouskasvusta ja arvioi, että alueen talous on syvimmissä taantumassa sitten toisen maailmansodan. Komissio arvioi sekä EU:n että euroalueen BKT:n supistuvan 4,0 prosenttia kuluvana vuonna.
- 21.10. Kreikan velka- ja budjettitilastoja koskevat epäselvyydet tulevat ilmi.
- 3.11. Komissio arvioi EU:n talouden alkavan toipua taantumasta ja ennustaa EU:lle ja euroalueelle 0,75 prosenttia talouskasvua vuonna 2010.

#### **2010**

- 18.3. Kreikan pääministeri pyytää EU:n päämiehiltä valmiustilalainaa.
- 2.5. Eurohuippukokouksen poliittinen päätös Kreikan ensimmäisestä rahoitustukiohjelmasta (euromaiden kahdenväliset lainat, IMF).
- 5.5. Komission tarkentaa, että EU:n talouskehitys on asteittain parantumassa. Ennuste kuluvan vuoden BKT:n kasvulle on EU-alueella 1,0 prosenttia ja euroalueella 0,9 prosenttia.
- 9.-10.5. Ecofinin/euroryhmän poliittiset päätökset perustaa Euroopan rahoitusvakausväline ERVV ja EU-budjettiin perustuva Euroopan rahoituksenvakautusmekanismi ERVM.
- 14.5. EKP:n SMP-arvopaperimarkkinaohjelma tulee voimaan.
- 29.11. Komissio kertoo, että EU-talouden elpyminen on ollut hieman odotettua nopeampaa, mutta jäsenmaiden välillä kehityksessä on huomattavia eroja. Saksan talous kasvaa vauhdilla, mutta esimerkiksi Ranskan ja Italian keskimääräistä heikommin. Komissio nostaa hieman kuluvan vuoden kasvuennustettaan ja odottaa

vuonna 2011 EU:n talouden kasvavan 1,7 prosenttia ja euroalueen 1,5 prosenttia.

- 28.11. Euroryhmän poliittinen päätös rahoitustukiohjelmasta Irlannille (ERVV/ERVM, IMF, Ruotsin, Ison-Britannian ja Tanskan kahdenväliset lainat).
- 17.12. Eurooppa-neuvoston periaatepäätös Euroopan vakausmekanismiin (EVM) perustamisesta ja EU:n perussopimuksen muuttamisesta yksinkertaistettua tarkistusmenettelyä noudattaen.

## **2011**

- 13.5. Komissio arvioi talousennusteessaan, että talouden asteittainen paraneminen jatkuu. Ennuste kuluvan vuoden BKT:n kasvu on EU-alueella 1,75 prosenttia ja euroalueella 1,5 prosenttia.
- 16.5. Poliittinen päätös rahoitustukiohjelmasta Portugalille.
- 21.7. Poliittinen päätös Kreikan valtion velkasaneerauksesta ja Portugalin ja Irlannin lainaehtojen muuttamisesta.
- 10.11. Komissio varoittaa velkakriisin heikentävän kulutusta ja investointeja, mikä on johtanut talouden toipumisen pysähtymiseen. Ennuste vuoden 2012 talouskasvu on sekä EU-alueella että euroalueella 0,5 prosenttia.

## **2012**

- 28.2. Velkajärjestelyllä leikataan Kreikan velkaa yksityisille sijoittajille 107 miljardia euroa.
- 14.3. Euroryhmän päätös Kreikan toisesta rahoitustukiohjelmasta (ERVV), johon osallistuu myös IMF.
- 11.5. Komissio arvioi, että talouden asteittainen toipuminen alkaa vuoden jälkipuoliskolla. Koko vuoden kasvulukuja korjataan alaspäin: EU-alueelle komissio odottaa nollakasvua ja euroalueelle 0,3 prosentin BKT:n supistumista.
- 29.6. Eurohuippukokouksen periaatepäätös pankkiunionin perustamisesta, yhteisestä pankkivalvonnasta ja pankkien suorasta pääomittamisesta EVM:stä.
- 21.7. Euroryhmän päätös rahoitustukiohjelman myöntämisestä Espanjalle pankkijärjestelmän tervehdyttämiseksi (aluksi ERVV:n kautta, sittemmin EVM).
- 2.8. EKP:n pääjohtaja Mario Draghi ilmoittaa EKP:n valmiudesta pelastaa euroalue hajoamiselta kaikilla tarpeellisilla keinoilla (whatever it takes).
- 6.9. EKP ilmoittaa Draghin lupauksen toimeenpanosta OMT-ohjelman avulla, jonka mukaan EKP voi tietyin edellytyksin ostaa rajatta jäsenmaan velkapapereita jälkimarkkinoilta, jos velkapapereiden hinnoitteluun sisältyy riski euroalueen hajoamisesta.
- 8.10. EVM aloittaa virallisesti toimintansa.

