Toimittanut Vesa Kanniainen

Euron tulevaisuus

SUOMEN VAIHTOEHDOT

libera

Euron tulevaisuus

SUOMEN VAIHTOEHDOT

TOIMITTAJA: VESA KANNIAINEN

KUSTANTAJA: AJATUSPAJA LIBERA

EUROTHINKTANK-TYÖRYHMÄN JÄSENET:

Vesa Kanniainen (työryhmän perustaja)
Jukka Ala-Peijari
Elina Berghäll
Markus Kantor
Heikki Koskenkylä
Pia Koskenoja
Elina Lepomäki
Tuomas Malinen
Ilkka Mellin
Sami Miettinen
Peter Nyberg
Stefan Törnqvist

libera

Libera-säätiö on vuonna 2011 perustettu itsenäinen ja puoluepoliittisesti sitoutumaton ajatuspaja, joka tukee ja edistää yksilönvapautta, vapaata yrittäjyyttä, vapaita markkinoita ja vapaata yhteiskuntaa. Sen toiminta koostuu tiedotus- ja julkaisutoiminnasta, tutkimustyöstä ja tapahtumien järjestämisestä. Libera on yksityisesti rahoitettu, toiminnallinen ja yleishyödyllinen säätiö.

Raportti on ladattavissa ilmaiseksi osoitteesta www.libera.fi.

Liberan julkaisusarja
Huhtikuu 2014

Ajatuspaja Libera
Sepänkatu 9, 00150 Helsinki
www.libera.fi

Julkaisija: Libera-säätiö
Design: Manual Agency
Paino: InPrint, Riika, Latvia 2014

ISBN 978-952-280-033-6 (nid)
ISBN 978-952-280-034-3 (pdf)

Sisällys

Esipuhe

Tasavallan Presidentti Sauli Niinistö haastoi uudenvuodenpuheessaan 1.1.2014 kansalaiset ja poliitikot rehelliseen keskusteluun Euroopan tulevaisuudesta. Hän lausui: ”Euroopan tie on meidän tiemme. Mutta meidän täytyy tarkoin tietää – ja myös siihen vaikuttaa – minne tie vie”. Tämä kirja pyrkii osaltaan ottamaan haasteen vastaan.

Euroopan rahaliiton tulevaisuus on tienhaarassa. Suurin odotuksin luotu euroalue ei ole kyennyt voittamaan niitä taloudellisia vaikeuksia, joihin se on ajautunut. Rahaliitto oli alun perin poliittinen hanke. Arviot sen mahdollisista taloudellisista epävarmuustekijöistä sivuutettiin siitäkin huolimatta, että monet ekonomistit etenkin USA:ssa niistä varoittivat. Noille varoituksen sanoille on valitettavasti tullut katetta.

Käsillä olevan kirjan tehtäväksi on asetettu euroalueen talouden ja politiikan kriisin taustalla olevien syiden analysoinnin lisäksi euron tulevaisuuden arviointi. Erityisen tärkeää on arvioida Suomen vaihtoehdot.

Kirjan analyysin on tuottanut riippumaton tutkijaryhmä, EuroThinkTank. Ryhmä on kokoontunut työajan ulkopuolella Helsingin yliopiston tiloissa. Ryhmään on kuulunut kaikkiaan 12 jäsentä. Jäsenillä on talous- tai tilastotieteellinen koulutus ja rahoitusjärjestelmän asiantuntemusta. Ryhmä on pitänyt lukuisia yhteisiä seminaareja kirjassa raportoidun materiaalin jäsentämiseksi ja tuottamiseksi. Useimmat ryhmän jäsenistä ovat myös tuottaneet tekstiä tätä kirjaa varten.

EuroThinkTank syntyi spontaanina asiantuntijaryhmänä. Se halusi ymmärtää eurokriisin syyt ja nähdä euron tulevaisuuteen. Ryhmän jäsenten ajattelua yhdisti pettymys euroalueen talouskehitykseen, europolitiikan julistuksellisuuteen ja riittävän monipuolisten euroa arvioivien argumenttien puuttumiseen.

Euroalueen pelastamiseksi suunnitellut poliittinen unioni, pankkiunioni ja fiskaalinen unioni vievät euroaluetta eräänlaisen käytännön liittovaltion suuntaan, jota kirjassa kutsutaan heikoksi liittovaltioksi. Tämä kehitys ei perustu demokraattiseen prosessiin, jossa kansalaisia kuultaisiin. Eduskuntamme – vaikka onkin hyväksynyt muun muassa Maastrichtin sopimuksen – ei ole missään vaiheessa tehnyt päätöstä ryhtyä muuttamaan valtiosääntöämme tällaisen heikon liittovaltion mukaiseksi. Käytännössä se tekee kuitenkin yksittäisiä, usein vaikeasti hahmotettavia EU-virkamiesten valmistelemia lakimuutoksia, jotka päätyvät kaventamaan Suomen valintamahdollisuuksia. Nykyisen linjan jatkuminen merkitsisi, että Suomi päätyisi tilanteeseen, jossa se voisi ainoastaan vahvistaa olevansa heikon liittovaltion jäsenmaa tai irtautua siitä kokonaan. Tähänastisilla valinnoillaan eduskunta on jo viestittänyt, että Suomi on mukana kaikissa oloissa kustannuksista riippumatta.

On myös paljastunut, että euroalueen kehitysarvioissa ei voi sivuuttaa intressien ristiriitaa jäsenmaiden välillä. Kriisivaltiot vaativat velkaongelmansa ratkaisemista yhteisvastuullisesti. Useat asiansa paremmin hoitaneet jäsenvaltiot vastustavat yhteisvastuuta. Saksan suhtautuminen yhteisvastuuseen puolestaan on viime

kädessä epävarma. Maa hyötyy viennissään sekä euroalueen sisäisestä kiinteästä valuuttakurssista että euron Saksan omaa valuuttaa edullisemmasta kansainvälisestä vaihtokurssista.

Kirjalla on viesti Suomen päättäjille: Suomi ei saa jäädä ajopuuksi, koska sillä on vaihtoehtoja. Suomi ei saa jatkaa yhden totuuden maana, kun sen kansalliset intressit ovat vaakalaudalla. Poliitikot tulevat ja menevät. Kansallinen intressi on pysyvä.

Ajatuspaja Libera esitti EuroThinkTank-ryhmälle tarjouksen kirjan kustantamisesta ja julkaisemisesta sarjassaan. EuroThinkTank on koostunut ekonomisteista, joita heidän yhteiskunnallisista näkemyseroistaan huolimatta on yhdistänyt halu tuottaa perusteltu analyysi eurokriisistä ja rahaliiton vaihtoehdoista. Kaikki jäsenet eivät välttämättä kannata kaikkia kirjassa esitettyjä arvioita mutta uskovat, että monipuolisen ja kokonaisvaltaisen näkemyksen esittäminen on yksityiskohtia tärkeämpää. Suurin osa ryhmän jäsenistä ei ole kytkeytynyt Liberaan. EuroThinkTank kiittää Liberaa ei vain kirjan julkaisemisesta ja mahdollisuudesta saada sanomansa näkyvästi julkiseen keskusteluun vaan myös siitä, että EuroThinkTank on saanut yksin päättää kirjan sisällöstä.

Helsingissä 4.4.2014

EuroThinkTank

Johdanto ja kirjan yhteenveto

Euro täytti 10 vuotta tammikuun 1. päivänä vuonna 2009. Sen alkutaival oli menestys. Euroalueen valtionlainojen korot olivat lähentyneet toisiaan ja euroalueen talous oli kasvanut USA:n talouden tahdissa. Euroopan keskuspankin (EKP) TARGET-maksujärjestelmä toimi moitteettomasti, rahoitusjärjestelmä oli integroitunut, pääoma liikkui vapaasti yli rajojen, ja inflaatio oli matala. Euroa arvostettiin valuuttamarkkinoilla. Euroalueen tulevaisuus vaikutti valoisalta.

Euroopan integraation syventäminen yhteisen valuutan avulla mukailee maanosan aiempaa historiaa. Viimeisten kahden vuosituhannen aikana useat hallitsijat ovat pyrkineet yhdistämään Euroopan kansat. Edellisen suuren integraation tuloksena muodostui Rooman imperiumi. Tämän suurvallan hajottua paikallinen ja monesti sotainen yhdentymiskehitys on muovannut Euroopan karttaa. Viimeksi toisen maailmansodan aikana Eurooppa yritettiin yhdistää asevoimin.

Toisen maailmansodan jälkeistä Länsi-Euroopan kehitystä on hallinnut idea Euroopan eheyden takaamisesta ja sotien välttämisestä yhteisten taloudellisten intressien avulla. Euroopan unionin perustamisen ja laajenemisen myötä unelma eurooppalaisesta perheestä vahvistui. Integraatiota haluttiin vauhdittaa yhteisellä rahalla. Yhteisvaluutan, vapaan kilpailun ja viisaan talouspolitiikan odotettiin lisäävän taloudellista toimintaa euroalueen sisällä, yhtenäistävän työvoimakustannuksia ja kaventavan maiden elintasoeroja. Vuosien 2007–2009 finanssikriisi kuitenkin osoitti, että ratkaisu perustui epärealistisiin odotuksiin. Euroalueen lupaava alkutaival osoittautui illuusioksi. Rahaliiton ensimmäinen vuosikymmen kasvatti taloudellista epätasapainoa euromaiden välillä.

Nykyinen, näennäisesti vakaa ajanjakso antanee jälleen virheellisen kuvan rahaliiton tilasta. Eurojärjestelmän koossapitäminen saattaa vaatia jäsenmaiden kansalaisilta uhrauksia, joista ei tähän mennessä ole uskallettu puhua. Eurokriisin läpivalaisu on tekemättä. Rahaliiton ongelmia ei voida ratkaista korulauseilla. Kirjamme nostaa esiin seuraavat kysymykset:

(i) Mistä euroalueen kriisi johtuu? Millaisiin hyvinvointitappioihin se on johtanut?

(ii) Ovatko poliittinen unioni, pankkiunioni ja fiskaalinen unioni demokratiaa, taloudellista tehokkuutta sekä kansalaisten hyvinvointia ja turvallisuutta vahvistavia ratkaisuja?

(iii) Onko täysimittainen liittovaltio parempi vaihtoehto kuin nykyinen tie kohti heikkoa liittovaltiota, vai onko edessä paluu kansallisiin valuuttoihin?

(iv) Mitkä ovat Suomen vaihtoehdot?

Tämä teos ei arvioi Euroopan unionia, vaan rajoittuu arvioimaan Euroopan rahaliittoa, sen todellisuutta ja tulevaisuutta. Kirja on jaksotettu viiteen osioon:

OSA I

Kirjan ensimmäisessä osassa käsittelemme Euroopan rahaliittoa poliittisena hankkeena. Euro ei ole maailmanhistorian ensimmäinen yhteisvaluutta. Euromaat koottiin taloudeltaan ja arvoiltaan hyvin erilaisista jäsenmaista. Kreikan kaltaiset taloudellisesti ja osin hallinnollisestikin heikot maat yhdistettiin Saksan kaltaisiin vahvoihin maihin yhteisen valuutan kautta.

Euroopassa kokeiltiin jo 1990-luvun alussa kiinteään valuuttakurssiin perustuvaa järjestelmää. Kokeilu ei onnistunut. Saksa, Ranska, Suomi, Ruotsi ja Iso-Britannia hylkäsivät valuuttamarkkinoiden pakottamina kiinteän valuuttakurssin. Ideaa yhteisvaluutasta ei kuitenkaan hylätty, koska tulevat euromaat pitivät joustavia valuuttakursseja epänormaaleina. Tämän vuoksi ne perustivat saman vuosikymmenen lopulla euron, ”valuutan vailla valtiota”.[1]

Toisin kuin Ruotsi ja Iso-Britannia, jotka päättivät pysyttäytyä omissa valuutoissaan, Suomi liittyi europerheeseen.[2] Ruotsin ja Iso-Britannian lisäksi kahdeksan muuta EU-maata on edelleen valuuttaliiton ulkopuolella. Euron ulkopuolelle jääminen on perustunut sekä kansanäänestyksiin että asiantuntija-arvioihin euron riskeistä. Kirjan ensimmäisessä osassa esitämme, että eurokriisi ei ole ohitse. Euroalueen ainoa todellinen koossapitävä voima on Euroopan keskuspankki. Rahoitusmarkkinoiden korot ovat pääsääntöisesti keskuspankin manipuloimia ja siinä mielessä vääristyneitä.

OSA II

Kirjan toinen osa on pitkälti taloustieteellinen. Se käsittelee kiinteään valuuttakurssiin perustuvien järjestelmien ongelmia ja joustaviin valuuttakursseihin liittyvää turhaa pelkoa. Toisessa osassa käydään läpi myös rahoitusmarkkinakriiseihin johtaneita syitä.

Finanssi- ja velkakriisien syynä on usein ollut voimakas luottoekspansio. Luottoekspansio oli keskeisessä roolissa sekä vuonna 2007 käynnistyneessä finanssikriisissä että vuonna 2010 alkaneessa euroalueen velkakriisissä. Arkielämää ja turvallisuutta uhanneiden finanssikriisien syntyyn ovat vaikuttaneet myös varjopankkijärjestelmä ja rahoitusinnovaatiot. Luottojen määrän voimakas kasvu on kuitenkin merkki lisääntyvästä riskistä. Luottoekspansion taustalla on usein liian keveä rahapolitiikka. Siksi kirjan toisessa osassa käsitellään myös Euroopan keskuspankin rahapolitiikan viritystä (keveysastetta) ja haetaan sitä kautta selitystä suurten europankkien muodostumiselle, niiden taseiden vinoutumiselle ja yksityisen sektorin velkaantumiselle. Kevyt rahapolitiikka ei ollut pelkästään eurooppalai-

1 Korkman (2013).
2 Tanska jättäytyi euron ulkopuolella, mutta sitoi kruununsa arvon euroon.

nen ilmiö. Euroalueen alkuaikoina kevyttä rahapolitiikkaa harrastettiin molemmin puolin Atlanttia, mikä vahvisti euroalueen rahoitussektorin kasvua.

Vaikka rahaliiton tavoitteena oli integroida pääomamarkkinat, todellisuudessa se sitoi euromaat ja pankit hauraasti yhteen. Lisäksi eurokriisi nosti esille muita perusongelmia. Euromaiden työmarkkinat eivät toimineet, kuten niiden valuuttaunionin oloissa olisi tullut toimia. Seurauksena oli vaihtotasekehityksen eriytyminen ja työttömyyserot jäsenmaiden välillä.

Euroalueelle ei luotu talouden epätasapainoja korjaavia mekanismeja. Modernin makrotalousteorian perustajana tunnettu John Maynard Keynes havaitsi näiden korjausmekanismien puutteen olevan kiinteitä valuuttakurssijärjestelmiä uhkaava tekijä. Keynes esitti näkemyksenä kiinteisiin valuuttakursseihin perustuvaa Bretton Woods -järjestelmää perustettaessa.[3] Bretton Woods -järjestelmä kaatui 15.8.1971, kun Yhdysvaltojen oli lopetettava dollarin vaihdettavuus kultaan. Lordi Keynes oli ollut oikeassa.

Keynesin mukaan yhteisvaluutassa alijäämäiset maat saattavat ajautua niin sanottuun velkadeflaatio-kierteeseen, jonka vuoksi maiden ylivelkaantuminen johtaa taantumaan ja hintojen laskuun eli deflaatioon.[4] Tämä syntyy tilanteessa, jossa hyvin erilaisten maiden valuutat sidotaan yhteen ilman mekanismeja, joilla tasattaisiin maiden kilpailukykyeroista seuranneita vaihtotaseiden ali- ja ylijäämiä. Kun valuutan arvo ei jousta, jousto on löydettävä talouden sisältä. Palkkojen ja hintojen ollessa jäykkiä joustetaan työttömyyden kautta.

Kelluvat kansalliset valuutat joustaisivat nopeasti ja tehokkaasti. Euroalueen sopeutusmekanismit ovat hitaita ja tehottomampia, koska tasapainottumisen täytyy kiinteissä valuuttakurssijärjestelmissä tapahtua sisäisen devalvaation tai revalvaation kautta. Kiinteät valuuttakurssit vaativat palkkojen suurta joustavuutta ja esteetöntä työvoiman liikkuvuutta maiden välillä. Ilman näitä kiinteät valuuttakurssijärjestelmät johtavat talouskasvun ja työllisyyden heilahteluihin maiden välillä. Euroalueella palkat joustavat yleensä hitaasti, eikä työvoima liiku vaivatta maasta toiseen muun muassa kielierojen takia. Tarvetta joustavuuteen lisää suuri, hauras ja korkeariskinen euroalueen pankkisektori. Riskien hinnoittelun virheet ja ohut pääomitus ovat luoneet haavoittuvaisen pankkisektorin, jonka koko on yli kolme kertaa suurempi kuin euromaiden bruttokansantuote.

Siinä missä Euroopan rahaliitosta puuttuvat ylijäämien kierrätysmekanismit, Yhdysvalloissa ne ovat olemassa.[5] Liittovaltio tasoittaa osavaltioiden välisiä tuloeroja. Ylijäämäisistä osavaltioista kerätyillä verovaroilla rahoitetaan alijäämäisten osavaltioiden menoja, kuten työttömyyskorvauksia. Vastaavia mekanismeja ei ole euroalueella.

---

3 Bretton Woods -järjestelmä perustettiin toisen maailmansodan jälkeen. Järjestelmässä 44 liittoutuneiden maata sitoi valuuttansa dollariin kiinteällä kurssilla, jonka arvo puolestaan oli sidottu kultaan. Järjestelmän tueksi perustettiin Kansainvälinen Valuuttarahasto (IMF) ja Maailmanpankin edeltäjä, Kansainvälinen jälleenrakennus- ja kehittämispankki (IBRD).

4 Irving Fisher kehitti velkadeflaation teorian Yhdysvaltojen vuoden 1929 pörssiromahduksen jälkeen.

5 Tulonsiirtomekanismit luotiin pääosin 1930-luvun laman aikana.

Kansallisista valuutoista luopuminen on ollut päätös, joka on johtanut tuotantokuiluun euroalueen ja Yhdysvaltojen välillä.[6] Tämä paljastui euroalueen joudutua stressitestiin kansainvälisen finanssikriisin iskiessä vuonna 2008. Osoitamme, että toisin kuin 1990-luvun alkupuolella, euroalueen maat eivät ole finanssikriisin jälkeen palanneet normaaliin talouskasvuun, Saksaa lukuun ottamatta. Talouskasvun puute on johtanut noin 10 prosentin tuotantokuiluun, hyvinvointitappioon ja euroalueen asukkaiden elintason laskuun. Kriisimaiden tappiot ovat tätä suuremmat Saksan ollessa suurin nettohyötyjä.

Euroopan valuuttaliitto on hauras, koska siltä puuttuvat mekanismit epätasapainojen korjaamiseen. Tulonsiirtomekanismit, Euroopan rahoitusvakausväline ERVV ja Euroopan vakausmekanismi EVM, rakennettiin vasta velkakriisin aikana.[7] Niiden kyky tasata vaihtotaseiden ja kilpailukyvyn eroja on huomattavan rajoittunut. Tämä lienee euroalueen merkittävin suunnitteluvirhe. Tästä ovat seuranneet finanssikriisin aiheuttamat hyvinvointitappiot. Mikäli euroalueen halutaan tukevan kaikkien kansalaistensa hyvinvointia, on sen sisälle rakennettava tulonsiirtomekanismit maiden välisten epätasapainojen korjaamiseksi. Euroalueella on siis kaksi toimivaa vaihtoehtoa: täysimittainen liittovaltio tai rahaliiton purkaminen.

OSA III

Euroalueen jäsenmaat ovat reagoineet vuosien 2007–2009 finanssikriisiin ja sitä seuranneeseen taantumaan lisäämällä lainsäädäntöä ja valvontaa. Lisäksi jäsenmaat ovat tehneet hallitustenvälisiä sopimuksia etenkin finanssipolitiikan ja yhteisvastuun koordinoimiseksi. Tämä on osa poliittisen unionin kehitystyötä, jolla pyritään ehkäisemään taloudellisia epätasapainoja sekä siirtämään vaikutusvaltaa jäsenmailta euroalueen virkamiehille. Kirjan kolmannessa osassa tarkastellaan euroalueen poliittista unionia, pankkiunionia ja fiskaalista unionia koskevia suunnitelmia.

Aiempia tasapainottavia ratkaisuja ovat euroalueen vakausrahastot ERVV ja EVM sekä Euroopan keskuspankin ehdollinen OMT-ohjelma.[8] Poliittinen unioni tähtää pidemmälle. Monet uskovat jo pankkiunionin kykyyn vakauttaa eurojärjestelmä. Esittämämme arvion mukaan yhteinen pankkivalvonta ei kuitenkaan automaattisesti johda valvonnan laadun paranemiseen. Pyrkimys sijoittajavastuuseen on toivottavaa, mutta riskinä on veronmaksajien päätyminen viime kädessä pankkikriisin maksumiehiksi. Fiskaalisen unionin tiekartta on kunnianhimoinen. Se heijastelee pyrkimystä ohjata euroalue kohden liittovaltiota, yhteisötason budjettia,

6 Tuotantokuilulla tarkoitetaan toteutuneen BKT:n ja ns. potentiaalisen BKT:n välistä erotusta. Potentiaalisella BKT:lla tarkoitetaan sitä tuotannon tasoa, joka maalla olisi, jos sen kaikki tuotannontekijät, kuten työvoima ja pääoma, olisivat käytössä.

7 ERVV on tilapäinen ja EVM pysyvä euroalueen vakausmekanismi. Ne myöntävät lainoja talousvaikeuksissa oleville maille.

8 OMT (outright monetary transactions) tarkoittaa Euroopan keskuspankin (EKP) päätöstä 6.9.2012, jonka puitteissa EKP voi ryhtyä suoriin rahapoliittisiin operaatioihin ostamalla markkinoilta rajatta euroalueen jäsenmaiden velkakirjoja. Ohjelmaa ei ole vielä otettu käyttöön.

eurobondeja ja yhteistä valtionvarainministeriä viimeiseen asti demokraattisia päätöksiä vältellen. Täysimittainen liittovaltio voi toteuttaa tulonsiirtomekanismit.

Euroalueen ongelmiin on kuulunut Maastrichtin sopimuksen kurinalaisuusvaatimuksien rikkominen. Rikkomiselle on nyt asetettu rajoja euromaiden hallitustenvälisillä sopimuksilla, kuten finanssipoliittisella sopimuksella. Sopimusta täyttävä laki otettiin Suomessa käyttöön vuoden 2013 alussa, jossa suurimmaksi sallituksi, mutta hankalasti määriteltäväksi, rakenteelliseksi alijäämäksi asetettiin 0,5 % bruttokansantuotteesta (BKT). Nykyisellä BKT:n tasolla tämä vastaa noin miljardia euroa. Rahapolitiikan lisäksi finanssipolitiikka on siis euromaissa koordinoitua. Sopimuksen tavoitteena on budjetti, joka on tasapainossa riippumatta suhdannetilanteesta. Todennäköisesti edessämme on budjettivallan osittainen siirtäminen eduskunnalta euroalueen virkamiehille.

OSA IV

Kiinteään valuuttakurssijärjestelmään perustuva euroalue on tienhaarassa. On valittava heikko ja tilapäinen euroliittovaltio toistuvine sisäisine devalvaatioineen tai vahva ja pysyvä liittovaltio nykyistä suurempine tulonsiirtoineen.

Kirjan neljännessä osassa arvioimme näitä vaihtoehtoja. Voiko heikko liittovaltio luoda kansallista hyvinvointia? Näkemyksemme tästä on pessimistinen. Euroalueen jäsenmaat ja viranomaiset ovat haluttomia tai kyvyttömiä noudattamaan sopimuksia ja korjaamaan yhteisvaluutassa vääjäämättä syntyviä epätasapainoja. Päätöksenteossa on ollut vakava demokratiavaje. Euron alkuvuosina kasautuneet velat ja taloudelliset ongelmat vaativat pitkän sopeutumisajan.

Vahva liittovaltio voisi toimia hyvin. Sen luomiseen liittyy kuitenkin reunaehtoja. Rahaliiton jäsenmaat ovat taloudellisesti ja kulttuurisesti niin erilaisia, että nämä reunaehdot eivät välttämättä toteudu. Sen lisäksi toimivan liittovaltion luominen vaatii pitkän ajan. Siksi analysoimme vaihtoehtoa, että rahaliitossa palataan kansallisiin valuuttoihin. Vastoin esitettyjä näkemyksiä, tällainen askel ei hyvin toteutettuna johtaisi kaaokseen eikä suuriin juridisiin ongelmiin. Yksittäisen maan irtaantuminen rahaliitosta voi onnistua myös ilman, että koko rahaliitto hajoaisi.

Luontevin tapa rahaliiton purkamiseen olisi palata takaisin samaa tietä, johon siihen tultiin. Tämä onnistuisi luomalla korivaluutta, jonka rinnalle otettaisiin käyttöön kansalliset, kelluvat valuutat. Tällöin euromääräiset velat ja saatavat säilyttäisivät arvonsa. Jos paluu kansallisiin valuuttoihin tulee ajankohtaiseksi, ECU-2-korivaluutta edustaisi kunniakasta perääntymistietä europäättäjille. Suomessa on ollut aikaisemminkin käytössä kaksoisvaluutta. Vuonna 1860 markka tuli ruplan rinnalle Suomen viralliseksi maksuvälineeksi. Euromaiden päätyessä kaksoisvaluuttaan euron uudelleenmäärittely ECU-2 valuuttakoriksi poistaisi suurimman osan muutoksen riskistä.

Suomen kansantalous on kohdannut uusia haasteita. Vientisektori on heikentynyt, emmekä ole kyenneet lisäämään työmarkkinoiden joustavuutta muiden Pohjoismaiden tapaan. Jos Suomi ajautuisi heikoksi euromaaksi, sen intresseissä olisi eurojärjestelmässä pysyminen ja tulonsiirtojen odottaminen muilta euromailta. Hintana olisi tällöin itsemääräämisoikeuden menettäminen. Mikäli Suomi onnistuisi pysymään hyvin hoidettuna kansantaloutena, joutuisi se maksamaan tulonsiirtoja talouttaan huonommin hoitaville jäsenmaille. Mitkä ovat siis Suomen vaihtoehdot?

Kutsumme ajopuuvaihtoehdoksi ratkaisua, jossa Suomi pysyttelisi mukana liittovaltiokehityksessä ilman selvää tavoitetta ja hyväksyisi suurten jäsenmaiden saneleman politiikan. Tämä vaihtoehto veisi Suomen osaksi vahvaa liittovaltiota.

Valittavana olisi myös peesausvaihtoehto. Tällöin Suomi irtaantuisi liittovaltiokehityksestä ja palaisi yksipuolisesti noudattamaan Maastrichtin sopimusta (Maastricht 2.0). Peesausvaihtoehto tarkoittaisi option auki jättämistä mahdolliselle myöhemmälle eurosta eroamiselle. Tähän vaihtoehtoon liittyisi luopuminen pyrkimyksestä kuulua niin sanottuun EU:n ytimeen. Samalla sovittaisin uusista järjestelyistä EKP:n kanssa.

Kolmantena vaihtoehtona on Fixit, Suomen välitön ero eurosta. Arviomme mukaan tämä ei johtaisi merkittäviin häiriöihin Suomen rahoitusmarkkinoilla. Suomella on TARGET2-saatavia Euroopan keskuspankista ja vaihtotase on viimeaikaisesta notkahduksesta huolimatta ollut pitkään ylijäämäinen. Pääomaliikkeiden sääntelyä tuskin tarvittaisiin. Uusi valuutta voisi hetkellisesti hieman devalvoitua, mikä auttaisi vientisektoria. Fixit-vaihtoehto johtaisi poliittiseen yksinäisyyteen ja tarkoittaisi päätymistä EU:n ulkokehiin, Ruotsin ja Tanskan seuraan.

Suomen vaihtoehdot eivät ole yksiselitteisesti hyviä tai huonoja. Kaikilla niillä on hintansa. Tärkeintä on kuitenkin tiedostaa, että Suomella on vaihtoehtoja.

OSA I

Euroopan rahaliitto – poliittinen hanke

1. Euroopan yhdentymisen tausta – ei koskaan enää eurooppalaista sotaa

Euroopan unionin saavutukset 60 vuoden aikana Euroopan kansoille näyttävät unionin ongelmista huolimatta pääpiirteissään myönteisiltä. EU on ollut ennen kaikkea rauhan ja kansallisten päättäjien yhteistyön projekti. Sen arvovalintoihin ovat kuuluneet taloudellisten intressien yhdistäminen Euroopan kansojen kesken taloudellista tehokkuutta vahvistavien yhteismarkkinoiden kehittämisellä ja vapaata tavaroiden, palvelusten, tuotannon tekijöiden ja pääoman vapaata liikkuvuutta edistämällä. Sen arvovalintaa on myös edustanut oikeusvaltion periaatteiden vahvistaminen Euroopan maissa. Rauha, yhteismarkkinoiden luominen ja oikeusvaltion periaatteet ovat ”tuotteita”, joita markkinat eivät automaattisesti tuota. Siksi toteuttaminen edellyttää yhteisiä poliittisen tason päätöksiä.[9]

Ei ole turha palauttaa mieliimme, että vain runsaan sadan vuoden aikana, siis vuosina 1870–71, 1914–18 ja 1939–45 Euroopassa käytiin kolme tuhoisaa suursotaa. Sotien keskiössä olivat Saksa, Ranska, Iso-Britannia ja osin Neuvostoliitto, mutta joukkotuho kosketti Euroopan kansoja hyvin laajalti. Toisen maailmansodan päättyessä sodan runtelema Eurooppa oli raunioina. Sitä rasitti menneisyyden taakan ohella uusi yli 50 vuotta vuotanut avohaava: maanosamme jakautuminen poliittisesti ja sotilaallisesti toisilleen vihamieliseen Länsi-Eurooppaan ja Itä-Eurooppaan. Euroopan yhdentymispyrkimykset on nähtävissä näitä historiallisia traumoja vasten. Oikeutetuksi tavoitteeksi nousi: ei koskaan enää.

Ensimmäisen maailmansodan hävinnyt Saksa lyötiin polvilleen. Sille oli asetettu maksettavaksi suuret sotakorvaukset. Sodan jälkeen Saksan kansantalous oli vielä ajautunut hyperinflaatioon. Kansa oli katkeroitunut ja äänesti johtajaksi miehen, joka oli vievä koko maan ja sen myötä kansat maailmanlaajuiseen uuteen katastrofiin. Niin syvä oli Saksan trauma, että tämä hirvittävä kehityskulku oli tullut mahdolliseksi. Jotkut historian lainalaisuudet pysäyttävät. Yksi näitä on, että kah-

9 Taloustieteen kielellä ilmaistuna kyse on julkishyödykkeistä vastakohtana yksityishyödykkeille, joiden tuottaminen on pääasiassa markkinoiden vastuulla. Julkishyödykkeitä ovatkin etenkin oikeuslaitoksen palvelut, tiestö, korkeakouluissa tuotettava tieto eli perustutkimus sekä puolustusratkaisut kansallisen turvallisuuden rakentamiseksi ja sisäisen turvallisuus. Näitä kaikkia ei toki tuoteta Euroopan unionin tasolla, vaan osa on ns. läheisyysperiaatteen (subsidiariteetti) mukaan ollut jätetty kansallisesti tuotettavaksi. Kysymystä pohti jo varhain Hans-Werner Sinn kirjoituksessaan ”How Much Europe?”, Scottish Journal of Political Economy, 41, 1994, 85–107. Professori Sinn on sittemmin ollut terävin eurokriisin analyyttisen tutkimuksen edustaja Euroopan akateemisessa maailmassa.

teen kertaan nujerrettu Saksa on kolmannen kerran sadan vuoden aikana noussut Euroopan johtavaksi suurvallaksi.[10]

Euroopan unioni sai vuonna 2012 merkittävän tunnustuksen roolistaan rauhan rakentajana ja edistäjänä Euroopassa: sille myönnettiin Nobelin rauhanpalkinto. Tämä tunnustus on varmasti ansaittu, vaikka käytännössä Euroopan rauhan takasivat toisen maailmansodan liittoutuneet pitkään jatkuneella miehityksellään erityisesti Saksassa.

