

# EMUN UUDET ASKELEET

Suomen linja vaatii säätöä

SAKSA JA RANSKA etsivät kompromissia euroalueen toiminnan parantamiseksi viimeistään syksyllä Saksan vaalien jälkeen. Edessä on askeleita integraation syventämisen ja yhteisvastuun lisäämisen suuntaan.

Suomen kannattaa hyväksyä tarkasti määritelty ja ehdolliseksi rajattu yhteisvastuu euroalueen rahoitusvakauden turvaamisessa. Se tarkoittaa pankkikriisien ratkaisemiseen liittyvää fisikaalista varautumisjärjestelyä ja vähintäänkin kansallisten talletussuojajärjestelmien yhteisvastuullista jälleenvakuuttamista. Valtioiden välistä suhdannetasausjärjestelmää tai euroalueen valtiovarainministeriötä ei tarvita.

Suomen on syytä tukea pääomamarkkinaunionia ja pankkien valtionriskien rajoittamista. Markkinakurin luominen vaatii valtioiden velkajärjestelymekanismia, ja periaatepäätös tästä tulisi olla osa EMUn kehityspakettia.

## MIKSI YHTEISVASTUUTA?

- ◆ Laajoissa eurokriisin kaltaisissa valtioiden ja pankkien katastrofitilanteissa yhteisvastuuta ei voida eikä ole syytä kokonaan välttää.
- ◆ Yhteisvastuuseen liittyviä ongelmia voidaan lieventää, kun tuki koskee vain kriisitilanteita ja pysyy ehdollisena.
- ◆ Moraalikato-ongelmien kurissa pitämiseksi tarvitaan lisäksi uskottava valtion velkajärjestelymekanismi.
- ◆ Suomen peruslinja on ollut järkevä, mutta uudessa tilanteessa sitä on säädettävä.

**E**U:n kehittämisen suuntaviivoja lyödään suurella todennäköisyydellä lukkoon lähikuukausina. Unionin mahtivaltiot Saksa ja Ranska pyrkivät muodostamaan yhteisen käsityksen unionin tulevaisuudesta viimeistään Saksan syyskuisten vaalien jälkeen.

Integraation etenemiselle löytyy kolme poliittista syytä: Trump, Macron ja Brexit.

Yhdysvaltain nykyhallinnon politiikka Euroopan kannalta keskeisissä kysymyksissä poikkeaa merkittävästi toisen maailmansodan jälkeen vallassa olleiden presidenttien linjasta. Aiemmat presidentit tukivat monenkeskisiä instituutioita mm. kansainvälisen rahajärjestelmän vakauden turvaamiseksi ja kaupankäynnin vapauttamiseksi, pyrkivät luomaan samanmielisten koalitioita demokratian ja markki-

natalouden periaatteiden edistämiseksi sekä sitoutuivat selvästi liittolaismaiden puolustamiseen.

Trumpin Yhdysvallat on sen sijaan irtisanoutunut vapaakaupan monenkeskisestä edistämisestä ja

---

### **Euroopan täytyy ottaa kohtalonsa omiin käsiinsä.**

---

globaalista vastuusta ilmastonmuutoksen hillitsemiseksi. Se on ollut nihkeä Naton eurooppalaisten jäsenten puolustamiseen, ainakin jos nämä eivät lisää omaa puolustuspanostustaan. Trump pyrkii Yhdysvaltain arvioituja etuja palvelevien sopimusten, diilien, aikaansaamiseen kenen kanssa tahansa, eikä niinkään läntisten arvojen edistämiseen samanhenkisten maiden kanssa.

Saksan liittokansleri Angela Merkel puki sanoiksi luultavasti useimpien eurooppalaisten johtajien johtopäätöksen Trumpin linjauksista niin sanotussa telttapuheessaan: Euroopan täytyy ottaa oma kohtalonsa entistä selvemmin omiin käsiinsä.

Jotta Eurooppa voisi näin toimia, sen tulee kyetä aikaisempaa tehokkaammin – nopeammin ja selkeämmin – muodostamaan yhteinen kantansa ja toimimaan sen edellyttämällä tavalla. Tämä luo painetta siihen, että EU-maiden on oltava aiempaa valmiimpia keskinäisiin kompromisseihin ja myös päätösmekanismien yksinkertaistamiseen.

Toinen tärkeä seikka on, että Ranskan presidentinvaalit voittanut Emmanuel Macron pyrkii vahvasti edistämään Euroopan integraation syventämistä. Integraatioon äärimmäisen kriittisesti suhtautuvien poliittisten liikkeiden kannatus näyttää samalla taittuneen ainakin toistaiseksi niin Ranskassa kuin Saksassakin.

Kolmas EU:n kehittämiseen ja oman toimintakyvyn korostamiseen ajava seikka on Britannian EU-eron varmistuminen, vaikka sen seurauksena

syntyvät Britannian ja EU:n väliset taloussuhteet ovat yhä hämärän peitossa. Tiiviimmällä yhteistyöllä voidaan lieventää haittaa siitä, että Britannian ero pienentää unionia ja sen vaikutusvaltaa.<sup>1</sup>

## **Komission kolme askelta integraation lisäämiseen**

Tässä muuttuneessa poliittisessa tilanteessa huomio kiinnittyy siihen, miten EU pystyy huolehtimaan Euroopan intresseistä asioissa, joissa yksittäisten suurtenkaan jäsenmaiden toimintakyky ei ole riittävä.

Laajasti ymmärretty turvallisuuspolitiikka yhteisistä puolustusvälinehankinnoista rajavalvonnan ja terrorismin torjunnan yhteiseen kehittämiseen on luonteva ja hyvin todennäköinen uuden yhteisen toiminnan alue. Mutta myös euroalueen taloudellisten ja talouspoliittisten instituutioiden kehittäminen tulee väistämättä asialistalle.

Askelmerkit tai ainakin aihiot EU:n kehittämiseksi löytyvät komission kesäkuun alussa julkaisemasta EMUn kehittämistä käsittelevästä asiakirjasta.<sup>2</sup> Asiakirja on tärkeä nimenomaan muuttuneen poliittisen tilanteen takia, vaikka se pitkälti toistaa jo esillä olleita kehittämisehdotuksia, etenkin niin sanotun viiden presidentin raportin linjauksia (ks. erillinen artikkeli s. 4).

Komission hahmotelmassa listataan kolme kehittämisaluetta: rahoitusunionin viimeisteleminen, jäsenmaiden välisten taloudellisten erojen tasoittaminen ja finanssipoliittisen päätöksenteon tehostaminen.

*Rahoitusunionin viimeistely* pitää sisällään pankkijärjestelmän riskien vähentämistoimia, pankkiunionin loppuun saattamisen, niin sanotun pääomamarkkinaunionin kehittämisen sekä riskitömiä sijoitusinstrumenttien luomisen.

*Jäsenmaiden välisten erojen tasoittaminen* kattaa sekä jäsenmaiden elintasoerojen kaventamisyrittöiden pitkäaikaisella aikavälillä että jäsenmaiden suhdannevaihtelujen tasoittamisen jäsenmaiden välisillä tasausjärjestelmillä. Vaihtoehtoisiksi tasausjärjestelmäksi esitetään investointien turvaamisjärjestelmää<sup>3</sup>, kansallisten työttömyysvakuutusjärjestelmien jälleenvakuutusmekanismia tai yleistä ”pahan päivän rahastoa”.