- 7.11. Komissio arvioi, että lyhyen ajan talousnäkymät pysyvät heikkoina. Talousennusteen mukaan kuluvan vuoden aikana BKT supistuu hieman sekä EU:ssa että euroalueella, ja vuonna 2013 kasvu jää heiveröiselle 0,1–0,4 prosentin tasolle.
- 26.11. Euroryhmän päätös Kreikan lainaehtojen lisähuojennuksista (kahdenvälisten ja ERVV-lainojen maturiteetin pidennys, ERVV-lainojen korkojenmaksun lykkäys 10 vuodella, korkojen alennus; euroalueen maat sitoutuivat siirtämään Kreikalle kansallisten keskuspankkiensa SMP- tuotot sulkutilille velanhoitoa varten).

## **2013**

- 24.4. Euroryhmän poliittinen päätös Kyproksen rahoitustukiohjelmasta (EVM, IMF).
- 3.5. Komissio odottaa talouskehityksen kääntyvän paremmaksi vuoden jälkimmäisellä puoliskolla. Kuluvana vuonna BKT silti ennusteen mukaan supistuu, EU:ssa 0,1 prosenttia ja euroalueella 0,4 prosenttia.
- 5.11. Komissio arvioi, että talouden asteittainen toipuminen on käynnissä. Vuodelle 2014 komissio ennustaa EU:lle 1,4 prosentin talouskasvua ja euroalueelle 1,1 prosentin.
- 8.12. Irlannin rahoitustukiohjelma päättyy.
- 31.12. Espanjan rahoitustukiohjelma pankkijärjestelmän tervehdyttämiseksi päättyy.

## **2014**

- 5.5. Komission mukaan talouskasvu on yhä vaimeaa mutta vahvistumassa. EU:n talouden komissio odottaa kasvavan kuluvana vuonna 1,6 prosenttia ja euroalueen 1,2 prosenttia.
- 17.5. Portugali irtautuu rahoitustukiohjelmasta etuajassa.
- 4.11. Komissio arvioi talouden toipumisen olleen hidasta ja kasvun heikkoa, joten kuluvan vuoden kasvuennusteita hieman alennetaan. Komissio odottaa EU:n BKT:n kasvavan 1,5 prosenttia ja euroalueen 1,1 prosenttia vuonna 2015.
- 9.12. Euroryhmän poliittinen päätös Kreikan toisen ohjelman pidentämisestä 28.2.2015 saakka.

## **2015**

- 20.2. Poliittinen päätös Kreikan toisen ohjelman pidentämisestä 30.6.2015 saakka.
- 5.5. Komissio arvioi, että EU:n taloudessa on käynnissä hienoinen noususykli. Kuluvan vuoden EU-alueen BKT:n kasvuennuste on 1,8 prosenttia ja euroalueen 1,5 prosenttia.
- 5.6. Kreikka ei maksa 0,3 miljardin euron lainaerää IMF:lle ja ilmoittaa, että se ”niputtaa” kesäkuun maksunsa IMF:lle kuun loppuun.

- 26.6. Kreikan toisen rahoitustukiohjelman neuvottelut käytännössä päättyvät Kreikan hylätessä velkojen ehdotuksen.
- 27.6. Euroryhmä hylkää Kreikan pyytämän ohjelman kolmannen pidentennyksen. Kreikan pääministeri Alexis Tsipras ilmoittaa, että maassa järjestetään kansanäänestys toisen lainaohjelman ehdoista.
- 28.6. Kreikan hallitus ilmoittaa pääoman liikkuvuutta koskevista rajoituksista. Kreikan pankit ja pörssi suljetaan viikoiksi ja käteisen nostamiselle asetetaan rajoituksia.
- 30.6. Kreikan toinen rahoitustukiohjelma päättyy. Ohjelmasta jää maksamatta noin 38 miljardia euroa (euromaat ja IMF). Kreikka ei pysty maksamaan IMF:n lainoja takaisin. Kreikka pyytää uudestaan toisen ohjelman pidentystä ja uutta kaksivuotista EVM-lainaohjelmaa. Euroryhmä toteaa uudestaan, ettei toisen ohjelman pidentykselle ole edellytyksiä.
- 5.7. Kreikan kansanäänestyksen tulokseksi ”ei” eli kansa torjuu Kreikan toisen lainapaketin lainaehdot.
- 7.7. Euroryhmä toteaa Kreikan toisen ohjelman rauenneen ja katsoo että edellytyksiä Kreikan EVM:lle esittämän pyynnön tarkistelmiseksi ei ole
- 8.7. Kreikka pyytää uutta kolmevuotista EVM-ohjelmaa.
- 12.7. Eurohuippukokous linjaa ennakkoehtoja Kreikan uutta ohjelmaa koskevien neuvottelujen aloittamisesta.
- 16.7. Euroryhmä tekee poliittisen periaatepäätöksen ohjelmaneuvotteluiden aloittamisesta.
- 17.7. EU-maiden kesken sovitaan 7,2 miljardin euron niin sanotun siltalainan myöntämisestä ERVM:stä Kreikalle kolmeksi kuukaudeksi. Sillä on tarkoitus välttää Kreikan maksukyvyttömyys, kunnes ohjelmaneuvottelut saadaan päätökseen.
- 23.7. Kreikan parlamentti hyväksyy viimeisetkin lainsäädäntöuudistukset, jotka ovat euromaiden ehtona uudelle rahoitusohjelmalle.
- 14.8. Euroryhmä tekee poliittisen päätöksen kolmivuotisesta EVM:n lainaohjelmasta Kreikalle. Ohjelman suuruus on enintään 86 miljardia euroa.
- 20.8. Kreikan pääministeri Alexis Tsipras ilmoittaa hallituksensa eroavan. Maassa järjestetään vaalit syyskuussa.