Euroopan unionin lähtökohtana pidetään vuonna 1951 perustettua Ranskan alullepanemaa kuuden maan Euroopan hiili- ja teräsyhteisöä, jonka perustamissopimus tuli voimaan 25.7.1952. Sen perustamisen keskeisin perustelu oli rauhan säilyttäminen erityisesti Ranskan ja Saksan välillä, mikä kuulostaa yli 60 vuotta myöhemmin yllättävältä. Hiili- ja teräsyhteisön luominen oli muutama vuosi toisen maailmansodan päättymisen jälkeen radikaali kehityskulku.

Laajempi taloudellinen integraatio otti merkittävän askeleen vuonna 1957: Rooman sopimuksella perustettiin Euroopan talousyhteisö EEC ja Euroopan atomienergiayhteisö. Tullimaksut poistuivat kuuden jäsenvaltion välisestä kaupasta, tosin vasta vuonna 1968. Uusia jäseniä liittyi mukaan ja luotiin yhteistä sosiaali- ja ympäristöpolitiikkaa. Euroopan parlamentin ensimmäiset vaalit pidettiin 1979.

Euroopan integraatio tiivistyi välivaiheiden jälkeen ratkaisevasti 7.2.1992 allekirjoitetun ja 1.11.1993 voimaan astuneen Maastrichtin sopimuksen myötä (Sopimus Euroopan unionista)[11]. Maastrichtin sopimuksen jälkeen Euroopan unioni on koostunut kolmesta pilarista, joista ensimmäinen sisältää olemassa olevan Euroopan yhteisön vahvistettuna talous- ja rahaliitolla, toinen yhteisen ulko- ja turvallisuuspolitiikan ja kolmas yhteistyön oikeus- ja sisäasioissa. Euroopan unionin rakenteita uudistettiin edelleen Amsterdamin, Nizzan ja Lissabonin sopimuksilla, joista viimeisimmän Irlanti ensin hylkäsi kansanäänestyksellä.

On käynyt ilmeiseksi, että keskeinen poliittinen motiivi Euroopan unionin vahvistamiseksi on myös ollut vahvan poliittisen ja taloudellisen vastavoiman luominen erityisesti USA:n ja Kiinan valtakeskittymille. Tämä motiivi lienee erityisesti korostunut unionin suurissa jäsenmaissa.

Euroopan unionin ensimmäinen peruspilari määrittää talous- ja rahaliiton erottamattomaksi osaksi unionia. Peruspilarimäärittely avaa tilaa tulkinnalle, että pitkällä aikavälillä Euroopan unioni ja talous- ja rahaliitto yhdentyvät hallintorakenteina liittovaltioksi. Tämä kehitys merkitsisi todennäköisesti, että maat, jotka eivät olisi talous- ja rahaliiton jäseniä, eivät myöskään olisi Euroopan unionin jäseniä. Tällöin niiden suhteet unioniin määriteltäisiin ilmeisesti suppeampien erillissopimusten perusteella.

---

10 Euroopan yhtenäisyyden ja tulevan kehityksen arvioimisen kannalta ei ole aiheetonta nostaa samaa kysymystä: löytyykö Euroopasta tänä päivänä maata, joka on vahvasti lähimenneisyyden tapahtumista traumatisoitunut ja jonka poliittiseen johtoon on vaalien kautta noussut taho, joka haluaa palauttaa menetetyn suurvalta-aseman? Mikä merkitys tällä kysymyksellä on Euroopan unionin historiallisen tehtävän näkökulmasta?

11 Ks. Valtioneuvoston jatkuvasti päivittyvä selostus EU:n historiaa.

Ajatus yhteisestä rahasta on ollut taustalla jo Euroopan integraatioprosessin hyvin varhaisesta vaiheesta ja siitä lähtien, kun Ranskan ulkoministeri Robert Schuman esitti kuuluisassa puheessaan (Robert Schuman: Declaration of 9 May 1950) ajatuksen Euroopan liittovaltiosta (*federation*), jonka ensiaskel olisi edellä jo mainitun Euroopan hiili- ja teräsyhteisön perustaminen.[12] Vaikka Schuman ei tätä puheessaan todennut, yhteinen raha on ollut liittovaltion yksi tavoiteltuja instituutioita.

Yhteisen rahan ideaa on perusteltu kahdella tavalla: toisaalta taloudellisesti tehokkaana ja edullisena ratkaisuna yhteisölle, sekä toisaalta instituutiona, joka on välttämätön viimeistään siinä vaiheessa, kun yhteisö kehittyy liittovaltioksi. Yhteisellä rahalla on koko Euroopan integraatiokehityksen ajan ollut kaksi roolia. Se on yhtäältä taloudellinen instituutio, joka antaa alueen keskuspankille mahdollisuuden harjoittaa keskitettyä rahapolitiikkaa. Toisaalta se on väline, joka olemassaololla edistää ajan myötä liittovaltiokehitystä ja tämän kautta mahdollisuutta keskitetyn finanssipolitiikan harjoittamiseen.

Ainakin lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä Euroopan talous- ja rahaliitto säilyy hallinnolliselta rakenteeltaan itsenäisten valtioiden liittona. Tunnettu tosiseikka historiasta kuitenkin on, että itsenäisten valtioiden liitot ovat olleet hallinnollisesti vaikeita rakenteita. Niiden elinikä ei ole ollut kovin pitkä. Näitä kysymyksiä eritellään tarkemmin tuonnempana kirjassa.

2. Euroopan talous- ja rahaliiton taloudelliset perusteet

Euroopan talous- ja rahaliiton keskeiset taloudelliset tavoitteet Maastrichtin sopimuksen taustalla olivat suurten ja tehokkaiden sisämarkkinoiden luominen, suuren ja vahvan valuutta-alueen organisoiminen ja tämän myötä nopeutuva kasvu, sekä taloudellisen vakauden edistäminen jäsenmaissa.

Taloudelliset tavoitteet ovat luonnollisia. Rahaliiton sisämarkkinat saattavat parantaa hinta- ja kustannustehokkuutta ja tätä kautta kilpailukykyä. Rahaliitto saattaa periaatteessa luoda edellytyksiä kasvun nopeutumiselle lisääntyvän kilpailukyvyn kautta.

Myös kriittisiä kysymyksiä voidaan esittää. Merkitseekö rahaliiton oma hanke protektionismia ja kaupan esteiden rakentamista rahaliiton ulkopuolisiin maihin päin?

Tänä päivänä Euroopan unionin saavutukset ovat vakavasti uhattuina. Rahaliittoon liittyneiden maiden kriisi on johtanut euromaiden jakautumiseen. Siinä missä Pohjois-Euroopan euromaat ovat ainakin toistaiseksi onnistuneet taloudenpidossaan muita paremmin, hakevat Etelä-Euroopan kriisimaat ratkaisuksi yhteisvastuuta eurobondien ja keskuspankkirahoituksen avulla. Eurosta hyötyvä Saksa on tulevan kehityksen keskiössä. Etelä-Euroopan kriisimailla on heikot kannusteet hoitaa taloudenpitonsa kuntoon rahaliitosta eroamisesta puhumattakaan. Niillä on

12 Ks. http://europa.eu/about-eu/basic-information/symbols/europe-day/schuman-declaration/

aihetta odottaa, että yhteisvastuu vahvistuu tulevaisuudessa, ja että toiset jäsenmaat niitä taloudellisesti tukevat.

Euroopan rahaliitto ei ole lähtökohdaltaan erityisen optimaalinen valuutta-alue. Se on monikielinen alue, jossa kehitysaste-erot ovat suuria eri maiden välillä. Ne johtavat helposti sosiaalisiin ja taloudellisiin sopeutumisongelmiin. Laaja ja vajaassa käytössä oleva työvoimareservi ei pysty helposti siirtymään edes yksin perusosaamista vaativiin tehtäviin jäsenmaasta toiseen. Työvoiman liikkuvuus rahaliiton sisällä on ollut odotettuakin heikompaa. Ei ole helppoa nähdä, millä tavalla rahaliiton muodostaminen yksinään voisi kiihdyttää kasvuvauhtia alueella. Kun jäsenmaat ovat taloudellisesti kovin erilaisia, tulevat niiden kasvuvauhdit poikkeamaan toisistaan jatkossakin. Yhteisen rahan oloissa näihin vaihteluihin on sopeuduttava joko niin kutsutun sisäisen devalvaation tai revalvaation mallin mukaan (eli sopeuttamalla työn hintaa), lainaamalla rahaa markkinoilta tai saamalla avustuksia muilta jäsenmailta. Mitkään näistä eivät ole helppoja sopeutumistapoja etenkään suurten häiriöiden vallitessa.

Rahaliitto tuo taloudellista vakautta jäsenmaiden kansalaisille yhteisen rahan kautta. Se on osaksi näennäistä. Kuluttajille kansainvälisetkin hintavertailut ovat helppoja. Nopeasti lisääntyvien kortti- ja elektronisten maksujen oloissa tekniset hankaluudet ja kustannukset maksujen suorittamisessa eivät enää merkittävästi eroa yhteisvaluutan tai kansallisvaluuttojen oloissa. Näennäinen vakaus on asetettava vastakkain kansantalouksien kasvavien ongelmien kanssa. Yhteisen rahan oloissa jäsenmaiden kilpailukyvyt ovat olleet erilaisia jo rahaliiton perustamisvaiheessa, ja ne ovat rahaliiton aikana jatkaneet eriytymistään.

3. Kun Euroopan rahaliitto luotiin

Jos joku tänä päivänä päätyisi ehdottamaan Euroopan rahaliiton luomista, ajatus todennäköisesti tyrmättäisiin. Esitämme alempana laskelman, jonka mukaan rahaliitto olisi aiheuttanut jäsenmailleen tähän mennessä keskimäärin ainakin 10 prosentin elintason laskun. Monille jäsenmaille lasku on ollut tätä merkittävästikin suurempi. Nämä menetykset ovat pysyviä, eivät tilapäisiä.[13] Rahaliiton luominen oli Euroopan poliitikoille ennen kaikkea poliittinen valinta.[14] Amerikkalaiset ekonomistit varoittivat jo ennen rahaliiton luomista siihen sisältyvistä riskeistä.[15] Myös euron ulkopuolelle jääneiden 10 EU-maan joukossa on esiintynyt epäuskoa valuuttaliiton hyödyllisyyteen.

Rahaliiton luominen perustui muun muassa ajatukseen, että kiinteät valuuttakurssit ovat kansantalouden kannalta hyvä ratkaisu. Tänä päivänä tätä on aihetta pitää perustavaa laatua olevana virhearviona. Tuonnempana tässä kirjassa tarkastelemme kriittisesti tätä illuusiota. Osoitamme, että kysymys on pyrkimyksestä raken-

13 Yksi kirjan kirjoittajista, Vesa Kanniainen on todennut, että tämän perusteella hän kutsuisi euroa vuosisadan virheeksi.

14 Tätä tulkintaa tukee Jens Nordvigin tuoreessa eurokirjassa *The Fall of the Euro* esitetty arvio.

15 Näitä olivat etenkin Milton Friedman ja Martin Feldstein.

taa eräänlaista makrotaloudellista vakuutusturvaa tiedostamatta, että sen hinta tulee myöhemmin maksuun.[16] Osoitamme myös, että valuuttakurssin kiinnittäminen edellyttäisi kansantalouden sopeutumista muiden mekanismien kautta – mutta että Euroopassa ei ole ollut valmiutta tai kykyä näiden muiden mekanismien rakentamiseen ja vahvistamiseen.[17] Kiinnitämme myös huomiota lähiajan taloushistorian tapahtumiin ja niissä tapahtuneeseen valuuttakurssikehitykseen.

Talousyhteisön jäsenmaiden pyrkimykset vähentää valuuttakurssien vaihtelua tiivistyivät sopimukseksi Euroopan valuuttajärjestelmästä (European Monetary System, EMS). Se astui voimaan vuonna 1979. Erityisen, jäsenmaiden valuuttojen avulla ilmoitetun Euroopan valuuttayksikön (European Currency Unit, ECU) ohella sen keskeinen osa oli valuuttakurssimekanismi (ERM). Tämä rajoitti osanottajamaiden keskinäisten valuuttakurssien vaihtelut 2,25 prosenttiin sovitun keskuskurssin molemmin puolin. Osanottajamaiden keskuspankit olivat sitoutuneet myymään ja ostamaan valuuttaa markkinoilla tämän vaihteluvälin puolustamiseksi.

Kun 1960- ja 1970-luvuilla pääomaliikkeiden sääntelyä purettiin Euroopassa (Suomessa seuraavalla vuosikymmenellä), keskuspankeille tuli yhä vaikeammaksi haasteeksi pyrkiä pitämään kiinni kiinteästä valuuttakurssista. Maksutaseessa pääomatase käyttäytyi oman logiikkansa mukaisesti. Keskuspankin valta hallita rahoitusmarkkinoita mureni tämän kehityksen myötä. Rahapolitiikkaa oli kohtaamassa impotenssi. Ratkaisuksi nähtiin rahaliitto, jossa valuuttakurssit kiinnitettäisiin toisiinsa.

EMU (European Monetary Union) -suunnitelma hyväksyttiin osana Maastrichtin sopimusta, joka astui voimaan 1.11.1993.[18] Sopimuksen mukaan talous- ja rahaliittoon edettäisiin kolmen vaiheen kautta. Ensimmäinen vaihe alkoi heinäkuun alussa 1990. Siihen mennessä poistettaisiin lähes kaikki pääomaliikkeiden rajoitukset EY:n alueella.

Rahaliiton toinen vaihe alkoi vuoden 1994 alusta. Vaiheen aikana syvennettiin jäsenmaiden talous- ja rahapoliittista yhteistyötä ja tehtiin talous- ja rahaliiton

---

16 Taloustieteen mukaan ilmaisia vakuutuksia ei voi olla olemassa.

17 Avotalouden makrorelaatioiden testaamisen tutkimuksessa on pyritty arvioimaan sitä, kuinka merkittävä tekijä valuuttakurssien joustavuus on ulkoisen epätasapainon sopeutumisen kannalta. Tuore analyysi (Grosh Qureshi ja Tsanagrides (2013)) päätyy tulokseen, jonka mukaan valuuttakurssien joustavuus nopeuttaa kansantalouden sopeutumista.

18 Euroopan unionin syntyyn johtanut Maastrichtin sopimus allekirjoitettiin 7.2.1992. Se on yksi unionin perussopimuksista. Tämän kirjan kannalta siihen sisältyvistä osioista tärkeimmät ovat jäsenvaltioita koskeva ns. no bailout sääntö ja Euroopan keskuspankille asetettu kielto rahoittaa yksittäisiä jäsenmaita. Kasvu- ja vakaussopimus on Euroopan unionin jäsenmaiden välinen finanssipoliittinen sopimus Euroopan raha- ja talousliiton muodostamiseksi ja ylläpitämiseksi. Sopimus otettiin käyttöön 1997 jotta finanssipoliittista kuria saataisiin kiristettyä ja ylläpidettyä EMU:ssa. Jäsenmaiden on siis täytettävä seuraavat kriteerit: vuosittaisen budjettialijäämän oltava pienempi kuin 3 % suhteessa bruttokansantuotteeseen ja julkisen velan on oltava alle 60 % BKT:sta. Sopimusta on sovellettu huolimattomasti ministerineuvoston jätettyä rankaisematta sopimuksen mukaisin sanktioin Saksaa ja Ranskaa niiden jatkuvan ylisuuresta budjettivajeesta. Silloinen Euroopan komission italialainen puheenjohtaja Romano Prodi kuvaili ratkaisua tyhmäksi, mutta silti tarpeelliseksi sopimuksen kannalta. Erityisesti sopimuksen on todettu olevan soveltamiskelvoton suuriin maihin kuten Ranska ja Saksa. Italian, Saksan ja Ranskan budjettialijäämät kuitenkin jatkuvasti ylittivät asetetun 3 % BKT-suhteen (Italia 2001–2006, Saksa 2002–2004, Ranska 2002–2005). Siitä huolimatta Eurooppa-neuvosto ei ole soveltanut niitä vastaan rangaistussanktioita. Maaliskuussa 2005 Eurooppa-neuvosto höllensi sääntöjä vastatakseen kohtaamaansa kritiikkiin ja tehdäkseen sopimuksesta soveltamiskelpoisemman.

kolmannen vaiheen aloittamisen edellyttämät valmistelut. Euroopan rahapoliittinen instituutti (European Monetary Institute, EMI) perustettiin toisen vaiheen alussa. EMU:n kolmanteen vaiheeseen 1.1.1999 alkaen osallistuvat maat valittiin toukokuussa 1998. Euroopan keskuspankki perustettiin 1. päivänä kesäkuuta 1998 ja EMI lakkautettiin.

Rahaliiton kolmannen vaiheen käynnistyttyä euroalueeseen osallistuvien maiden väliset muuntokurssit kiinnitettiin lopullisesti. Muuntokurssi kertoo, montako yksikköä kansallista valuuttaa yksi euro vastaisi. Yksi euro on 5,94573 Suomen markkaa. Euroalueeseen osallistuvat maat ottivat käyttöön yhteisen rahan, euron. Tämä tapahtui niin sanotun ECU-korin kautta.

Kolmannen vaiheen alkaminen muutti osallistuvien maiden kansallisten keskuspankkien asemaa olennaisesti. Kotimaista rahapolitiikkaa ei rahaliiton jäsenmaissa enää ole, vaan rahapolitiikkaa hoitaa EKP. Euroalueen ulkopuolelle jääneet EU-maat voivat liittyä talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen myöhemmin täytettyään tietyt lähentymiskriteerit. Lähentymiskriteerit liittyvät inflaatioon, julkisen talouden rahoitusjäämään ja velkaantumiseen, valuutan ulkoiseen arvoon sekä korkotasoon.

Euro on EMU:n kolmanteen vaiheeseen siirtyneiden maiden yhteinen raha. Euro syntyi 1.1.1999, jolloin 11 euroalueeseen osallistuvaa maata (Alankomaat, Belgia, Espanja, Irlanti, Italia, Itävalta, Luxemburg, Portugali, Ranska, Saksa ja Suomi) ottivat euron käyttöönsä. Rahaliiton ulkopuolelle jäivät muun muassa Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska. Vuonna 2001 tapahtui sittemmin dramaattiseksi osoittautunut askel: Kreikka liittyi mukaan euroalueeseen vuoden alusta.[19]

4. Suomen ja Ruotsin poikkeavat EMU-ratkaisut

Eduskunta hyväksyi Suomen jäsenyyden Euroopan unionissa 18.11.1994. Lokakuussa 1994 järjestetyssä kansanäänestyksessä 56,9 % äänestäjistä kannatti jäsenyyttä. Suomesta tuli 1.1.1995 alkaen unionin jäsen. Samalla eduskunnan päätöksellä Suomi liittyi Euroopan talous- ja rahaliiton perustamisprosessin toiseen vaiheeseen. Eduskunta päätti 17.4.1998 Suomen liittymisestä rahaliiton kolmanteen vaiheeseen, mikä merkitsi että Suomi otti ensimmäisten maiden joukossa käyttöön euron tilivaluuttana 1.1.1999 alkaen.[20]

Välivaiheena Suomen markka kytkettiin ERM-mekanismiin 12.10.1996, josta eteenpäin markan kurssin vaihteluväli suhteessa ECU:n oli +2,25 %. ERM:n ulkopuolisiin valuuttoihin nähden markka kuitenkin pysyi kelluvana 31.12.1998 saakka.

On yleinen tulkinta, että Suomen EMU-ratkaisu oli poliittinen, etenkin turvallisuuspoliittinen. Talous- ja rahaliiton kansantaloudellisia vaikutuksia Suo-

19 Julkisuudessa on toistuvasti nostettu esiin Kreikan päättäjien harjoittama taloustilastojen vääristely. Vieläkään sen aika ei ole ohitse; tilastojen vääristely on jatkunut, vrt. Jeskanen-Sundström (2013).

20 Suomessa ei järjestety erillistä kansanäänestystä eurosta. Ruotsi (2003) ja Tanska (2000) hylkäsivät rahaliiton kansanäänestyksissä.

melle selvitti professori Jukka Pekkarisen johdolla toiminut työryhmä. Työryhmän mukaan EMU-jäsenyyden edut ilmenisivät muun muassa valuuttakurssiepävarmuuden vähenemisenä.[21] Työryhmän mukaan Suomelle merkittävimmäksi ongelmaksi nousisivat kuitenkin epäsymmetriset sokit. Niitä tutkittiin maiden bruttokansantuotteiden välisillä korrelaatiokertoimilla, jotka Suomen osalta jäivät kohtalaisen mataliksi. Työryhmän mukaan rahaliittoon osallistuminen toisi mukanaan ongelman siitä, miten Suomen talous sopeutuu, jos se altistuu sellaisille häiriöille, joita muut maat eivät kohtaa. Työryhmä ei antanut suositusta EMU-jäsenyydestä. Sävyltään sen raportti oli kuitenkin EMU-myönteinen ja siinä mielessä poliittista tahtoa myötäilevä.[22]

Jälkikäteen ko. työryhmän raporttia on varmaan helppo kritisoida ja on vaikea sanoa, kuinka reilua se olisi. Arviot olivat Suomi-keskeisiä. On kuitenkin todettavissa, ettei esimerkiksi valuuttakriisien historiaan perehdytty. Jäsenvaltioiden ylivelkaantumista ei tietenkään voitu ennakoida. Työryhmä myös näyttää sivuuttaneen ne amerikkalaisten ekonomistien puheenvuorot, joissa valuuttaunionista varoitettiin (esim. Feldstein jo vuonna 1992). Raportissa ei myöskään pohdittu syvällisesti sitä, mitä sisäinen devalvaatio tulisi merkitsemään palkka- ja hintajäykkyyksien vallitessa, vaikka euro ei juuri muita vaihtoehtoja tarjoaisi. Suomalaiseen päätöksentekoon saattoivat vaikuttaa niin kutsuttuun vakaan markan politiikkaan ja sen pettämiseen liittyvät osin traumaattiset kokemukset. Tästä linjasta joudutiin lopulta irtaantumaan 8.9.1992, ja irtaantuminen osoittautui melko nopeasti oikeaksi ratkaisuksi.

Euroopassa kysymys euron hyöty-kustannusnäkökulmasta ei saanut ekonomistien keskuudessa merkittävästi huomiota osakseen. Ruotsissa professori Lars Calmforsin johdolla työskennellyt työryhmä oli kuitenkin jo aikaisemmin päätynyt vastakkaiseen johtopäätöksen kuin Suomi. Sen mukaan Ruotsin liittyminen rahaliittoon olisi eri syistä johtuen suuri riski.[23]

Suomessa valtioneuvosto antoi vain kolme viikkoa työryhmän työn julkistamisen jälkeen (20.5.1977) selonteon eduskunnalle.[24] Se katsoi liittymisen euroalueeseen yleisen Eurooppa-politiikan tavoitteiden kannalta edulliseksi. Välittömät vaikutukset yhteisen rahan käyttöönotosta olisivat hallituksen arvion mukaan pääosin myönteisiä. Vaihtoehtona esillä olleeseen valuutan kellutukseen liittyisi talouspoliittisesti huomattavia rajoituksia ja ongelmia. Selonteossa kysyttiin, olisiko valuuttakurssin joustoon turvautuminen edea järkevä vaihtoehto todennäköisissä häiriötilanteissa.

---

21 Suomen EMU-työryhmän raportti 28.4.1997.

22 Suurista jäsenmaista vain Isossa-Britanniassa nähtiin aiheelliseksi tuottaa todellinen hyöty-kustannusanalyysi eurosta (vrt. Nordvig (2014). Tämä tapahtui vuonna 1997. Euron edut nähtiin siinä kyseenalaiseksi.

23 Sverige och EMU, SOU 1996: 158.

24 http://valtioneuvosto.fi/tiedostot/julkinen/vn/selonteot-mietinnot/2000-/emu-selonteko-20.5.1997/131895.pdf

Sittemin annetussa EMU-tiedotteessaan eduskunnalle 24.2.1998[25] valtioneuvosto katsoi, että Suomen tulee osallistua euroalueeseen, kun tämä aloittaa toimintansa Euroopan yhteisön perustamissopimuksen mukaisesti 1. päivänä tammikuuta 1999. Tätä kantaa sen mukaan tukivat niin taloudelliset kuin poliittiset näkökohdat. Osallistumalla euroalueeseen alusta alkaen turvattaisiin parhaiten sekä vakaan talouskehityksen jatkuminen että mahdollisuus vaikuttaa taloudellisen ympäristömme ja Euroopan kehittämiseen.

5. Eurokriisi ei ole ohitse

Euroopan rahaliittoon sitä perustettaessa liitetyt odotukset eivät ole toteutuneet. Rahaliitto on ajautunut taloudelliseen ja poliittiseen kriisiin. Sen selviytyminen vuoden 2012 kriittisten vaiheiden ylitse perustui mitä suurimmassa määrin Euroopan keskuspankin julistukseen 26.7.2012. Keskuspankki joutui pääjohtajansa Mario Draghin suulla antamaan taloushistorian valossa poikkeuksellisen lausunnon: ”euro pelastetaan, maksoi mitä maksoi”. EKP kertoi tämän lupauksen toteutumiseksi syksyllä 2012 olevansa valmis kriisivaltioiden joukkolainojen ennalta rajoittamattomiin tukiostoihin. Ehtona on, että valtio ensin pyytää hätärahoitusta eurovaltioiden perustamalta Euroopan vakausmekanismilta.[26]

EKP:n julistus oli radikaali. Euroopan keskuspankin ensisijaiseksi tehtäväksi on EU:n perussopimuksessa määrätty hintatason vakauden ylläpitäminen. Sen toiseksi tehtäväksi kuuluu muun talouspolitiikan ja talouskehityksen tukeminen vaarantamatta hintavakauden tavoitetta. Tämä on tulkittu siten, että rahoitusjärjestelmän vakauden edistäminen kuuluisi näihin muihin tehtäviin, vaikkei sitä EKP:n mandaattiin olekaan sisällytetty. Perimmäinen kysymys on kuitenkin se, millaisiin viimekätisen lainaajan (lender of last resort) toimiin EKP voi ryhtyä rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamiseksi. Saksan perustuslakituomioistuin on 7.2.2014 todennut, että sen arvion mukaan Euroopan keskuspankki on OMT-ohjelmallaan ylittänyt mandaattinsa.[27] Perustuslakituomioistuin pyysi Euroopan unionin tuomioistuimelta lausuntoa EKP:n toimen laillisuudesta. Sen jälkeen kun se on saanut lausunnon EU-tuomioistuimelta, Saksan perustuslakituomionistuin päättää siitä, onko Saksan suvereniteettia rikottu.

Lausunnossaan Saksan perustuslakituomioistuimelle kesäkuussa 2013 Professori Hans-Werner Sinn oli todennut tuomioistuimen päätöksen merkitsevän sitä, että Euroopan keskuspankki harjoittaa alueellista finanssipolitiikkaa ylittäen val-

25 http://217.71.145.20/TRIPviewer/show.asp?tunniste=VNT+1%2F1998&base=ermuut&palvelin=www.eduskunta.fi&f=WP

26 EKP:lta on unionin perussopimuksessa kielletty jäsenvaltioiden suora rahoittaminen ensimarkkinoiden kautta. Euroopan vakausmekanismi EVM:n toimintaa säätelevän valtiosopimuksen 17. Artikla ja EKP:n neuvoston syyskuussa 2012 laatima OMT (*Outright Monetary Transactions*) velkakirjaohjelma sen kuitenkin mahdollistavat EVM:n toimiessa välikätenä. EVM nimittäin voi antaa kriisivaltioille rahoitustukea ostamalla kyseisen valtion velkakirjoja ensimarkkinoilta (kriisivaltioilta itseltään) ja se voi sittemmin myydä ne EKP:lle jälkimarkkinoiden kautta. Perussopimuksen sääntöä ei ole muodollisesti rikottu, koska EVM:n 500 miljardin euron rahoitusvara (joka perustuu EUR 80 miljardin omaan pääomaan ja EUR 620 miljardin takausvastuihin) ei ole täysin rajoittava, sillä operaatio voidaan toteuttaa toistuvasti.

27 Lähde: Kansainväliset uutistoimistot 7.2.2014.

tuutensa. Jos taas kyse on rahapolitiikasta, Euroopan vakausväline EVM on ylittänyt valtuutensa, koska sen rahoituspolitiikka on identtinen EKP:n OMT-ohjelman kanssa. Lausunnossaan 7.2.2014 Sinn myös voimakkaasti kritisoi EKP:n tavoitetta puuttua jäsenmaiden velkakirjojen riskipreemioiden määräytymiseen.[28] EKP:n politiikka johtaa hänen mukaansa suunnitelmatalouden piirteiden sisällyttämiseen rahaliiton investointivirtojen ohjailussa, mikä vain ylläpitää niitä reaalisia kasvutappioita, joita euro on Euroopassa aikaansaanut.[29]

Julistuksellaan EKP pyrki varmistamaan, ettei mikään jäsenmaa joudu tahtomattaan eroamaan euroalueelta. On kiistanalaista, onko julistus sittenkään uskottava. Jos EKP joutuu lunastamaan lupauksensa, siitä voi tulla ennätyksellisen suuri roskapankki. Onko euro siis sen arvoinen, että se kannattaa hintaan mihin hyvänsä pelastaa?[30]

Eurokriisi on johtamassa vielä vakavampaan ongelmaan: on mahdollista, että koko Euroopan unionin yhtenäisyys on vaakalaudalla. Ei ainoastaan rahaliiton vaan koko unionin jäsenmaissa on havahduttu siihen, että kehitys on johtamassa yhä vahvistuvaan ja valitettavaan sisäiseen vastakkainasetteluun Euroopan unionin jäsenmaiden sisällä ja niiden välillä. Enää ei ole kyse euromaiden sisällä esiintyvästä kritiikistä eurokriisin hoitamisessa. Jopa koko unionin hajottamista ajavat näkemykset ovat saaneet vahvistuvaa jalansijaa useissa unionin jäsenmaissa.[31]

Euroopan unionin historiallisen tehtävän näkökulmasta näköalat eivät ole valoisat. Jos kehitys johtaa unionin hajoamisprosessiin, eurokriisin hoitamisessa epäonnistuneet johtajat tulevat kohtaamaan historian raskaan tuomion. Unelma eurooppalaisesta perheestä on murskana.

---

28 Riskipreemio tarkoittaa sijoittajan saamaa lisätuottoa siitä, että hän sijoittaa riskipitoisiin arvopapereihin, eikä täysin riskittömiin kohteisiin. Riskipreemiot heijastavat markkinoiden arviota sijoituskohteiden laadusta ja niiden olemassaolo on oleellista rahoitusjärjestelmän vakaudelle.

29 Comments by the Ifo Institute and Prof. Hans-Werner Sinn on Today's Statement by Germany's Court on the ECB's OMT Programme, 7.2.2014.

30 EKP oli jo aikaisemmin pääjohtaja Draghin aikana joutunut ottamaan vastuuta eurokriisin hoidosta. Sen ohjauskorkoa oli alennettu kahdesti ja pankeille oli tarjottu normaalia pitkäaikaisempaa rahoitusta. Markkinoille oli näin tullut lisäeuroja tuhannen miljardin verran. EKP:llä tosin on kriisimaiden velkakirjoja salkussaan ja pankeille myönnettyjen luottojen vakuutena kriisin aikaisempien vaiheiden seurauksena. EKP:n 26.7.2013 lausuman vaikutukset markkinoilla osoittavat, kuinka merkittävä valta keskuspankin ratkaisuihin nykyisessä rahoitusjärjestelmässä yhä sisältyy.