Kolmas asiakokonaisuus koskee *finanssipoliittisen päätöksenteon tehostamista* ja siirtämistä nykyistä suuremmassa määrin euroalueen tasolle. Ensin tehtäisiin pieniä muutoksia ja lopulta luotaisiin euroalueen valtiovarainministeriö.

Viimeksi mainitulla pyritään ennen kaikkea siihen, että euroalueen finanssipolitiikka määrittyisi paremmin koko euroalueen tarpeiden kannalta. Samalla suurempi euroalueen päätösvalta auttaisi varmistamaan, että yksittäiset jäsenmaat eivät ottaisi muiden maiden etuja vaarantavia riskejä. Näin siis hillittäisiin moraalikatoa.

Komission hahmottelemat muutokset tarkoittavat siis integraation syventymistä ja jäsenmaiden välisen yhteisvastuun laajenemista. Tähän asti maat, jotka ovat hoitaneet talouttaan kohtuullisen hyvin, ovat vastustaneet yhteisvastuun lisäämistä kaikissa muodoissa. Perusteena on ollut pelko

siitä, että yhteisvastuu vähentäisi jäsenmaiden halukuutta pitää huolta omasta taloudestaan (ns. moraalikato) ja johtaisi tulonsiirtounioniin.

Ratkaisevaa uudistusten etene-  
misessä tulee olemaan Saksan ja

Ranskan keskenään usein ristiriitaisten näkemysten ja tavoitteiden yhteensovittaminen.<sup>4</sup> On todennäköistä, että myös Saksan on pakko tinkiä omista kannoistaan, mikä tarkoittanee jonkinlaista joustoa yhteisvastuun lisäämisen suuntaan.

Suomi on kuulunut Saksan kanssa yhteisvastuun lisäämistä vastustavaan pohjoiseen maaryhmään. Jos Suomi haluaa vaikuttaa uusien ratkaisujen sisältöön, sen täytyy olla aktiivinen lähikaukaussina. Sen jälkeen kun Saksan ja Ranskan akseli on peruslinjat valinnut, niitä on vaikea muuttaa.

Muuten vaihtoehtoiksi jää joko olla mukana siinä, mitä Saksa ja Ranska ovat sopineet, tai jättäytyä ulkopuolelle. Jälkimmäinen voi olla poliittisesti varsin hankalaa, ainakin jos muut euromaat ovat mukana integraation tiivistämisessä.

Mitä ratkaisuja Suomen kannattaa tavoitella? Järkevä lähtökohta on kysyä, missä asioissa yhteisvastuu on tärkeää ja missä vähemmän tärkeää. Samoin on hyvä kysyä, millaisilla toimilla kokonaisuuden kannalta hyödylliseen yhteisvastuuseen liittyviä ongelmia voidaan lieventää.

## Tuen ehdollisuus rajaa moraalikadon riskiä

Eurokriisissä osa euromaista ajautui niin suuriin vaikeuksiin, että niiden pankkijärjestelmiä uhkasi kaatuminen ja valtioita maksukyvyttömyys. Vastaus akuutteihin ongelmiin oli ehdollinen rahoitustuki pankeille niiden kotivaltioilta ja muiden jäsenmaiden ehdollinen rahoitustuki sekä Euroopan

keskuspankin lupaus ehdollisesta rahoitustuesta rahoitusvaikeuksissa oleville valtioille.

Pankkien kohdalla ehdollisuus on tarkoittanut hallittua lopettamista, fuusiota tai saneerausta, jotka ovat merkinneet tappioita osakkeenomistajille mutta pääsääntöisesti ei velkojille. Valtioiden kohdalla ehdollisuus on tarkoittanut yhtäältä sitä, että apua on tarjottu vain ääritilanteessa ("ultima ratio"). Toisaalta tukeen on liittynyt julkisen talouden sopeutusohjelmia sekä erilaisia rakenneuudistuksia talouden kasvukyvyn vahvistamiseksi.

Kokemuksen perusteella on ilmeistä, että pankkien ja vielä suuremmassa määrin valtioiden maksukyvyttömyytilanteisiin liittyy niin isoja riskejä koko yhteisen rahan alueelle, että vastuullisten poliittisten päättäjien voi olettaa turvautuvan lähes kaikkiin mahdollisiin keinoihin niiden pienentämiseksi myös jatkossa.

Taloustieteen termin rahoitusvakautta voi pitää euroalueen yhteisenä julkisena hyödykkeenä, jonka ylläpitämiseen kaikkien maiden on perusteltua osallistua. Tämä merkitsee, että kriisitilanteissa yhteisvastuuta on vaikea kokonaan välttää, sanoipa perussopimus mitä tahansa.

Yhteisvastuuseen liittyviä haittoja, ts. moraalikadoksi kutsuttuja huonoja kannustimia ja tulonsiirtoja, voidaan kuitenkin rajoittaa, jos tukipolitiikka on hyvin mietittyä ja sitä toteuttavat instituutiot ovat vahvoja. Avainasia tässä rajoittamisessa on juuri tuen ehdollisuus.

Tuen ehdollisuuden voi rinnastaa vakuutusso-  
pimusten omavastuuseen. Kun tukeen voi turvautua vain todellisissa kriisitilanteissa, tuen tarpeeseen mahdollisesti johtavalle uralle ajautuminen aiheuttaa suuria menetyksiä jo ennen tuen toteutumista. Valtioiden rahoitustuen poliittista hintaa lisää se, että tuen ehtona olevat julkisen talouden sopeutustoimet ja rakenneuudistukset ovat lähes poikkeuksetta poliittisesti epäsuosittuja. Lisäksi tukeen turvautuminen jo sellaisenaan merkitsee poliittista nöyryytystä.

Tuen saajan oikeastaan ainoa puolustus ikäviksi koettuja ehtoja kohtaan on valmius hyväksyä hallitsematon maksukyvyttömyys, jolloin koko euroalueen rahoitusvakautus vaarantuisi. Maksukyvyttömyydellä olisi epäilemättä katastrofaalisimmat seuraukset itse kyseiselle maalle, mutta poliitikot voivat syyttää tästä muiden maiden epäsolidarisuutta. Kreikan toiminta varsinkin alkuvuonna 2015 on esimerkki tällaisesta pelistä.<sup>6</sup>

**Ehdollisuuden voi rinnastaa vakuutuksen omavastuuseen.**

# UUDISTUKSET EDENNEET VAIN VÄHÄN

**Vaikka ehdotuksia euroalueen kehittämiseksi on viime vuosina tehty paljon, ne eivät juuri ole edenneet. Silti tarve EU:n kehittämiseksi ei ole poistunut.**

**E**uroopan unionin yleinen kehityssuunta on koko sen olemassa olon ajan ollut kohti tiiviimpää taloudellista ja poliittista integraatiota. Integraatioaskeleet ovat usein syntyneet kriisien myötä. ”Enemmän Eurooppaa” on arvioitu vastaukseksi kohdattuihin ongelmiin.

Eurokriisi on viimeinen tällainen yhdentymistä kiihdyttänyt episodi. Kriisin hallitsemiseksi Euroopan keskuspankki laajensi tosiasiallista mandaattiaan kapeasti rajatusta rahajärjestelmän ja hintavakauden ylläpitäjäksi rahoitusjärjestelmän vakauden ja samalla koko rahaliiton olemassaolon turvaajaksi. Jäsenvaltiot loivat hallitusten väliset järjestelyt valtioiden tukemiseksi, kun ne eivät pystyneet rahoittamaan itseään markkinoilta.