Lähteet:

Valtiovarainministeriö (<http://vm.fi/aikajana>), EU:n komission talousennusteet ([http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/forecasts/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/forecasts/index_en.htm)).

## **LIITE 2.**

### **Pieni sanasto**

#### **EMU**

Talous- ja rahaliitto (engl. **Economic and Monetary Union**) perustettiin vuonna 1992 Maastrichtin sopimuksella, jolla luotiin Euroopan unioni, Euroopan keskuspankki ja yhteisvaluuttaa käyttävä euroalue. Eurokriisin on arvioitu johtavan syvempään integraatioon, kuten pankkiunioniin, fiskaaliunioniin tai jopa liittovaltioon.

#### **Eurojärjestelmä**

Eurojärjestelmä muodostuu Euroopan keskuspankin EKP:n ja euroa käyttävien valtioiden kansallisista keskuspankeista. Eurojärjestelmän päätehtävänä on ylläpitää hintavakautta euroalueella sekä tukea EU:n yleistä talouspolitiikkaa, jos se ei ole ristiriidassa hintavakaustavoitteen kanssa.

#### **EKP**

Euroopan keskuspankki EKP on eurojärjestelmän keskuspankki, jonka tärkeimpänä tehtävänä on ylläpitää euroalueen hintavakautta ja sekä euron ostovoimaa. EKP:llä on yksinoikeus euron liikkeelle laskemiseen, joten se vastaa rahan luonnista euroalueella.

Euroalueen rahapolitiikasta päättää EKP:n neuvosto. EKP toimii riippumattomasti. Euroopan keskuspankki ja EU:n kaikkien 27 jäsenmaan kansalliset keskuspankit muodostavat Euroopan keskuspankkijärjestelmän EKPJ:n.

#### **ERVM**

Euroopan rahoituksen vakautusmekanismi ERVM.

Väliaikainen euroalueen maille hätärahoitusta myöntävä tukijärjestelmä. Vuonna 2012 euromaiden kriisirahoitus siirrettiin pääosin Euroopan pysyvälle kriisirahastolle EVM:lle, mutta ERVM:ää käytettiin esimerkiksi vuosina 2010–2011 Irlannin ja Portugalin tukemisessa.

ERVM:n myöntämästä hätärahoituksesta päättää EU:n neuvosto. Sen enimmäispääoma on 60 miljardia euroa.

Pääomat ERVM:n hätärahoitukseen hankkii komissio, joka käyttää lainojen vakuutena EU:n budjettia. Kaikki unionin 27 jäsenvaltiota ovat näin mukana rahaston myöntämissä lainoissa.

#### **ERVV**

Euroopan rahoitusvakaussväline.

Euromaiden perustama rahoitusyhtiö, joka myönsi lainoja kriisiin joutuneille euromaille. ERVV on Kreikan suurin luotottaja, sillä se myönsi maalle hätärahoitusta sekä ensimmäisessä että toisessa pelastusohjelmassa.

ERVV:n lainanantokyky on 440 miljardia euroa. ERVV keräsi rahoitusta laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjoja, joiden takaajina ovat maksukykyiset eurovaltiot. ERVV ei enää myönnä uusia lainoja, vaan sen toiminta korvattiin EVM:llä vuonna 2012.

## **EVM**

**Euroopan vakausmekanismi.**

Eurovaltioiden perustama rahoituslaitos, joka antaa hätälainoja kriisivaltioille ja tarjoaa ennaltaehkäisevää rahoitusapua. EVM on eurokriisin pääasiallinen ja pysyvä hallintamekanismi, sillä se korvasi vuonna 2012 väliaikaiset ERVM:n ja ERVV:n

Kreikan kolmas lainaohjelma on tarkoitettu myöntämään EVM:n kautta. Aiemmin EVM on myöntänyt rahoitustukiohjelmat mm. Espanjalle ja Kyprokselle.

EVM:n pääoma koostuu eurovaltioiden siihen sijoittamasta pääomasta ja kunkin jäsenvaltion suhteellisesta takausosuudesta. Sen lainanantokyky on 500 miljardia euroa.

## **Fiskaaliunioni, fiskaalinen unioni**

Fiskaaliunionilla viitataan ajatuksiin syventää EMUn finanssipoliittista integraatiota. Fiskaaliunionissa yleistä vastuuta ja valtaa julkisesta taloudesta siirtyisi euroalueen tasolle kansalliselta tasolta ja jäsenmaiden välillä olisi vähintäänkin tilapäisiä tulonsiirtoja suhdanteiden tasoittamiseksi.