31 Tuoreessa raportissaan *NExit, Assessing the economic impact of the Netherlands leaving the European Union* koskien kysymystä Hollannin mahdollisesta irtaantumisesta ei vain eurosta vaan myös EU:sta lontoolainen Capital Economics Limited toteaa dramaattisesti seuraavaa. "Euroopan Unionin jäsenenä Hollannin kohtalona on alistuminen matalaan talouskasvuun muuhun maailmaan verrattuna. Irtaantuminen Euroopan Unionista hyödyttäisi Hollannin julkista taloutta ja vientikehitystä. Irtaantumisen kustannukset olisivat lievät ja pelot kansalliseen valuuttaan palaamisen valuuttakurssireaktioista tai pankkijärjestelmän vakauteen kohdistuvista peloista ovat perusteettomat. Irtaantumisen taloudellinen hyöty olisi merkittävä: Hollannin BKT olisi kahdenkymmenen vuoden päästä 10–13 % korkeampi kuin, jos Hollanti pysyisi Unionin jäsenenä."

6. Suomella on vaihtoehtoja

Suomi on marginaalinen kansantalous rahaliiton kokonaisuudessa. Silti sen kansallisessa intressissä on tehdä omalta kannaltaan oikeat arviot ja perusteltavissa olevat päätökset. Suomi on eurokriisinkin aikana ollut yhden totuuden maa. Ennen vuoden 2014 kevättä ei virallinen Suomi ole tarjonnut analyyttisia, eurojärjestelmää ja sen tulevaa kehitystä koskevia arviointeja[32]. Valtiovarainministeriö julkaisi maaliskuussa 2014 poikkeuksellisen arvion, joka löytää euroalueen toteuttamisessa kymmeniä puutteita ja suoranaisia virheitä.[33] Näistä monet päättäjät näyttivät jo euroalueen perustamisen aikaan olleen hyvin tietoisia.

Suomalainen keskustelu euroalueesta ja omasta paikastamme siinä kaipaa rehellisyyttä, realismia ja avoimuutta. Euroalue pyritään finanssikriisiä hyväksikäyttäen nopeasti muuttamaan täysin toisenlaiseksi yhteisöksi kuin se, mihin Suomi aikanaan liittyi. Euroalueen päättäjien ja vaikuttajien ilmoitusten ja kirjattujen suunnitelmien mukaan on tavoitteena käytännössä liittovaltio. Väitetään, että tämä on ainoa tapa säilyttää euroalue ja euro vakaina ja terveinä. Suomenkin päättäjät ja vaikuttajat ovat pitkälti hyväksyneet nämä väitteet ja siten myös kehityksen jonkinasteiseksi liittovaltioksi, vaikka tämän tunnustaminen on vaikeaa.

Tiedetään yleisesti, että toimivia vaihtoehtoja eurolle on. Kysymys on vain siitä, miltä osin ne ovat parempia tai ongelmallisempia kuin euro. Tiedetään myös yleisesti, ettei euroalue ole yhtä kuin Eurooppa. Useat meille tärkeät EU-maat eivät ole euromaita (Iso-Britannia, Tanska, Ruotsi). Lisäksi Suomi on vuosisatojen ajan jo sijaintinsa vuoksi ollut osa Eurooppaa. Suomen ääni Euroopassa on kuitenkin ollut ja myös väistämättä säilyy merkityksettömänä koska maamme on pieni. Siihen ei auta tuoli euroalueen päämiesten lounaspöydässä. Julkisuuden väitteet Suomen vaikutusvallasta euroalueella ovat ylimitoitettuja ja epärealistisia. Euroalueen liittovaltio rakennetaan käytännössä Suomea ja muita Euroopan pienvaltioita juurikaan kuuntelematta.

Suomella ei nytkään ole edessään vain yhtä, käytännössä muiden määrittelemää vaihtoehtoa. *Vain suomalaiset itse voivat tehdä maastaan ajopuun*. Lisäksi olisi virhe antaa ymmärtää, että euro olisi pelkästään poliittinen linjavalinta. Jokaisella poliittisella linjalla on taloudelliset ja yhteiskunnalliset kustannuksensa.

Maksuvälineemme valintaan liittyy runsaasti taloudellisia eikä vain yleispoliittisia näkemyksiä. Tarjolla olevilla vaihtoehdoilla on kuitenkin hyvät ja huonot puolensa. Tärkeimmät liittynevät itsemääräämisoikeuteen, demokratiaan ja taloudellisen hyvinvointiin. Päätöksistämme riippuu, taas kerran, tulevien sukupolvien itsenäisyys ja hyvinvointi.

Kirjassa esitetyn näkemyksen mukaan Suomella on vielä realistinen mahdollisuus tehdä oma valintansa soveltamistaan eurojärjestelmän periaatteista ja viime kädessä myös käyttämästään valuuttajärjestelmästä. Kirjassa käydään tarkemmin läpi kolme päävaihtoehtoa. Ensimmäinen vaihtoehto on pysyminen eurojärjestel-

32 Esimerkkinä laaduttomasta eurojärjestelmää koskevasta arviosta voidaan mainita Suomen hallituksen EU-selonteko eduskunnalle vuonna 2013.

33 Tietoisuus talous- ja rahaliiton riskeistä 2014, 4/2014, Valtiovarainministeriö

mässä, joka aikaa myöten muuttuu liittovaltioksi[34]. Toinen vaihtoehto on yksipuolinen palaaminen Maastricht-sopimukseen pitäen auki optiota myöhemmin siirtyä uuden ja kurssiltaan joustavan markan käyttöön. Tämä vastaisi pitkälti Ruotsin valintaa. Kolmas vaihtoehto on eurosta eroaminen, joka on opittu tuntemaan termillä Fixit.

Vaihtoehtojen merkitys itsenäisen päätösvallan osalta on helpointa arvioida. Päättäjämme ja vaikuttajamme hyväksymä euroalueen liittovaltio johtanee käytännössä itsenäisyyden hyvin merkittävään supistumiseen. Uudet valtiaamme sijoittuisivat Brysseliin ja Frankfurtiin ja Helsinkiin jäisivät vain määräyksiä selostavat ja soveltavat paikalliset käskynhaltijat. Toinen äärivaihtoehto eli uuden markan käyttö joustavalla kurssilla varmistaisi itsenäisen päätäntävallan mutta siirtäisi Suomen Ruotsin rinnalle useiden muodollisten poliittisten vaikutusmahdollisuuksien osalta. Välivaihtoehto eli paluu alkuperäiseen eurojärjestelmään palauttaisi itsenäisen päätöksenteon, mutta rajattuna yhteisen valuutan asettamin ehdoin. Kyseinen järjestely tietenkin vaatisi, muista vaihtoehdoista poiketen, muiden euromaiden hyväksynnän.

Vaihtoehtojen merkitys taloudellisen hyvinvoinnin osalta on vaikeampi selvittää. Viime kädessä on kyse siitä, minkälaiseen taloudelliseen kehitykseen suomalaiset tulevaisuudessa itsenäisesti yltäisivät. Euroalueen liittovaltio varmistaisi suomalaisille, talouspoliittisesta osaamisestamme riippumatta, osapuilleen saman hyvinvoinnin kuin liittovaltiossa keskimäärin. Liittovaltion kasvukyky säilyy kuitenkin suurena epävarmuustekijänä. Oma valuutta ja alkuperäinen eurojärjestelmä antaisivat Suomelle mahdollisuuden hyötyä muita paremmasta talouspolitiikasta, ilman tulonsiirtoja jäsenmaiden välillä. Se voisi johtaa korkeampaan kasvuun ja suurempaan vakauteen. Jos työmarkkinoiden ja muiden talouden rakenteiden joustavuus säilyisi Suomessa alhaisena, olisi oma valuutta kuitenkin alkuperäistä eurojärjestelmää parempi. Tämä johtuu siitä, että valuuttakurssin muutos auttaa talouden tasapainottumisessa nopeammin ja varmemmin kuin sisäinen devalvaatio tai sisäinen revalvaatio – myös silloin, kun työvoimakustannukset sopeutuvat markkinaehtoisesti. Euron vakauden oletetaan pakottavan poliitikot löytämään rakenteellisia muutoksia helpon valuuttajouston sijaan. Eurolla on kuitenkin reservivaluuttaominaisuuden ja Saksan vahvan vaihtotaseen ylijäämän vuoksi vastasyklisiä vahvistumistaipumuksia. Näiden kumoaminen rakenteellisten muutoksen lisäksi on Suomen kaltaiselle pienelle valtiolle hyvin vaikea rasite.

Valinta riippuu siis siitä, miten paljon suomalaiset luottavat itseensä ja kykyynsä ylläpitää kasvua ja vakautta tulevaisuudessa. Mikään vaihtoehto ei tietenkään muuta sitä tosiasiaa, että Suomi on aina osa Eurooppaa. Kaikissa vaihtoehdoissa Suomi säilyy EU:n jäsenenä ja jatkaa elämäänsä yhtenä Pohjoismaista ja vähitellen vaurastuvan, joskin arvaamattoman, Venäjän lähinaapurina. Nykyinen vaihtoehdottomaksi väitetty europolitiikka on hyväksi vain sellaiselle Suomelle jonka kansalaiset päättäjineen uskovat, että kaukaiset ja muualla kasvaneet valtiaat parhaiten voivat hoitaa maamme asioita.

34 Komission varapuheenjohtaja Vivianne Reding ennusti puheessaan 28.6.2012"The time has come for a European Federation", että euroalue muuttuu liittovaltioksi

OSA II

Valuuttakriiseissä on lainalaisuuksia – myös eurokriisissä

7. Valuuttakurssit ja valuutta-alueet

7.1 Joustavia valuuttakursseja pelättiin turhaan

Valuuttakurssi on muodollisesti kahden rahan (yleensä kahden eri valtion rahan) välinen suhteellinen hinta. Periaatteessa valuutan arvo voidaan kiinnittää (jolloin sen arvon määrää keskuspankki – niin kauan kuin pystyy määräämään) tai valuutan arvon voidaan antaa määräytyä valuuttamarkkinoilla (jolloin sen hinnoittelevat markkinat). Yhteisvaluutta euron käyttöönotto merkitsi valuuttakurssien kiinnittämistä Euroopan talous- ja rahaliiton jäsenmaiden välillä. Euron valuuttakurssi on joustava suhteessa muihin valuuttoihin.

Varsin yleinen käsitys sotien jälkeisessä Euroopassa näyttää olleen, että kansantalouden kannalta olisi edullisempaa toimia kiinteiden kuin joustavien valuuttakurssien ympäristössä. Kiinteitä valuuttakursseja on pidetty joustavia parempana, koska joustavien on pelätty vaihtelevan liikaa. Tutkijoiden keskuudessa tätä kysymystä tutkittiin lähinnä 1980- ja 1990-luvuilla. Pelättiin, että valuuttakurssien volatiliteetilla on haitallisia vaikutuksia kansainväliseen kauppaan ja pääomaliikkeisiin.[35] Kuten Hakkio (1984) toteaa, valuuttakurssien ylilyöntiominaisuus (*overshooting*) voi vahvistaa niiden volatiliteettia, valuuttakurssien ollessa joustavampia kuin monet muut hinnat.[36] Bartolini ja Bodnar (1996) kuitenkin osoittivat, että valuuttakurssien todettu vaihtelu itse asiassa näyttää olevan sopusoinnussa valuuttakurssiteorian ennusteen kanssa. Käsitys valuuttakurssien liiallisesta volatiliteetista Bretton Woodsin jälkeisessä maailmassa alkoi murtua.[37]

Aikaisempien tutkimusten havainnon, että valuuttakurssit itse asiassa vaihtelevat vähemmän kuin muiden sijoituskohteiden arvot, vahvistivat Edmonds ja So (2004). Johtopäätöstä vahvistaa niin ikään useiden valuuttojen standardipoikkeamiin ja Monte Carlo -simulaatioihin perustuva tuoreempi tutkimus (De Macedo ja

35 Volatiliteetti on riskimittari, joka lasketaan kurssin tai sen muutosten keskipoikkeamasta eli vaihtelusta vuositasolla.

36 Hakkio viittaa Dornbuschin (1976) mallin tarjoamaan teoreettiseen selitykseen mainitulle ylilyöntiominaisuudelle.

37 Myös Berstrand (1983), Frenkel ja Goldstein (1988) ja Bui ja Pippenger (1990) haastoivat käsityksen siitä, että valuuttakurssit vaihtelevat liikaa siihen nähden, mitä niiden valuuttakurssiteorian valossa odottaisi vaihtelevan. Diebold ja Nerlove (1989) kuitenkin osoittivat, että valuuttakurssien volatiliteetti ei ole vakio, mutta että valuuttakurssin varianssi vaihtelee ja voidaan vangita ns. ARCH-mallilla. Teoreettisen katsauksen ovat esittäneet Sercu ja Uppal (2006).

Lempinen 2013).[38] Tutkijat tekivät teoreettiseen Kourin malliin perustuvia simulaatioita valuuttakurssien volatiliteetista.[39] He selittivät valuuttakurssien oletettua suuremman vakauden sillä, että vaihtotaseesta tulee takaisinkytkentä valuuttakurssille.

VALUUTTAKURSSIRISKIT OVAT SAMAA SUURUUSLUOKKAA KUIN PÄÄOMAMARKKINOIDEN RISKIT. JOUSTAVIA VALUUTTAKURSSEJA ON PELÄTTY TURHAAN.

Vaikka valuuttakurssin joustaminen ei ratkaise läheskään kaikkia kilpailukyvyn ongelmia, se periaatteessa lieventää yritysten paineita sopeuttaa työllisyyttä ja tuotantoa, tai siirtää näitä muihin maihin. Merkittävä esimerkki on, että USA:n dollarin irrottaminen vuonna 1971 kullasta ja Bretton Woods -kiinteän kurssin järjestelmän tuhouduttua maailmantalous sopeutui ilman ongelmia joustavien valuuttakurssien aikakauteen. Eri maiden vientiteollisuus on tullut hyvin toimeen uudessa tilanteessa, vaikka esimerkiksi USA:n dollarin ja Saksan markan välinen vaihtokurssi saattoi vaihdella jopa 40 % vuodesta toiseen (pitkän ajan minimi- ja maksimiarvot DEM/$ kurssille olivat noin 1,37 ja 3,50, kun keskitasona pidettiin yleisesti kurssia 2 DEM/$). Euroopan maiden pyrkimys kohden vakaita valuuttakursseja oli tämän kehityksen valossa väärin ajateltu.[40]

Suomen markka kellui devalvaation jälkeen yli kuusi vuotta, 8.9.1992–31.12.1998. Tuo aika oli kelluvan markan kulta-aikaa. Kansantaloutemme toipui ennätysnopeasti pahasta lähtötilanteesta. Jälkikäteen voi sanoa, että Suomen olisikin kannattanut valita kellutus viimeistään vuonna 1991 pienen hallinnollisen devalvaatiokorjauksen sijasta. Suomen kokemus 1990-luvun kriisin yhteydessä sisäisen devalvaation sopeutumisprosessista oli murskaava.[41] Suomen talouden ylikuumenemista hillittiin 1980-luvun lopulta yli kolmen vuoden ajan kestäneellä erittäin korkeiden markkinakorkojen politiikalla[42]. Tämä korkopolitiikka tuki samalla markan kurssia, koska se hillitsi valuuttapakoa. Työvoimakustannuksia yri-

38 He raportoivat, että käyttämällä päivittäistä markkina-aineistoa sekä ennen euroaikaa että euron aikana kolmen kuukauden volatiliteetti rahamarkkinasijoitusten ja enintään keskipitkien joukkovelkakirjasijoitusten tuottojen vaihtelu (vuotuinen standardipoikkeama eli volatiliteetti) on keskimäärin10 %. De Macedo ja Lempinen esittävät, että pitkien joukkovelkakirjasijoitusten, asunto- ja kiinteistösijoitusten, osakeindeksien ja energian sekä raaka-aineiden volatiliteetit ovat tyypillisesti suuremmat. Tämän vastapainona on toki todettava kuitenkin se, että pitkien korkojen volatiliteetti on joustavien kurssien vallitessa selvästi ollut suurempi kuin kiinteiden kurssien vallitessa (McKinnon (1995)).

39 Kouri (1978,1983).

40 Kuinka merkittävä tekijä valuuttakurssien joustavuus on ulkoisen epätasapainon sopeutumisen kannalta? Grosh, Qureshi ja Tsanagrides (2013) päätyvät siihen, että valuuttakurssien joustavuus nopeuttaa kansantalouden sopeutumista. Grosh, Ostry ja Qureshi (2013) osoittavat, että makrotaloudellinen ja rahoituksellinen häiriöalttius ovat merkittävästi suurempia vähemmän joustajien valuuttakurssien vallitessa kuin joustavien valuuttakurssien tapauksessa.

41 Suomen toipumiseen toki vaikuttivat muutkin tekijät, kuten reaalipalkkojen lasku 1991–92, kansainvälinen nousukausi ja Nokian nousu. Tämä ei poista sitä, etteikö markkinaehtoisella devalvoitumisella olisi silti ollut olennainen merkitys.

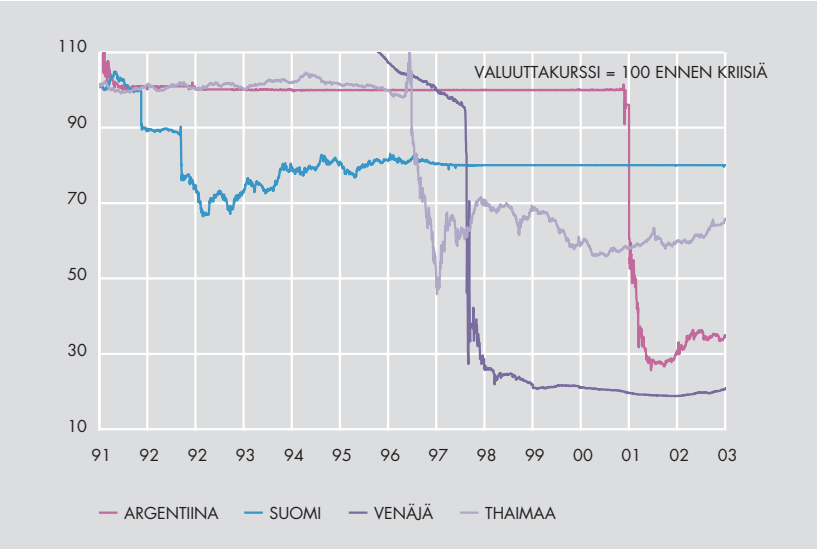
42 Kolmen kuukauden Helibor-korko oli päiväarvoista laskettuna keskiarvoltaan yli 15 %:n tasolla koko tuon jakson.

tettiin hillitä Kalevi Sorsan esittämällä yleisellä kolmen prosentin palkanalennuksella. Palkansaajien etujärjestöt eivät hyväksyneet esitystä.

Oheinen kuvio viestittää siitä, että kun kiinteää valuuttakurssiaan ylläpitäneet taloudet ajautuvat suureen talouskriisiin, toipuminen voi edellyttää varsin mittavaa valuutan devalvointia. Kuviossa on esitety Thaimaan, Venäjän ja Argentiinan suurdevalvaatiot.

KUVIO 1.

Suomen markan kellutus 1992–1996



Lähde: Nordea ja Reuters Ecowin.

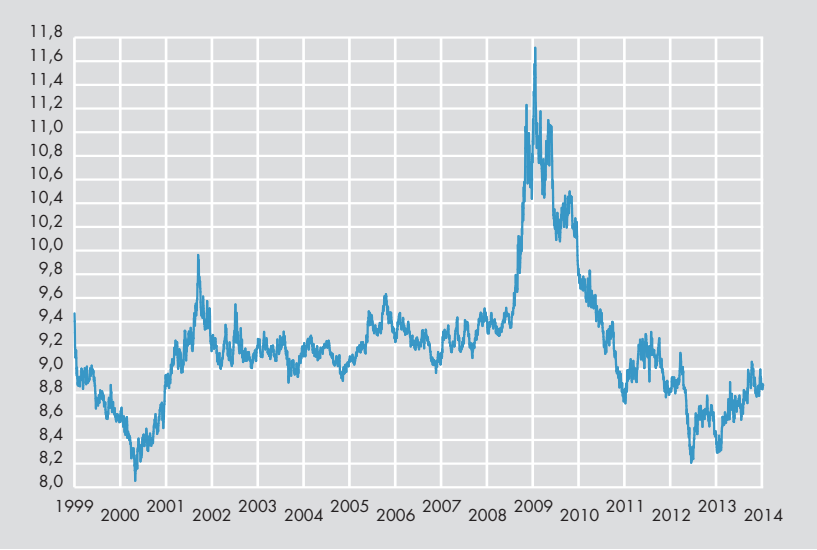
Näiden kokemusten perusteella Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) on kallistumassa suosittelemaan kelluvia valuuttakursseja pienille avoimille talouksille.[43]

Euroopassa käynnistyneen finanssikriisin aikana Ruotsi hyötyi kelluvasta kruunusta vuonna 2009. Kruunu heikkeni 9,4 EUR/SEK-tasosta noin 20 % suojaten Ruotsin vaihtotaseen ylijäämää globaalin kysyntäsokin aikana. Kruunun heikennys muistutti siis Suomen markan markkinaehtoista kellutuskehitystä 90-luvun alussa. Viime aikoina kruunu on alkanut taas heikentyä globaalin kysynnän epävarmuustilanteessa.

43 Ks. Olivier Blanchard, Monetary Policy Will Never Be the Same, IMF, November 19, 2013.

KUVIO 2.

Ruotsi hyötynyt kelluvasta kruunusta, EUR/SEK



Lähde: EKP

7.2 Kiinteät valuuttakurssit ja kriisiherkkyys

Euroalueen näkökulmasta valuuttakurssi on joustava eli kelluva suhteessa ulkopuolisiin valuuttoihin, vaikka euroalueen sisäiset valuuttakurssit on kiinnitetty. Valuuttakurssiongelma ulkopuolisiin valuuttoihin nähden on silti ollut todellinen: etenkin kriisimaille – mutta myös Suomelle – euron kurssi on ollut liian vahva. Saksalle euron kurssi on ollut heikompi kuin sen oma valuutta olisi. Valuuttakurssien kiinnittäminen eurojärjestelmän jäsenmaiden välillä on poistanut sopeutumismekanismin, jonka vaihtuva valuuttakurssi tarjoaisi.

Kiinteät valuuttakurssit osoittautuivat ongelmalliseksi jo 1960-luvulla, kun Vietnamin sodan rahoitus oli johtanut dollareiden ylitarjontaan. Presidentti Richard Nixon joutui peräytymään USA:n dollarin vaihdettavuudesta kultaan vuonna 1971. Bretton Woods -järjestelmän sisältänyt valuuttakurssiarkkitehtuuri oli purettava lopullisesti vuonna 1976, jolloin kelluvat valuuttakurssit yleistyivät. Toki joustavien valuuttakurssien järjestelmään sisältyy intressikonflikti eri maiden välillä: kevyt rahapolitiikka voidaan nähdä tietoisena valuutan ulkoisen arvon heikentämisenä tai jopa valuuttasotana. Silti joustavien kurssien kanssa on maailmantaloudessa tultu varsin hyvin toimeen. Esimerkiksi USA:n dollarin ja Saksan markan välinen valuuttakurssi vaihteli jopa 40 prosentin haarukassa 1980-luvulla.

Bretton Woods -järjestelmä kaatumisen jälkeen monet maat jatkoivat kiinteän valuuttakurssin politiikkaa, mutta vaikeuksia oli tulossa. Ne olivat muita herkempiä finanssikriiseille etenkin vahvan luottoekspansion aikana. Valuuttakurssien vakauteen pyrkineillä Länsi- Euroopan valuuttamarkkinoilla oli levottomuutta 1990-luvun alussa. Myös Pohjoismaiden (Suomi, Ruotsi ja Norja) valuutat joutuivat hyökkäyksen kohteeksi ja kaatuivat yksi toisensa jälkeen. Ison-Britannian punta kaatui vuonna 1992.

Latinalaisen Amerikan maista Meksikon ja Argentiinan kokemuksilla voi nähdä yhtymäkohtia sille, mitä Kreikalle olisi tapahtunut, jos se olisi irtaantunut eurosta vuonna 2010. Meksikon tequila-kriisiä vuonna 1994 seurasi devalvaatio. Vuonna 1994 maan vaihtotaseen vaje oli 7 prosenttia BKT:sta ja maa ajautui taantumaan.[44] Kansainväliset reservit oli pakko ajaa alas ja tasapainottaa vaihtotase 1995–1996. Alussa devalvaatio oli liian pientä ja niinpä valtion lainojen korko nousi 75 prosenttiin, mikä heijasti ulkomaisten sijoittajien epäluottamusta. Lopulta peso halpeni 50 prosenttia. Devalvaation seurauksena 1996 nettovienti toipui, taloudellinen kasvu käynnistyi.

Argentiina oli vuonna 1991 tehnyt sen virheen, että se oli kytkenyt pesonsa USA:n dollariin valuuttakatejärjestelmän hengessä. Oman keskuspankin rooli kutistui valuuttakonttoriksi. Maa oli vuonna 2001 kykenemätön maksamaan julkista velkaansa ja joutui seuraavana vuonna purkamaan dollarisidoksensa. Sen seurauksena peso heikkeni dollarisuhteesta 1:1 suhteeseen 1:4. Devalvoituminen oli toisin sanoen 75 prosenttia. Ulkomaisista veloista kaksi kolmasosaa jätettiin maksamatta.[45] Reaalitalous supistui kuitenkin vain yhden vuosineljänneksen (mikä sillä hetkellä tietenkin lisäsi tuskaa) mutta kasvoi 63 prosenttia seuraavan kuuden vuoden aikana. Kolmessa vuodessa maa oli päässyt takaisin kriisiä edeltävälle tuotannon tasolle. Köyhyys alkoi vähentyä. Kriisin hinta oli ollut kuitenkin korkea: talletuksille oli jouduttu säätämään nostorajoitteet. Maassa oli vakavaa levottomuutta työttömyyden noustessa pahimmillaan 25 prosenttiin – eli Etelä-Euroopan nykyisten kriisimaiden tasolle.

Aasiassa puhkesi talouskriisi vuonna 1997. Useimmat Aasian maat oli rahoitettu velalla kasvu-uralle erityisesti japanilaisten ja saksalaisten pankkien toimesta. Nopeasti kasvanut velkataakka johti kestämättömään tilanteeseen. Vuotuinen luottoekspansio oli ylittänyt 20 prosentin tason. Kriisin puhjettua Thaimaa ja Indonesia joutuivat devalvoimaan valuuttansa usealla kymmenellä prosentilla. Myös muilla mailla valuutan arvo heikkeni. Indonesia, Etelä-Korea ja Thaimaa kärsivät pahiten, mutta ongelmia oli myös Malesialla, Filippiineillä ja Hongkon-

44 Krugman, P. (2009).
45 Edelleenkään Argentiinan julkinen omaisuus (lentokoneet, laivat ym.) ei ole turvassa ulkomailla, jossa velkojat pyrkivät saamaan sitä haltuunsa.

gilla. Hongkong kävi menestyksellisen taistelun Soroksen spekulatiivista hyökkäystä vastaan vuonna 1998.[46]

Taloushistorian opetukset ovat: kiinteä valuuttakurssi on altis spekulatiivisille hyökkäyksille, ja erityisesti ylivelkaantuminen luo markkinoille odotuksen siitä, ettei valuuttakurssi tule kestämään. Valuuttakurssin joustaessa sitä vastaan on vaikea hyökätä.[47] Euro on turvassa hyökkäyksiltä. Sen ongelma on toinen: valuuttakurssien kiinnittäminen euromaiden kesken edellyttää tuskallista sopeutumista sisäisen devalvaation kautta.

7.3 Kiinteä valuuttakurssi altistaa spekulaatiolle

Jos valuuttakurssi joustaa, valuutan arvoa vastaan ei voi menestyksellisesti hyökätä. Tämä johtuu siitä, että valuutan arvo on joka päivä markkinoilla ”oikein” hinnoiteltu.[48] Vain kiinteä kurssi voi olla väärä.[49] Suomalaisten muistissa on Suomen Pankin epätoivoinen taistelu vakaan markan puolesta ennen kuin markka oli devalvoitava 14 % marraskuussa 1991.

Myös Euroopan kokemus oli viitannut siihen, että valuuttakäärme, jossa valuutat oli sidottu keskinäiseen kauppapainotteiseen arvoonsa, ei riittänyt vakauttamaan valuuttamarkkinoita. Valuutat olivat ajoittain spekulatiivisten hyökkäysten kohteena. Erityisen tärkeä esimerkki oli Englannin punnan sitominen ERM:iin 1990-luvulla. Punta altistui hyökkäykselle, jota johti George Soros 10 miljardin punnan panostuksella. Hyökkäys kaatoi Ison-Britannian punnan vuonna 1992. Soros oli päätellyt, että Britannian liityttyä ERM:iin ja Saksojen kalliin yhdistymisen nostaessa korkoja punta ei tulisi kestämään. Soroksen Quantum-rahasto ryhtyi lainaamaan puntia ja sijoittamaan niitä muihin valuuttoihin, dollariin ja Saksan markkoihin. Julkisuudessa Soros levitti käsitystä punnan tulossa olevasta devalvaatiosta. Punta irrotettiinkin lopulta ERM:stä ja päästettiin kellumaan. Se devalvoitui 20 prosenttia. Sorokselle lankesi miljardin dollarin pikavoitto.

Onkin syytä todeta, että vain vahvasti kiinnitetty valuuttakurssi vahvan unionin osana (josta USA on esimerkki) tai aidosti kelluva valuuttakurssi ovat kestäviä ratkaisuja. Muutoin vaaditaan hyvin valpasta talouspolitiikkaa ja suurta joutavuutta, jotta valuuttakriiseiltä voitaisiin välttyä.

---

46 Hongkongin dollari oli niin ikään sidottu valuuttakatejärjestelmään USA:n dollarin kanssa. Sorosin Quantum- ja Robertsonin Tiger-rahastot ryhtyivät sitä selättämään myymällä aktiivisesti Hongkongissa noteerattuja osakkeita lyhyeksi (”shorttaus”) vaihtaen rahat USA:n dollareiksi. Spekulaatiokuvion rakentajat odottivat, että joko Hongongin dollari devalvoidaan (mikä tekee valuuttakeinottelusta tuottoisan) tai rahaviranomainen puolustaa valuuttaa nostamalla korkoa (jolloin pörssiosakkeiden hinnat laskisivat ja tuotto syntyisi osakkeiden lyhyeksi myymisestä). Hongkong kehitti nerokkaan vastavedon: se ryhtyi ostamaan Hongkongin osakkeita. Sitä arvosteltiin – aiheesta – osakkeiden hintojen manipuloinnista. Lyhyeksi myynti aiheutti kuitenkin mainituille spekulaation rakentaneille rahastoille tappioita. Tarkemmin ks. Krugman (2009).

47 Avotalouden makroteorian keskeisiä periaatteita on ns. kattamattoman korkopariteetin käsite. Valuuttakursseja koskevat odotukset heijastuvat sen mukaan välittömästi markkinakorkoihin. Valuuttakurssi on joka päivä markkinoiden määräämä, ei keskuspankin.

48 Valuutan arvo toisin sanoen määräytyy sellaiseksi, että yksityiset valuutan myyjät saavat kaiken tarjoamansa valuutan kaupaksi yksityisille ostajille.

49 Tällöin keskuspankki on asettanut kurssin tasolle, jolla joko valuutan myyjät tai ostajat joutuvat kääntymään keskuspankin puoleen oman valuuttatarpeensa tyydyttämiseksi.

8. Miksi finanssikriisejä syntyy? [50]

8.1 Luottoekspansio ja ylivelkaantuminen

Kansantalouden arkkitehtuuri on monimutkainen. Tietyt lainalaisuudet kuitenkin nousevat avainasemaan, kun pureudutaan finanssikriisien syihin. Euroaikana euroalueella käynnistyi ennätyksellisen vahva luottoekspansio. Seurauksena oli sekä yksityisen että julkisen sektorin ylivelkaantuminen. Arvioimme sitä, miten ja miksi europankkien taseet paisuivat ja miten niiden laatu heikkeni. Tuonnempana tarkastelemme muitakin eurokriisin taustalla olevia keskeisiä valuvikoja. Kuvaamme rahaliiton jäsenmaiden julkista velkaantumista ja vaihtotaseongelman syntymistä sekä työmarkkinoiden toimintaperiaatteiden yhteensopimattomuutta rahaliiton kanssa.