Yhteisvastuun tosiasiallisen laajenemisen vastapainoksi pyrittiin toisaalta tiukentamaan finanssipolitiikan kurinalaisuutta erilaisin lainsäädäntötoimin. Rahoituslaitosten sääntelyä tiukennettiin ja pankkikriisien hoidossa hyväksyttiin ns. bail-in-periaate. Sen mukaan omistajien ohella myös pankin velkojat voivat joutua kantamaan tappioita. Tehtiin myös periaatepäätös ns. pankkiunionin luomisesta niin, että pankkien valvonta ja kriisinratkaisu siirretään euroalueen tasolle ja talletuksille luodaan yhteinen talletussuojajärjestelmä.

## **PERUSSOPIMUKSEN HENKEÄ JOUDETTIIN RIKKOMAA**

Kriisinhallintatoimet ja samassa yhteydessä luodut uudet turvaverkot syntyivät pakon edessä, kun vaihtoehtona oli aito riski Lehman-kriisin kaltaisen tilanteen syntymisestä Euroopan maaperällä. Samalla jouduttiin rikkomaan perussopimuksen henkeä, jonka mukaan jokainen jäsenvaltio vastaa veloistaan (ns. no bail-out-periaate, perussopimuksen artiklat 123 ja 125).

Eurokriisi ja se, että sen hallitsemiseksi täytyi turvautua toimiin, joiden perussopimuksen mukaisuuden saattoi asettaa kyseenalaiseksi, osoittivat, etteivät rahaliiton rakenteet olleet kestävä. Tehtyjen välittömien uudistusten lisäksi on syntynyt lukuisia hieman toisistaan poikkeavia ehdotuksia siitä, miten rahaliiton toiminta saataisiin vakaammalle pohjalle.

Näiden pääsisältö on jälleen ollut integraation syventäminen, eli yhteisvastuun vahvistaminen ja samalla EU- ja euroalueen tason päätösvallan lisääminen kansallisen päätöksenteon kustannuksella. Tämä koski pankkisektorin ohella myös ja ehkä ennen kaikkea finanssipolitiikkaa ja tähän liittyen valtioiden velkojen ainakin jonkinasteista yhteisvastuuta.

EU:n komission kesäkuinen asiakirja EMUn kehittämiseksi on pitkälti samansuuntainen kuin aiempien intergaation kehittämistä ehdottaneiden avausten. Jo Euroopan komission tiedonanto vuonna 2012 ja Eurooppa-neuvoston silloisen puheenjohtajan vetämän neljän presidentin raportti (van Rompuy ym. 2012) esittivät askelmerkit uudistuksille.

Nämä uudistusehdotukset ovat tähän asti edenneet hyvin vaatimattomasti. Pankkiunionista on toteutunut yhteinen valvonta ja kriisinratkaisumekanismi pääosiltaan. Yhteistä talletussuojaa ei ole syntynyt, puhumattakaan siitä, että finanssipoliittista valtaa ja vastuuta olisi siirretty jäsenmailta euroalueen tasolle tai että olisi luotu yhteisvastuullisia lainoja, eurobondeja.

## **PAINE UUSILLE RATKAISUILLE PUUTTUNUT**

Syitä on kolme. Tärkein on se, että kriisin helpottamisen takia ei ole ollut akuuttia painetta tehdä uusia ratkaisuja.

Toiseksi ne maat, jotka ovat hoitaneet talouttaan kotuullisen hyvin, ovat enemmän tai vähemmän jyrkästi vastustaneet yhteisvastuun lisäämistä kaikissa sen muodoissa. Perusteena on ollut pelko siitä, että yhteisvastuu vähentäisi jäsenmaiden halukuutta pitää huolta omasta taloudestaan (ns. moraalikato) ja johtaisi ”tulonsiirtounioniin”. Suomi on kuulunut tähän Saksan johtamaan lähinnä pohjoisen Euroopan maaryhmään.

Kolmanneksi, kansalaisten vastustus päätösvallan siirtämiselle kotimaasta ”Brysseliin” on lisääntynyt monissa maissa. Brexit on kaikkein voimakkain ilmaus tästä halusta ottaa ”kontrollia takaisin” kansalliselle tasolle, mutta kansallismieliset poliittiset suuntaukset ovat vahvistaneet asemaansa monissa muissakin maissa.

Toisaalta tarve unionin ja erityisesti euroalueen rakenteen parantamiseen ei ole kadonnut minnekään. Tämä on johtanut vuoden 2012 kehitysehdotusten toistamiseen liudennetussa muodossa. Tämä näkyi selvästi vuonna 2015 niin sanotussa viiden presidentin raportissa<sup>5</sup>.

Britannian päätös erota unionista vahvisti tätä varovaisuutta edelleen. Komission ns. valkoisessa kirjassa koko unionin kehitysvaihtoehtoista esitettiin tämän vuoden maaliskuussa peräti viisi skenaariota EU:n kehitykselle ääripäin paluu puhtaaseen vapaakauppa-alueeseen ja toisaalta kehitys kohti liittovaltiomaista rakennetta.

Ehdollisuuden ohella tärkeä asia tukeen liittyvien ongelmien rajoittamiseksi on se, että rahoitusvaikeuksissa olevan pankin tai valtion velkojia ei suojata enempää kuin on aivan välttämätöntä vaan että velkojat voivat kärsiä tappiota. Tämä luo velkojille kannustimen välttää liiallista riskinottoa,

jolloin ne ainakin jossain määrin aikaansaavat markkinakuria velallisten käyttäytymiseen.

### **Pankkien osalta ympyrän neliöinnissä on edistytty.**

Markkinakurin yhdistäminen siihen, että akuuteissa kriisitilanteissa ei aiheuteta paniikkireaktioita, on äärimmäisen hankala tehtävä. Sen onnistuminen edellyttää hyvin mietittyjä menettelytapoja, tehokkaita instituutioita ja myös voimavaroja, joilla voidaan uskottavasti suojata niitä velkojia, joihin tappioita ei katsota voitavan ulottaa. Pankkien osalta tällaisessa ympyrän neliöinnissä on jo edistytty, mutta valtionvelkakriisien hoidossa tilanne on toinen.

## **Valtioiden sitoutuminen suitsee pankkipaniikit varmimmin**

Pankkien kriisinratkaisun lähtökohtana on aikaisempaa selvemmin omistajien ja velkojien vastuu (bail-in), josta päätettiin vuoden 2015 alussa voimaan astuneessa Pankkien elvytys- ja kriisinratkaisudirektiivissä. Se tarkoittaa sitä, että ennen kuin julkisia varoja voidaan käyttää pankin tukemiseen, omistajien ja tiettyyn rajaan saakka myös velkojien on ensin kärsittävä tappioita.

Bail-in-periaate ja pankkien tiukemmat pääomavaatimukset merkitsevät, että valtioiden odotettavissa olevien tappioiden määrä toteutuvissa pankkikriiseissä vähenee. Lisäksi pankeilla ja niiden velkojilla on paremmat kannustimet rajoittaa riskejä ja siten maksuvalmiusongelmien syntymisen todennäköisyyttä.