## **Liittovaltio, poliittinen unioni**

Liittovaltiota on pidetty äärimmäisenä ja melko epätodennäköisenä vaihtoehtona EMUn yhdentymiskehityksessä. Liittovaltiosta tehtäisiin suvereeni toimija perustuslailla, ja se saisi yleisen vastuun ja vallan finanssi- ja talouspolitiikan (fiskaaliunioni) lisäksi ulko- ja turvallisuuspolitiikassa.

## **OMT-lupaus**

Euroopan keskuspankin lupaus ostaa epäluottamuksen kohteeksi joutuneiden maiden velkakirjoja jälkimarkkinoilta (**Outright Monetary Transactions**, suorat rahapoliittiset velkakirjaostot). OMT-lupausta on kutsuttu myös isoksi singoksi, sillä ohjelmasta ilmoittaessaan vuonna 2012 EKP ei asettanut ostoille kattoa.

Käytännössä EKP ei ole toteuttanut OMT-ohjelmaa, mutta pelkkä lupaus velkakirjaostoista on hälventänyt markkinoilla epäluottamusta valtioiden velanmaksukykyyn.



### **Pankkiunioni**

Pankkiunionilla viitataan ajatuksiin yhtenäistää pankkeja koskeva valvonta, kriisinhoito ja talletussuoja euroalueella ja mahdollisesti koko EU:ssa. Euroalueen suurimpien pankkien valvonta on vuodesta 2014 ollut EKP:n vastuulla, mutta esimerkiksi yhtenäistä talletussuojarahastoa alueella ei vielä ole.

Toisin kuin pidemmälle menevässä fiskaaliunionissa, pankkiunionissa pääasiallinen toimivalta talous- ja finanssipolitiikassa säilyisi jäsenvaltioilla eikä yhteiseen velanottoon siirryttäisi.

### **Pääomamarkkinaunioni**

Pääomamarkkinaunioni tarkoittaa pääomamarkkinoiden yhdentymisen edistämistä EU:ssa. Se tarkoittaa muiden muassa yhtiöoikeuden, maksukyvyttömyyslainsäädännön ja tilinpäätöskäytäntöjen yhdenmukaistamista ja yhteisen pääomamarkkinavalvojan luomista. Jos pääomamarkkinoiden yhdentymisen lisäksi toteutettaisiin pankkiunioni, EMUsta tulisi rahoitusunioni.

### **SMP-ohjelma**

EKP:n SMP-ohjelma (**sec**urities **m**arkets **p**urchases) on kriisimaiden velkapapereiden osto-ohjelma. EKP aloitti ohjelman Kreikan ensimmäisen rahoitustukipaketin yhteydessä vuonna 2010.

Ohjelman tavoitteena oli parantaa markkinoiden likviditeettiä ja laskea korkoja. Ylimääräinen likviditeetti kuitenkin samalla poistettiin pankkijärjestelmästä keräämällä pankeilta talletuksia. Kun EKP lopetti tämän osto-ohjelman sterilisoinnin kesäkuussa 2014, likviditeetti markkinoilla kasvoi 160 miljardia euroa.