Rahoitusjärjestelmän tutkimus vahvistunut finanssikriisien johdosta

Finanssikriisien johdosta on suunnattu uudelleen kohti empiiristä, aineistoihin perustuvaa taloustieteellistä tutkimusta. Tutkimuksissa on nostettu esiin rahoitusjärjestelmän rooli finanssikriisien taustalla. Laeven ja Valencia (2012) mukaan maailmassa sattui 147 pankkikriisiä, 218 valuuttakriisiä ja 66 suvereeniin valtioiden velkaan liittynyttä kriisiä vuosien 1970–2011 aikana. Kirjassaan *This Time is Different* Reinhart ja Rogoff (2009) käyvät läpi erilaisia talouskriisejä viimeisten 800 vuoden ajalta. Heidän johtopäätöksensä on, että kriiseissä on toistuvia piirteitä. Taloustieteelliset tutkimukset ovat kattaneet sekä kiinteiden että vaihtuvien valuuttakurssien jaksoja, mutta valuuttajärjestelmän erillisvaikutusta ei ole toistaiseksi ekonometrisesti selvitetty.

Mendozan ja Terronesin (2008) 48 maata sisältäneen tutkimuksen mukaan kaikki luottoekspansiot eivät johda finanssikriiseihin, mutta varsinkin kehittyvissä talouksissa useimmat näin tekivät. Euroopan keskuspankin sarjassa julkaistussa tutkimuksessa Christoani, Motto ja Rostagno raportoivat, että rahataloudelliset ja rahoitusjärjestelmään liittyvät tekijät ovat investointikäyttäytymisen vaihteluiden keskeinen taustavoima. Heidän aineistonsa kattoi euroalueen ja USA:n vuosilta 1985–2008, eli tutkimus keskittyi joustavien valuuttakurssien aikaan. Jorda, Schularick ja Taylor (2010) raportoivat, että taantumia edeltää tyypillisesti voimakas luottoekspansio. Tutkimus perustui pitkiin 14 maan aikasarjoihin vuosien 1870–2008 ajalta. Samalla aineistolla he osoittivat, että kriisiä edeltävä luottoekspansio – ei siis ulkoinen epätasapaino – on paras ennuste rahoitusjärjestelmän epävakaudelle. Myös Schularickin ja Taylorin (2010) tutkimus vahvistaa käsitystä luottoekspansion merkityksestä finanssikriisien synnyssä. Heidän tutkimuksensa mukaan rahoituskriisien paras yksittäinen selittäjä on niitä edeltävä luottoekspansio. Mui-

50 Perusteellisempi katsaus, ks. Kanniainen, V., (2012), *Kriisitaloustiede-kurssi*, Helsingin yliopisto. Materiaali löytyy tekijän kotisivulta.

den tekijöiden selitysvoima jää vähäisemmäksi.[51] Tästä huolimatta luottoekspansio pystytään yhdistämään vain noin kolmannekseen kaikista vuosina 1970–2010 sattuneista finanssikriiseistä.[52]

RAHOITUSKRIISIEN PARAS INDIKAATTORI ON NIITÄ EDELTÄVÄ LUOTTOEKSPANSIO. MUIDEN TEKIJÖIDEN SELITYSVOIMA JÄÄ VÄHÄISEMMÄKSI.

Luottoekspansion taustalla on usein keveä rahapolitiikka. Sen seurauksista on esimerkkejä. Yhdysvaltain suuren laman yhteydessä useimmiten keskitytään käsittelemään laman seurauksia ja keskuspankin ylikireää rahapolitiikkaa laman aikana. Harvemmin on kiinnitetty huomio suurta lamaa edeltäneeseen luottoekspansioon. Rothbart (1963) on dokumentoinut, että 1920-luvulla rahan määrän kasvu oli USA:ssa M2:n kasvuvauhdilla mitattuna keskimäärin 7,7 % per vuosi ja koko aikana yhteensä 61 %.[53] Vuoteen 1929 mennessä USA:n asunto- ja osakemarkkinoille oli muodostunut kupla, joka puhkesi dramaattisin seurauksin 1930-luvun suurena lamana. Sen päätti vasta toisen maailmansodan puhkeaminen ja investoinnit sotateollisuuteen!

USA:ssa vuonna 2008 käynnistyneen kriisin taustalla voidaan myös nähdä keveä rahapolitiikka, joka yhdistyi epäonnistuneen asuntomarkkinapolitiikkaan ja etenkin varjopankkitoimintaan. Myös rahoituslaitosten ja markkinoiden valvonta epäonnistui.[54] Kriisiä edeltänyt ylikeveä rahapolitiikka on yhdistetty niin sanotusta Taylorin rahapoliittisesta säännöstä irtaantumiseen. Keskuspankki FED piti Alan Greenspanin johdolla ohjauskoron neljä vuotta tasolla, joka ekonomistien enemmistön mielestä oli jälkikäteen arvioituna liian matala.

Vallitseva käsitys ekonomistien keskuudessa on myös, että Jean-Claude Trichet'n kaudella EKP:n rahapolitiikka ennen eurokriisiä oli 2000-luvulla liian keveää.[55] Oheisen kuvion mukaan lavea raha M3 kasvoi euroalueella 106 % vuosina 2001–2008, kun Maastrichtin sopimuksen ensimmäisen pilarin mukaan kasvuvauhdin olisi pitänyt rajoittua keskimäärin 4,5 prosentin tasolle vuotta kohden.[56]

---

51 Toisin kuin tässä käsittelemämme kriisit internet-kupla 1990-luvun lopulla ei ollut velkarahoitteinen. Se johtui pääomasijoittajien (venture capital yhtiöiden) rahoituskilpailusta, jossa harkinta petti. Niinpä kuplan puhkeamiseen ei liittynyt suuria reaalisia vaikutuksia toisin kuin luottoekspansion aiheuttamiin finanssikriiseihin.

52 Gorton (2012).

53 M2 tarkoittaa laveaa raha-aggregaattia, joka sisältää talouden käteisrahan ohella käteis- ja aikatalletukset.

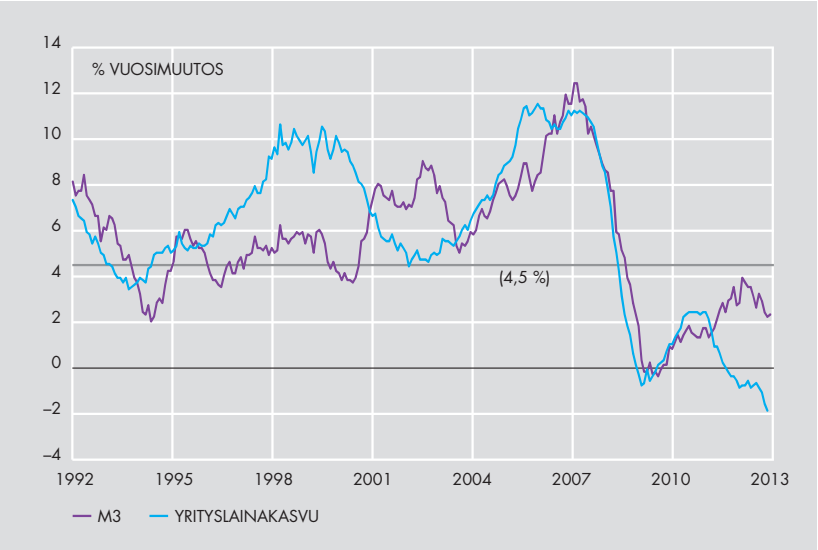
54 Tarkemmin ks. Kanniainen ja Malinen (2010).

55 Suomessa kysymystä rahapolitiikan keveydestä ovat tarkastelleet esim. Pikkarainen (2005), Kanniainen, (2013) ja Koskenkylä (2013). Nykyisillä avoimilla rahoitusmarkkinoilla muidenkin tärkeiden keskuspankkien kevyt rahapolitiikka lisäsi markkinaosapuolten keskinäisten valuuttarajoja ylittävien rahoitustoimien likviditeettiä sekä Euroopassa että muuallakin.

56 Keskuspankki onnistui turvaamaan hintavakauden. Tämä saavutus tuli ilmeisen helposti. 2000-luvulla kansainvälinen inflaatio aleni. Taustalla oli Aasian maiden työmarkkinoiden kehitys ja halpojen tuotteiden virta länsimaihin. Halpa työ loi paineita pitää eurooppalaiset ja amerikkalaiset työvoimakustannukset kurissa – tämä toteutui USA:ssa, osa euromaista tässä epäonnistui. Tuotemarkkinoilla halvat tuotteet Aasiasta pitivät inflaatiokehityksen kurissa.

KUVIO 3.

Euroalueen rahan tarjonnan (M3) ja pankkilainoituksen kasvuvauhti



Lähde: EKP

Kuvio 3 havainnollistaa rahan määrän (tarjonnan) kasvun pitkän aikavälin yhteyttä reaalitalouteen.[57] Lainananto yksityiselle sektorille eli muun muassa yrityslainakasvu seuraa tiiviisti rahamäärän kasvua. Viimeisen kolmen vuoden aikana EKP:n rahapolitiikka on ollut tiukkaa ja M3:n kasvu on jäänyt selvästi EKP:n 4,5 % tavoitteesta. Pankkilainoituksen vuosikasvu on vähentynyt viime vuosina rahamäärän kasvua nopeammin.

Tuonnempana tässä kirjassa tarkastellaan, miten europankkien taseet kasvoivat ja miten pankkijärjestelmään muodostui riskikeskittymiä.

Euromaiden luotot suuntautuivat vääriin kohteisiin

Seuraavassa osiossa tarkastelemme yksityiskohtaisesti kehitystä, joka johti europankkien taseiden paisumiseen ja vahvaan luottoekspansioon euroalueella. Ihmiset ylivelkaantuivat monessa euroalueen jäsenmaassa. Kaikissa kriisimaissa sijoitettiin runsaasti ei-tuottavalle rakennusalalle etenkin Irlannissa ja Espanjassa. Kun rakennussektorin osuus Saksan BKT:sta on alle 4 %, oli se Espanjan rakennusbuumin aikana yli 12 % ja Irlannissa lähes 11 % (Nordvig 2014). Ylivelkaantuminen ei kuitenkaan rajoittunut tavalliseen kansaan. Julkiset menot myös paisuivat kriisimaissa ylitse sen, mihin verotulot olisivat oikeuttaneet. Seurauksena oli julkisen

57 Lähde: Daily Telegraph, ks. http://www.telegraph.co.uk/finance/economics/10481773/Eurozone-M3-money-plunge-flashes-deflation-alert-for-2014.html.

velan kasvu. Rakennusala ja julkiset menot eivät taloudellisen kasvun kannalta voi olla ensisijaisia sijoituskohteita.

Lainamarkkinat, osakemarkkinat ja johdannaismarkkinat ovat vuosisatojen aikana kehittyneitä innovaatioita, jotka ovat palvelleet ihmistä ja tämän hyvinvointia. Koko maailmantaloudessa nettoluotonanto on aina nolla, toisin sanoen, jonkun velka on aina jonkun toisen saatava. Maailmantaloudessa myös vaihtotaseiden ylijäämien (= kansantalouden ulkomainen nettosaatava) summa on nolla. Jonkun maan ylijäämää vastaa jonkun toisen maan alijäämää niiden keskinäisessä kaupassa.[58]

Mikä siis on finanssisektorin optimikoko maailmantaloudessa? Vuonna 2010 velkojen ja osakkeiden arvo maailmantaloudessa oli 3,5-kertainen maailman BKT:-hen verrattuna. Finanssisektori kasvaa kaupan ja kansainvälisen luotonannon yhteisvaikutuksen tuloksena. Vaikka sille on vaikeata löytää ”optimaalista” kokoa, voimakkaan luottoekspansion tulisi saada hälytyskellot soimaan, koska se johtaa kriiseihin.[59]

Hintavakaus ei ole ollut riittävä ehto rahoitusjärjestelmän vakaudelle ja rahan tarjonnan hallinta on epäonnistunut keskuspankeissa. Tulisiko keskuspankkien siis reagoida niiden lisäksi sijoitusmarkkinoiden hintakehitykseen? Tulisiko keskuspankkien seurata kuluttajahintojen ohella hintakehitystä myös osake- ja asuntomarkkinoilla?[60] Ekonomistien kannat ovat jakautuneet. Entinen EKP:n pääekonomisti Otmar Issing (2008) on käsitellyt aihetta myöntäen, että tyypillisesti sijoitusmarkkinoiden kupliin on liittynyt tai niitä on edeltänyt voimakas rahan tarjonnan kasvu ja luottoekspansio.

Finanssikriisien kustannuksia

Millä tavalla talouskriisejä taloushistorian valossa olisi tulkittava? Vuosien 2007–2009 kriisin aikana kävi selväksi, että finanssisektorin pääomat olivat riittämättömät. Kuinka vakavia ja pitkäkestoisia vaurioita näin merkittäväksi osoittautuva kriisi voi aikaansaada? Makrotaloustieteeseen kuuluvan neoklassisen kasvumallin näkökulmasta reaalitalouden kasvun kannalta finanssisektorin merkitys olisi vähäinen ja siihen kohdistuvat kriisit ilmenisivät ainoastaan tilapäisinä vaihteluina pitkän ajan kasvu-urassa. Tämä tulkinta antaisi tukea sektorin täydelliselle itsesääntelylle, jolloin julkisten toimijoiden olisi turha puuttua rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Omistajat, sijoittajat ja niiden erilaiset vastapuolet kantaisivat kokonaan vastuun rahoitussektorin toiminnan riskeistä. Muu taloustieteellinen tutkimus on pitkään tukenut käsitystä, että finanssisektorin toiminnasta syntyy kansantalouteen positiivisten vaikutusten lisäksi myös negatiivisia ulkoisvaikutuksia. Haitallinen

58 Todellisuudessa vaihtotaseiden mittaamiseen liittyy jonkin verran virheitä, joiden vuoksi maapallolla on tilastojen mukaan ylijäämä. Kritiikittömästi tulkittuna tämä tarkoittaisi sitä, että osa maapallon tuotannosta vietäisiin maapallon ulkopuolelle. Käytännössä kyse on kuitenkin joko tahallisista tai tahattomista virheistä maiden viennissä tai tuonnissa.

59 Raha- ja luottoekspansion suhteessa on tapahtunut muutos. Kun luottojen ja rahan suhde kasvoi vain 0,17 % vuotta kohden ennen toista maailmansotaa, kasvu sodan jälkeisinä vuosikymmeninä on ollut 2,22 % ks. Schularick ja Taylor (2010).

60 *Greenspan put* -strategialla on viitattu ajatukseen, että luottoekspansion rajoittaminen ei ole keskuspankin keskeinen tehtävä, sillä taantuman syntyessä keskuspankilla on mahdollisuus elvyttää taloutta.

valikoituminen (adverse selection) ja moraalikato (moral hazard) heikentävät rahoitusjärjestelmän kykyä kanavoida rahoitusta oikeisiin kohteisiin. Finanssimarkkinat eivät voisi toimia reaalitalouden näkökulmasta tehokkaasti yksinään. Interventio markkinoiden toimintaan olisi tämän mukaan perusteltua.

Näkemys, jonka mukaan finanssikriisit olisivat tilapäisinäkin vakavia, antaa ymmärtää, että kriisien seuraamukset liittyisivät lähinnä varallisuuden uudelleen jakautumiseen. Jos vaikutukset ovat kuitenkin pysyviä, ne ovat laajalti hyvinvointia alentavia. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä kovimmat toimet merkitsevät ongelmiin päätyneen pankin omistukseen puuttumista. Viranomaiset voivat esimerkiksi painostaa pankin fuusioitumaan jonkun vahvemman organisaation kanssa.[61] Ne voivat myös määrätä pankin laskemaan liikkeelle suunnatun osakeannin, jonka valtio merkitsee, kuten tehtiin USA:n TARP-ohjelmassa. Ääritapauksessa pankki voidaan kokonaan kansallistaa. Tästä ovat esimerkkinä Norjan pankkikriisi 1990-luvulla sekä Hypopankin kansallistaminen Saksassa.

8.2 Euroopan keskuspankin rahapoliittinen mandaatti

Rahaliiton myötä yhteisestä rahapolitiikasta päättää EKP:n neuvosto.[62] Euroopan unionin perustamissopimuksen mukaan eurojärjestelmän ensisijaisena tavoitteena on hintavakaus. Tämän lisäksi eurojärjestelmä tukee yleistä talouspolitiikkaa osallistuessaan perustamissopimuksessa määriteltyjen tavoitteiden saavuttamiseen. Näitä tavoitteita ovat muun muassa työllisyyden edistäminen, kestävä ja inflaatiota kiihdyttämätön talouskasvu, hyvä kilpailukyky ja talouksien lähentyminen.[63]

Rahapolitiikan ensisijainen tavoite ei kuitenkaan riittänyt määrittelemään rahapoliittista strategiaa. Siksi EKP:n neuvosto antoi syksyllä 1998 operationaalisen sisällön hintavakauden käsitteelle ja rahapolitiikan strategialle. Hintavakaudeksi määriteltiin hintatason nousun pysyminen kahta prosenttia hitaampana.[64] Alle kahden prosentin inflaation tuli toteutua keskipitkällä aikavälillä. Rahapolitiikan strategia puolestaan määriteltiin kahden pilarin kehikkona. Ensimmäinen pilari eli niin sanottu monetaarinen analyysi korosti lavean rahan määrän keskeistä merkitystä. Rahan määrän kasvuvauhdille asetettiin viitearvoksi 4,5 %. Viitearvoa ei kuitenkaan ollut tarkoitettu tavoitteeksi. Toinen pilari eli niin sanottu taloudellinen analyysi tarkoitti laaja-alaista analyysia inflaationäkymistä. Sen yhtenä osana oli euroalueen kattava kokonaistaloudellinen ennuste.

Sittemmin, vuonna 2003, rahapolitiikan strategiaa tarkistettiin. Pilareiden paikkaa vaihdettiin siten että laaja-alainen analyysi inflaationäkymistä korostui monetaarisen analyysin kustannuksella. Rahan määrän viitearvo siirtyi toiseksi

61 Suomen Säästöpankki jaettiin liikepankkien kesken Suomen 1990-luvun kriisissä.
62 Yksityiskohdista ks. Pikkarainen ja Suvanto (2006).
63 Huomion arvoista on, että rahoitusjärjestelmän vakautta ei lainkaan mainittu toisin kuin on laita useiden muiden keskuspankkien kohdalla. Ajateltiin ilmeisesti, että se olisi mukana rahapolitiikan muiden tehtävien tulkinnan kautta.
64 Vuotuisen inflaation EKP määritteli mitattavaksi kuluttajahintojen harmonisoidun indeksin kasvuvauhtina.

pilariksi.[65] Myös inflaation tavoitearvon käsitettä muutettiin: uusi inflaation tavoitearvo oli alle 2 % mutta sitä lähellä.

Raha-aggregaattien ja inflaation välinen yhteys on ollut taloustieteessä pitkään kiistelty kysymys (esim. Issing 2001, Begg 2002). Saksassa Bundesbankin rahapoliittinen tavoite oli osoittautunut uskottavaksi signaaliksi inflaatio-odotusten pitämisessä maltillisina (Jaeger 2003). EKP:n rahapolitiikkaa onkin tyypillisesti arvioitu sen kannalta, onko asetetussa inflaatiotavoitteessa pysytty.[66]

Tämän kirjan näkökulma on toinen. Kysytään: onko rahapolitiikka ollut liian kevyttä tai kireää rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta kokonaisuutena ja yksittäisten euromaiden osalta? Varsinkin rahapolitiikan keveyteen on sittemmin kiinnitetty huomiota. Esimerkiksi Jaeger 2003 ennakoi tätä kysymystä. Hän esitti tulkinnan, jonka mukaan kahden pilarin rahapoliittinen strategia voisi tarjota vakuutuksen sijoitusmarkkinoilla syntyviä kuplia vastaan. Hän huomautti jo tuolloin, että sijoitusmarkkinoiden kuplat liittyvät raha-aggregaattien nopeaan kasvuun ja vahvaan luottoekspansioon.[67]

Yksi tämän kirjan näkemyksistä on, että euroalueen pankkien taseet ovat euroaikana kasvaneet hallitsemattomasti samalla, kun niiden laatu on heikentynyt. Kirja liittää tämän kehityksen euroalueella ja muuallakin harjoitettuun keveään rahapolitiikkaan sekä EKP:n ja kansallisten valvojien sallimaan luottokuplaan. Kysymys ei ole jäänyt vaille huomiota myöskään keskuspankissa. Kontulainen ja Suvanto (2006) antavat tukea tällaiselle tulkinnalle todetessaan, että ”kokonaisuudessaan EKP:n rahapolitiikka on ollut rahaliiton aikana tavoitteeseen nähden pikemminkin liian keveää kuin kireää”.[68] Samansuuntaisia arvioita oli jo esittänyt Pikkarainen (2005) ja sittemmin Pikkarainen (2007).[69]

Toisaalta vuosina 2009–2013 USA ja Japani ottivat käyttöön nollakorkoa (zero bound) löysemmän rahapolitiikan määrällisen elvytyksen kautta. Näin EKP:n rahapolitiikka on ollut viime vuosina kireää muille euromaille paitsi Saksalle. M3 kasvoi euroalueella vuoden 2013 viimeisen kolmen kuukauden aikana vain 1,3 prosenttia vuoden takaisesta.

---

65 Tämä järjestyksen muutos aiheuttaa jälkikäteen ihmettelyä.

66 On huomion arvoista, että varallisuusesineiden hintakehitys tulee rahapolitiikassa huomioon otetuksi vain, mikäli sillä on vaikutusta kuluttajahintoihin.

67 Jaeger tarkasteli sijoitusmarkkinoiden ja luottoekspansion yhteyttä euroalueella, USA:ssa, Japanissa ja Isossa-Britanniassa vuosina 1980–2001. Sijoituskohteiksi oli sisällytetty osakkeiden ja kiinteistöjen hinnat.

68 Ks. Kontulainen ja Suvanto (2006) s.34 kirjassa Pikkarainen ja Suvanto (2006).

69 Hän totesi kirjoituksessan vuodelta 2007: ” Tiukasti vain matalaan inflaatioon tähtäävä rahapolitiikka voi olla ristiriidassa rahoitusmarkkinoiden vakauden kanssa” ja ”Monetaarisen kehityksen ja velkaantumisen näkökulmasta sekä EKP että FED ovat harjoittaneet viime vuosina liian löysää rahapolitiikkaa. Euroalueen inflaatio on ollut keskimäärin vieläpä nopeampaa kuin EKP:n itselleen asettama tavoite”.

9.1 Valuviat

Euroalueen kolmessa vaiheessa edenneen perustamisen yhteydessä sovittiin yhteisestä rahapolitiikasta, joihin maiden tulisi siis kansallisella talous- ja yhteiskuntapolitiikallaan sopeutua.[70] Koska euroalue oli hallinnolliselta rakenteeltaan edelleen itsenäisten valtioiden liitto, sovittiin siitä, etteivät jäsenvaltiot saisi vastata toistensa veloista ja että julkinen alijäämä ei saisi ylittää sovittua määrää. Tähän tähtäsi kasvu- ja vakaussopimus, joka hyväksyttiin Eurooppa-neuvoston Dublinin kokouksessa 13.–14.12.1995. Eurooppa-neuvoston virallinen yhteinen näkemys ja toive oli, että jokainen jäsenmaa

- välttää julkisen vallan ja koko talouden liiallista velkaantumista (eli vaihtotasealijäämiä tulisi pitää kohtuullisina) ja sen johdosta
- varmistaa kilpailukyvyn ylläpitämistä ja kotimaisen kysynnän rajoittamista viennin kehityksen mukaan.

Sen sijaan ei sovittu uskottavasti siitä, mitä tapahtuisi jos jäsenmaa ei noudattaisi näitä rajoitteita, vaan joutuisi tilanteeseen, jossa maan rahoitushuolto olisi vaarassa häiriintyä ylisuuren velkaantumisen tai budjettialijäämän takia. Tämä puute osoittautui alkuperäiselle eurojärjestelmälle kohtalokkaaksi, koska useiden maiden päättäjät pystyivät vuosiksi unohtamaan, että sovittu järjestelmä edellytti heiltä vastuullista ja ennakoivaa kansallista talouspolitiikkaa.

Osoittautui, että kaikki suvereenien jäsenvaltioiden edustajat eivät olleetkaan samaa mieltä. Päätettyjen kolmen prosentin julkisen alijäämän ja 60 prosentin julkisen sektorin velan rajojen toteutumiseksi asetettiin epämääräinen 1 prosentin sanktio. Kumpaa tahansa rajaa rikkova maa saattaisi joutua maksamaan sakkoa Euroopan unionille enintään prosentin BKT:sta. Paikalla olleet valtiomiehet todennäköisesti ymmärsivät, että sanktiota tuskin tullaan koskaan panemaan sivistyneiden kansakuntien kesken toimeen. Toisaalta, jos näin kävisi, rajan rikkomisesta saatava hyöty monin kerroin ylittäisi kustannukset.

Lähes merkityksettömien rajoitusten käyttöönotto finanssipolitiikan koordinoinnin päävälineeksi loi pahan rakennevian talous- ja rahaliittoon. Se loi kannustimen harjoittaa voimakasta kasvupolitiikkaa, jonka onnistuessa voitaisiin osoittaa pelkästään hyviä tuloksia äänestäjille ja jonka epäonnistuessa voitiin todellisuudessa luottaa yhteisvastuuseen.

Euroalueen keskeisin valuvika oli siten syvimmiltään poliittinen. Tämä on luonnollista sitä taustaa vasten, että myös euron perustaminen oli pohjimmiltaan

70 Ks. http://europa.eu/legislation_summaries/institutional_affairs/treaties/treaties_maastricht_fi.htm, ks. http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/sgp/index_en.htm

poliittinen eikä taloudellisiin seikkoihin perustuva hanke. Tämä ehkä selittää sen, minkä takia kriisin aikana on keskitytty jäsenmaiden kansallisen talouspoliittisen itsenäisyyden asteittaiseen rajoittamiseen. Koska euroalue päättäjien mielestä tulee pelastaa mihin hintaan tahansa, tulisi pyrkiä siihen, että talouspoliittinen päätöksenteko keskitetään. Erilaiset liittoesitykset – poliittinen unioni, pankkiunioni, fiskaalinen unioni – polveutuvat tästä. Näitä kysymyksiä käsittelemme kirjan osassa III.

Päättäjät ilmeisesti ymmärsivät, että kukaan ei halua kaataa rahaliittoa heti sen ensiaskeleilla, koska tämä merkitsisi käytännössä koko hankkeen hautaamista joko hyvin pitkäksi aikaa tai pysyvästi. Lisäksi Euroopan unioniin oli pesiytynyt jo tuolloin epävirallinen mutta vahvistuva yhteisvastuun kulttuuri. EU-rahoja virtasi muun muassa erilaisiin infrastruktuurihankkeisiin, joita ei kansallisin varoin olisi pitkään aikaan voitu toteuttaa – tai joita ei olisi ollut järkevä toteuttaa.

Euroalueen ensimmäisen vuosikymmenen aikana sekä yksityinen että julkinen sektori ottivat runsaasti velkaa (ks. alempana). Viranomaistaholla vallitsi sokeus rahaliiton synnyttämille uusille riskeille. Velkaa ei tietenkään yleensä tietoisesti otettu liikaa odotettuun maksukykyyn nähden, vaan velanotto nähtiin epäilemättä aikanaan riittävän vastuullisena. Mikä siis teki velanotosta jälkikäteen vastuuttoman? Yksityisellä sektorilla totuttiin nopeaan velkaantumisen vauhdittamaan kasvuun, missä auttoi pitkään jatkunut epätavallisen alhainen korkotaso. Sama koski julkista velkaantumista; euroalueelle oli luotu yhteiseurooppalaiset joukkovelkakirjamarkkinat.

Euroalueen yksittäiset jäsenmaat eroavat kansantalouksina toisistaan niin, että maailmantalouden vaihtelut vaikuttavat niihin epäsymmetrisesti. Talouden rakenteet, hyödykkeiden ja panosten hinnat, näiden sopeutuminen sekä innovaatiokyky poikkeavat toisistaan eri jäsenmaiden kesken. Erityisesti työvoiman liikkuminen maiden välillä on osoittautunut toivottua vähäisemmäksi. Nämä erot ilmentävät sitä seikkaa, että euroalue ei ole läheskään optimaalinen valuutta-alue Robert Mundellin esittämässä mielessä. Euroopan unionin sisällä on ollut jonkin verran liikkuvuutta mutta pääasiassa entisistä sosialistimaista Länsi-Eurooppaan.

Kuten aikaisemmin olemme todenneet, Keynes ymmärsi Bretton Woods -järjestelmää luotaessa kiinteän valuuttakurssin järjestelmään sisään rakentuvan valuvian. Mikäli valuuttakytkös sitoisi hyvin erilaiset maat yhteen ilman tasapainottavia mekanismeja, olisi kytkös hyvin altis sokeille ja sitkeille ja pitkäaikaisille epätasapainottomuuksille, jotka ilmenisivät maiden vaihtotaseissa. Kun valuutta ei jousta, jousto tulisi löytää muista talouden mekanismeista epätasapainottomuuksiin ajautumisen välttämiseksi. Valuuttaliitolla tulisi olla instituutiot, jotka loisivat luonnollisen kannustimen jäsenmaille vähentää merkittäviä vaihtotaseiden yli- tai alijäämiä, jotta pitkäaikaisiin epätasapainoihin ei ajauduttaisi.

Euroalueen institutionaalisista rakenteista tasapainottavia mekanismeja on vaikea löytää. Vaihtotaseiden epätasapainot ovat nousseet hyvin merkittäväksi tekijäksi euroalueen kehityksen määrittäjänä ja suuntajana. Alijäämäiset vaihtotaseet kulkevat hyvin usein käsi kädessä velkaantuvan julkisen sektorin kanssa ja tekevät maasta alttiin kriisiytymiselle. Maiden väliset kilpailukykyerot ovat euroalueella

ilmeiset, ja euroalueen pankkisektori aiheuttaa riskin mahdollisille sokeille tulevaisuudessa. Valuvikojen käsittäminen on keskeistä, jos haluaa ymmärtää euroalueen tähänastista kehitystä.

Historiallisen perspektiivin luomiseksi Euroopan osalta muistutettakoon, että 1970-luvulta eteenpäin (Länsi-)Saksa oli suuri nettoviejä. Uhkana ylijäämän ylläpidolle olivat muiden eurooppalaisten maiden lukuisat devalvaatiot, joilla ne hillitsivät alijäämiään Saksan kanssa. Vuosina 1979–1999 Euroopan valuuttajärjestelmä perustui laskennalliseen valuuttayksikköön ECU:uun ja ERM-valuuttakurssimekanismiin (Exchange Rate Mechanism), jossa valuuttojen kurssit saivat vaihdella tiettyjen rajojen sisällä. ERM siis tuki Saksan tavoitetta hillitä valuuttojen vaihteluita. ERM kuitenkin kaatui vuonna 1990 spekulatiivisiin hyökkäyksiin. Saksa halusi pitää markkansa, mutta samalla hillitä maiden välisiä valuuttavaihteluita ja suojautua valuuttaan kohdistuvilta hyökkäyksiltä. Näin Saksalle syntyi kannuste yhteiseen valuuttaan.

Tässä jaksossa tarkastelemme eurojärjestelmään syntyneitä valuvikojen seurauksia seuraavista näkökulmista: europankit, jäsenvaltioiden julkinen velkaantuminen, työmarkkinat ja vaihtotaseiden epätasapainot.

9.2 Yhdysvaltojen dollarialue: liittovaltion valuutta

Euroopan talous- ja rahaliitto on rakenteellisesti itsenäisten valtioiden liitto. Euroalue ei toki ole ensimmäinen, vaan maailmanhistoria tuntee useita esimerkkejä itsenäisten valtioiden yhteisvaluutoista. Menestyneimmille yhteisvaluutoille on kuitenkin ollut tunnusomaista, että ne ovat olleet liittovaltioiden valuuttoja, kuten Yhdysvaltojen dollari ja Rooman valtakunnan sestertius. Näistä edelleen toiminnassa olevaa Yhdysvaltojen valuutta-aluetta voidaan pitää tärkeimpänä esimerkkinä Euroopan valuutta-alueelle: dollarialue on ollut yhtenäinen lähes 150 vuoden ajan ja se on läpikäynyt useita modernin ajan lamakausia, kuten 1930-luvun laman ja 1970-luvun öljykriisit.