Pankkiunionia koskevilla päätöksillä pyrittiin vuonna 2012 varmistamaan euroalueen pankkien valvonnan laatu sekä huolehtimaan siitä, että kriisitilanteet hoidetaan yhtäläisesti ja tehokkaasti. Pankkien valvonnan hoitaa EKP:n yhteydessä toimiva yhteinen pankkivalvontamekanismi (SSM), joka aloitti toimintansa vuonna 2014. Kriisitilanteiden hoitoa varten luotiin yhteinen kriisinratkaisumekanismi (SRM), jonka tukena on pankeilta vakausmaksuina kerättävä yhteinen kriisinratkaisurahasto (SRF).

Kriisinratkaisurahasto ylittää vuoteen 2024 mennessä noin 55 miljardiin euroon, ja sitä voidaan

käyttää lainoihin pankeille ja myös tappioiden korvaamiseen tietyissä rajoissa kriisinratkaisudirektiivin määrittämän velkojan vastuun toteutumisen jälkeen. Rahasto vähentää jäsenmaiden tarvetta tukea pankkisektoreitaan kriisitilanteessa. Se merkitsee luonnollisesti myös euroalueen eri maissa toimivien pankkien tietynasteista yhteisvastuuta toistensa tappioista ääritilanteissa.

Velkojanvastuun periaatteen onnistunut toteuttaminen vähentää tarvetta turvautua yhteiseen kriisinratkaisurahastoon ongelmatilanteissa. Tämän ansiosta rahasto voi riittää verraten isojenkin yksittäisten ongelmatapausten hoitamiseen.<sup>7</sup>

Silti vakavissa kriisitilanteissa voi syntyä epäily rahaston riittävydestä. Tämän vuoksi pankkiunionin suunnitelmissa on julkinen varautumisjärjestely (fiscal backstop), toisin sanoen valtioiden jollakin tavoin määritelty sitoutuminen tukemaan yhteistä kriisinratkaisua silloin kun rahaston varat eivät siihen riitä. Tällaisesta valtioiden välistä yhteisvastuuta merkitsevästä järjestelystä on periaatteessa sovittu jo vuonna 2013, mutta sitä ei ole kuitenkaan pantu toimeen.

Komission kesäkuisessa hahmotelmassa ehdotetaan julkisen varautumisjärjestelyn välitöntä toteuttamista. Ehdotus on perusteltu: Kriisien leviämisen keskeinen syy on epäluottamus siihen, ovatko saamiset turvassa. Tämän vuoksi on tärkeää, että sijoittajat voivat luottaa kriisinratkaisun kohteeksi mahdollisesti joutuvan pankin niiden velkojen turvallisuuteen, jotka eivät kuulu velkojan vastuun piiriin.

Suurehkokaan pankeilta kerättävä rahasto ei takaa velkojen turvallisuutta yhtä hyvin kuin valtioiden sitoutuminen riittävien kriisinratkaisuresursien turvaamiseen. Valtioiden tukijärjestelyt kykenevät paljon paremmin estämään paniikkireaktiot yhdessä sen kanssa, että keskuspankki on valmis tarjoamaan likviditeettiä kriisinratkaisun jälkeen maksukykyiselle pankille.

Yhteinen talletussuoja on toinen pankkiunionin toistaiseksi toteutumaton ja komission pohdinta-asiakirjassa esille otettu osa. Siinä on kyse eri maiden pankkisektorien keskinäisen yhteisvastuun luomisesta. Komission vuonna 2015 tekemä ehdotus asteittaisesta siirtymisestä yhteiseen talletussuojaan (EDIS) ei ole edennyt, koska vahvojen pankkisektorien maat ovat sitä vastustaneet.

Yhteistä talletussuojaa voi periaatteessa pitää perusteltuna samoista syistä kuin kriisinratkaisun varautumisjärjestelyä. Yhteinen talletussuoja lisää luottamusta siihen, että velkojanvastuun



ulkopuolelle suljetut talletukset (alle 100 000 euron talletukset) ovat turvassa, vaikka pankki joutuisikin vaikeuksiin. Yhteisen talletussuojan hyöty on kuitenkin todennäköisesti pienempi kuin yhteisen kriisinratkaisurahaston, koska

---

**Samalla pankkijärjestelmän riskeihin pitää puuttua.**

---

se koskee etuoikeusjärjestyksessä parhaimpia pankin velkoja.

Kansallisen talletussuojarahaston voimavarat ylittävä talletusten korvaustarve syntyy vain laajan finanssikriisin yhteydessä. Niinpä täysin yhteisen suojan sijasta talletusten turvan uskottavuuden turvaamiseksi voisi riittää kansallisten rahastojen jälleenvakuuttajana toimiva rahasto, josta kansalliset rahastot voisivat saada korvausta poikkeuksellisen laajan korvausvastuun tilanteessa.<sup>8</sup> Yhteisen talletussuojan poliittista hyväksyttävyyttä pitäisi helpottaa myös se, että kyse on pankeilta kerättyjen varojen, ei verovarajen, käytöstä.

Julkisen varautumisjärjestelyn ja talletussuojan nopeaa toteuttamista vaikeuttaa se, että eräiden maiden – suurista maissa lähinnä Italian – pankkijärjestelmiin sisältyy edelleen isoja riskejä. Jos yhteisvastuuseen siirryttäisiin ilman pankkijärjestelmän riskien vähentämistä, siirrettäisiin todennäköisiä tappioita toisten maiden pankkisektoreiden ja valtioiden kannettavaksi. Yhteisvastuun lisääminen on tämän vuoksi perusteltua kytkeä ajallisesti pankkijärjestelmissä olevien riskien pienentämiseen.

Käytännössä pitää pyrkiä supistamaan pankkien taseissa olevia järjestämättömiä luottoja sekä rajoittaa pankkien valtionpaperisijoituksia. Tällä haavaa pankkien taseissa on useassa maassa yhä verraten paljon järjestämättömiä luottoja, joiden arvosta ei ole varmuutta. Pankeilla on salkuissaan myös runsaasti kotivaltioidensa suhteellisen hyvätuottoisia velkapapereita, joihin samalla liittyy maiden korkean velkaantumisen takia tavanomaisista suurempi riski.

## **Markkinakuri vaatii mekanisme valtioiden velkajärjestelylle**

Valtionvelkakriiseihin väistämättä liittyvän jonkinasteisen yhteisvastuun ongelmien rajoittamiseksi tarvitaan tuen ehdollisuuden (ultima ratio ja tukeen liittyvät sopeutusohjelmat) ohella uskottava mahdollisuus siihen, etteivät kaikki velkojat aina selviä ilman tappioita. Kokemus osoittaa, että ilman tällaisen mekanismin luomaa markkinaku-

ria varsinkaan suuria suvereeneja maita on vaikea pakottaa kriisin riskiä vähentävään kurinalaiseen finanssipolitiikkaan.

Finanssipolitiikkaa koskevien sääntöjen tiukentaminen (niin sanotut 6-pack, 2-pack ja finanssipoliittinen sopimus) ei ole poistanut sitä ongelmaa, että halutessaan maat voivat poiketa sääntöjen määrittämältä uralta. Ei ole myöskään syytä uskoa, että tämä asetelma muuttuisi niin kauan kuin euroalueen tasolle ei ole annettu sitovaa finanssipoliittista valtaa jäsenmaithin nähden. Tällaiseen ei ole poliittista valmiutta näköpiirissä olevassa tulevaisuudessa.

Markkinakurin luominen vaatii käytännössä valtioiden velkajärjestelymekanismin luomista.