## VIITTEET

- <sup>1</sup> Ks. esim. Van Rompuy ym. (2012) ja Enderlein ym. (2013b).
- <sup>2</sup> Asiaa ovat kirjamuodossa käsitelleet mm. Korkman (2013), Jokela ym. (2014) ja Kanninen ym. (2014). Myös mm. Hetemäki (2015) tarkastelee asiaa laajassa artikkelissaan.
- <sup>3</sup> Mm. Blustein (2015) raportoi Trichet'n kieltäytyneen hyväksymästä Kreikan velkajärjestelyä tällä perusteella.
- <sup>4</sup> Zettelmeyer ym. (2013).
- <sup>5</sup> Verrattuna siihen, että kaikki julkiset lainat olisivat olleet 1. lainaohjelman alkuperäisin ehdoin, Kreikan julkisten lainojen velkojat suostuivat tosiasiaa tuntuvaan velkahelpotukseen. Julkisten lainojen nimellisarvoja ei kuitenkaan leikattu, ja Kreikan maksamat korot pysyivät pääsääntöisesti korkeampina kuin mitä lainojen antajat ja takaajat omasta velastaan maksoivat. Suoranaisia tappioita kärsivät siten lähinnä vain Kreikan yksityiset velkojat. Julkisten velkojien tappioita voidaan luonnehtia vaihtoehtokustannuksiksi, ts. ne eivät ole saaneet velkarahalla rahoitetuille lainoille rahoituskustannusta parempaa tuottoa eivätkä erityisesti korvausta luottoon liittyvästä tosiasiallisesta riskistä.
- <sup>6</sup> Rahoitustuen myöntäjistä IMF on selvästi muuttanut käsitystään säästötoimien lyhyen ajan kasvuvaiikutuksista, ks. Blanchard ja Leigh (2013).
- <sup>7</sup> IMF:n arvion mukaan erityisesti rakenneuudistusten toteuttamisessa oli puutteita, ks. Blanchard (2015).
- <sup>8</sup> Gros (2015a), De Grauwe (2015) ja Schumacher ja Weder di Mauro (2015).
- <sup>9</sup> De Grauwe (2015).
- <sup>10</sup> IMF (2015).
- <sup>11</sup> Lainarahan takaisinmaksun varmistamiseksi luotonantajamaiden on luonnollista asettaa tiukat ehdot, erityisesti, jos tuettavan maan taloudenhoidossa on ollut ilmeisiä heikkouksia. Jos tuettavan maan poliittisen järjestelmän kykyyn/haluun toteuttaa velan takaisinmaksua edistäviä väistämättä aikaa vieviä uudistuksia ei luoteta, ehdot painottuvat julkisen talouden välittömiin sopeutustoimiin. Nämä haittavaat lyhyen ajan kasvua ja vaikeutuvat julkistalouden tavoitteiden nopeaa saavuttamista. Tavoitteista jälkeen jääminen edellyttää uusia sopeutustoimia ja uusia tukipäätöksiä. Kohdemaassa toistuvat lisätoimet ovat ymmärrettävästi epäsuosittuja ja voivat johtaa hallitusvallan siirtymiseen populistisille poliittisille voimille, jotka kieltäytyvät tukitoimien edellytyksenä olevien ehtojen täyttämisestä. Vastaavasti rahoittajamaissa uudet tukitoimet ovat epäsuosittuja ja johtavat vaatimuksiin yhä kireämmistä ehdoista.
- <sup>12</sup> Niin kauan kuin valtio oletetaan maksukykyiseksi, sen sitoumuksia (velkapapereita ja takauksia) on syytä pitää turvallisina. Tällöin myös pankkeja, joiden sijoituksista merkittävä osa on oman valtion velkoja tai valtion takaamia velkoja, on luontevaa pitää luottokelpoisina ja valtiopapereita kelvollisina vakuuksina. EKP:n on vaikea kieltää keskuspankkirahoitusta tällaisilta pankeilta. Kun epäluottamus valtiota kohtaan markkinoilla kasvaa, keskuspankkirahoitus korvaa pankkien yksityistä rahoitusta siihen saakka kunnes EKP