Yhdysvaltojen valuutta-alue poikkeaa euroalueesta kolmessa oleellisessa suhteessa. Alueella on vain yksi virallinen kieli, joka kaikkien maan kansalaiseksi pääsevien on opeteltava riittävässä määrin. Lisäksi – ja ehkä osin kielitilanteesta johtuen – työvoiman liikkuvuus on Yhdysvalloissa oleellisesti parempi kuin euroalueella. Kolmanneksi, USA:n liittovaltion ja osavaltioiden taloudellisia suhteita säätelee tiukka no bailout -politiikka. Osavaltioiden on rahoitettava itse ne toimensa, jotka on sovittu osavaltioiden hoidettaviksi. Perussopimus ei silti estä esimerkiksi sitä, että liittovaltio voi maksaa suurten luonnonkatastrofien aiheuttamia kustannuksia osavaltioiden puolesta.

Kun Yhdysvaltoihin luotiin perustuslakia itsenäisyyssodan päätyttyä vuonna 1783 sillä haluttiin siirtää rahan liikkeelle laskemisen oikeus pois osavaltioilta (Sargent 2012). Vuonna 1788 ratifioidussa perustuslaissa Yhdysvaltojen kongressille annettiin valta rahan painamiseen ja sen arvon määrittelyyn. Yhdysvalloissa dollari oli siis alusta asti liittovaltion valuutta.

YHDYSVALLOISSA DOLLARI OLI ALUSTA LÄHTIEN LIITTOVALTION VALUUTTA.

Vuoden 1929 pörssiromahduksesta alkanut 1930-luvun suuri lama ajoi Yhdysvaltojen talouden rauhan aikansa pahimpaan kriisiin. Laman alku ja loppu kohtelivat osavaltioita hyvin epätasaisesti. Tämä voidaan havaita esimerkiksi vertailemalla pankkitalletusten muutoksia USA:n paikallisten keskuspankkien välillä. Kesäkuussa vuonna 1931 San Franciscon, Bostonin, Philadelphian ja New Yorkin pankkitalletukset olivat vielä vuoden 1929 tason yläpuolella, kun taas Richmondissa, Chicagossa ja Dallasissa talletukset olivat tuohon mennessä laskeneet jo noin 10 prosenttia (Rockoff 2000). Vuoteen 1936 tultaessa pankkitalletukset olivat joissain osavaltioissa nousseet 20–30 prosenttia yli vuoden 1929 tason, mutta toisissa osavaltioissa ne olivat vielä selvästi alle vuoden 1929 tason. Ensimmäiseen ryhmään kuuluneet osavaltiot olisivat siis tarvinneet kiristävää ja muut elvyttävää rahapolitiikkaa. Yhteinen rahapolitiikka ei sopinut kaikille osavaltioille ja yhteisestä rahasta tuli rasite etenkin heikoimmille osavaltioille.

Dollarialue selvisi liittovaltion tulonsiirtojen avulla. Yksityisen rahan paetessa yksittäisistä osavaltioista liittovaltion rahaa virtasi niihin paikkaamaan vajetta erilaisten avustusten, kuten työttömyyskorvausten, sosiaaliturvan ja maataloustukien muodossa (Hartland 1949, Rockoff 2000). Etelävaltioiden työmarkkinoiden eristäytyneisyys myös päättyi suuren laman aikana, mikä johti työntekijöiden virtaan etelästä pohjoisen nopeammin toipuneisiin osavaltioihin (Rockoff 2000). Yhdysvaltojen dollarialue toisin sanoen kesti suuren laman yli liittovaltiotason tulonsiirtojen ja liittovaltion talletussuojan sekä työmarkkinoiden avautumisen johdosta.

Beckworth (2010) tutki rahoitusmarkkinasokkien välittymistä Yhdysvaltojen osavaltioissa ja havaitsi, että rahapolitiikka aiheuttaa edelleen epäsymmetrisiä sokkeja osavaltioiden kesken. Beckworthin johtopäätös on, että moni Yhdysvaltojen osavaltioista hyötyisi, mikäli niillä olisi oma rahapolitiikka. Partridge ja Rickman (2005) tutkivat suhdannevaihteluita osavaltioittain Yhdysvalloissa vuosien 1929 ja 2002 välillä. Heidän tulostensa mukaan Yhdysvaltojen valuutta-alue oli optimaalisin 1970-luvulla ja etenkin 1990-luvulla osavaltioiden suhdannesyklien korrelaatio oli huomattavan alhainen. Romero-Ávila (2012) tutki Yhdysvaltojen osavaltioiden tulojen konvergenssia vuosien 1929 ja 2004 välillä ja havaitsi, että osavaltioiden tuloihin on kohdistunut useita rakenteellisia murroksia, joiden seurauksena osavaltioiden pitkän aikavälin kasvuvauhdit ovat ajoittain eronneet huomattavasti toisistaan.[71]

Tutkimukset siis osoittavat, että dollarialueen optimaalisuus on vaihdellut aikojen saatossa, ja että Yhdysvaltoja ei vieläkään voida kutsua ”optimaaliseksi valuutta-alueeksi”. Tutkimusten perusteella useat osavaltiot olisivat myös todennäköisesti hyötyneet omasta valuutasta aikaisemmissa talouskriiseissä ja -taantumissa.

71 Pitkän aikavälin kasvuvauhtien korkea korrelaatio kertoo valuutta-alueen optimaalisuudesta, vähäinen päinvastaisesta.

Yhdysvalloissa omaan valuuttaan siirtyminen johtaisi todennäköisesti transaktiokustannusten kasvamiseen sekä liittovaltion tärkeän tunnuksen, oman valuutan, menettämiseen. Beckworth (2010) ehdottaa, että Yhdysvaltojen alueellisilla keskuspankeilla pitäisi olla enemmän autonomiaa esimerkiksi perusrahoitusoperaatioissa. Tämän lisäksi työmarkkinat tulisi pitää joustavina ja liittovaltion tulonsiirrot pitäisi kohdistaa epäoptimaalisen valuutta-alueen aiheuttamien kustannuksien minimoimiseen. Rockoffin (2000) mukaan ainoastaan liittovaltiotason tulonsiirrot sekä liittovaltion talletussuoja ovat estäneet dollariunionin hajoamisen epäsymmetrisiin sokkeihin. Yhteinen ja pysyvä valuutta siis vaatii USA:n tapaisen liittovaltion yhteisine instituutioineen.

9.3 Europankkien taseet vinoutuivat

Johdanto: finanssisektorin kehitystä euroalueella

Finanssisektorilla tarkoitetaan pankki- ja rahoitussektoria, vakuutussektoria sekä muita arvopaperi- ja sijoitusmarkkinoiden toimijoita. Sektori on kasvanut globaalin maailmantalouden tasolla nopeasti ja koko euroalueen olemassaolon ajan. Finanssisektorin sääntely, mutta sen ohella myös muun muassa verotus, eroavat sekä maiden että sektoreiden välillä. Eri maiden maailmanlaajuisesti kilpaileville rahoitussektoreille on pyritty laatimaan tasapuolisempia olosuhteita sopimalla yhteisistä säännöistä.

Vuosien 2007–2009 maailmanlaajuinen finanssikriisi paljasti, etteivät finanssisektorin pääomatasot riittäneet kattamaan kriisin käynnistäneiden häiriöiden johdosta aiheutuneita tappioita. Tämän seurauksena eri puolilla maailmaa asetettiin komiteoita selvittämään sääntelyn ja viranomaistoiminnan muutosten tarvetta systeemiriskien estämiseksi ja niiden seuramusten hallitsemiseksi.

Tunnetuimpia komiteoita olivat Liikasen (euroalue), Volckerin (USA) sekä Vickersin (Englanti) työryhmät. Työryhmien suositukset olivat samansuuntaisia. Volckerin ryhmä esitti trading-toimintojen (kaupankäynti) eriyttämistä muusta pankkitoiminnasta, Liikasen ryhmä merkittävän kokoisten trading-toimintojen eriyttämistä omiksi juridisiksi yksiköikseen sekä Vickersin ryhmä koko investointipankkitoiminnan eriyttämistä.

USA:ssa (TARP-ohjelma) että Englannissa (muun muassa Royal Bank of Scotlandin pääomittaminen) toteutetut toimenpiteet saattoivat ratkaisevalla tavalla lievittää ongelmia, joita euroaluella olisi voinut ilmetä. USA:n valtiovarainministeriön ja keskuspankin helmikuussa 2011 julkistetun jälkiarvion mukaan USA:n 20 johtavasta finanssi-instituutiosta 19 olisi varmuudella päätynyt konkurssiin ilman TARP-ohjelman toteutusta. Tällaisella tapahtumasarjalla olisi epäilemättä ollut dramaattisia seuraamuksia sekä euroalueella että maailman muilla finanssimarkkinoilla.

Europankkien taseiden kehitys euroaikana

Rahaliiton tarkoitus oli integroida rahoitusjärjestelmä, tehostaa sen toimintaa ja luoda edellytykset etenkin tehokkaalle riskin hajauttamiselle. Kävi toisin. Integraatio kyllä eteni mutta rajoja ylittävä rahoitus myötävaikutti eri maissa syntyviin velkakupliin. Pankkien kasvanut riippuvuus markkinarahoituksesta tekikin niistä alttiita luottokelpoisuutta heiluttaville häiriöille. Keskeinen kiihdytin velkamarkkinoille oli halpa raha, joille tärkeät keskuspankit, mukaan lukien EKP, loivat puitteet rahapolitiikallaan. Etenkin periferiamaat ja niiden pankit kykenivät nyt rahoittamaan toimintaansa velkarahalla aivan uudella nopeudella voimakkaasti subventoiduin kustannuksin.

Euroaikana pankkisektorista kehittyi liiketoiminnan rahoitusrakenteeltaan hauras ja euromaiden taloudelliseen tuotantokykyyn verraten luonnottoman kokoinen toimiala. Sen valmiudet kriisin omaehtoiseen hallintaan olivat riittämättömät, ja ovat sitä edelleen.

Miten tähän on tultu? Kehityksen ja nykytilan ymmärtämiseksi keskiöön on nostettava euro-pankkien taseiden valuviat ja etenkin sektorille poliittisten päätösten ja sääntelyvirheiden seurauksina rakentuneet kannustimet ottaa riskiä.

Talletusten paino pieneni pankkien rahoituksessa

Pankit rahoittavat liiketoimintaansa velalla ja omalla pääomalla. Pankin keskeistä liiketoimintaa ovat lainananto kansalaisille, valtioille ja yrityksille, erilaiset palvelut ja yhä enenevässä määrin erilaiset pääomamarkkinoilla tapahtuvat operaatiot. Perinteisesti eurooppalaiset liikepankit ovat rahoittaneet toimintaansa pääasiallisesti itse luomillaan asiakkaidensa pankkitalletuksilla.[72] Viime vuosikymmenen aikana talletukset väistyivät pääasiallisena velkarahoitusmekanismina. Europankkien rakenteellisten ongelmien osalta on keskeistä ymmärtää, että yhä enenevässä määrin talletusten lisäksi pankit laskivat liikkeelle lyhyen maturiteetin velkakirjoja ja ottivat niin sanottua yönylilainaa muista pankeista, velan kansainvälisiltä tukkumarkkinoilta tai suoraan Euroopan keskuspankista.

Tämä lyhyt velka[73] nousi hyvin keskeiseksi rahoituskeinoksi europankeille. Rahoituksen rakenteen muutos oli yhteydessä pankkien lainanannon ja muun toiminnan nopeaan kasvuun. Ilman uusia rahoitusmuotoja kasvu olisi jäänyt pääosin toteuttamatta. Siinä missä talletukset kasvoivat euroaikana pitkälti linjassa EU-maiden bruttokansantuotteiden kanssa, mahdollisti uusi velka pankeille kasvunopeuden, joka ylitti maiden tuotannon kasvunopeuden moninkertaisesti (Liikanen et al. 2012: s. 14).

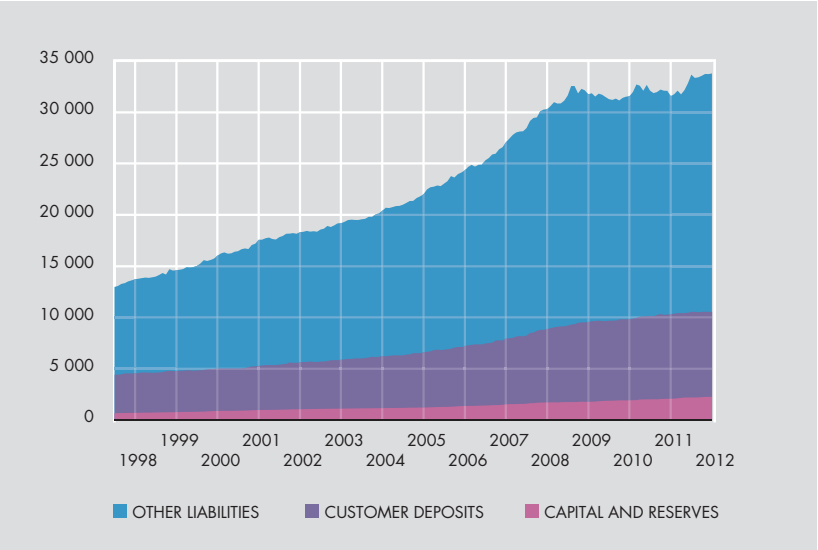
72 Ks. esimerkiksi http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/quarterlybulletin/2014/qb14q1prereleasemoneycreation.pdf.

73 Usein velan maturiteetti oli yhden päivän mittainen.

LYHYT VELKA NOUSI EUROAIKANA KESKEISEKSI RAHOITUSKEINOKSI EUROPANKEILLE.

Lyhyen maturiteetin velkamarkkinoiden kehityksen myötä putosi perinteisten talletusten osuus suurten europankkien rahoitusrakenteessa järjestään alle puoleen (Liikanen et al. 2012: s.47)[74].

KUVIO 4 EUROALUEEN RAHOITUSLAITOSTEN VASTUIDEN KEHITYS 1998–2012 (MILJARDIA EUROA)



Lähde: EKP

Vuonna 2011 European Banking Authorityn (ks. EBA 2011: s. 16–17) suorittamasta stressitestistä paljastui, että testattujen 90 pankin kahden vuoden sisällä erääntyvien lyhyen aikavälin velkavastuiden euromääräinen summa oli 4 772 miljardia euroa. Määrä kattaa noin puolet koko euroalueen bruttokansantuotteesta. Riippuvuutta lyhyestä rahoituksesta pidettiin syystä raportissa huolestuttavana kehityksenä. Bolognan (2011) tutkimuksessa oli osoitettavissa yhteys talletusten suhteellisella laskulla liiketoiminnan rahoitusmekanismina ja pankin todennäköisyydellä ajautua konkurssiin.

Taseiden maturiteettien epäsuhdan kärjistyminen ja nykyajan pankkipako

Pankit rahoittivat lyhyen maturiteetin velalla liiketoimintaansa ja lainasivat kyseisen rahan eteenpäin asiakkailleen usein vuosien aikahorisontilla. Lyhyen aikavälin

74 Kuviosta nähdään, myös että pankkien oman pääoman käyttö suhteessa paisuvaan velkaan oheni huomattavasti euroaikana.

rahoitus korostikin viime vuosina kohtalokkaasti pankkien vastuiden (velan) ja saatavien (omistusten) välistä maturiteettien epäsuhtaa (ks. esim. Brunnermeier et al. 2010). Velkarakenteen muutos heikensi pankkien krisiinsietokykyä (ks. esim. Huang et al. 2008). ”Nykyajan” pankkipako, joka vuonna 2008 jäädytti pankkisektorin toimintakyvyn, ei keskeisesti tapahtunutkaan enää perinteisillä talletusmarkkinoilla, vaan nimenomaan lyhyen maturiteetin velkamarkkinoilla. Nyt jonossa vaatimassa rahojaan takaisin ei ollutkaan enää tallettaja, vaan pankit[75], jotka olivat lainanneet merkittäviä summia toisilleen lyhyen maturiteetin velkamarkkinoilla.[76]

Brunnermeier et al. (2010) kirjoittaa tämän johtaneen kehitykseen, jossa pankin yksittäisellä rahoittajalla on voinut olla kannustin lyhentää velkansa maturiteettia yleisen rahoituspaon pelossa. Tästä on tutkijoiden mukaan voinut olla seurauksena sekä velkarahoituksen yhä lyhentynyt aikahorisontti että velkojen uusimiseen liittyvän riskin merkittävä kasvu. (Brunnermeier et al. 2010.)

Lyhyellä velalla nähtiin olevan markkinakuria tehostava vaikutus (ks. esim. Calomiris et al. 1991). Yön yli lainaamista perusteltiin lähes riskittömäksi ja likvidiksi keinoksi rahoittaa pankin liiketoimintaa – voitiinhan rahat palauttaa yhdessä päivässä omistajalleen. Se sisälsi myös usein vaatimuksen vakuustalletukselle tai pantille[77]. Kuitenkin unohdettiin, että epävarmuuden aikana raha voitiin myös vaatia nopeasti takaisin, ja markkinoiden käyttämien vakuuksien arvo saattoi sulaa kriisin hetkellä hetkessä.

Euroopan keskuspankilla keskeinen rooli epäterveessä kehityksessä?

Osaksi edellä kuvattuja rahoitusmekanismeja nousi EKP:n hyväksymä vakuustalletusjärjestely (ks. Boone et al. 2011: s.2; Buiter et al. 2005: s.7–14). Pankit kykenivät ottamaan velkaa käyttämällä vakuutena EKP:lle velkaantuvien euroalueen maiden velkakirjoja. Menetelmä oli EKP:n keskeinen rahanluontimekanismi. Europankit saivat merkittävällä velkavivulla[78] halpaa velkaa keskuspankista, käyttäen usein vakuutena periferiamaiden velkakirjoja (Boone 2011). Tämä nivoi pankit ja maat yhteen ennen näkemättömällä tavalla. Jälkeenpäin tarkasteltaessa pankkien velkasijoitukset painottuivat valitettavassa määrin nykyisille kriisimaille.

PANKIT SAIVAT KESKUSPANKKIRAHOITUSTA KÄYTTÄMÄLLÄ VAKUUTENA VELKAANTUVIEN EUROALUEEN VALTIOIDEN VELKAKIRJOJA.

Tämä oli EKP:n hyväksymä ja ylläpitämä menettely, joka loi pankeille luonnollisen kannustimen rahoittaa nykyisten kriisimaiden velkaantumiskehitystä. Nopeasti velkaantuvien maiden velkakirjoista tuli näin, EKP:n nimenomaisella siunauksella,

75 Myös muut suuret, usein yritysmäiset sijoittajat (finanssiyritykset, eläkeyhtiöt, vakuutusyhtiöt) peräsivät saataviaan.
76 Interbank-rahoitus muodosti merkittävän osan lainamarkkinoista Euroopassakin
77 Vakuusvaatimus koski Repo-rahoitusta, mutta ei pankkien välistä interbank-rahoitusta.
78 Kreikan kuuden kuukauden velkakirja mahdollisti 200-kertaisen velkavivun pankeille.

europankeille keskeinen sijoituskohde[79] (ks. Acharya et al. 2013), mikä osaltaan mahdollisti valtioiden kiihtyvän velkaantumiskehityksen[80].

EKP kannusti periferiamaiden velkakirjojen ostamista ja siten korkoerojen häviämistä repo-ohjelmassaan erityisesti kahden mekanismin kautta (ks. Buiter et al. 2005):

i) Kaikkien euromaiden valtionvelan lukeminen samaan eli korkeimpaan likviditeettikategoriaan yhdessä kaiken eurojärjestelmän euromääräisen velan kanssa.

ii) Velkakirjojen vakuusarvon reipas alentaminen velkakirjojen maturiteetin kasvaessa kannusti suosimaan lyhytaikaisia velkakirjoja pitkien sijaan.

EKP:n politiikka sai nopeasti aikaan sen, että euromaiden velkakirjojen korkoerot olivat monta vuotta käytännössä olemattomia, mitä ei voida pitää terveenä markkinakehityksenä missään oloissa – varsinkaan toisilleen niin erilaisten liikkeeseenlaskijoiden ja kansantalouksien tapauksessa kuin mitä euromaat olivat ja ovat. Schich et al. (2012: s. 3–4) selittää europankkien ja -valtioiden välistä epätoivotun läheistä linkitystä seuraavasti:

Pankkien aiheuttamat riskit valtioille:

i) Ylivelkaantuneella pankkisektorilla on paine vähentää lainanantoa, millä on heikentävä vaikutus maan reaalitalouden kasvuun ja siten verokertymään. Silloin myös valtion velanhoitokyky heikkenee.

ii) Europankit ovat merkittäviä sijoittajia valtioiden velkakirjamarkkinoilla. Pankkien joutuessa vaikeuksiin katoaa merkittävä osa velan ostajista.

iii) Pankkien tukeminen aiheuttaa piilokustannuksen valtioiden budjetteihin, mikä lisää valtioiden velanottotarvetta.

Valtioiden aiheuttamat riskit pankeille:

i) Pankkien velkakirjaomistusten markkina-arvo heikkenee, jos valtionvelan arvo laskee.

79 Hyvä esimerkki tästä oli kriisin aikana oli myös se että EKP injektoi LTRO-operaatioidensa kautta velkarahaa kolmen vuoden maturiteetilla markkinoille 0,75 % korolla, jolla etenkin Italialaiset ja espanjalaiset pankit sijoittivat oman maansa velkaan huomattavia summia netoten maiden velkakirjojen huomattavan preemion voitoksi (Acharya et al. 2013: s.6–7).

80 Tämän lisäksi EKP:n mahdollistama velkarahoitus kriisimaihin on kasvanut merkittävästi esimerkiksi Italialla, Espanjalla, Portugalilla, Kreikalla ja Irlannilla (ks. esim. van Rixtel et al. 2013: s.20–21).

ii) Tämä johtaa vakuusarvojen sulamiseen, mikä vaikeuttaa pankkien rahoitusta tukkumarkkinoilta ja keskuspankista.

iii) Valtion luottoluokituksen lasku voi aiheuttaa luottoluokituksen laskun myös pankille (ks. Schich et al. 2012, s. 3–4).

Euroalueen velkakriisissä edellä kuvatut pankkien ja valtioiden väliset suhteet kävivät selvästi esille. On myös syytä kysyä onko EKP ajautunut nurkkaan korko-ohjauksensa osalta. Kun puhutaan rahapolitiikan impotenssista, tarkoitetaan kyvyttömyyttä laskea korkoa, kun ohjauskorko on jo valmiiksi lähellä nollaa.[81] Ehkä vielä merkittävämpi ongelma on kuitenkin kyvyttömyys nostaa korkoa, kun siihen olisi syytä. Suuri osa pankeista käyttää liiketoimintansa rahoittamiseksi edelleen lyhyen maturiteetin velkaa, jonka hintaa ohjaavat keskeisesti keskuspankkien korot (ks. Adrian et al. 2008: s. 2). Silloin raskaasti velkaisen ja lyhyellä maturiteetilla rahoitetun pankkisektorin rahoituskustannusten nousu voisi ajaa monet heikkotaseiset pankit samanaikaisesti selvitystilaan. Halpa raha ajoi osaltaan kriisiin, mutta mikäli rahan hintaa ei kyetä muuttamaan, kylvämmekö jo uuden kriisin siementä keskuspankin korko-ohjauksen kyvyttömyyden seurauksena?

Suurista pankeista kasvoi ylisuuria pankkeja

Kriisin jälkeen europankeilla on ollut kova työ muokata taseitansa kohti vakaampia rahoitusmuotoja, kuten pankkitalletuksia ja omaa pääomaa. Työ on edelleen pitkälti kesken (ks. esim. van Rixtel et al. 2013: s. 9–13, IMF 2013: Milken Institute 2013).

Tärkeä tutkimustulos koskien pankkien taseiden kasvua on velanoton ja taseiden kasvun myötäsyklinen symbioottinen suhde: kun taseet kasvavat (kutistuvat), kasvaa (laskee) pankin velkaantuminen suhteessa pankin liiketoiminnan omaan tulorahoitukseen eli omaan pääomaan. (ks. Adrian et al. 2009; Adrian et al. 2012). Tutkimuksissa yksi keskeisistä vaikuttimista taseiden kasvulle on keskuspankin löysä korkopolitiikka (ks. Adrian et al. 2008: s. 2).

Myös yhteisen rahan synty vuonna 1999 on nostettu tutkimuksessa (ks. Shin 2012: s. 39–40) poikkeuksellisen nopeasti paisuneiden pankkitaseiden keskeiseksi selittäjäksi. Shinin tutkimus antaa kuvan (kuvio 5) tase-erien kasvun täysin muuttuneesta kulmakertoimesta yhteisen valuutan aikana. Kuten todettu, Shinin mukaan yhteinen raha kiihdytti merkittävästi pankkien valtioiden rajojen ylittävää lainanantoa[82]. (Shin 2012: s. 39–40.) Tästä näkökulmasta rahaliiton keskeisimpiin lupauksiin kuulunut pääomaliikkeiden tehostuminen yli jäsenvaltioiden rajojen näyttäytyy pikemmin irvikuvana: pankkien kautta vaivattomasti jäsenvaltioiden rajat ylittänyt

81 USA:ssa ja Japanissa nollakorkoa (zero bound) löysempi rahapolitiikka on toteutettu keskuspankin arvopaperiostoilla kuten ns. quantitative easing-ohjelmilla.

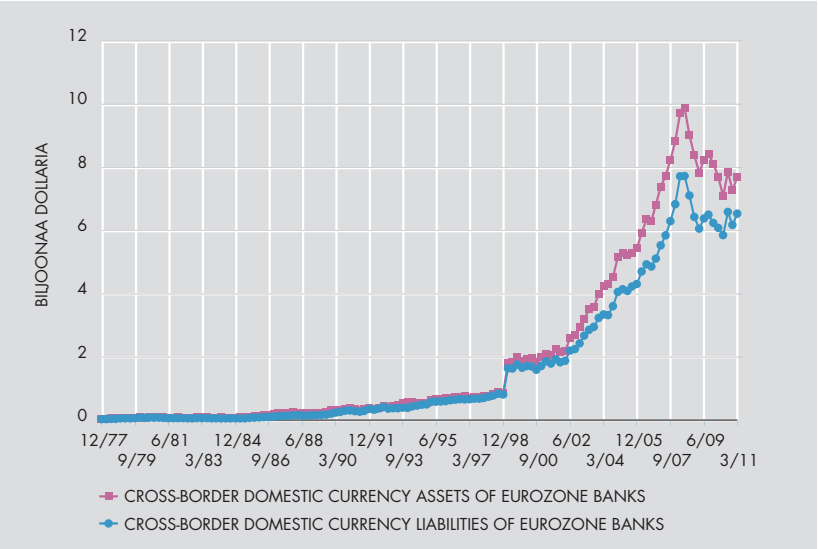
82 Toinen keskeinen kiihdytin oli se, että europankit ottivat lyhyttä lainaa merkittäviä määriä Yhdysvaltojen markkinoilta. Tästä keskeinen tutkimus on (McGuire et al. 2009).

halpa raha vahvisti nopeasti kasvavien pankkien ja euromaiden velkaantumiskierrettä ja sinetöi pankkien sekä jäsenvaltioiden haitallisen kohtalonyhteyden.

Pankkien usein ei-likvidi pitkän aikavälin lainananto kohdistui kuitenkin suurelta osin maiden rajojen sisälle yksityisen sektorin rahoittamiseen. Yli rajojen rahoitetuista hintakuplista muodostuikin lopulta kansallisia ongelmia. Pankkien ylikansallinen rahoitus katosi nopeasti epävarmuuden iskiessä. Tätä Shin kutsuu yhdeksi euroalueen integraatiokehityksen paradokseista (2012: s. 41).

KUVIO 5

Europankkien rajat ylittävät vastuut ja saatavat



Lähde: BIS

Rahaliiton aikana Euroopan pankit kasvoivat[83] edellä kuvatulla tavalla hyvin suuriksi suhteessa maiden BKT:hen, ja erityisesti esimerkiksi Yhdysvaltojen ja Aasian pankkeihin verrattuna. Globaalisti systeemisesti tärkeistä pankeista noin puolet on eurooppalaisia pankkeja (FSB 2012). EU-pankkisektori on alueiden kansantuotteeseen suhteutettuna merkittävästi suurempi kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa. Pankkien taseiden koko suhteessa alueiden BKT:hen oli EU:ssa 349 %, ja Yhdysvalloissa vain 78 % (Liikanen et al. 2012: s.12.) Kirjan liitteestä löytyvä taulukko (liite 1) kuvaa taseiden suuruutta pankki- ja maakohtaisesti vuonna 2012.

83 Vuodesta 2001 hyvin monessa kriisiytyneessä euromaassa pankkisektorin tase on kasvanut yli kaksinkertaiseksi, (ks. Liikanen et al. 2012: s.119).

Onko suurten europankkien vastuunkantaminen ollut riittävä?

Pankkien haavoittuvuutta nykyajan pankkipaolle on vauhdittanut myös toinen merkittävä kehitys pankkien taseen velvoiterakenteissa. Oma pääoma eli pankin sijoitusten arvon ja velkojen erotus on pankille ja pankin rahoittajille keskeinen suojapuskuri pankin kärsimiä tappioita vastaan.

Kun puhumme likviditeettikriisistä, on keskeistä ymmärtää, että juuri ohut pääomitus on ollut omiaan aiheuttamaan velkamarkkinoiden jäätymisen. Pankkien rahoittajilla on pankin liiketoiminnasta ja taseesta vain epätäydellinen tietämys. Rahoittajat tekevät päätöksensä riskin oletusarvon ja todennäköisyyksien varassa, ja tämä epävarmuus[84] tekee rahoitussuhteesta hauraan. Pienikin odottamaton häiriö saattaa tyrehdyttää rahoituskanavat kerralla. Vain pankilla on kattava informaatio taseensa tilasta, jos silläkään. Ohut pääomitus on luonut merkittävän lisäepävarmuuden lyhyen velan rapauttamaan rahoitusrakenteeseen. Kuviosta 4 nähdään, että pankkien oman pääoman käyttö suhteessa paisuvaan velkaan on ohentunut huomattavasti euroaikana.

Samalla kun pankkien koko suhteessa valtioiden kansantuotteeseen on euroaikana kasvanut merkittävästi, on suurten pankkien pääomitus ollut kaikkein alhaisinta, keskimäärin noin 4 prosenttia (Liikanen et al. 2012: s.36)[85]. Pankit saivat kasvaa suuriksi ilman että suojapuskurit olisivat kasvaneet samassa suhteessa. Laajemmat pääomapuskurit olisivat olleet luonnollinen vaatimus pankkiriskin potentiaalisten sosiaalisten kustannusten kasvun myötä. Pankkien pääomitus ja kokoluokka suhteessa valtioiden talouteen ovatkin euroalueen ongelmien ydinkysymyksiä[86].

SUURTEN PANKKIEN PÄÄOMITUS ON OLLUT KAIKKEIN ALHAISINTA.

Basel III -sääntely, jonka käyttöönottoaikataulu ulottuu vuoteen 2019, asettaa pankeille oman pääoman korotusvaatimuksia. Systeemisesti tärkeille pankeille on laadittu korotettu pääomavaatimus. Reformi on kuitenkin saanut merkittävää kritiikkiä osakseen. Pääomitusvaatimuksen korotuksia on pidetty liian alhaisina (ks. esim. Admati et al. (2013). Martin Wolf kuvaakin Basel-uudistuksen uutta pääomavaatimusta osuvasti: ”Sounds tough, but only if one fails to realize that tripling almost nothing does not give one very much” (Martin Wolf FT 14.9.2010 – “Basel: the mouse that did not roar”).

84 Epävarmuutta on siitä onko pankin velan arvo ylittänyt pankin omistusten arvon, joka tarkoittaisi sitä, että pankin pääomitus ei olisi riittänyt kärsittyjen tappioiden kattamiseen.