Toisin sanoen tarvitaan sellainen institutio, joka kykenee nopeasti toteuttamaan maksuvaikeuksiin joutuneen valtion velkojen uudelleenjärjestelyn, kun valtion maksukykyisyys on ilmeisellä tavalla muodostunut kyseenalaiseksi.

Samalla menettelyyn täytyy liittyä kyky tarjota riittävästi maksuvalmiustukea maksukykyisiksi (solvent) arvioiduille valtioille. Tämä edellyttäisi mitä ilmeisimmin keskuspankin kytkemistä mekanismiin tavalla tai toisella, toisin sanoen keskuspankin nykyisen OMT-lupauksen kaltainen järjestely pitäisi institutionalisoida jollain tavalla.<sup>9</sup>

Tällainen mekanismi olisi luontevinta rakentaa Euroopan vakausmekanismin EVM:n pohjalle ja kytkeä mekanismin toiminta valtioiden velkaantumista koskevien sääntöjen noudattamiseen. Mekanismi voisi tarjota maksuvalmiustukea ilman ehtoja valtioille, joiden maksukyvyttömyysriski on alhaisen velkaantumistason seurauksena pieni. Hieman velkaantuneemmilta valtioiden tukeminen edellyttäisi nykyisen EVM:n tapaan sopeutusohjelmia ja huomattavasti velkaantuneilta valtioilta velkajärjestelyä.<sup>10</sup>

Komission pohdinta-asiakirjassa velkajärjestelymekanismin luominen sivuutetaan. Siinä kyllä todetaan, että yhtenä vaihtoehtona valtionvelkakriisin kehittämisessä on ehdotus EVM:n kehittämisestä ”Euroopan valuuttarahastoksi”. Komissio ei kuitenkaan ota esille sitä, että tällaisen rahaston tehtävänä olisi velkajärjestelyn toteuttaminen.

Valtioiden velkajärjestelyjen toteuttaminen rahoitusjärjestelmän toimintaa pahoin häiritsemättä edellyttää paitsi maksukykyisten maiden maksuvalmiuden turvaamista myös sitä, että pankkijärjestelmät kestävät valtionpaperien arvonn-

---

**Tarvitaan kyky riittävään maksuvalmiustukeen.**

---

alennuksen. Tämän mahdollistamiseksi aiemmin todettu pankkien valtionpaperisijoitusten rajoittaminen on olennaisen tärkeä asia.

Pankkiunioni, joka rajoittaa pankkien vaikeuksien heijastumista kotivaltioiden maksukykyisyyteen, tarvitsee siten tästäkin syystä rinnalleen pankkien valtionriskien vähentämisen. Yhdessä nämä irrottavat pankkien ja niiden kotivaltioiden riskit toisistaan niin, että yleisen kaikenkattavan rahoituskriisin todennäköisyys pienenee.

Valtioiden velkajärjestelymekanismin toteuttaminen on hyvin vaikeaa niin kauan kuin osa jäsenmaista on hyvin velkaantuneita ja niiden pankeilla on paljon valtionvelkakirjoja omistuksessaan. Riskit paniikkireaktioista ovat ilmeisiä.

Toisaalta sekä valtioiden velkaantumisen vähentäminen että pankkien valtionpaperisijoitusten vähentäminen vievät aikaa. Niinpä järjestyvä velkajärjestelymekanismia koskeva tavoite olisikin periaatepäätös tällaisen mekanismin luomisesta, suuntaviivat sen yleisistä piirteistä ja karkea aikataulu, joka antaa aikaa valtioiden velkaantumisen ja pankkien valtionriskien vähentämiselle.<sup>11</sup>

## Riskittömät velkakirjat voidaan toteuttaa myös ilman yhteisvastuuta

Hyvin toimiva rahoitusjärjestelmä tarvitsee riskittöminä pidettäviä vaateita. Tässä tehtävässä ovat toimineet valtion velkakirjat, ja tämä on tunnustettu myös rahoituslaitosten sääntelyssä. Valtionvelkakirjojen niin sanottu riskipaino on nolla, eli valtionlainojen riskien kattamiseen ei ole tarvittu omaa pääomaa.

Kun eurokriisi oli pahimmillaan, joidenkin eurovaltioiden velkakirjoihin liittyi nollaa suurempi riskilisa. Samalla heräsi kysymys uusien riskittömien velkakirjojen luomisesta. Tuolloin teknisesti helpoimpana ratkaisuna pidettiin euromaiden

täysin yhteisvastuullisia velkakirjoja, eurobondeja, ja niiden käyttöön ottamisesta tehtiin useita ehdotuksia.

Eurokriisin aikaan tällaiset yhteislainat nähtiin ensi sijassa rahoitusvaikeuksiin joutuneiden jäsenmai-

den kohtuuhintaisen rahoituksen mahdollistajana; se, että samalla syntyi pankeille turvallinen sijoituskohte, oli lisähyöty. Velkojamaat, joihin Suomikin kuului, vastustivat ehdotuksia, eikä eurobondien käyttöön ottaminen ei ole edennyt.

Ilmeisesti juuri asian poliittisen herkkyyden takia komission asiakirjassa ei edes mainita euro-

bondi-sanaa. Paperissa esitetään sen sijaan harkittavaksi niin sanottujen valtionvelkakirjavakuudellisten arvopaperien luomista.

Näillä tarkoitetaan erilaisen etuoikeusaseman omaavia vaateita, jotka oikeuttaisivat useiden valtioiden velkakirjoista koostuvan yhdistelmän tuottamaan tulovirtaan. Seniorivaateet olisivat tällöin periaatteessa parhaimmin luokiteltujen valtioiden velkakirjojen arvoisia turvallisia sijoituskohteita ja niiden tuotto alhainen. Juniorivelkakirjat taas olisivat riskipitoisia.<sup>12</sup>

Riskittömien vaateiden luominen ei tällaisessa tilanteessa edellyttäisi valtioiden välistä yhteisvastuuta, mutta sellainen toki mahdollistaisi suuremman määrän riskittömiä vaateita samalla kokonaisrahoituksella. Toisaalta komission asiakirjassa nostetaan esille myös yhteisvastuulliset lainat riskittöminä vaateina, vaikka niitä ei siis eurobondeiksi kutsutakaan.

Valtionvelkakirjavakuudellisten arvopaperien luominen ilman yhteisvastuuta on ongelmaton asia. Se, että niitä ei ole markkinaehtoisesti syntynyt, viittaa siihen, ettei tarve ole ollut ainakaan akuutti tai että sijoittajia riskipitoiseen osaan vaateista on vaikea löytää.

Tällaisen sijoitusinstrumentin tarve lisääntyy, jos pankkien sijoituksia yksittäisten valtioiden velkapapereihin rajoitetaan. Tällaisessa tilanteessa julkisella toimijalla voi olla hyödyllinen rooli velkakirjavakuudellisten arvopaperien aikaansaamisessa.

Yhteisvastuullisten velkakirjoja käyttöön ottaminen taas vaatisi jäsenmaiden velkaantumista tehokkaasti rajoittavan finanssipoliittisen vallan siirtämistä euroalueen tasolle. Kuten edellä on todettu, poliittista valmiutta tällaiseen vallan siirtämiseen ei ole näköpiirissä.

## Suhdannetasaus ei välttämätön ja voisi luoda tulonjakoautomaatin

Komission asiakirjassa ehdotetaan erilaisia vaihtoehtoja jäsenmaiden väliseksi suhdannetasausjärjestelmäksi. Ne perustuvat käsitykseen siitä, että kansallinen finanssipoliittikka ei pysty riittävästi tasaamaan suhdanteita, jolloin maa voi ajautua tarpeettoman syvään taantumaa.