katsoo olevansa pakotettu arvioimaan valtiopapereiden vakuusarvon liian vähäiseksi. Tällainen päätös puolestaan johtaa pankkijärjestelmän toiminnan keskeytymiseen ja varsin nopeasti talouden halvaantumiseen. Tällainen päätös altistaa EKP:n syytteelle merkittävän poliittisen päätöksen tekemisestä ilman asianmukaista valtuutusta, ks. esim. Wyplosz (2015). Tämän vuoksi EKP:lla on huomattava paine lykätä päätöstä ja samalla lisätä eurojärjestelmän ongelmamaahan kohdistuvaa riskiä.
- <sup>13</sup> Sopimus Euroopan vakausmekanismin perustamisesta, 3. artikla.
- <sup>14</sup> ETLAn ja UPIn tutkimushanke keväällä 2014 päättyi arvioon, että euroalueen institutionaalinen kehitys ei etene yli pankkiunionin toteuttamisen, jos asteittainen toipuminen kriisimaissa etenee ja euroalueen talouskehitys yleensäkin paranee. Ks. Jokela ym. (2014).
- <sup>15</sup> Nämä erilaiset näkemykset tulevat kiinnostavasti esille Saksan talousasiantuntijoiden neuvoston tuoreessa raportissa, jossa enemmistönäkemyks edustaa ordo-liberaalista kantaa ja professori Peter Bofinger keynesiläistä näkökantaa, ks. Sachverständigenrat (2015).
- <sup>16</sup> Blanchard ym. (2015) arvioivat mallilaskelmillaan, että Saksan ja muiden maiden elvytyksellä olisi merkittävä vaikutus ongelmamaiden kasvuun. In't Veld (2013) päätyy vastaavantapaisella mallituksella selvästi pienempiin vaikutuksiin erityisesti kaikkein heikoimpien maiden osalta.
- <sup>17</sup> Ks. European Commission (2015).
- <sup>18</sup> Kenen (1969) esitti teoreettisen argumentin finanssipoliittisen tasauksen hyödyllisyydestä rahaliiton sisällä. Commission of the EC (1977) eli ns. MacDougall-raportti esitti konkreettisesti 5-7 % suuruista yhteistä budjettia.
- <sup>19</sup> Asdrubalin ym. (1998) arvio Yhdysvalloille on 13 %. Ks. myös Allard ym. (2013).
- <sup>20</sup> Darvas (2010).
- <sup>21</sup> Gros (2015b).
- <sup>22</sup> Oksanen (2015) listaa ja käy läpi useita ehdotuksia.
- <sup>23</sup> Enderlein ym. (2013b) esimerkiksi raportoivat simulointituloksia, joiden mukaan verraten pienillä automaattisilla tulonsiirroilla maiden tuotantokulujen vaihtelu (keskihajonta) pieneni 40 %.
- <sup>24</sup> Enderlein ym. (2013b) ja Carnot ym. (2015) arvioivat hieman erilaisia tasauksen mittareita käyttäen, että tasauksen teho putoaa alle puoleen, jos suhdannetilannetta arvioidaan päätöksentekohetkellä olevan tiedon varassa.
- <sup>25</sup> Allard ym. (2013) vertaavat eri lähteisiin perustuen tasausta Yhdysvaltojen ja Saksan osavaltioiden ja Kanadan provinssien välillä sekä euroalueen ja EU:n maiden välillä. Kolmen ensimmäisen osalta kokonaistasoitus yltää noin 80 prosenttiin, josta USA:ssa ja Saksassa pääoma- ja luottomarkkinoiden osuus on yli 60 prosenttiyksikköä, kun euroalueen valtioiden välinen pääomamarkkinoiden ja luottomarkkinoiden tasaus ja samalla kokonaistasaus jää alle 40 prosentin. Yhdysvaltoja koskeva arvio pääomamarkkinoiden tasotusvaikutuksesta on 39 % ja luottomarkkinoiden 23 %, kun finanssipoliittisten siirtojen vaikutus oli jo aiemmin mainittu 13 % (Asdrubalin ym., 1998).