85 Suomessa pankkisektori on kasvanut vuodesta 2001 vuoteen 2012 n. 2,8- kertaa suuremmaksi ja on nyt noin 3,5 kertaa suurempi BKT:ssa mitattuna kuin Suomen vuotuinen tuotantokyky (Liikanen et al. 2012: s. 119).

86 Riskinjaon näkökulmasta tämä tarkoittaa esimerkiksi sitä, että jos esimerkiksi pankki, jonka taseen arvo on kaksinkertainen maan BKT:hen nähden, menettää 10 % liiketoiminnan arvostaan ja pankilla on taseessaan vain 5 % omaa pääomaa suojaamaan tappioita, jää loput 5 % taseen arvosta veronmaksajan maksettavaksi, mikäli halutaan estää pankin konkurssi. Jos pankki on taseeltaan kaksi kertaa maan BKT:n suuruinen, tarkoittaa tämä kuitenkin sitä, että kustannus veronmaksajille on 10 % maan bruttokansantuotteesta; siis täydellinen katastrofi.

Moraalikato ja sääntelyvirheiden sulattama markkinakuri

Jotta voimme ymmärtää miten alhaisten suojamuurien pankkisektori ja toisaalta räjähdysherkät velkamarkkinat ovat voineet syntyä keskelle Eurooppaa aivan keskuspankin ja pankkisääntelyn silmien alla, on olennaisen tärkeää tulkita kannustimia, jotka mahdollistivat tämän kehityksen.

Pankin rahoittajat ja tallettajat ovat lähtökohtaisesti toimineet pankkien riskinoton ”vahtikoirina”[87]. Pankkien toimiva johto ja hyvin hajautunut joukko osakkeenomistajia ovat vain rajallisesti vastuussa päätöksistään[88]. Jotta pankkisektori voi toimia vakaasti, tulisi rahoitusmarkkinoiden riskin hinnoittelumekanismin toimia tehokkaasti.

Velkamarkkinoiden hinnoittelumekanismin toimimattomuus eli riskipreemioiden tasapäistyminen on erittäin vaarallinen kehitys niin pankkimarkkinoilla kuin valtioiden velkapaperien hinnoittelussa. Jos hinnoittelumekanismi toimisi, riskiä ottanut pankki maksaisi velastaan korkeampaa korkoa ja tällöin pankki saisi automaattisesti luonnollisen kannustimen vähentää velanottoaan ja lisäämään vastaavasti oman pääoman määrää toimintansa rahoittamiseksi. Muuten, ceteris paribus, pankin nettotulo laskisi ja pankin tuloksentekokyky heikkenisi.

Tutkimus (ks. esim. McArthur et al. 2009 ja Ueda et al. 2012) on osoittanut selvästi, että pankkien velan määrä ei vaikuttanut pankin rahoituskustannuksiin. Rahoittajan kannustin valvoa pankkia oli merkittävästi laskenut sääntelypolitiikan vakuutusten myötä. Lyhyen maturiteetin velkarahoittajan kannustinta valvoa pankkia heikensi puolestaan se, että rahoitus pankille voitiin keskeyttää hyvin nopeasti (ks. esim. Huang et al. 2008). Näin myöskään korkeampaa suojapuskuria ei vaadittu pankeilta omien pääomien muodossa. Pankkien markkinaehtoinen pääomittaminen on muodostunut vaikeaksi, koska se on suhteellisesti kalliimpaa kuin voimakkaasti subventoitu ja markkinakuriton velkaraha.

Kehitys on johtanut velkamarkkinoiden riskin hinnoittelun vääristymiin, markkinakurin höllentymiseen, tehottomuuksiin ja siten moraalikato-ongelmiin, kun riskin hinnoittelun kilpailudimensio on poistunut. Tuloksena on ollut systemaattisesti liian alhaiseksi hinnoiteltu riski ja siten edullinen velkarahan hinta. Nämä tekijät ovat johtaneet edellä kuvattuun riskipitoisten markkinoiden räjähdysmäiseen kasvuun. Toimintaympäristö on siis suosinut riskinottajaa ja ajanut konservatiivisemman päätöksentekijän nurkkaan. Pankeille tarjottu turvaverkko on vaikuttanut myös pankin kannustimiin valvoa ja välttää huonoja päätöksiä, koska huonoista päätöksistä ei ole tullut niille kuin rajallisesti seurauksia. Kiistakysymys tässä kontekstissa onkin, voiko sääntelyllä parantaa markkinoiden tehottomuuksia, eli mikä on vapaan markkinatalouden ja valtiosääntelyn vaikutus markkinoiden tuotokseen.

87 Rahoittajallehan keskeistä on vain se, että pankki kykenee maksamaan velan pääoman ja korot takaisin rahoittajalle, sillä rahoittaja ei nauti pankin voitoista, kuten osakkeenomistajat.

88 Tämä johtaa myös siihen, että osakkeen arvon maksimointi -kriteeri etenkin suurten pankkien omistusohjauksessa on riittämätön mekanismi.

SÄÄNTELY JOHTI VÄÄRISTYMIIN RISKIN HINNOITTELUSSA, MARKKINAKURIN HÖLLENTYMISEEN, TEHOTTOMUUKSIIN JA SITEN MORAALIKATOON.

Taloustieteellinen tutkimus pankeille tarjotusta implisiittisestä ja eksplisiittisestä turvaverkosta on harvinaisen yksimielinen siitä, että pankit ovat merkittävästi hyötyneet valtion turvaverkosta (ks. esim N. Malysheva et al. 2010; Carbo-Valverde et al., 2011; McArthur et al. 2009; Schich et al. 2012). Tämä turva koskee etenkin suuria pankkeja. Kaikista suojatuimpia systeemisiä pankkeja kutsutaan Too big to fail -pankeiksi: pankit ovat liian suuria kaatuakseen. Keskeisiä elementtejä turvaverkolle ovat subventoitu lainananto pankeille, pankkien pääomitukset tilanteissa, jossa pankin oma pääoman turva ei riitä kattamaan pankin kärsimiä tappioita ja erilaiset eksplisiittiset ja implisiittiset vakuutukset koskien pankkien talletuksia ja rahoitusta. Tutkimuksissa todetaan myös, että etenkin Euroopassa turvaverkko on ollut merkittävä etu suurille pankeille (ks. esim. S. Carbo-Valverde et al. 2011; S. Schich et al. 2012).

Carbo-Valverde et al. (2011) kutsuu valtion turvaverkkoa, joka mahdollistaa häntäriskitappioiden siirtämisen pankeilta veronmaksajille, osuvasti veronmaksajan put-optioksi. Pankit hyödyntävät veronmaksajalta saatua etuoikeutta usein piilossa normaaliaikoina (halpa velka, korkea luottoluokitus jne.) ja näkyvästi kriisin sattuessa, kun pääomitus tulee kaivaa pankille verorahoista.

Voiko pankkisektori sitten toimia tehokkaasti ilman valtion turvaverkkoa ja valvontaa? Pankkisääntelyn virheet ovat olleet vähintäänkin ongelmallisia pankkimarkkinoiden kehitykselle. On kuitenkin selvää, että markkinoilla, joissa yhden pankin huolimattomasta päätöksenteosta syntynyt tappio voi aiheuttaa negatiivisen ulkoisvaikutuksen muihin sektorin toimijoihin tai koko yhteiskuntaan, on sääntelyargumentti lähtökohdiltaan oikeutettu (Calomiris 2009: s.74–75). Tämä johtuu siitä, ettei systeeminen pankki kanna kuin osan liiiketoimintansa mahdollisesti aiheuttamista riskeistä. Tällöin pankin sääntelemätön riskitasovalinta voi olla epäedullinen muiden sektorin toimijoiden ja yhteiskunnan näkökukulmasta. Näissä olosuhteissa markkina ei voi sääntelemättä toimia tehokkaasti, ja systeemiriskin hallinta ja sitä kautta markkinakurin palauttaminen ovat pankkivalvontauudistusten keskeisin tavoite.

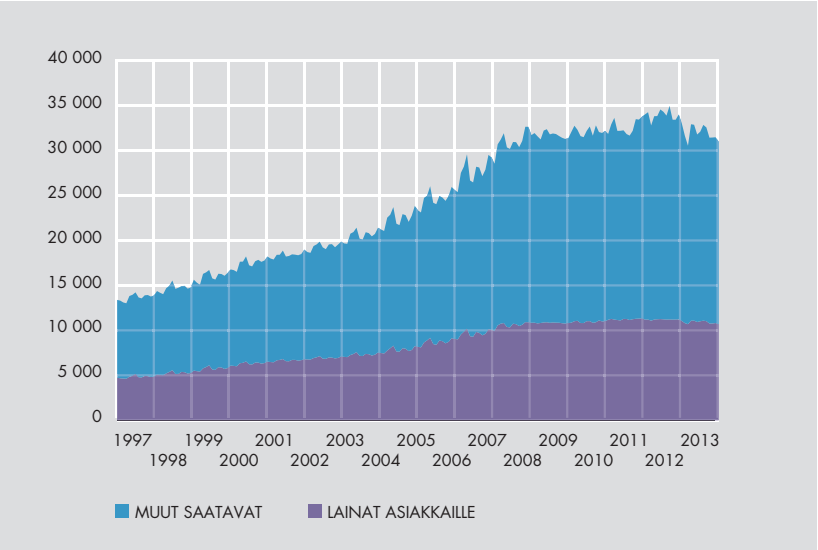
Myös toisella puolella tasetta tapahtui: alhaiset riskipainot

Pankkien liiketoiminnan rahoituskapasiteetti nousi edellä kuvattujen mekanismien johdosta. Perinteisen antolainauksen[89]. sekä kasvaneen pankkien välisen (interbank-) lainauksen rinnalla lisääntyivät erityisesti erilaiset kaupankäyntitoiminnot ja taseissa niihin liittyvät omaisuuserät. Antolainauksen suhteellinen osuus taseissa kutistui. Kuviosta 6 tämä kehitys nähdään europankkien osalta (Liikanen et al. 2012: s.15)

89 Myös IMF:n raportti (2013: s. 111) nostaa esiin euroopalaisten pankkien lyhyen aikavälin rahoituksen liittyen pankkien kasvaneen sijoitustoiminnan rahoitukseen.

KUVIO 6

Euroalueen rahoituslaitosten varat 1998–2012 (miljardia euroa)



Lähde: EKP

Arvopaperistamisella tarkoitetaan menetelmää, jossa lainat tai muut omaisuuserät, joilla suoraan ei voi käydä kauppaa markkinoilla, paketoidaan markkinoilla vaihdettavaksi arvopaperiksi. Sen arvo johdetaan yhteen kerättyjen omaisuuserien arvosta. Näin pankit kykenivät myymään esimerkiksi antamansa asunto-, yritys- ja luottokorttilainansa markkinoilla ja siten siirtämään lainan riskin pois taseestaan.

Pääomasääntely oli keskeinen kiihdytin ja kannustin arvopaperistamiselle. Basel II vaati pankeilta 8 prosentin pääomitusta suhteessa riskipainotettujen omaisuuserien arvoon: eli ei taseen kokonaisarvoon.[90] Kaupankäynnin kohteena olevien omaisuuserien riskipainot taas perustuivat luottoluokittajien niille antamiin riskiluokituksiin. Kehityksen seurauksena pankkien lainauskapasiteetti ja toisaalta sallittu velkaantumisaste nousivat merkittävästi sääntelyn vapauttaman pääoman kautta[91]. Sääntelyn sallima velkaisuusaste kasvoi ja liiketoiminnan tappiopuskurit

90 Kullekin pankin omaisuusluokalle on määritelty riskikerroin. Pankin omistukset on luottoluokiteltu ja jokaselle luokalle on määritelty oma riskikertoimensa, jonka perusteella vaadittu pääomitus lasketaan.

91 Esimerkiksi kun pankki muodosti 1 000 000 euron asuntolainanerän, jonka riskipaino saattoi olla 50 %, tuli pankilla olla tätä omaisuuserää vastaan 40 000 euroa (1 000 000 * 8 % * 50 %) pääomaa. Mikäli pankki kuitenkin arvopaperisti kyseisen lainaerän, myi sen ja osti sen tämän jälkeen takaisin, oli arvopaperistamisen seurauksena riskipaino samalle lainaerälle tippunut kohonneen luottoluokituksen myötä 20 prosenttiin. Näin pankilla tuli olla sijoitettuna omaa pääomaa lainaeräänsä vastaan enää 16 000 euroa (1 000 000 * 8 % * 20 %). Samaa riskiä vastaan pankin tulikin arvopaperistamisen seurauksena kantaa enää 60 % vähemmän suojapuskureita. Näin pankin lainananto ja mikä tärkeintä tasekapasiteetti nousi 60 %, kun sääntelyn sallimana vapautunut pääoma oli käytettävissä uuteen liiketoimintaan arvopaperistamisen kautta. Esimerkin saatavan kohdalla pankin liiketoiminnan velkaisuusaste kasvoi 20:1 -> 50:1.

ohentuivat. Kehitys mahdollisti pankille myös lähtökohtaisesti pienten marginaalien ja hauraan liiketoimintatuoton muuntamisen ylisuuriksi voitoiksi[92]. Ero pankin liiketoiminnan nettotulossa on merkittävä, mikäli riskit eivät realisoidu.

Ulkoisiin luottoluokituksiin perustuvat riskipainot antoivat pankeille lisäkannustimen ottaa taseeseensa riskiä myydäkseen sen edelleen (originate-to-distribute). Esimerkiksi yrityslainojen ja kuluttajalainojen riskipaino saattoi olla merkittävästi asuntolainojen riskipainoa korkeampi ja moninkertaisesti korkeampi arvopaperistettuihin lainaeriin nähden. Tämän lisäksi A-luokkaiset valtion velkakirjat saivat Basel II -säännöstössä 20 prosentin riskiluokituksen, ja AA- ja AAA-luokkaisia valtion velkakirjoja vastaan ei tarvinnut varata omaa pääomaa lainkaan (riskipaino 0 %). Sääntelyn kautta luotu kannustinympäristö ohjasi pankkeja sijoittamaan asuntoluottoihin, arvopaperistettuihin lainatuotteisiin ja valtion velkakirjoihin. Keskuspankin löysä korkopolitiikka vahvisti näiden sijoitus- ja liiketoimintavalintojen kannustimia[93].

Sääntelyn ja keskuspankin korkopolitiikan vaikutus on ollut merkittävä. Mikäli riskin arvopaperistamiseen ja jälleenmyyntiin perustuvan liiketoiminnan pääomavaade ei olisi ollut riskipainojen haihduttama, ei liiketoiminta olisi ollut edes kannattavaa (ks. Acharya et al. 2010: s. 33–35). Eurooppalaiset pankit olivat merkittäviä Yhdysvaltojen varjopankkitoiminnan rahoittajia (ks. esim. Artera et al. 2013; McGuire et al. 2009; Shin 2012). Vaikka subprime-lainaus ilmiönä oli pitkälti yhdysvaltalainen, ei varjopankkitoiminnan kriisi olisi levinnyt globaaliksi ilman suurten eurooppalaisten pankkien rahoitusta.

Muun muassa taseriskien uudelleenmyyntiin perustuva liiketoiminta salli europankkien toimia erittäin alhaisella pääomalla; siitä huolimatta että niiden taseet paisuivat riskipitoisten sijoitusten myötä. IMF:n tutkimuksen (2012) mukaan keskimääräinen pankkisektorin riskipaino oli Yhdysvalloissa noin 57 %, Aasiassa 51 % ja Euroopassa vain 35 % (Le Leslé et al. 2012: s. 11). Euroopassa riskipainoinflaatio oli siten kaikista voimakkainta.

Sääntelyn edellyttämä pääomapuskuri kaupankäyntiin tarkoitettujen omaisuuserien (trading assets) osalta oli niinkin alhainen kuin 0 %–2 % (Liikanen et al. 2012: s.48). Tämä on jälkeenpäin ajateltuna todella alhainen lukema, kun muistetaan, että pankit tekivät keskeiset tappionsa kriisin aikana juuri muissa omaisuuserissä kuin perinteisessä antolainauksessa.

Euroopassa riskipainoilla keinottelun keskiöön voidaan nostaa EU-lainsäädännön korkea luottamus Basel II -sääntelyyn. Basel II -sääntely kodifioitiinkin osaksi EU Capital Adequency Directive -säännöstöä. Euroopan lainsäädäntö vaati Basel II -säännöstön käyttöönoton pankeilta vuonna 2007. Näin ei tapahtunut esi-

92 Esimerkiksi mikäli pankki sai velkarahaa markkinoilta 0,75 %:n korolla ja pankin lainaerän odotettu korko olisi 1,5 %, nettoaisi pankki sijoitetulle pääomalleen 18,75 % voiton. Kuitenkin, jos pankki olisi hyödyntänyt edellä kuvattua järjestelyä, pankin sijoitetun pääoman tuotto olisi noussut samalla arvopaperin tuotto-odotuksella kyseisen lainaerän osalta 46,7 prosenttiin.

93 Keskuspankin korkopolitiikan vaikutuksista tutkimuksessa ks. esimerkiksi Adrian et al. (2008).

merkiksi Yhdysvalloissa[94]. IMF:n tutkimus (2012: s.15) osoittaakin, että Basel II -maiden riskipainotukset olivat systemaattisesti alhaisemmat kuin Basel I -maiden.

Toisin kuin Basel I -sääntelyssä, Basel II -sääntelyssä on huomattavan matematisoitunut lähtökohta määrittää pääomitus ja omistusten riskiluokitukset (ks. esim. BIS 2005). Tilastomatemaattisten mallien käyttö sääntelyssä lisääntyi pääomasääntelyssä merkittävästi. Etenkin Euroopassa tämä AIRB -pääoman riskikalibrointi näytteli pankeissa merkittävää roolia (Le Leslé et al. 2012: s.15). Pääomituksen ja riskin tasapainoa tavoiteltiin nojaamalla yhä enemmän matemaattisiin mittausmenetelmiin. Etenkin suuret pankit saivat vapauden käyttää omia riskimallejaan, niin markkinariskin kuin myös luottoriskin pääomituksen mittaamiseksi. Tämän seurauksena sääntelyn ja markkinoiden virheellinen luottamus lisääntyi perustuen matemaattisten mittausmenetelmien "itsesäätelevään voimaan" ja oletukseen pankkien itseohjautuvuudesta.

Käytetyt mittausmenetelmät olivat kuitenkin hyvin homogeenisia ja puutteellisia (ks. Kantor, 2012). Suuret tappiot mallinnettiin lyhythäntäisillä malleilla, yksittäisellä riskitasovalinnalla hännästä[95] ja kriisiriippuvuuksien oletettiin olevan lineaarisia[96]. Tällä on voinut olla merkittävä vaikutus alhaisiin riskiluokituksiin ja sen myötä pankkien pääomitustasoihin (Kantor, 2012). Kun mallien kriisisatunnaisuudet ja -riippuvuudet mallinnettiin puutteellisesti, johti se varojen riskiprogression vääristymään ja löysiin riskiluokituksiin. Näin Basel II tilastomatemaattisiin malleihin nojaava pääomasääntely on suosinut riskinottajaa ja mahdollistanut niin kutsutun *race to the bottom* -ilmiön pankin pääomituksessa: Suurten pankkien ohut – mutta sallittu – todellinen pääomitus oli huomattavasti alle laskennallisen 8 prosentin.

Onkin vaikea ymmärtää, että Basel III-pankkisääntely nojaa edelleen ulkoisten luottoluokittajien luokituksiin ja riskipainoihin[97], siis instituutioihin, jotka epäonnistuivat pahoin tehtävässään pankkikriisissä. Basel III:n (2012: s.14) 20 prosentin kiristys riskipainoissa ei korjaa liian anteeksiantavaa riskiprogressiota, joka syntyy mallien puutteellisesta kyvystä ymmärtää häntäriskien ja kriisiriippuvuuksien perusluonnetta.

---

94 Yhdysvalloissa liikepankeille asetettiin velkakatto 5 prosenttiin, mikä hillitsi kyseisten pankkien velkaantumista.

95 Hännän epälineaarisimmasta osasta on mahdoton valita luotettavasti yhtä pistettä riski ja pääomitusarvion perustaksi. Muun muassa 99,9 %:n riskitasoa käytettiin laajasti luottoriskin osalta, kun taas markkinariskissä käytettiin 99 % tasoa.

96 Luottoriski mallinnettiin hyödyntäen Vasicekin malllia (Vasicek, 2002).

97 Tämä myös vaikeuttaa ymmärrystämme pankkien pääomitustasoista. Pankkien pääomituksen prosentuaalinen osuus ilmoitetaankin tiedotusvälineissä usein riskipainoitettuna. Esimerkiksi Nordean riskipainoitettu pääomitus oli 2012 12,2 %, mutta pääoman määrä suhteessa euromääräiseen taseen kokoon vain 3,6 % (Liikanen et al. 2012: s. 125). Samalla Nordean euromääräiseen taseen koko (716 miljardia euroa) on n. 2,8–kertaa suurempi kuin Suomen vuotuinen tuotantokyky (BKT).

Kasvu- ja vakaussopimuksen sääntöjä on rikottu tähän mennessä laajasti useissa jäsenmaissa. Saksan julkinen alijäämä ylitti 3 %:n rajan kolmena vuonna (2002–2005), Ranskan neljänä (2002–2004) ja Italian viitenä (2001–2006) vuonna. Kriisimaista (GIIPS-maista) Kreikka on rikkonut sopimusta joka vuosi (korjatuilla luvuilla vajaus on ylittänyt kolmen prosentin rajan vuodesta 1993 lähtien). Sama koskee Portugalia vuodesta 1993 lähtien yhtä vuotta lukuun ottamatta.

Helpon velkaantumisen taustalla on eurooppalaisten joukkovelkakirjamarkkinoiden kehitys. Kuten kappaleessa 9.3 korostettiin, kehityksen keskiössä ovat olleet eurojärjestelmän pankit ja EKP:n velkaantumiskehitystä edistävät järjestelyt. Rahaliittoon liittyminen puolestaan loi markkinoilla käsityksen, että kaikkia jäsenmaita voidaan luotottaa Saksan korkokannalla. Monissa nykyisissä kriisimaissa reaalikorot olivat inflaation takia jopa negatiiviset. Taustalla noussutta moraalikato-ongelmaa ja no bailout –lupauksen katteettomuutta ei haluttu nähdä. Ylistettiin yhteisten pääomamarkkinoiden tehostumista. Maariskiä heijastavat riskipreemiot katosivat. Joukkovelkakirjamarkkinoilla haitallisen valikoitumisen (adverse selection) ongelma johti euroalueella pääoman tehottomaan allokointiin. Julkinen velkaantuminen kiihtyi etenkin kriisimaissa. Maiden talouden kasvumalli perustui pitkälti edulliseen pankkien kautta kierrätettyyn velkarahaan. Velkaantuneiden maiden ongelmana onkin löytää nyt keinot taloudelliseen kasvuun uusin keinoin ilman velkarahoitusta. Tämä kehitys ei tule olemaan helppoa.

Valtion velkaantuminen ei ole reaalitalouden kehityksen näkökulmasta ongelmatonta. Kun valtio velkaantuu, yhä suurempi osa maan resursseista käytetään velan hoitoon. Riski valtion pitkän aikavälin velkakirjojen korkopreemioiden noususta vain pahentaa tätä ongelmaa. Se tarkoittaa taas potentiaalisia veronkorotuksia, jotta kansalaisille voidaan säilyttää olemassa oleva palvelutaso. Korkean verotuksen taas tiedetään vain pahentavan resurssien allokaatioiden vääristymiä, joiden tiedetään olevan jo nyt kriisiytyneillä mailla merkittävät ja heikentävän niiden kasvupotentiaalia.

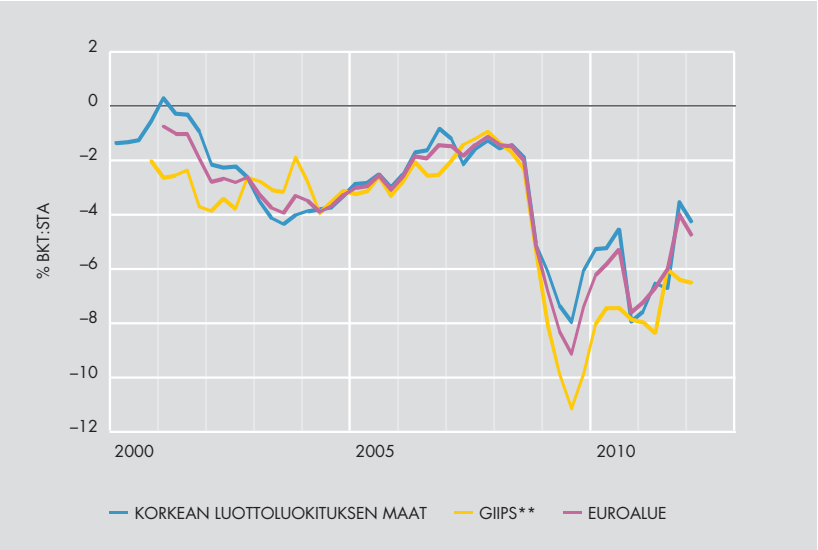
Pitkällä aikavälillä valtion velkaantuminen toimii haitallisesti substituuttina (crowding out -ilmiö) tuottavalle yksityiselle pääomalle, jota maa tarvitsee kasvaakseen. Tämä rapauttaa maiden kasvupohjaa. Näin mahdollisuus rahoittaa velkaa kasvusta kerrytetyillä verotuloilla vähenee, ja niin kutsutun ponzi-rahoituksen riski kasvaa: uudella kasvavalla velalla rahoitetaan vanhaa velkaa ja sen korkoja.

Julkinen velka on lyhytnäköisille poliitikoille helppo keino rahoittaa kasvavia julkisia menoja. Julkinen velka on siirrettyä veroa; sen taakka lankeaa tuleville sukupolville. Poliittisessa päätöksenteossa relevantti rajoitin on päätöksentekijän uudelleenvalinnan todennäköisyys.[98] Korkean luottoluokituksen maiden, GIIPS-maiden ja euroalueen julkisia alijäämiä eurokaudelta havainnollistetaan kuviossa 7.

98 Merkittävä poikkeus on ollut Saksan liittokansleri Gerhard Schröder, joka toteutti Saksassa menestykselliset työmarkkinauudistukset sillä seurauksella, että ei tullut enää uudelleenvalituksi. Italian pääministeri Silvio Berlusconi puolestaan esitti keskellä talouskriisiä vuonna 2011 jopa veronalennuksia epätoivoisena yrityksenä palauttaa heikkenevää suosiotaan.

KUVIO 7.

Julkiset alijäämät euroalueella



* Saksa, Ranska, Alankomaat, Belgia, Itävalta ja Suomi
** Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja
Lähteet: EKP ja Suomen Pankin laskelmat

Tilapäiset julkiset alijäämät eivät johda niin suureen velkojen kumuloitumiseen, että rahaliitossa velkojen yhteisvastuutilanne voisi syntyä. Pitkään jatkuessaan, kuten Kreikan, Portugalin ja Italian tapauksissa, alijäämien kumuloituminen nostaa velkatasot sellaisiksi, että yhteisvastuusta tulee todellinen riski. Tämä on jo osin realisoitunut Kreikan osalta. Velkataakan raskauteen vaikuttaa osaksi myös se, missä määrin julkinen velka on kotimaisen yksityisen sektorin rahoittamaa. Esimerkiksi Japanin erittäin korkeaa julkista velkaantumista ei pidetä kovin ongelmallisena sen vuoksi, että sen ovat pääosin rahoittaneet kotimaiset sijoittajat. Euroopan maissa huomattavasti merkittävämpi osa rahoituksesta on ulkomailta hankittua.

Kun valtion budjetti on alijäämäinen, maa joutuu hakemaan uutta velkaa joukkovelkakirjamarkkinoilta. Tämä tarkoittaa sitä, että muodostuneelle uudelle velalle on löydettävä uusi halukas sijoittaja markkinoilta. Tämä on vaikea koetinkivi GIIPS-maille. Kuka sijoittaisi niiden velkaan? Kun maiden talouskasvuennusteet ovat kituliaita, on riski EVM:n kaltaisten mekanismien kautta rahoitettaville tulonsiirroille tulevaisuudessa merkittävä.

Italian ja Espanjan kaltaisten suurten maiden rahoitusalijäämät ovat moninkertaiset verrattuna jo pelastettujen Irlannin, Kreikan tai Portugalin alijäämiin. Markkinat löytävät herkästi seuraavan marginaalimaan, joka ”pusketaan” ulos markkinoilta. On tärkeää, että se ei ole Italian tai Espanjan kaltainen suurmaa, sillä

tällöin vakuusjärjestelyiden rahoituspohja on kokoluokaltaan huomattavasti suurempi nykyiseen verraten.

Velkaantuneiden valtioiden velkaan liityy myös lainojen uusimisen riski. Kriisiytymisen seurauksena on oletettavaa, etteivät kaikki vanhat sijoittajat enää ole valmiita uusimaan lainojaan GIIPS-maille. Lainojen uusimisen riski on kasvanut merkittävästi sen seurauksena, että kappaleessa 9.3 kuvattu EKP:n vakuustalletusjärjestely korosti pankkien kannustimia sijoittaa etenkin valtioiden lyhyen aikavälin velkakirjoihin. Näin kriisimaiden velkojen maturiteettiprofiili on lyhentynyt, ja lainojen uusimisen riski on kasvanut.

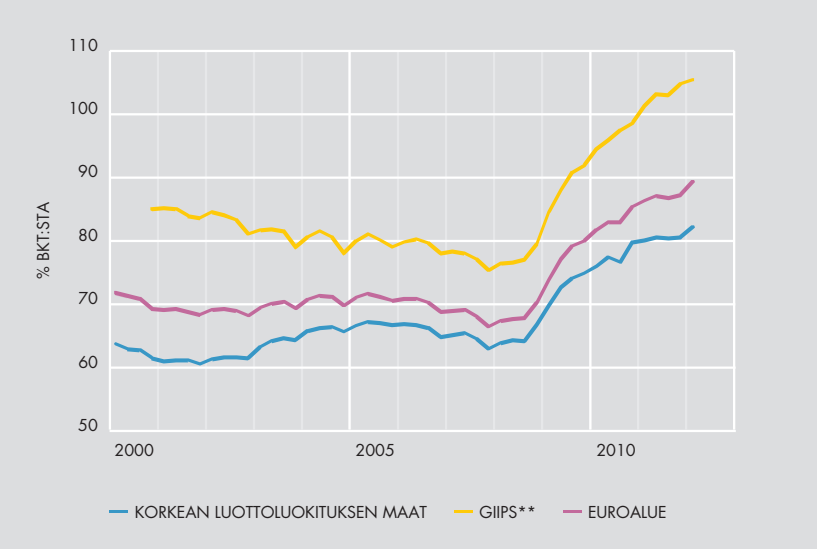
Väestön ikääntyminen on tärkeä euromaiden menotalouksiin vaikuttava pitkän aikavälin tekijä. Euroopassa väestö ikääntyy vauhdilla. Työikaisen väestön suhde eläkeläisiin laskee tulevina vuosina merkittävästi esimerkiksi Italiassa, Espanjassa ja Ranskassa. Tämä luonnollisesti kasvattaa maiden tulevaisuudessa vielä rahoittamattomien vastuiden määrää ja nostaa siten valtioiden menotalouksien rahoitustarpeita. Se taas johtaa vaatimukseen merkittävästi ylijäämäisistä budjeteista. BIS:n tutkimuksen mukaan esimerkiksi Italian, Irlannin, Ranskan, Portugalin, Espanjan ja Kreikan tulisi seuraavan viiden vuoden aikana saavuttaa yli 5 % budjettiylijäämä rahoittaakseen tulevaisuudessa kasvavat väestön ikääntymisestä nousevat rahoitustarpeet valtion menotalouksissa. [99] Kun kasvupotentiaali on velkaantumisen johdosta häiriintynyt, on tämä vaatimus ankara. Tulevaisuudessa ei ole varaa kriiseihin, sillä korkeavelkaisten valtioiden kyky kriisinhoitoon on merkittävästi alhaisempi.