Jäsenmaiden välinen tasausmekanismi voidaan ainakin periaatteessa suunnitella reiluksi vakuutusjärjestelyksi, jollainen hyödyttäisi kaikkia jäsenmaita. Erityisesti siitä voisivat hyötyä Suomen kaltaiset suhdanneherkät maat.

**Ehdotuksessa ei edes mainita eurobondi-sanaa.**

Tasausmekanismi olisi epäilemättä hyödyllinen, mutta realistisen kokoisena sen tuoma lisäarvo jäisi luultavasti pieneksi. Toisaalta mekanismiin liittyy ilmeinen moraalikadon vaara, jos tuen käyttö ei ole selvästi ehdollista. Tämän seurauksena mekanismeista voisi tulla uusi tulonsiirtoautomaatti.

Tasausmekanismin merkityksen arvioimiseksi on hyvä verrata euroalueen suhdannetasaus-ta Yhdysvaltain tilanteeseen, sillä Yhdysvallat on esimerkki toimivasta rahaliitosta. Yhdysvalloissa liittovaltion budjetti on noin 20 prosenttia brut-

tokansantuotteesta, ja se jakaa verotuloja uudelleen osavaltioiden välillä. Uudelleenjako on pääosin pysyvänluonteista, eli samat osavaltiot ovat suhdannetilanteesta riippumatta nettosaajia ja nettomaksajia.

Osavaltiokohtaisten suhdanneerojen perusteella muuttuva finanssi-

poliittinen tasaus on sen sijaan Yhdysvalloissa verraten vähäistä. Tutkimukset viittaavat siihen, että vain hieman yli 10 prosenttia osavaltioiden kohtaamista epäsymmetrisistä tulosokeista tasoittuu osavaltioiden rajat ylittävien finanssipoliittisten siirtojen avulla.<sup>13</sup>

Verrattomasti suurempi osa eli yli 60 prosenttia sokeista tasoittuu pääomamarkkinoiden, käytännössä yritystoiminnan hajautuneen omistuksen, ja luottomarkkinoiden kautta.<sup>14</sup> Näin täydellinen pankki- ja pääomamarkkinaunioni tasoittaa Yhdysvaltojen rahaliiton sisällä paljon merkittävämmin suhdanne-eroja kuin finanssipoliittiset toimet.

Euroopassa ei ole lainkaan valtioiden välistä finanssipoliittista suhdannetasaus-ta. Myös pääomamarkkinoiden ja luottomarkkinoiden kautta tapahtuva tasaus Euroopassa on selvästi vähäisempää kuin Yhdysvalloissa.

Sen sijaan kansallinen finanssipoliittinen suhdannetasaus on Euroopassa ollut huomattavan suurta, ja se perustuu euromaiden julkisten sektoreiden suureen kokoon. Tuoreen tutkimuksen mukaan automaattinen finanssipoliittinen vakautus on tasannut noin 20 prosenttia euroalueen jäsenmaiden tulovaihtelusta<sup>15</sup>, kun taas Yhdysvalloissa osavaltioiden oma finanssipolitiikka on pikemminkin voimistanut suhdannevaihteluita.

On toki totta, että suurissa eurokriisin kaltaisissa taantumissa jäsenmaat eivät rahoitusvaikeuksien takia kykene tukemaan finanssipolitiikkal-la kysyntää halutussa laajuudessa. Näin on varsinkin silloin, kun valtio on jo lähtötilanteessa kovin velkaantunut.

Tällaista tilannetta varten on kuitenkin luotu vakausmekanismit, joista rahoitusvaikeuksiin joutunut maa saa ehdollista rahoitustukea. Moraalikadon vaaraa rajoittaa se, että tukea saa vasta rahoitusvaikeuksien kohdatessa, ja että tukeen liittyy sopeutusohjelman mukaisia ehtoja. Jäsenmaan täytyy siis tehdä kaikki mahdollinen taantumien hillitsemiseksi ja niistä toipumiseksi.

Riskiä moraalikadosta lisää se, että maiden kohtaamat sokit eivät välttämättä ole tilapäisiä. Tilapäisessä sokissa järjevä vastaus on elvyttävä finanssipolitiikka, mutta kun sokki on pysyvä, siihen täytyy sopeutua.

Jos suhdannetasausjärjestelmään ei kuuluisi nykyisten rahoitustukimekanismien edellyttämää ehdollisuutta, se voisi lykätä sopeutustoimien aloittamista. Tilapäiseksi tarkoitettun tuen määrä voisi ajan myötä kasvaa sellaiseksi, ettei sen takaisinmaksu sovitulla tavalla onnistuisi. Näin alun perin reiluksi vakuutusjärjestelmäksi suunnitellusta mekanismeista tulisi sokkien luonnetta koskevan epävarmuuden takia tulonsiirtojärjestelmä.<sup>16</sup>

Laskelmissa euroalueen tasausjärjestelmistä esillä on ollut hyvin erikokoisia vaihtoehtoja. Pienimmät tarkastellut työttömyysvakuutusjärjestelmien jälleenvakuutusmekanismit ovat olleet 0,3 prosenttia euroalueen bruttokansantuotteesta, mutta tyyppillisesti on tarkasteltu 1–2 prosentin suuruisia järjestelmiä.<sup>17</sup>

Vaikka nämä ovat sellaisenaan pieniä lukuja, ne ovat suuria suhteessa EU:n nykyiseen budjettiin. EU-jäsenmaathan eivät ole päässeet yhteisymmärrykseen noin 1 prosenttia bruttokansantuotteesta olevan EU-budjetin pienestäkään kasvattamisesta. Merkittäviin tasausvaikutuksiin yltyvästä budjetista sopiminen näyttääkin hyvin epätodennäköiseltä.

## Muut tasauskeinot parempi vaihtoehto

Uusille valtioidenvälisille tasausmekanismeille ilmeinen vaihtoehto on jäsenmaiden oman tasauskyvyn vahvistaminen, mikä tarkoittaa velkaantumisen vähentämistä. Jos jäsenmaiden julkisten sektoreiden velkaantumista saadaan pienennettyä, suhdannetasauksen voi olettaa toteutuvan useimmissa tilanteissa riittävässä määrin eikä siihen liittyisi mitään moraalikato-ongelmia.

Näin luodun pelivaran käyttöä edesauttaisi alijäämiä koskevien rajoitusten löysentäminen nii-

**Sokit eivät välttämättä ole tilapäisiä.**

**Yhdysvallat on esimerkki toimivasta rahaliitosta.**



den maiden kohdalla, jotka ovat saaneet velkataso riittävän pieneksi. Pankkiunionin ja erityisesti pääomamarkkinaunionin kehittyminen taas parantaisi yksityisen sektorin sisällä tapahtuvaa maiden välistä suhdannetasasta.

Kun pankkien toimintakyky ei ole sanottavasti kiinni toiminta-alueen talouden tilasta, ne voivat kanavoida helpommin rahoitusta sitä kulloinkin tarvitseville. Vastaavasti yritystoiminnan omistuksen hajautuminen yhtenäisillä euroalueen laajuisilla pääomamarkkinoilla on tehokas tapa vähentää jonkin maan tuotannon vaihtelujen vaikutusta tuloihin.