- <sup>26</sup> Arellano ym. (2015) osoittavat, että Yhdysvalloissa osavaltioiden korkotasolla ei ole mitään yhteyttä osavaltion alueen yksityisen sektorin korkotason kanssa. Yhdeksi syyksi he arvioivat sen, että yksityiset rahoitussopimukset ovat Yhdysvalloissa liittovaltion lainsoijan piirissä tavalla, joka estää osavaltioiden kaikkinaisen puuttumisen niiden sisältöön ja toimeenpanoon. Toisaalta he argumentoivat, että Euroopan unionin sisällä jäsenvaltioiden tällaista puuttumista rajoitetaan selvästi vähemmän ja esimerkiksi pääomanliikkeiden säännöstely, maiden välillä on eri tavalla mahdollista.
- <sup>27</sup> Dao ym. (2014) arvioivat, että työllisyyden supistuminen 10 hengellä USA:n osavaltiossa johtaa vuoden sisällä työttömyyden lisääntymiseen 2 hengellä ja työmarkkinoilla olevien määrän supistumiseen niin ikään 2 hengellä ja 6 hengen nettomuuttoon. EU:n NUTS1-alueita koskevan vastaavan työllisyshokin seurauksena on työttömyyden nousu on 1 henkilö, osallistumismuutos 6 henkeä ja nettomuutto 3 henkeä.
- <sup>28</sup> Farhi ja Werning (2014).
- <sup>29</sup> Fedillä toisaalta on ollut paljon selvemmin koko ajan rooli liittovaltion velkojen likviditeetin turvaajana kuin mikä EKP:lle on ollut mahdollista suhteessa EU-instituutioihin tai jäsenmaihin.
- <sup>30</sup> Sotien välisenä aikana kaikki USA:lta velkaa saaneet silloisten standardien mukaan kehittyneet maat Suomea lukuun ottamatta jättivät osan velastaan maksamatta. Sotien jälkeen maksukyvyttömiksi ajautuneet ja velkajärjestelyihin turvautuneet maat ovat olleet kehitysmaita tai keskituloisia maita. Velkahelpotusten suuruus on myös ollut iso, keskimäärin lähes 40 % velkataakasta ja noin 15 % BKT:sta, ks. Reinhart ja Trebesch (2014).
- <sup>31</sup> Ks. Mody (2013).
- <sup>32</sup> De Haan ja Mink (2013) esittävät näyttöä, jonka mukaan juuri velkasaneerausta/rahoitustukea koskevat uutiset, eivät niinkään Kreikan taloutta koskeneet uutiset, heijastuivat muiden maiden pankkiosakkeiden kurssiin ja valtiovelkakirjojen korkoihin. Glover ja Richards-Shubik (2014) puolestaan päätyvät arvioon, että suorien rahoitussuunnitelmien kautta toteutuvat vaikutukset yhden euromaan maksukyvyttömyydestä muiden maiden maksukyvyttömyysriskiin ovat olleet pieniä.
- <sup>33</sup> Reinhart ja Trebesch (2014), Gelos ym. (2011).
- <sup>34</sup> Gros (2014) keskustelee tämän omavastuuperiaatteen soveltamisesta finanssipoliittisiin tasuksiin euroalueella.
- <sup>35</sup> Ranskan pääministeri kommentoi lokakuussa 2014 EU-komission Ranskan finanssipolitiikkaan kohdistuvaa arviointi sanoin: "We decide the budget, ..., France should be respected. It's a big country."
- <sup>36</sup> Kirkegaard (2015).
- <sup>37</sup> Padoa-Schioppa (2004) kuvasi rahaliiton luomista juuri tällaisena prosessina: "The road toward single currency looks like a chain reaction in which each step resolved a pre-existing contradiction and generated a new one that in turn required a further step forward."
- <sup>38</sup> Lisäksi EKP:n kautta toteutuva jäsenmaiden keskinäinen yhteisvastuu on epäselvempää kuin EVM-yhteisvastuu: vaikka EKP:n mahdolliset tappiot jakautuvat rahatalon saamatta jäämisestä ja pääomitarpeina jäsenmaiden kesken etukäteen tiedossa olevin periaattein, keskuspankki voi toimia vaikka sen pääoma on negatiivinenkin.
- <sup>39</sup> Fuest ym. (2014) sisältää lyhyen kuvauksen erilaisista ideoista.
- <sup>40</sup> Fuest ym. (2014) ehdottaa esimerkiksi menettelyä, jossa mekanismi aktivoitaisiin, kun euroalueen yhteenlaskettu velka alittaa 80 % BKT:sta mutta viimeistään vuonna 2030.
- <sup>41</sup> Hyvä esimerkki hajautuneen omistuksen hyödyistä on Nokia. Nokian omistuksen hajautuminen laajasti Suomen ulkopuolelle on merkittävästi hillinnyt niitä kielteisiä, jo muutenkin suuria vaikutuksia, mitä Nokian vaikeudet ovat aiheuttaneet Suomelle viime vuosina.
- <sup>42</sup> Voimassa oleva direktiivi määrittää, että osakkeenomistajien ja velkojien tulee osallistua tappioiden kattamiseen määrällä, joka vastaa 8 prosenttia velkojen kokonaismäärästä ennen kuin kriisintarkkailurahaston voimavaroja voidaan käyttää ja että rahaston varojen käyttö voi olla enintään 5 prosenttia velkojen määrästä.
- <sup>43</sup> Suunnitelmissa on ollut luoda valtioiden vastuulla toimiva väliaikaisrahoitusmenettely kunnes pankkeilta on saatu kerättyä kriisintarkkailurahaston pääoma kokoon. Asiasta ei ole vielä päätöstä, mutta se on osa pankkiunionin hankkeen toteuttamista.
- <sup>44</sup> Maures ja Grussenmeyer (2015).
- <sup>45</sup> Tuoreissa pankkikriiseissä Islanti on ollut poikkeus sillä tavoin, että Islannin valtio ei suostunut maksamaan vuonna 2008 nurin menneen islantilaisen Landsbankin ulkomaisten tallettajien talletuksia. Syntyi pitkäaikainen oikeusriita, jonka EFTA-tuomioistuin ratkaisi Islannin valtion eduksi. Konkurssipesä pystyy maksamaan ainakin pääosan talletuspääomasta, mutta tuskin korkoja.