Julkisen velan ja BKT:n suhdetta esittävän kuvion 8 mukaan kriisimaiden julkinen velka oli huomattavan korkealla tasolla jo euroon liityttäessä ja selvästi ylitse 60 prosentin rajan. Itse asiassa kriisimaiden julkisen velan suhde BKT:hen aleni 2000-luvulla USA:n finanssikriisiin saakka. Tämä johtui kuitenkin myönteisestä taloudellisesta kasvusta. Vuonna 2008 käynnistynyt finanssikriisi laukaisi velkakriisin.

99 Cecchetti, Mohanty ja Zampolli (2010).

KUVIO 8.

Julkinen velka euroalueella



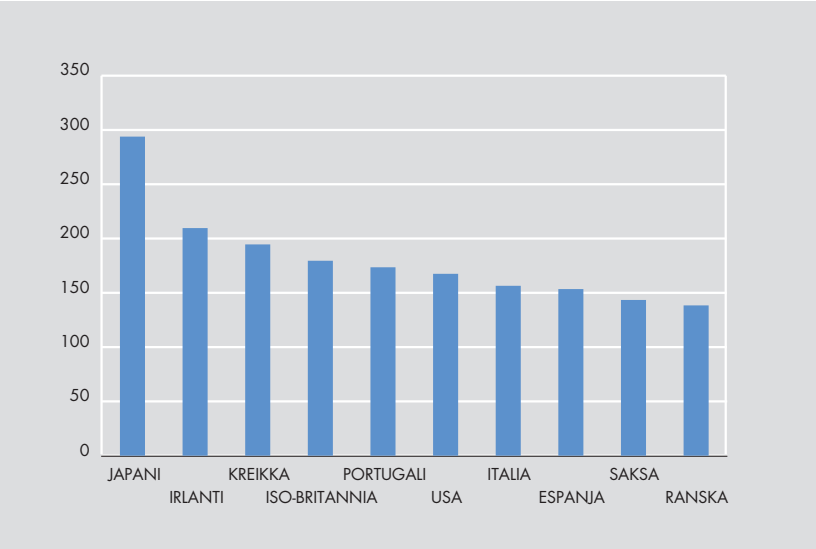
* Saksa, Ranska, Alankomaat, Belgia, Itävalta ja Suomi
** Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja
Lähteet: EKP ja Suomen Pankin laskelmat

Kreikan maksukyvyttömyys on toistaiseksi ainutkertainen tapahtuma kehittyneessä markkinataloudessa toisen maailmansodan jälkeen. Europoliitikot eivät nähneet edessä olevaa Kreikan kriisiytymistä, joka käynnistyi vuodesta 2010 alkaen. Alun perin markkinat olivat hinnoitelleet Kreikan velan virheellisesti eurojäsenyyden aikana. Ne kuitenkin heräsivät ennen poliitikkoja varoittamalla ongelmista ja nostamalla Kreikan valtion lainan korot pilviin. Tämän jälkeen heräsivät myös poliitikot.

Syvemmässä mielessä ja kansantalouksien todellisten tilojen ymmärtämisen kannalta julkisten velkojen tarkastelu ei kuitenkaan ole riittävä näkökulma. Julkisen velan maksavat veronmaksajat, joilla on myös usein omia yksityisiä velkojaan. Siksi on perusteltua tarkastella maiden kokonaisvelkaantumista. Kuviossa 9 esitetään useiden maiden velkaantumisasteita kokonaisvelalla mitattuna:

KUVIO 9.

Kokonaisvelkaantuminen eri maissa suhteessa niiden BKT:hen.



Lähde: Global Finance

Kuvion perusteella voidaan havaita, että esimerkiksi Kreikka ei ole velkakannan suhteen kovin paljon huonommassa tilanteessa kuin monet euroalueen maat ja on itse asiassa paremmassa tilanteessa kuin Japani ja USA. Velkojen korkorakenteesta riippuen maiden suhteelliset asemat voivat jossain määrin poiketa kuviossa esitetyistä tasoista. Mikäli eri maiden velka- ja BKT-lukuja voidaan pitää yhtä luotettavina, pitäisi muun muassa Kreikan kyetä hoitamaan velkansa pääpiirteissään yhtä hyvin kuin muidenkin yhtä velkaantuneiden maiden. Oleellinen ero lienee kuitenkin eri maiden kyvyssä kantaa veroja tehokkaasti kansallisesta tulopohjastaan. Myös keskuspankit rahoittavat tarvittaessa valtiota ostamalla niiden velkapapereita. Euroalueella mekanismi on toinen, koska euroalue ei ole liittovaltio eikä sillä ole liittovaltion velkakirjoja; linkki jäsenmaiden velkakirjojen ja keskuspankin välille on luotu pankkijärjestelmän kautta.

9.5 Rahaliitto edellyttää työmarkkinoilta joustavampia rakenteita

Kiinnittämällä valuuttakurssit kansantalous menettää oleellisen sopeutumismekamismin. Silloin joustavuutta on haettava muualta. Työmarkkinat nousevat avainasemaan. Euroopan rahaliiton kriisimaiden vaihtotaseiden vajeiden taustalta löytyy kovin erilainen palkka- ja tuottavuuskehitys muihin rahaliiton jäsenmaihin verrattuna. Työmarkkinoiden kansalliset toimintaperiaatteet ovat olleet yhteensopimattomia rahaliiton edellyttämien kansantalouden rakenteiden kanssa. Taloustieteilijät

ovat pitkään olleet sillä kannalla, että jäsenyys rahaliitossa edellyttää maalta merkittävää palkkojen ja hintojen joustavuutta ja/tai työvoiman liikkuvuutta. Milton Friedman totesi jo v. 1953, että jos sopeutuminen suurissa vaikeuksissa tapahtuu valuuttakurssien sijaan jäykkien hintojen, kuten palkkojen kautta, on seurauksena deflaatio kaikkine haitallisine vaikutuksineen.[100]

Työhön ja työpaikkoihin liittyvät asiat koskettavat ihmistä läheltä. Yksilön kannalta kyse on toimeentulosta. Ihmisillä ei yleensä ole mahdollista hajauttaa osaamistaan esimerkiksi työskentelemällä eri yrityksissä. Myös neuvotteluasema työntekijöiden ja työnantajien kesken voi olla epäsymmetrinen. Siksi on nähty aiheelliseksi säännellä työmarkkinoita enemmän kuin muita markkinoita.

Työmarkkinoiden sääntelyn keskiössä ovat työmarkkinajärjestöt. Voidaan kysyä, ovatko ihmisen paras turva vahvasti säännellyt työmarkkinat vai joustavammat työmarkkinat. Onko mahdollista, että vahva sääntely luo turvaa toisille, mutta ei takaa sitä kaikille? Johtaako vahva sääntely siihen, että työnsä säilyttävien asema on suhteellisen turvattu, mutta markkinoilta pois putoavien asema romahtaa? Minkälaiseen hyvinvoinnin tasoon yltävät maat, joissa työmarkkinat ovat muita joustavammat?

Yksi vastaus näihin kysymyksiin näyttää tältä: parasta työsuhdeturvaa on, että rakennemuutosten kourissa kamppailevassa taloudessa on tarjolla vaihtoehtoisia työpaikkoja, jos oma työpaikka katoaa. Missä kansantalouksissa vallitsee muita matalampi työttömyys ja muita korkeampi työllisyysaste? Mikä on Euroopan rahaliiton saldo tässä suhteessa?

USA:n liittovaltiossa ihmisillä on mahdollisuus ja edellytykset muuttaa alueelta toiselle epäsymmetristen taloudellisten sokkien iskiessä. Esim. Detroitin kaupunki on menettänyt poismuuton johdosta huomattavan määrän väestöstään sen talouden romahdettua ja ajautuessa kohden konkurssia. Euroopan sisällä yhtä merkittävä työn perässä muuttaminen ei kielellisistä ja muista kulttuuriin liittyvistä syistä ole ollut mahdollista. Euroopan unionin alueella on maastamuutto silti lisääntynyt. Se on kuitenkin koskenut lähinnä Itä-Euroopan uusia jäsenmaita. Vastaanottavia maita ovat olleet Saksa, Iso-Britannia ja pienemmässä määrin Pohjoismaat. Myös Espanjaan on muuttanut väkeä Itä-Euroopan maista.

Maastamuutto on kuitenkin kaksiteräinen miekka. Koulutetun väestön muuttaminen on lähtömaalle tappio: arvokkaan tuotantopääoman menetys. Yhteiskunta on investoinut heidän henkiseen pääomaansa pari vuosikymmentä. Näiden syiden vuoksi maastamuuttoa tuskin voi pitää toivottavana ensisijaisena sopeutumismekanismina Euroopan talouskriisissä. Toisaalta osa palaa kasvaneen henkisen pääoman kanssa, eli nettohyöty riippuu siitä miten hyvin paluumuuttajien osaamista osataan hyödyntää.

---

100 "If internal prices were as flexible as exchange rates, it would make little economic difference whether adjustments were brought about by changes in exchange rates or equivalent changes in internal prices. But this condition is clearly not fulfilled." ..." Wage rates tend to be among the less flexible prices." ... "If the external changes are deep-seated and persistent, the unemployment produces steady downward pressure on prices and wages, and the adjustment will not have been completed until the deflation has run its sorry course." s. 165, Milton Friedman (1953).

Euroopan rahaliiton maissa työttömyys on noussut jo yli 12 prosentin tason (joulukuu 2013) ja talouskasvu näyttää jatkuvan alhaisena. USA:n talous on sen sijaan päässyt talouskriisin jälkeen kasvu-uralle, ja sen työttömyys on vastaavasti alentunut ennätysvauhtia vajoten alle 7 prosentin (joulukuu 2013).

Jäykät työmarkkinat lisäävät kriisialttiutta

Eurokriisin ratkaisuihin keskittyvässä OECD:n raportissa todetaan, että ulkoisen devalvaation poistuminen keinovalikoimasta on johtanut merkittäviin paineisiin työmarkkinoilla.[101] Kriisimaissa tämä on johtanut työttömyyden lisäksi budjettikurin heltymiseen. Vain rajoitetusti on lisätty työmarkkinajoustoja ja kustannustasoa on alennettu varsin vähän. Myös Euroopan komission tutkimuksen mukaan eri maiden työmarkkinaratkaisuilla on ollut kriisin puhjettua keskeinen asema talouskasvun määräytymisessä.[102]

Palkkojen joustamattomuuden voi katsoa olevan kansantaloudelle merkittävä riski etenkin, jos valuuttakurssisopeutus on poissuljettu. Amerikkalaiset tutkijat Schmitt-Grohé ja Uribe (2011) esittävät keskusteluasiakirjassaan mallin, joka pitää palkkojen joustamattomuutta keskeisenä epätasapainoa ylläpitävänä mekanismina. Analyysissä tutkittiin kiinteän valuuttakurssin aiheuttamia hyvinvointitappioita eri kansantalouksissa. Mallin mukaan merkittävä ulkoinen kriisi[103] johtaa kiinteän valuuttakurssin taloudessa keskimäärin 20 prosenttiyksikön nousuun työttömyydessä. Tulos on yhtenevä Argentiinan (1998–2001) sekä euroalueen joidenkin reunavaltioiden (2008-) kriisin seurausten kanssa. Työmarkkinoiden joustavuudesta riippuu, kuinka suuri ja pysyvä työttömyyden nousu on.

PALKKOJEN JOUSTAMATTOMUUS ON KESKEINEN EPÄTASAPAINOA YLLÄPITÄVÄ MEKANISMI.

Työvoimakustannusten roolia euron kriiseissä voidaan havainnollistaa tarkastelemalla työvoimakustannusten kehitystä euron ensimmäisellä vuosikymmenellä 1999–2009, siis ennen suuria kriisejä GIIPS-maissa. Taulukossa 1 on esitetty työvoimakustannusten nousu euromaissa euron perustamisvuodesta 1999 vuoteen 2009. Se kattaa teollisuuden ja yksityiset palvelut. Rahaliiton kriisimaat ovat tilaston kärjessä. Kreikassa työn hinta (yksikkökustannus) nousi 61 % vuosina 1999–2009, kun nousua Saksassa oli vain 19 %. Huomautettakoon myös siitä, että samaan aikaan rajan takana Ranskassa työn yksikkökustannus nousi 34 %.

101 Blundell ja Wignall (2012).
102 European Commission (2013).
103 Merkittävä ulkoinen kriisi on määritelty kahden keskipoikkeaman suuruisena laskuna tuotannossa ja kahden keskipoikkeaman nousuna valtionlainojen korkopreemiossa.

Ero Saksan palkkakehitykseen on ollut varsin mittava ja etenkin siksi, että sitä ei ole voinut korvata vahvempi kehitys tuottavuudessa.[104] Vuosikymmenen jatkunut korkeiden palkankorotusten jakso on selvästi ollut oleellinen tekijä kriisimaiden vaihtotasekehityksen ja talouskehityksen kannalta.

TAULUKKO 1.

Työvoimakustannusten (teollisuus ja yksityiset palvelut) nousu prosentteina euromaissa vuosina 1999–2009

Kypros	109,6
Irlanti	101,9[1]
Kreikka	61,2
Portugali	57,7
Espanja	44,2
Alankomaat	43,9
Luxemburg	43,0
Italia	37,9
Ranska	34,1
Belgia	32,7[2]
Suomi	32,0
Itävalta	21,5
Saksa	19,1

Lähde. Eurostat

Suomi on 2000-luvulla pärjännyt suhteellisen hyvin tässä vertailussa. Suomea onkin totuttu pitämään mallioppilaana; maana, jossa talous on hoidettu, niin kuin se kuuluu euroalueella hoitaa. Saksaan verrattuna eroa on kuitenkin kertynyt 12,9 prosenttiyksikköä vuoteen 2009 saakka. Toisaalta Suomen vaihtosuhde, vienti- ja tuontihintojen suhde, on heikentynyt euroaikana samalla jaksolla peräti neljänneksellä, kun se viime vuosisadan loppupuolella oli nousujohteinen. Vuoden 2007 jälkeen Suomen kustannuskilpailukyky suhteessa kilpailijamaihin on kuitenkin oleellisesti heikentynyt. Yksikkötyökustannukset kasvoivat vuodesta 2007 vuoteen 2012 Suomessa peräti 22 %, kun Saksassa nousua oli vain 12 %.[105] Koko euroalueella yksikkötyökustannukset kasvoivat keskimäärin 11 %. Tämä luku heijastaa sitä, että kriisimaissa palkat ovat laskeneet.

Palkkojen nousu alkoi Suomessa kiihtyä vuoden 2007 jälkeen. Myös Suomen tuottavuuskehitys on romahtanut erityisesti tärkeimpien vientialojen, kuten elekt-

104 Euroalueella työn tuottavuuden kasvu on alittanut Yhdysvaltain kasvun sekä pohjoisissa että eteläisissä jäsenvaltioissa, mutta erityisesti eteläisissä sen suhteellinen aleneminen on 1990-luvun puolivälin jälkeen ollut voimakasta (Malinen ja Kuusi (2013)).

105 Suomen Pankki: Talouden näkymät, Euro&Talous 5/2013.

roniikka-, metsä- ja metalliteollisuuksien vaikeuksien vuoksi.[106] Suomen vienti on ollut heikko jo seitsemättä vuotta peräkkäin. Suomen talouden erikoispiirre on, että julkisen sektorin palkat ovat viime vuosina nousseet nopeammin kuin yksityiset palkat (ks. European Commission 2013).

Suomen vientialojen vaikeudet ovat vahvistuneet viime vuosina. Suomi on ohittanut Ranskan, Espanjan ja Irlannin kustannustason nousussa. Toisaalta pääomavaltaisilla vientialoilla tarvittaisiin suuria palkanalennuksia – tai verokiilan supistumista – jotta ne olisivat merkittäviä viennin elvyttäjiä.

Yksi euron onnistumisen edellytyksiä olisi työvoimakustannusten ja erityisesti työyksikkökustannusten erojen pieneneminen rahaliiton jäsenmaiden välillä. Helpoiten tähän päästäisiin, jos palkat nousisivat Saksassa nopeammin kuin muualla. Sitä ei saksalaisilta voi vaatia. Sen sijaan Suomi voi parantaa kilpailukykyään ja vaihtosuhdettaan hillitsemällä palkkakehitystään Saksaakin enemmän. Suomessa kehitys on ollut päinvastainen tässä suhteessa. Vaihtosuhteen parantamiseen palkkojen joustaminen tuskin riittää: se vaatisi todennäköisesti Suomen viennin rakenteen monipuolistumista. Julkisella tuella on pidetty pystyssä heikosti tuottavia aloja, kuten telakoita, energiaintensiivistä teollisuutta ja maataloutta. Ranskalla näyttää olevan samanlaisia vaikeuksia. Samaan aikaan Suomen viennin jalostusarvo on laskenut. Vuonna 2011 alhaisen jalostuasteen tuotteiden osuus viennistä oli yli puolet, samalla kun korkean teknologian osuus viennistä oli laskenut vuosituhannen alun yli 20 prosentista 7,5 prosenttiin.

Vuodesta 2010 lähtien työvoimakustannukset ovat lähteneet laskuun kriisimaissa. Irlannissa lasku on ollut merkittävää ja luonut toiveita talouden noususta.[107] Sisäisen devalvaation tie on kuitenkin hidas ja tuskallinen prosessi, joka voi pysyvästi syrjäyttää osan työvoimasta työmarkkinoilta ja siten alentaa työn tarjontaa. Myös vientisektorin elpyminen on vielä kaukana.

106 Vaikka Suomen tehdasteollisuuden henkilöstökulut ovat vain 13,3 % liikevaihdosta, niiden osuus tehdasteollisuuden jalostusarvosta oli noussut peräti 73 %:iin vuonna 2012. Verottajan ja pääoman osuudeksi jäi noin 27 %. (Lähde: Suomen virallinen tilasto (SVT): Teollisuuden tilinpäätöstilasto [verkkojulkaisu]. ISSN=1797-531X. 2012, Tehdasteollisuus 2012 . Helsinki: Tilastokeskus [viitattu: 19.2.2014], http://www.stat.fi/til/tetipa/2012/tetipa_2012_2014-02-13_kat_001_fi.html). Viimeinen uusi paperikone rakennettiin Raumalle vuonna 1998 (UPM), konepajat ovat siirtäneet toimintaansa esim. Puolaan (Cargotec) ja vähentäneet Suomessa, Kone Oy:n henkilöstöstä enää 6 % on Suomessa. Tehdasteollisuuden käyttökatteet ovatkin laskeneet merkittävästi, noin 14 %:sta vuonna 2000 noin 4 %:iin vuonna 2012. Sähkö- ja elektroniikkateollisuuden käyttökate oli 14 % vielä vuonna 2007 mutta miinusmerkkinen (–4 %) vuonna 2012. Vain tuotekehitys kannattaa usein jättää Suomeen. (Lähde: Tilastokeskus ja EK:n investointitiedustelu.)

107 Tiukentuneen finanssipolitiikan seurauksena vaihtotase on parantunut olennaisesti Etelä-Euroopan kriisimaissa. Yljäämien suuruudet ovat Kreikka +1,6 %, Espanja +1,1 %, Italia +0,8 % ja koko euroalue +2,2 %. Sen sijaan Ranskalla alijäämä on –1,7 %. Lähde: The Economist 7.3.2014.

Järjestäytymisasteet Euroopassa korkeat

Euroopan rahaliiton – poikkeuksena Saksa – suorituskyky on ollut kriisikautena USA:han verrattuna heikompi. Tämän täytyy olla yhteydessä myös työmarkkinamekanismien erilaisuuteen.

Euroopan unionissa työmarkkina- ja työehtosopimusjärjestelmät ovat kansalliset ja vaihtelevat suuresti maittain. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa työehtojen sääntely pohjautuu lähinnä lainsäädäntöön, kun taas Saksassa ja Pohjoismaissa työehdoista sovitaan parlamentin ulkopuolisilla työehtosopimuksilla. Yleinen suuntaus on silti ollut siirtyminen kohti hajautettuja neuvotteluja, vaikka joissakin läntisissä EU-maissa neuvotteluja pyritään koordinoimaan kansallisesti (ks. von Hertzen et al. 2013).

TAULUKKO 2

Työehtosopimusjärjestelmän piirteitä eräissä EU-maissa

	Sopimisen tyyppi	Sopimisen taso	Sopimisen suunta
Belgia	Keskitetty	Toimiala kustannusraami	Palkkojen indeksoinnista luovutaan
Hollanti	Informaatio-ohjaus	Toimiala, täydentävänä yritystaso	Yritystaso ja avaamislausekkeet
Irlanti	Hajautus	Yritystaso	Keskitetty politiikka hylätty
Iso-Britannia	Hajautus	Yritystaso	Suuntaus yritystason sopimiseen jatkuu
Italia	Hajautus	Toimiala, täydentävänä yritystaso	Yritystaso
Itävalta	Järjestynyt hajautus	Toimiala	Yritystaso ja avaamislausekkeet
Espanja	Hajautus	Toimiala	Yritystaso
Ranska	Hajautus	Toimiala, täydentävänä yritystaso	Yritystaso
Ruotsi	Hajautus, päänavaajana teollisuus	Toimiala	Yritystaso
Saksa	Hajautus	Toimiala- ja yritystaso	Yritystaso ja avaamislausekkeet
Tanska	Hajautus	Toimiala	Yritystaso

Lähde: Visser (2013)

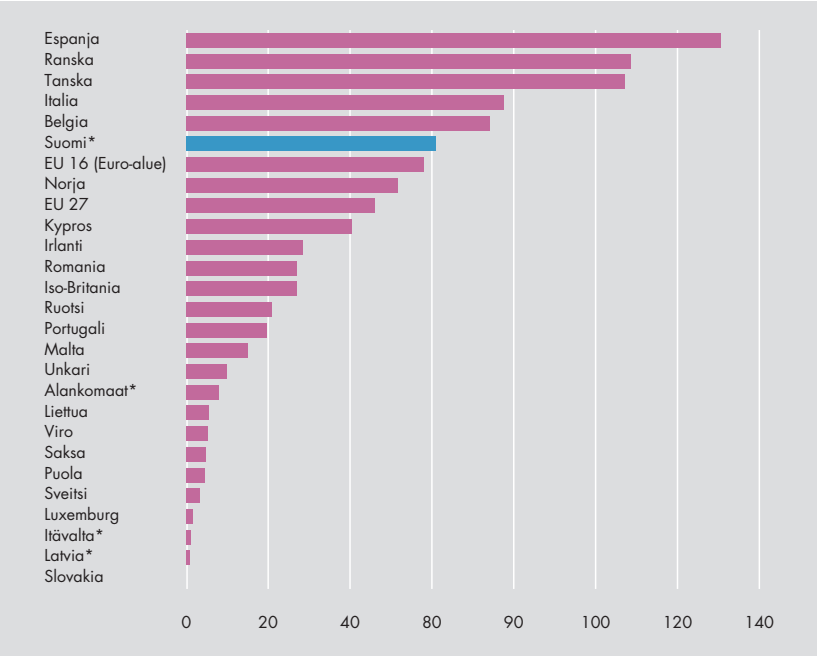
Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa työvoiman järjestäytymisaste on korkea, noin 67 prosenttia. Suomessa työehtosopimukset ovat myös laajalti yleissitovia, mikä nostaa keskitetyn sopimisen painoarvon yli järjestäytymisasteen. Muualla Pohjoismaissa yleissitovuutta ei tunneta. Ruotsissa siitä on luovuttu. Norjassa on periaatteessa ollut mahdollisuus vaatia palkkasopimuksilta yleissitovuus vuodesta 1993 lähtien,

mutta tätä periaatetta ei ole käytännössä sovellettu. Järjestäytymisasteen suunta on ollut kaikissa Pohjoismaissa viime vuosina laskeva, noin prosenttiyksikön verran vuodessa. Saksassa järjestäytymisaste on niinkin matala kuin 19 %.

Erityisen alhainen järjestäytymisaste on Ranskassa (8 %), ja se on lähellä suuria Euroopan ulkopuolisia teollisuusmaita kuten Yhdysvaltoja (11 %) ja Japania (13 %). Yhdysvalloissa järjestäytyminen koskee erityisesti julkista sektoria; yksityisellä puolella järjestäytymisaste on vain 7 %. Alhaisesta järjestäytymisasteesta huolimatta ammattiyhdistysliikkeellä saattaa eri maissa olla huomattavaa valtaa. Tämä koskee erityisesti Ranskaa, missä lakkoilu vähentää vuosityötunteja eniten Euroopassa Espanjan jälkeen (Kuvio 10). Espanjassa järjestäytymisaste on vain 15 %, mutta ammattiyhdistysliike on kokoonsa nähden verrattain voimakas.

KUVIO 10.

Työtaisteluissa menetetyt työpäivät



Lähde: von Hertzen et al. 2013

Järjestäytyminen työmarkkinoilla ja yhdessä sopiminen eivät tietenkään periaatteessa voi olla ongelma. Kysymys on siitä, miten se toimii. Luonteeltaan keskitetyt palkkaratkaisut edustavat työvoimakartellia työntekijöiden taholta ja bilateraalista monopolia, kun myös työnantajapuoli on vastaavasti järjestäytynyt. Työrauha saavutetaan kovin usein lakkouhkauksen kautta. Lakko-oikeus on työntekijän perusoikeus, mutta menetetyillä työtunneilla on luonnollisesti merkittävä kansantaloudelli-

nen suora ja epäsuora kustannus. Suomessa työtaisteluissa menetettyjen työtuntien määrä on hieman yli euroalueen keskiarvon. Työtaisteluista suuri osa on työmarkkinatilastojen mukaan kuitenkin laittomia (von Hertzen et al. 2013).

Järjestäytyneiden edunvalvontajärjestöjen johto toimii päämies-agenttiteorian hengessä pyrkien maksimoimaan jäsentensä edut. Merkittäviä saavutuksia ovat olleet jäsenmaksuun liittyvä verotuki ja ansiosidonnainen työttömyysturva. Yhteinen sopiminen, neuvottelu ja päätösten koordinaatio tuottavat kansantaloudellista hyötyä, julkishyödykettä, jolla verotukea voi puolustaa. Edunvalvonnan kansantaloudellinen hinta voi kuitenkin syödä tämän argumentin uskottavuutta.[108]

Kuten alan tutkimus on huomauttanut, työllistettyjen ja työttömäksi jääneiden edut ovat ristiriitaiset. Järjestöt ajavat edellisten asiaa, ei jälkimmäisten. Nickel (1997) on todennut, että maat, joissa on vahva ammattiyhdistysliike, työttömyysaste on korkeampi kuin maissa, joissa sellaista ei ole. Yksi mekanismi on tämä: tasapainotasoa korkeampi palkkataso heikentää työn kysyntää ja ylläpitää korkeaa työttömyyttä.[109] Työmarkkinamekanismilla on vaikutus myös uusien yritysten syntymisen todennäköisyyteen.[110]

Suomen työmarkkinajärjestelmä on aikanaan syntynyt tilanteessa, jossa suurten yritysten työllistävyys oli kokonaan toinen kuin tänä päivänä. Globalisaation myötä suurteollisuutta on siirtynyt maailmalle. Pk-sektori on noussut avainasemaan työpaikkojen luojana. Uusissa oloissa keskitetyn sopimusjärjestelmän rooli on välttämättömyyden pakosta vähenevä. On luontaisia paineita korvata sitä paikallisella sopimisjärjestelmällä, kuten muissa Pohjoismaissa on tehty. Suurten yritysten ohella myös avoimen sektorin (= vientiä harjoittavan) pk-yritykset valitsevat sijaintimaansa vapaammin. Jos tärkein pääoma on osaamispääoma, pk-yritykset eivät ole sidottuja yhteen maahan, vaan voivat hakeutua toiselle puolen maapalloa esimerkiksi Kaliforniaan tai Kiinaan. Yritysten liikkuminen on toinen mekanismi, joka vääjäämättä rajoittaa järjestöjen valtaa. Suljetun sektorin järjestöillä, muun muassa kuljetusalalla, perinteisesti vahva työmarkkinarooli sen sijaan säilynee jatkossakin, ellei ulkomainen kilpailu siihen luo rajoitteita.[111]

108 Suomessakin on aika ajoin puhuttu työmarkkinajärjestöjen jäsenmaksun verotuen rajoittamisesta tai poistamisesta. Voikin perustellusti kysyä, mihin talousteoriaan työmarkkinajärjestöjen – niin yritysten kuin työntekijöiden jäsenyyden – verotuki perustuu. Sehän merkitsee veronmaksajien subventiota tietyn ryhmän edunvalvontatoiminnalle, myös laittomille lakoille.

109 Ks. Myös Alvarez ja Shimer (2011), joka esittää liittoihin kuuluvien työntekijöiden hidastavan työhön hakeutumista taantuman kohdatessa.

110 Kanniainen ja Vesala (2005), Kanniainen ja Leppämäki (2009).

111 Ajatus työmarkkinoiden joustavuuden tarpeesta ei tietenkään ole uusi. Jo Suomen EMU-työryhmä sen nosti esille raportissaan 28.4.21997.

Pohjoismaiden työmarkkinoiden joustavuus lisääntynyt

Työmarkkinoiden paikallinen sopiminen on pohjoismaista pisimmällä Tanskassa. Palkka- ja työehdoista sovitaan toimiala- ja yrityskohtaisesti. Maan hallitus ei puutu neuvotteluihin. Työehtosopimuksissa korotetaan vain minimipalkkoja. Minimipalkan korotus ei suoraan vaikuta käytännön palkkoihin; teollisuudessa vain noin yksi prosentti henkilöstöstä saa minimipalkkaa. Julkisen sektorin korotukset eivät saa ylittää yksityisen sektorin korotuksia. Paikalliset neuvottelut palkoista käydään työrauhan vallitessa.

Ruotsissa työehtosopimukset sovitaan toimialakohtaisesti, eikä maan hallitus puutu neuvotteluihin. Teollisuutta koskeva sopimus asettaa työmarkkinoille palkankorotusten ja kustannusvaikutuksen tason. Käytännön palkkaratkaisut sovitaan yritystasolla, ja palkkaneuvottelut käydään työrauhan vallitessa. Ruotsi on Pohjoismaista ainoa, jossa valtiovallan sekaantumista palkkaneuvotteluihin on vierastettu jopa keskitetyn sopimisen kukoistuskausina (ks. Vartiainen 2011).

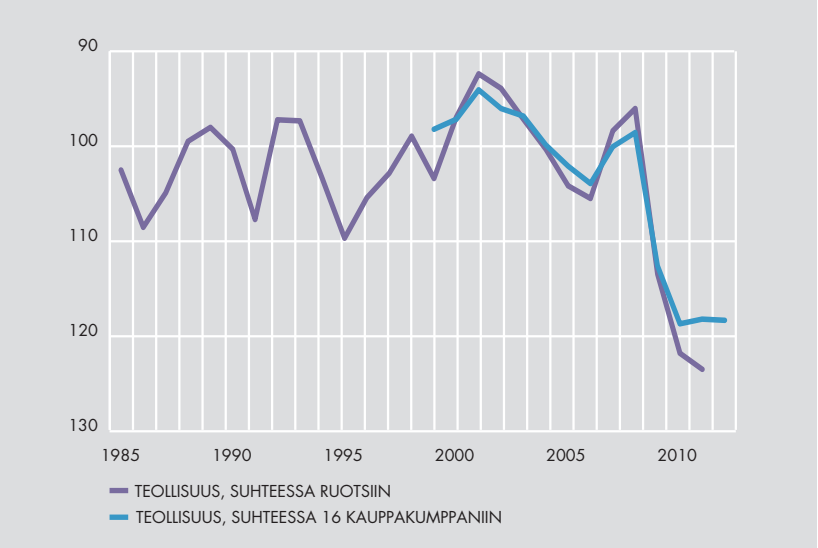
Suomen ja Ruotsin työttömyysasteet ovat pysyneet vuosien ajan samankaltaisina, mutta osallistumisaste työmarkkinoille on Ruotsissa ollut perinteisesti Suomea merkittävästi suurempi. Tämä johtuu muun muassa naisten korkeammasta työllisyysasteesta Ruotsissa ja osa-aikatyön suuremmasta merkityksestä. Ruotsin työllisten osuus työikäisestä väestöstä on tällä hetkellä lähes viisi prosenttiyksikköä korkeampi kuin Suomessa. Tämä selittää osan maiden välisestä kilpailukykyerosta. Suomessa on perinteisesti myös laitettu ikääntyneitä työntekijöitä varhaiseläkkeelle. Tämä on alentanut keskimääräistä eläkeikää.