Kaikkien näiden tasausmekanismien ongelma on, että niiden parantaminen on hidasta. Julkisen velan suhde kokonaistuotantoon alenee parhaissakin oloissa hitaasti ja erityisesti kun nimellinen bruttokansantuote kasvaa hitaasti. Myös pankki- ja pääomamarkkinoiden integroituminen vaatii aikaa, vaikka sääntelyä kyettäisiin nopeastikin muokkaamaan yhtenäisten markkinoiden edellyttämällä tavalla.

Näiden prosessien väistämätön hitaus on kuitenkin pikemminkin syy kiirehtiä tarvittavia ratkaisuja kuin lykätä niitä. Tämä tarkoittaa tiukkaa finanssipolitiikkaa korkean velkataso maissa nyt kun suhdannetilanne on hyvä. Yhtä lailla prosessin hitaus on peruste nopeille toimille pankkiunionin ja pääomamarkkinaunionin edistämiseksi.

## **Yhteinen valtionvarainministeriö: vankkurit hevosen eteen**

Komission pohdinta-asiakirjan ajatukset finanssipoliittisen päätöksenteon uudistamisesta ovat muodollisesti varovaisia, mutta periaatteessa merkittäviä. Asiakirjassa ehdotetaan euroalueen maiden valtionvarainministerien muodostamalle euroryhmälle pysyvää puheenjohtajaa ja tämän tehtävän yhdistämistä komission talouskomissaarin tehtävän kanssa.

Tämän lisäksi komissio nostaa esille ajatuksen euroalueen varainhallinnosta, jolle annettaisiin tehtäväksi euroalueen talous- ja finanssipolitiikan valvonta. Se hoitaisi myös suunniteltujen euroalueen turvallisen sijoitusvälineen liikkeellelaskun ja suhdannetasausmekanismin hallinnoinnin. Hallinnon tai paremminkin euroalueen valtiovarainministeriön johtajana olisi em. pysyvä euroryhmän puheenjohtaja ja komissaari eli EU:n val-

tiovarainministeri. Ministeriö olisi raportointivastuussa paitsi kansallisille parlamenteille myös Euroopan parlamentille.

Pysyvä euroryhmän puheenjohtaja tehostaisi luultavasti ryhmän työskentelyä. Sen sijaan euroalueen valtiovarainministerin ja -ministeriön luominen on järkevää vain jos euroalueelle siirretään aidosti uutta päätösvaltaa jäsenmailta. Ilman sitä kyse olisi kyse näennäistoiminnasta, vankkurien panemisesta hevosen eteen.

Ehdotuksia euroalueen valtaoikeuksien vahvistamisesta on toki olemassa. Espanjan valtiovarainministeri Luis de Guindos esitti esimerkiksi äskettäin, että ESM:stä tehtäisiin euroalueen valtiovarainministeriö tai valuuttarahasto, joka määrittäisi euroalueen finanssipoliittisen linjan ja jolla olisi oikeus päättää tietyistä osuudesta jäsenmaiden budjeteista.<sup>18</sup> Kuten aiemmin on ollut esillä, poliittinen hyväksyntä näin pitkälle menevälle valansiirrolle on epätodennäköinen näköpiirissä olevassa tulevaisuudessa.

## **Sopiva linja Suomelle: kansallinen vastuu ja katastrofivakuutus**

Suomen eri hallitusten noudattama peruslinja, jossa korostetaan jäsenmaiden omaa vastuuta taloudestaan ja rajataan yhteisvastuu rahoitusvakauden turvaamiseen, on perustaltaan järkevä, mutta vaatii säätöä. Jäsenmaiden välisten suhdannetasausjärjestelmien hyödyt olisivat pieniä riskeihin verrattuna. Sen sijaan rahoituskriisiä vastaan on viisasta varautua tehokkaalla katastrofivakuutuksen kaltaisella ehdollisella yhteisvastuulla.

Suomen kannattaakin tukea pyrkimyksiä integraation tiivistämiseen kriisitilanteiden paremman hallinnan osalta. Siinä vahingot asioiden huonosta hoidosta ovat suuria ja yhteisen vastuun välttäminen on kokemuksen perusteella joka tapauksessa vaikeaa. Yhtäältä tämä tarkoittaa fiskaalisen varautumisjärjestelmän luomista pankkien kriisintarkaisumekanismille ja vähintäänkin kansallisten talletussuojarahastojen yhteisvastuullista jälleenvakuutusjärjestelyä.

Valtionvelkakriisien paremmaksi hallitsemiseksi ja siihen väistämättä liittyvän yhteisvastuun rajaamiseksi tarvitaan mekanismi valtioiden hallitun velkajärjestelyn toteuttamiseksi. Suomen tulisi ajaa periaatepäätöstä tästä osana EMUn kehittämissä pakettia.