## LÄHTEET

- Allard, C., Brooks, P. K., Bluedorn, J. C., Bornhorst, F., Christopherson, K., Ohnsorge, F. ja Poghosyan, T. (2013). Toward a fiscal union for the euro area, IMF staff discussion note N°13/09.
- Arellano, C., Atkeosen, A. ja Wright, M. (2015). External and public debt crises. NBER WP 21456.
- Asdrubali, P., Sorensen, B. ja Yosha, O. (1998). "Channels of Interstate Risk Sharing: United States 1963–90," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 111, No. 4, pp. 1081–1110.
- Blanchard, O. (2015). Greece: Past critiques and the path forward. <http://blog-imfdirect.imf.org/2015/07/09/greece-past-critiques-and-the-path-forward/>
- Blanchard, O., Erceg, C. ja Lindé, J. (2015). Jump starting euro area recovery: would a rise in core fiscal spending help the periphery? NBER WP 21426.
- Blanchard, O. ja Leigh, D. (2013). Growth forecast errors and fiscal multipliers. IMF WP/13/1.
- Blustein, P. (2015). Laid low: The IMF, the Euro zone and the first rescue of Greece. Centre for International Governance Innovation.
- Buchheit, L., Gelpern, A., Gulati, M., Panizza, U., Weder di Mauro, B. ja Zettelmeyer, J. (2013). Revisiting sovereign bankruptcy. Committee on international economic policy reform.
- Carnot, N., Evans, P., Tatica, S. ja Mourre, G. (2015). Income insurance: a theoretical exercise with empirical application for the euro area. European economic paper 546.
- Commission of the EC (1977). "Report of the study group on the role of public finance in European integration", Economic and Financial series, No A13 (MacDougall report).
- Corsetti, G., Feld, L., Lane, P., Reichlin, L., Rey, H., Vayanos, D. ja Weder di Mauro, B. (2015). A new start for the Eurozone: dealing with debt. CEPR.
- Dao, M., Furceri, D. ja Loungani, P. (2014). Regional labor market adjustment in the United States and Europe. IMF WP/14/26.
- Darvas, Z. (2010). Fiscal federalism in crisis: lessons for Europe from the US. Bruegel Policy Contribution.
- Darvas, Z. ja Hüttl, P. (2015). How to reduce the Greek debt burden? Bruegel blog 9, January 2015.
- De Grauwe, P. (2015). Greece is solvent but illiquid: Policy implications. VoxEU, 3 July 2015.
- De Haan J. ja Mink, M. (2012). Contagion during the Greek sovereign debt crisis. VoxEU.
- Enderlein, H., Bofinger, P., Boone, L., de Grauwe, P., Piris, J.-C., Pisani-Ferry, J., Joao Rodrigues, M., Sapir, A., ja Vitorino, A. (2013a). Completing the Euro. A road map towards fiscal union in Europe. Report of the Tommaso Padoa-Schioppa group.
- Enderlein, H., Guttenberg, L. ja Spiess, J. (2013b). "Making one size fit all, designing a cyclical adjustment insurance fund for the eurozone", Notre Europe – Jacques Delors Institute, Policy Paper 61, January 2013.
- Euroopan komissio (2012). Suunnitelma tiiviin ja aidon talous- ja rahaliiton luomiseksi.
- Euroopan unionin tuomioistuin (2012). TUOMIO 27. 11. 2012 – ASIA C-370/12 PRINGLE
- Euroopan unionin tuomioistuin (2015). TUOMIO 16.06.2015 – ASIA C62/14,
- European Commission (2015). Making the best use of the flexibility within the existing rules of the stability and growth pact. Communication.
- Farhi, E. ja Werning, I. (2014). Labour mobility within currency unions. <http://scholar.harvard.edu/files/farhi/files/mobility.pdf>.
- Fuest, C., Heinemann, F. ja Schröder, C. (2014). A viable insolvency procedure for sovereigns (VIPS) in the euro area. ZEW DP No. 14–053.
- Furceri, D. ja Zdzienicka, A. (2013). Euro area crisis: need for a supranational fiscal risk sharing mechanism. IMF WP/13/198.
- Gelos, G., Sahay, R. ja Sandleris, G. (2011). Sovereign Borrowing by Developing Countries: What Determines Market Access? *Journal of International Economics*, Vol. 83 No. 2, 243–254.
- Glover, B. ja Richards-Shubik, S. (2014). Contagion in the European sovereign debt crisis. NBER WP 20567.
- Gros, D. (2014). A fiscal shock absorber for the Eurozone? Lessons from the economics of insurance. VoxEU 19 March 2014.
- Gros, D. (2015a). Grexit 2015: a primer. Ceps Commentary, 22 January 2015.
- Gros, D. (2015b). Puerto Rico and Greece: a tale of two defaults in a monetary union. High-Level Brief, CEPS.
- Hetemäki, M. (2015). Eurokriisin syyt ja euroalueen tulevaisuus. Kansantaloudellinen aikakauskirja 1/2013.
- IMF (2015). Greece, an update of IMF staff's preliminary public debt sustainability analysis.
- In't Veld, J. (2013). Fiscal consolidation and spill-overs in the euro area periphery and core. *European Economy. Economic Papers*, No 506.
- Jokela, J., Kotilainen, M., Tiilikainen, T. ja Vihriälä, V. (2014). EU:n suunta, kuinka tiivis liitto? Elinkeinoelämän tutkimuslaitos ETLA.
- Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. ja Schultz, M. (2015). Euroopan talous- ja rahaliiton viimeistely. Euroopan komissio.
- Kannianen, V. ja eurothinktank-työryhmä (2014). Euron tulevaisuus. Suomen vaihtoehdot. Libera.
- Kirkegaard, J. (2015). Charting a course for better economic policy in the EU – Lessons from other continental sized fiscal unions? Esitys EU-komission EPSC-seminaarissa 4.6.2015.

- Korkman, S. (2013). EURO – valuutta vailla valtiota. Taloustieto Oy.
- Mody, A. (2013). Sovereign debt and its restructuring framework in the euro area. Bruegel Working Paper 2013/05.
- Maures, H. ja Grussenmeyer, P. (2015). Financial assistance measures in the euro area from 2008 to 2013: statistical framework and fiscal impact. ECB Statistical paper series No 7.
- Oksanen, H. (2015). Smoothing asymmetric shocks vs. redistribution in the euro area. CESifo.
- Padoa-Schioppa, T. (2004). The euro its central bank. Getting united after the union. MIT Press.
- Reinhart, C. ja Trebesch, C. (2014). A distant mirror of debt, default and relief. NBER WP No. 20577.
- Sachverständigenrat (2015). Konsequenzen aus der Griechenland-Krise für einen stabileren Euro-Raum.
- Schumacher, J. ja Weder di Mauro, B. (2015). Debt sustainability puzzles: implications for Greece. VoxEU 12 July 2015.
- Spolaore, E. (2015). The political economy of European integration. NBER WP 21250.
- Van Rompuy H., Barroso, J.M., Juncker, J.-C. ja Draghi, M. (2012). Towards a genuine economic and monetary union.
- Wyplosz, C. (2015). Grexit: The staggering cost of central bank dependence. VoxEU, 29 June 2015.
- Zettelmeyer, J., Trebesch, C. ja Gulati, M. (2013). The Greek debt restructuring: an autopsy. CEPR DP No. 9577.