**Tämä tarkoittaa tiukkaa finanssipolitiikkaa.**

## VIITTEET

- 1 Huomionarvioista myös on, että Britannian ero heikentää Saksan ja muiden pohjoisten valtioiden suhteellista asemaa EU:n päätöksenteossa, vaikka ei suoraan euroalueeseen vaikutakaan. Lahti ja Vihriälä (2016) arvioivat hieman laajemmin Brexitin vaikutuksia Euroopalle ja Suomelle.
- 2 Euroopan komissio (2017).
- 3 Tämä tarkoittaa ilmeisesti ns. Junckerin rahaston, Esirin, pysyvää versiota.
- 4 Brunnermeier, James ja Landau (2016) analysoivat oivaltavasti, kuinka EU ja EMU ovat muotoutuneet yhteisvastuuta ja toisaalta jäsenvaltioiden tapauskohtaista päätöksentekoa korostavan Ranskan ja jäsenmaiden omaa vastuuta, sääntöjä ja niiden tulkinnasta vastaavia instituutioita korostavan Saksan jatkuvana yhteispelinä.
- 5 Juncker ym. (2015).
- 6 Kreikan oli lopulta pakko hyväksyä jatkorahoituksen ehdot, koska riittävän iso osa muista euromaista oli valmis Kreikan euroeron aiheuttamiin ongelmiin. Markkinareaktioiden perusteella Grexitin seuraukset muille talouksille eivät myöskään näyttäneet ylivoimaisilta.
- 7 De Groen ja Gros (2015) päätyvät arvioon, että jos bail-in-säännöstä pystytään noudattamaan kaavailujen mukaisesti, 55 miljardin euron kriisiratkaisurahasto voisi riittää jopa euroalueella koettua kriisiä vastaavan tilanteen hoitamiseen.
- 8 Gros (2017) ehdottaa tällaista kansallisten rahastojen jälleenvakuutusrahastoa kompromissiksi, kun osa jäsenmaista suhtautuu hyvin nihkeästi täydellisesti yhteiseen talletussuojaan.
- 9 Velkajärjestelyn toteuttamiseen liittyy aina kaksi vaikeaa analyttistä kysymystä. Yhtäältä on vaikea arvioida, onko jokin valtio aidosti maksukyvytön vai onko kysymys vain perusteettomasta markkinoiden epäluottamuksesta maksukykyyn. Toiseksi velkajärjestelyn seurauksia rahoitusvakaudelle on myös vaikea arvioida. Päätöksentekijöillä on hyvä syy välttää nopeasti realisoituvia riskejä, joten he ovat taipuvaisia tulkintoihin, jotka johtavat bailout-ratkaisuihin silloinkin kun se ei ole välttämätöntä. Tämä korostaa vahvan valmistelukoneiston ja mahdollisimman selkeiden päätöksentekokriteereiden ja -prosessien määrittämisen tärkeyttä.
- 10 Tämäntapaisesta mekanismista on tehty useita ehdotuksia, ks. esimerkiksi Corsetti ym. (2015).
- 11 Velkaantumisen vähentämiseksi nopeammin kuin mihin valtioiden vuotuisten rahoitustasapainojen parantaminen antaa mahdollisuuden olisi syytä selvittää huolellisesti myös erilaisia kertaluonteisia velkakanan vähentämismahdollisuuksia. Mm. Corsetti ym. (2015) keskustelevat tällaisista vaihtoehdoista.
- 12 Brunnermeier ym. (2016) tarkastelevat lähemmin tällaisten synteettisten turvallisten paperien luomisen kysymyksiä.
- 13 Cottarelli ym. (2016) käy läpi useita aiempia tutkimuksia ja esittelee myös omia vastaavan suuruusluokan vaikutuksia indikoivia tuloksia. Ks. myös Alcidi ja Thirion (2017), jossa arvioidaan erityisesti USA:n työttömyysvakuutusjärjestelmään liittyvää osavaltioiden ja liittovaltion välistä riskinjakoa.
- 14 Ks. Asdrubali ym. (1996)
- 15 Alcidi ja Thirion (2017).
- 16 Suomen tilanne vuonna 2009 on hyvä esimerkki sokkien luonteen arviointiongelmista. Vuoden 2009 poikkeuksellisen suuri tuotannon pudotus (8,5 % vs. euroalueen 5 %) oli perusteltua tulkita aluksi tilapäiseksi kysyntäsokiksi ja tämän mukaisesti oli järkevää antaa julkisen talouden tasapainon heikentyä merkittävästi. Jonkin ajan kuluttua käni kuitenkin ilmeiseksi, että Suomi on menettänyt pysyvästi tuotantoa, jonka kompensoimiseksi tarvittiin kilpailukyyn parantamista. Jos euroalueella olisi ollut jokin maiden välinen suhdannetasausjärjestelmä, Suomi olisi varmasti hyötynyt siitä. Tämä olisi kuitenkin voinut viivyttää sopeutumistoiimiin ryhtymistä entisestään.
- 17 Hyvä tuorehko katsaus tasausjärjestelmiä ja erityisesti yhteistä työttömyysvakuutusjärjestelmää koskevaan pohdintaan on Beblavý, Marconi ja Maselli (2015).
- 18 Ks. Financial Times 14.6.2017. <https://www.ft.com/content/afedcb46-5021-11e7-a1f2-db19572361bb?mhq5j=e1>

## KIRJALLISUUS

- Alcidi, C. ja Thirion, G. (2017). Fiscal risk sharing and resilience to shocks. CEPS working document No 2017/07. [https://www.ceps.eu/system/files/No%202017\\_07%20CA%20and%20GT%20Fiscal%20risk-sharing%20and%20resilience%20to%20shocks.pdf](https://www.ceps.eu/system/files/No%202017_07%20CA%20and%20GT%20Fiscal%20risk-sharing%20and%20resilience%20to%20shocks.pdf)
- Asdrubali, P., Sørensen, B. E. ja Yosha, O. (1996). Channels for Interstate Risk sharing: United States 1963–1990, *The Quarterly Journal of Economics*, CXI, 447(4).
- Beblavý, M., Marconi, G. ja Maselli, I. (2015). A European unemployment benefits scheme: the rationale and the challenges ahead. CEPS special report No.119. <https://www.ceps.eu/publications/european-unemployment-benefits-scheme-rationale-and-challenges-ahead>
- Brunnermeier, M., James, H. ja Landau, J.-P. (2016). *The euro and the battle of ideas*. Princeton university press.
- Brunnermeier, M., Langfield, S., Pagano, M., Reis, R., Van Nieuwerburgh, S. ja Vayanos, D. (2016). ESBies: Safety in the tranches. ESRB Working paper No 21. <https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/wp/esrbwp21.en.pdf>
- 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. <http://voxeu.org/content/new-start-eurozone-dealing-debt>
- Cottarelli, C., Poghosyan, T. ja Senhadji, A. (2016): The role of fiscal transfers in smoothing regional shocks: evidence from existing federations. IMF Working Paper No. 16/141. <http://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Role-of-Fiscal-Transfers-in-Smoothing-Regional-Shocks-Evidence-from-Existing-Federations-44111>
- De Groen, W. ja Gros, D. (2015). Estimating the bridge financing needs of the single resolution fund: How expensive it is to resolve a bank. CEPS Special Report No. 122. <https://www.ceps.eu/publications/estimating-bridge-financing-needs-single-resolution-fund-how-expensive-it-resolve-bank>.
- Euroopan komissio (2012). Hahmotelma tiiviin ja aidon rahaliiton luomiseksi. <https://publications.europa.eu/fi/publication-detail/-/publication/c3f084ef-909d-4258-bb26-50b16cc542b1/language-fi>
- Euroopan komissio (2017). Pohdinta-asiakirja talous- ja rahaliiton syventämisestä. [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu\\_fi\\_0.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_fi_0.pdf)
- Gros, D. (2017). Try again to complete the Banking Union. Teoksessa Benassy-Quere A. ja Giavazzi F., Europe's political spring. Fixing the Eurozone and beyond. VoxEU.org eBook. <http://voxeu.org/content/europe-s-political-spring-fixing-eurozone-and-beyond>
- Juncker, J.-C., Tusk, D., Dijsselbloem, J., Draghi, M. ja Schulz, M. (2015). Euroopan rahaliiton viimeistely. [https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report\\_fi.pdf](https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/5-presidents-report_fi.pdf)
- Lahti, T. ja Vihriälä, V. (2016). Unionin horjahdus – Euroopan ja Suomen valinnat Brexitin jälkeen. Eva-alaysi no. 53. <http://www.eva.fi/wp-content/uploads/2016/11/Unionin-horjahdus.pdf>
- Van Rompuy, H., Barroso, M., Juncker, J.-C. ja Draghi, M. (2012). Towards a genuine economic and monetary union 5.12.2012, [http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms\\_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf](http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_Data/docs/pressdata/en/ec/134069.pdf)



Valtiotieteen tohtori **VESA VIHRIÄLÄ** (s. 1955) on Elinkeinoelämän Valtuuskunnan EVAn ja Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen Etlan toimitusjohtaja. Hän työskenteli vuosina 2010–2012 Euroopan komission varapuheenjohtajan Olli Rehnin neuvonantajana.

## ELINKEINOELÄMÄN VALTUUSKUNTA

Elinkeinoelämän valtuuskunta EVA on vuonna 1974 perustettu elinkeinoelämän ajatuspaja, jonka tavoitteena on edistää suomalaisen yhteiskunnan pitkän aikavälin menestystä. EVA toimii elinkeinoelämän ja yhteiskunnan vaikuttajin kohtaamispaikkana.

EVA tuottaa ajankohtaista tietoa ja tuo uusia näkökulmia julkiseen keskusteluun.

Analyysit ottavat kantaa ajankohtaisiin kysymyksiin ja tarjoavat ratkaisuja yhteiskunnallisiin ongelmiin.

Analyysit löytyvät myös EVAn kotisivuilta [www.eva.fi](http://www.eva.fi).

ISSN 2342-0774 (Painettu) • ISSN 2342-0782 (PDF)