Rahaliiton jäsenmaassa on ongelmallista, jos keskitettyjen palkkaneuvottelujen avaajaksi valikoituu sopimusala, joka ei kilpaile kansainvälisesti. Toisin kuin Ruotsissa, Suomessa ei ole onnistuttu vakiinnuttamaan palkkaneuvotteluihin marssijärjestystä, jossa vientiteollisuus määräisi tahdin muulle sopimiselle. Juhana Vartiainen[112] epäilee tämän olevan merkki siitä, että suomalaiset palvelusektorit pitävät neuvotteluasemaansa niin hyvänä, etteivät halua tyytyä teollisuuden palkkanormeihin. Jos palkkataso neuvotellaan keskitetysti muun kuin vientiteollisuuden mukaan, maan kyky sopeutua muutoksiin ulkoisessa kilpailutilanteesssa heikkenee.

112 Vartiainen, Hämäläinen ja Konjunkturinstitutet (2012).

KUVIO 11.

Reaaliset yksikkötyökustannukset suhteessa Ruotsiin ja 16 kauppakumppaniin



Lähde: ETLA

Kuvion 11 mukaan Suomen kilpailukyky on kehittynyt koko 2000-luvun ja erityisesti finanssikriisin puhkeamisen jälkeen heikosti sekä suhteessa Ruotsiin että 16 kauppakumppaniin. Kilpailukyvyn heikentyminen johtuu ensisijaisesti siitä, että Suomessa kokonaistuottavuuden kasvu on ollut heikompaa kuin Ruotsissa.[113] Myös ICT-klusterin ja Nokian ongelmat painavat viime vuosien kehityksen taustalla (ks. esim. Maliranta ja Vihriälä 2013). Ruotsi on myös hyötynyt kelluvasta valuuttakurssista sen tarjoaman nopean sopeutumiskeinon ja kilpailukyvyn palautumisen johdosta. Ruotsissa kilpailukyvyn palautus ei edellytä tuskallisia ja poliittisesti vaikeita neuvotteluita ammattiyhdistysliikkeen kanssa palkankorotusten hillitsemiseksi.

Saksan viime vuosien reformit suosiollisia työllistymiselle

Saksassa työehtosopimukset solmitaan toimiala- tai yritystasolla. Alakohtaiset sopimukset tehdään useimmiten osavaltioittain tai alueittain. Varsinaista sopimusten koordinointia ei ole. Maan hallitus ei puutu neuvotteluihin. Palkoista sovitaan pääosin yritystasolla. Työehtosopimuksiin sidotuissa yrityksissä käytetään niin sanottuja avaamislausekkeita palkka- ja työaikamääräyksistä, jotka mahdollistavat poikkeamia yritys- ja työpaikkatasolla. Tällä menettelyllä yritykset ja niiden henkilökunta voivat sopeuttaa toimintansa muuttuviin olosuhteisiin.

113 Vartiainen, Hämäläinen ja Konjunkturinstitutet (2012).

Saksassa säädettiin vuosina 2002–2005 neljä lakia, jotka tunnetaan nimellä Hartz-reformit. Laeilla pyrittiin vaikuttamaan sekä työvoiman tarjontaan että työvoiman kysyntään. Tarjontaa pyrittiin lisäämään leikkaamalla työttömyysturvan tasoa ja erityisesti sen kestoa sekä tehostamalla aktiivista työvoimapolitiikkaa. Työvoiman kysyntää puolestaan pyrittiin lisäämään purkamalla osittain työmarkkinasääntelyä.

Työnhakijoiden aktivointi oli Hartz-reformin keskeinen osa. Siihen pyrittiin kiristämällä oikeutta työttömyyskorvaukseen, lisäämällä työnhakijan vastuutta työn etsinnästä, vähentämällä mahdollisuuksia hylätä työtarjouksia sekä leikkaamalla työttömyysturvan tasoa ja kestoa. Reformeihin sisältyi myös erilaisia palkkatukijärjestelmiä.

Työmarkkinasääntelyä koskeneet muutokset koskivat irtisanomissuojaa, vuokratyötä ja määräaikaisia työsopimuksia. Vuokratyöhön liittyvät viimeisetkin rajoitukset poistettiin. Irtisanomissuojaa koskeva lainsäädäntö ei aikaisemmin koskenut alle viiden hengen yrityksiä, mutta Hartz-reformit nostivat tämän luvun kymmeneen. Määräaikaisia työsopimuksia koskeva lainsäädäntö puolestaan koski ennen Harz-reformeja ainoastaan alle 58-vuotiaita työntekijöitä. Hartz-reformien myötä ikäraja laski 52 vuoteen.

Yleisen käsityksen mukaan Hartz-reformit ovat pääosin vaikuttaneet positiivisesti työttömyyden alenemiseen. Työttömyysturvajärjestelmän muutokset ovat vähentäneet erityisesti ikääntyneiden työttömyyttä. Määräaikaiset työsopimukset, vuokratyö ja yritystasolla tehtävät sopimukset ovat tarjonneet kaivattua joustamista.[114]

Palkkatukien on puolestaan osoitettu parantaneen työttömien työllistymistä ja kasvattaneen heidän tulojaan tukiperiodin jälkeen. Työaikataulupankit ovat Saksassa joustavoittaneet työmarkkinoita. On voitu sopia, että ilman palkanmuutoksia työtä tehdään silloin, kun yrityksellä on tilauksia, mutta ei silloin, kun niitä ei ole. Se tosiasia, että Saksassa on runsaasti perheyrityksiä, tuo saksalaisten yritysten toimintaan enemmän pitkäjänteisyyttä myös työsuhteiden ylläpitämisen osalta kuin voi odottaa yrityksissä, jotka toimivat ”kvartaalihengessä”.

Saksan reformeja on arvosteltu myös siltä pohjalta, että pienipalkkainen työ on lisääntynyt eikä tarjoa väylää työmarkkinoilla eteenpäin. On myös sanottu, että työnantajat eivät ole kiinnostuneita työntekijöistä, joilla on työn vastaanottovelvoite. Tähän voi kuitenkin sanoa, ettei täydellisiä keinoja ole olemassa. Saksan oppisopimusjärjestelmä on osoittanut tehokkuutensa kanavana nuorison työllistymiselle toisin kuin Suomessa, jossa oppisopimusjärjestelmää ei ole edes haluttu kehittää.

Kreikan sisäinen devalvaatio ei ratkaisu maan ongelmiin

Eurojäsenyyden aikana nykyisten kriisimaiden työvoimakustannukset nousivat jopa kolminkertaisella vauhdilla Saksaan nähden. Työmarkkinakulttuuri ja instituutiot

114 Silti on myös vastakkaisia näkemyksiä. Dustman, Fitzenberger, Schönberg ja Spitz-Oener (2014) ovat päätyneet siihen, että Saksan talouden onnistunut transformaatio 2000-luvulla ei sittenkään olisi Hartz-reformien ansiota. He päätyvät siihen, että Saksan jälleenyhdistäminen aiheutti muutokseen työntekijä- ja työnantajajärjestöjen voimasuhteissa. Työntekijäjärjestöjen oli hyväksyttävä poikkeamat toimialan työehdoista. Keskitetyistä toimialakohtaisista palkkaratkaisuista siirryttiin yrityskohtaisiin.

eivät muuttuneet. Kustannustaso on Kreikassa laskenut vuosina 2008–2012 11,2 % (ei koske julkista sektoria, eikä maataloutta).[115] Samaan aikaan maan BKT on laskenut 16 %. Kreikalle annetut tukipaketit kriisin aikana lähestyvät määrältään maan vuotuista BKT:ta. Ne eivät kuitenkaan ole kääntäneet BKT:ta ja työllisyyttä nousuun. Työttömyyden ennustetaan Kreikan työinstituutin mukaan edelleen kasvavan lähivuosina nykyisestä 27 jopa 34 prosenttiin vuonna 2016.

Vaikka Kreikan vaihtotase on tasapainottunut, sen ongelmat eivät ole ohitse. Kreikan tuottavuutta ja kustannustasoa tulee verrata lähimpiin naapurimaihin. Pisin yhteinen raja on EU-maa Bulgarian kanssa. Siellä työvoimakustannukset olivat tuntia kohden vuonna 2012 3,7 euroa eli vain noin neljännes Kreikan tasosta (14,9 euroa). Kuten Kreikka, Bulgariakin elää turismista, maataloudesta, teollisuudesta ja alkutuotannosta. Nelinkertainen kustannusero kahden rajanaapurin välillä vapaakauppaliitossa ja tulliunionissa on mahdoton. Erot työvoimakustannuksissa muihin naapureihin Albaniaan ja Makedoniaan sekä Turkkiin ovat myös samaa suuruusluokkaa. Kuitenkin Kreikka kilpailee näiden maiden kanssa sekä turismista että muillakin aloilla. Lisäksi kreikkalaiset yritykset ovat investoineet ja siirtäneet toimintojaan pohjoisiin naapurimaihin halvan työn perässä.

SISÄISEN DEVALVAATION TIE ON HIDAS JA TUSKALLINEN.

Kreikka, jossa on Euroopan suurin kauppalaivasto, vaikuttaa vain vähän kehittyneemmältä kuin esimerkiksi Turkki. Itänaapuri on edullisen kustannustasonsa ansiosta saavuttanut viime vuosina taloudessaan 5 prosentin kasvuvauhdin.

Näihin lukuihin perustuvat osaltaan arviot Kreikan devalvaatiotarpeesta (50–60 %, ks. esim. Nordvig 2014) siinä tapauksessa, että Kreikka irtaantuisi eurosta. Balkanin oloissa Kreikan palkat ovat yhä kilpailukyvyttömiä huolimatta mittavasta ja tuskallisesta sisäisestä devalvaatiosta kriisin aikana. On kuitenkin vaikea kuvitella kreikkalaisen ammattiyhdistysliikkeen suostuvan kymmenien prosenttien palkanalennuksiin. Kun palkkojen kollektiivisen sopimisen katsotaan kuuluvan demokratiaan, mikään muu ei jousta paitsi työttömyys. Yrityksiä ei voida vaatia investoimaan tappiollisesti. Kreikassa on troikan johdolla lisätty vuosina 2010–2012 määrätietoisesti yrityskohtaista sopimista[116], mutta sen tulokset alkavat näkyä kansantalouden tasolla vasta muutaman vuoden päästä.

Työmarkkinoiden dynamiikka häviää reilusti Yhdysvalloille

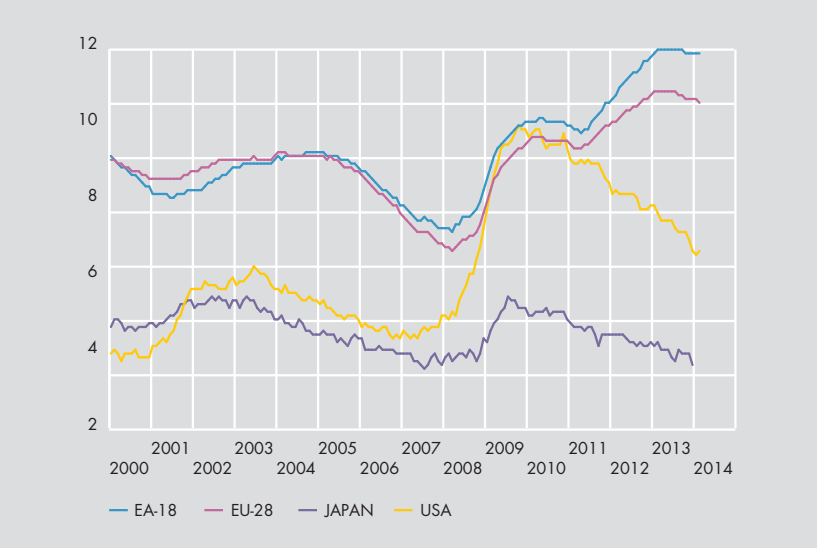
Yhdysvalloissa työttömyysaste kipusi kriisin puhjettua nopeasti yli viisi prosenttiyksikköä, kun euroalueella työttömyys nousi vuoden 2008 jälkeen nelisen prosenttiyksikköä (ks. kuvio 12). Euroalueen työttömyysaste oli kuitenkin jo lähtötilanteessa korkeammalla tasolla. Vuonna 2010 työttömyysaste oli molemmilla alueilla tasoissa, noin 10 prosentissa. Samana vuonna se taittui Yhdysvalloissa laskuun, ja

115 Eurostat, Newsletter 10.4.2013.
116 ks. Komission raportti European Commission (2013).

euroalueella se on pienen korjausliikkeen jälkeen jatkanut trendinomaista nousuaan. Vuoden 2014 alussa työttömyyden kasvu on Euroopassa hiipunut, mutta kirjaa kirjoittaessa (maaliskuu 2014) on vaikea arvioida, onko kyse työttömyyden kasvun aidosta taittumisesta vai kausiluontoisesta tasoittumisesta.

KUVIO 12.

Työttömyyasteet EU:ssa, euroalueella, Yhdysvalloissa ja Japanissa



Lähde: Eurostat

Työttömyyden kesto (ks. European Central Bank. (2012), s. 19) on euroalueella myös keskimäärin pidempi kuin Yhdysvalloissa. Näin on ollut ”aina” ja on yhä, vaikka Yhdysvalloissa yli kuusi kuukautta työttömänä olleiden osuus kaikista työttömistä on noussut kriisin puhjettua noin 20 prosentista reiluun 40 prosenttiin. Euroalueella vastaava pitkäaikaistyöttömien keskimääräinen osuus on vaihdellut rahaliiton aikana 60 ja 70 prosenttiosuuden välillä.

Eroavaisuudet maiden välillä selittyvät pitkälti työmarkkinoiden joustavuudella. Yhdysvalloissa irtisanominen on euroalueeseen verrattuna mutkatonta. Työttömyys reagoi nopeammin sekä ylös- että alaspäin. Samaa todistavat myös erot työttömyyden kestossa. Euroopassa työttömyys on kroonisempaa kuin Yhdysvalloissa, vaikka tilanne on kriisin jäljiltä polarisoitunut myös Yhdysvalloissa.

Sekä Yhdysvalloissa että euroalueella työttömyyden kasvua on pitänyt aisoissa samanaikainen työn tarjonnan hiipuminen. Euroalueella työn tarjontaa on laskenut sekä alhaisempi väestönkasvu että pienempi osallistumisaste. Euroalueella työttömyyden kasvua on hillinnyt myös työajan lyhentyminen kriisivuosina. Yhdysvalloissa väestönkasvu taas on pysynyt ennallaan, ja työn tarjonnan pienen-

tymistä selittää lähes kokonaan osallistumisasteen lasku (ks. European Commission, 2013).

Yhdysvalloissa työn perässä muuttaminen on osavaltiosta toiseen yleisempää kuin EU-maissa. Vuonna 2008 2,80 % työikäisestä väestöstä muutti Yhdysvalloissa osavaltiosta toiseen (ks. Gáková ja Dijkstra 2008). EU-maiden sisällä 1,03 % työikäisistä muutti alueiden välillä ja ainoastaan 0,18 % EU-maasta toiseen. Ero EU:n ja Yhdysvaltojen välillä on huima jo vuositasolla, mutta erityisesti useamman vuoden säteellä, kun muuttoliike kumuloituu. Alhainen muuttoliike EU:n alueella ei juuri tasoita maiden eikä edes alueiden välisiä työttömyyseroja. Yllä olevat luvut kuvaavat hyvin, miten kaukana euroalue on todellisen valuuttaunionin edellytyksistä.

Fiskaalinen devalvaatio vaihtoehtona työmarkkinoiden joustavuudelle?

Rahaliiton oloissa kilpailukyvyn menetys edellyttäisi rahaliiton jäsenmaalta riittävää työvoiman liikkuvuutta yli rajojen ja/tai riittävää joustavuutta palkoissa ja hinnoissa. Sisäisen devalvaation tie on hidas ja tuskainen, ja alentaa pysyvästi työn tarjontaa. Voisiko verouudistusta käyttää menetetyn kilpailukyvyn palauttamiseen? Calmfors (1998) esitti, että devalvaation vaikutuksia voisi pyrkiä replikoimaan valtion tulokertymän kannalta neutraalilla painopisteen muutoksella sosiaaliturvamaksuista kulutusveroihin. Idea olisi, että työvoimakustannuksia alentava sosiaaliturvamaksujen leikkaaminen alentaisi vientihintoja.

Arvonlisävero lankeaa vain tuontihyödykkeille mutta ei viennille, mikä vahvistaa kilpailukykyä. Pitkällä aikavälillä vaikutus toki katoaa palkkojen sopeutuessa ja noustessa. Lyhyellä tähtäimellä kilpailuetua kuitenkin olisi saavutettavissa. Keen ja de Mooij (2012) päätyvät OECD- ja euromaita koskevalla ekonometrisella analyysillä tulokseen, jonka mukaan fiskaalisen devalvaation vaikutukset ovat teorian ennusteiden mukaiset. Operaatiota ei kuitenkaan voine toistuvasti toteuttaa, koska se voi johtaa kilpaileviin fiskaalisiin devalvaatioihin naapurijäsenvaltioiden välillä. Eurooppalaisten valtioiden kestävyysvajeet edellyttävät merkittäviä verotuloja. Kulutusverojen nousu voi myös suunnata eurooppalaisten kulutusta euroalueen ulkopuolelle.

Eräs motivaatio taloudelliselle yhdentymiselle Euroopassa oli USA:n suurten kilpailullisten ja tehokkaiden markkinoiden ideaali. Käytännössä suunta näyttää Euroopassa olevan päinvastainen eli yhä suurempiin yritystukiin ja kilpailunvääristymiin. Fiskaalista devalvaatiota saatetaan käyttää muissa EU-maissa jopa Suomea enemmän, sillä EU-komission mukaan Suomi myöntää vähemmän yritystukia kuin EU-maat keskimäärin.

Johtopäätöksiä

Euroalueen työmarkkinakäytännöt ovat erittäin kirjavia, ja niiden harmonisoiminen veisi osana liittovaltiokehitystä aikaa. Euroalueen maiden työmarkkinat ovat kauttaaltaan jäykemmät kuin Yhdysvalloissa ja erot maiden välillä ovat huomattavasti

suurempia kuin Yhdysvalloissa osavaltioiden kesken. Reaktiokyky ulkoisiin sokkeihin on euroalueella rajattua niin maiden sisällä kuin kansantalouksien kesken. Joustavuutta rajoittavat Yhdysvaltoihin verrattuna muun muassa korkea irtisanomissuoja, keskitetyt työehtosopimukset ja alhainen muuttoalttius, myös maiden sisällä.

Euroopan komissio on suosittanut työmarkkinareformeja useissa euroalueen maissa[117]. Keskeisimpänä on pidetty työehtosopimusten tuomista laajemmin paikallistasolle. Yksittäisen kansantalouden notkeutta kriisitilanteessa lisäävät merkittävästi joustavat työmarkkinat, jos ulkoista hintasopeuttamiskeinoa oman valuutan muodossa ei ole. Viime vuosien kriisin aikana IMF:n suositus (ks. Blanchard et al. 2013) euroalueen talouksille on ollut lisätä työntekijöiden suojelua ennemmin työttömyysvakuutuksen avulla kuin korkealla irtisanomissuojalla. Pohjoismaista Tanskan malli on tätä lähinnä: irtisanominen on verrattain mutkatonta, mutta työntekijän työttömyysturva on korkea.

IMF suosittaa myös työttömyysturvan yhtenäistämistä eli sellaisen tilanteen välttämistä, jossa vakituisilla työntekijöillä on merkittävä työsuhdeturva ja määräaikaisilla vain vähäinen. Suomessa tilanne on juuri tämän suosituksen vastainen. Näiden suositusten lisäksi IMF puhuu ”makro-joustavuuden” eli hajautetun ja yrityskohtaisen sopimisen puolesta. Tällainen joustavuus on IMF:n mukaan tarpeen, jotta talous voi säilyttää alhaisen työttömyysasteen makrotalouden sokin iskiessä. Sekään ei välttämättä riitä viennistään riippuvaisessa ja pitkälle erikosituneessa pienessä avotaloudessa.

Vaikka sisäinen ja fiskaalinen devalvaatio toteutettaisiin optimaalisesti, toteutuu reaalipalkkojen aleneminen ja täystyöllisyyden palautuminen talouteen hitaammin ja tuskallisemmin, kuin jos nimellinen valuuttakurssi heikkenisi ulkoisten kriisien koittaessa. Bundesbankin ekonomistit Herrmann ja Jochem (2013) ovat havainneet myös vaihtotaseen vajeen korjautumisen merkittävästi nopeammaksi euroon kuulumattomissa maissa vuosina 1994–2011[118]. Hyvinvoinnin kannalta nopeus on oleellinen: pitkäaikaistyöttömyyttä ei pääse samassa mittakaavassa syntymään.

9.6 Vaihtotaseiden vajeet

Vaihtotaseen vajeen kumulatiivinen arvo on samalla maan ulkomaisen nettovelan määrä. Vaihtotaseen vaje on pääasiassa yksityistä velkaa. Euroalueen vaihtotase on ollut varsin hyvin tasapainossa yli koko euroajan. Ylijäämäisen vaihtotaseen euromaita ovat olleet Saksa, Suomi, Hollanti ja Itävalta (ks. kuvio 13).[119] GIIPS-maiden vaihtotaseet sen sijaan ovat olleet koko eurojärjestelmän olemassaolon aikana merkittävästi alijäämäisiä. Tämä on näkynyt ko. maiden ulkomaisen nettovelan kasvuna. Maat ovat eläneet velaksi pitkälti saksalaisten pankkien lainaamilla euroilla. Mekanismia voi kuvata seuraavasti: kreikkalainen ostaa saksalaisen Mercedes-auton velaksi. Hän ottaa lainan paikallisesta tai saksalaisesta pankista. Pankki ottaa lainaa toiselta pankilta, joka rahoittaa sen luotolla keskuspankista. Saksalaiset pankit ovat siis rahoitta-

117 European Commission (2013).
118 Heidän tutkimuksensa mukaan euroon kuulumattomien maiden potentiaalisesta vaihtotaseen vinoumasta korjaantui puolet vuodessa. Euromaiden vinoumista sen sijaan korjaantui vuodessa vain 24 prosenttia.
119 Lähde: Suomen Pankki.

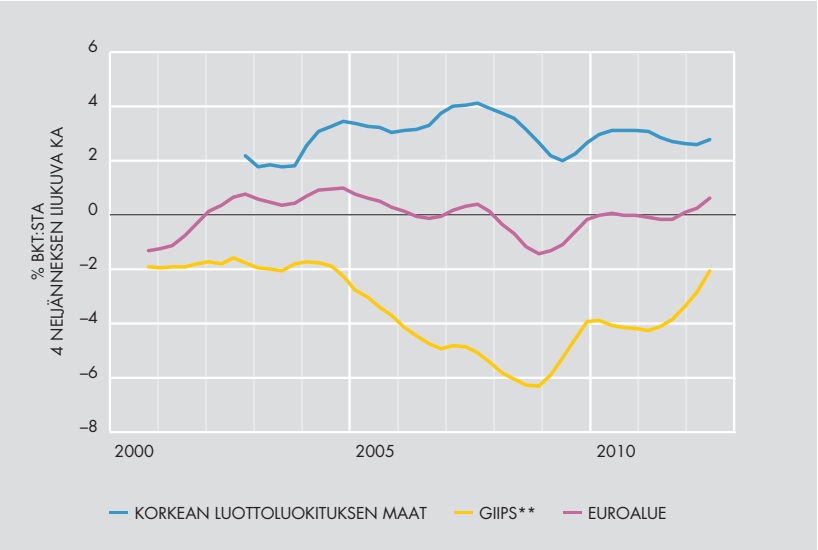
neet GIIPS-maiden vaihtotaseiden alijäämiä. Integraation tehtävänä oli tehostaa markkinoita. Eurojärjestelmässä on pääasiassa tehostettu halvan rahan markkinoita.

Kun eurojärjestelmä luotiin, yleinen näkemys ekonomistien keskuudessa oli, että maakohtaiset vaihtotaseiden epätasapainot tulevat olemaan epäoleellisia. Ilmeisesti ajateltiin, että kukaan USA:ssakaan ei ole kiinnostunut osavaltioiden välisistä vaihtotaseista. Vaihtotaseiden epätasapainot nousivat kuitenkin hyvin merkittäväksi tekijäksi euroalueen kehityksen määrittäjänä ja suuntajana. Tämä johtuu siitä, että euroalue on rakenteellisesti itsenäisten valtioiden liitto, eikä liittovaltio. Euroalueelta puuttuu liittovaltion budjetin kautta toteutuva tasausjärjestelmä, joka tasapainottaisi jäsenmaiden välisiä epätasapainoja. Keynes oli painottanut tätä kovasti vastustaessaan Bretton Woods -järjestelmän luomista.

Vuoden Suomen markan 1992 kellutuksen jälkeen nopeasti kasvanut vaihtotaseen ylijäämä on euroon liittymisen jälkeen hiljalleen sulanut. Suomen vaihtotase on vuoden 2002 jälkeen heikentynyt kiihtyvällä vauhdilla. Euroon liityttäessä vaihtotase suhteessa bruttokansantuotteeseen oli yli 5 prosenttia parempi kuin Saksan. Vuodesta 2011 alkaen vaihtotase on ollut alijäämäinen, eli Suomi velkaantuu ulkomaille. Saksan ja Ruotsin vaihtotaseen ylijäämä on pysynyt yli 6 prosentin tasolla vuodesta 2005 lähtien. Viime aikoina jopa euroalueen vaihtotase on kääntynyt positiiviseksi, mikä on ylläpitänyt euron vahvuutta ja samalla heikentänyt Suomen kansantalouden kasvumahdollisuuksia entisestään.

KUVIO 13.

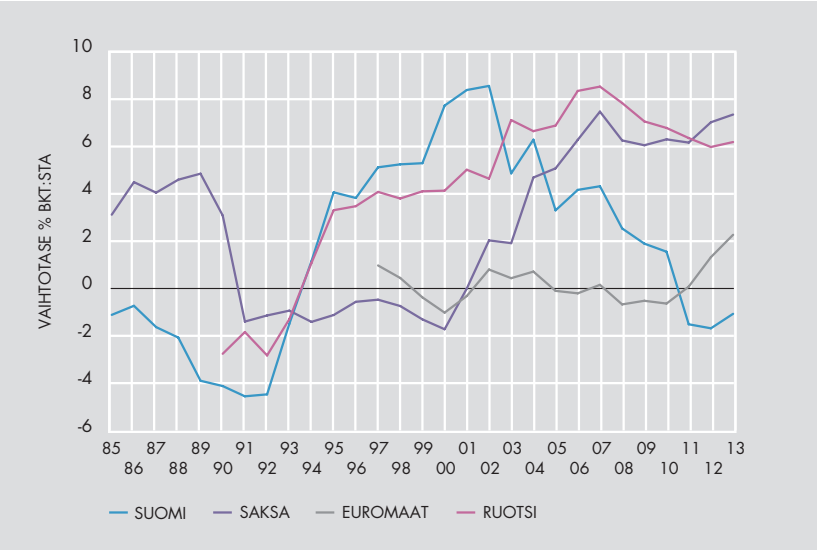
Euromaiden vaihtotaseiden vajeet



* Saksa, Ranska, Alankomaat, Belgia, Itävalta ja Suomi
** Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja
Lähteet: EKP ja Suomen Pankin laskelmat

KUVIO 14.

Suomen, Saksan, Ruotsin ja euromaiden vaihtotaseet



Lähde: S&P Capital IQ[120]

10. Euron hyvinvointitappio euroalueen jäsenmaille

10.1 Hyvinvointitappioiden arvioinnin tulokset

Kvantitatiivisen arvion muodostaminen: USA, euroalue, Suomi

Edellä on argumentoitu, että eurojärjestelmässä on valuvikoja ja että niistä johtuen se oli kyvytön sopeutumaan USA:ssa 2008 käynnistyneeseen taloussokkiin. On myös argumentoitavissa, että euroalue olisi ajautunut vaikeuksiin ilman USA:ssa käynnistynyttä sokkiakin. Kreikan ja Portugalin ylivelkaantuminen olisi tullut markkinoille ilmeiseksi ennemmin tai myöhemmin, europankit olisivat osoittautuneet todellisiksi riskikeskittymiksi, Irlannissa ja Espanjassa kyti asuntomarkkinakupla, useimpien rahaliiton jäsenmaiden vaihtotaseet olivat vajauksellisia jne. Kaikilla näillä ilmiöillä on yhteinen nimittäjä: rahajärjestelmän ylilikvidi tila ja edellä

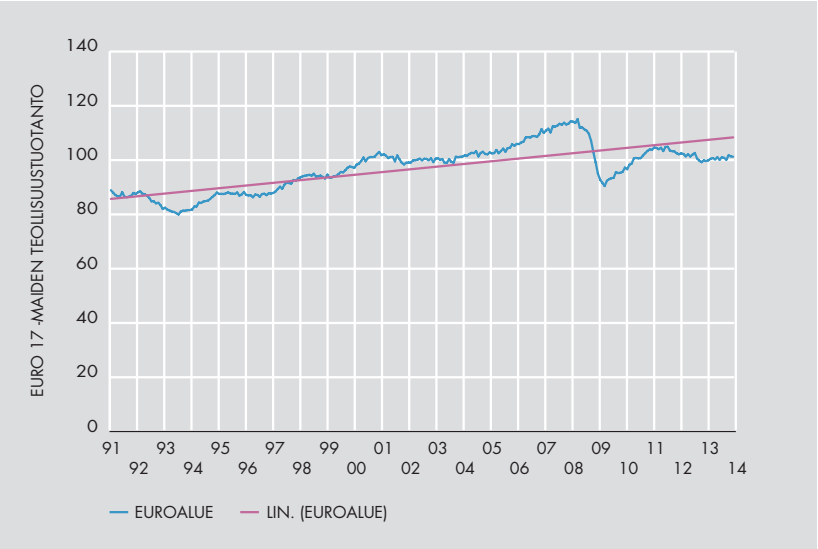
120 S&P Capital IQ käyttää harmonisoituna lähteenään IHS Global Insights tietokantaa, jonka määritelmä eroaa hieman esim. Tilastokeskuksen raportoimasta vaihtotaseen alijäämästä (-€2,7 ja -€1,6 miljardia vuosina 2012 ja 2013).

käsitellyt rakenteelliset ongelmat. Tässä jaksossa tuotetaan kvantitatiivinen arvio siitä, kuinka suuri euromaiden hyvinvointitappio on saattanut olla.

Visuaalisesti tämä tappio näkyy siiä, kuinka paljon euroalueen teollisuustuotanto on jäänyt jälkeen trendikehityksestään, ohessa. Voidaan sanoa että euromaat kasvoivat tasaisemmin vuoden 1992 valuuttakurssikriisin jälkeen kuin vuoden 1999 euron käyttöönoton jälkeen. Varsinkin vuoden 2008 jälkeinen kehitys on aneemista. Hyvinvointitappion arvioiminen tukeutuu laajempaan mittariin, euroalueen BKT:n kehitykseen.

KUVIO 15.

Euromaiden teollisuustuotanto 1991–1/2014



Lähde: EKP, Eurostat

Arvio muodostetaan käyttämällä useampaa tilastollista mallityyppiä. Niiden avulla muodostetaan tilastollinen yhteys USA:n ja Euroopan rahaliiton reaalisen BKT:n kehitykselle.[121] Tutkimuksen ensi vaiheessa jo osoittautui, että tämä yhteys oli hyvin vahva vuoden 2007 loppuun saakka, mutta että sen jälkeen yhteys on katkennut. Havaitun, vuoteen 2007 saakka ulottuvan korrelaation avulla arvioidaan seuraavassa vaiheessa, kuinka paljon euroalueen reaalinen BKT on jäänyt jälkeen siitä, minkä kehityspolun se olisi voinut saavuttaa, jos kriisiä edeltävä yhteys näiden suuralueiden BKT-lukujen välillä olisi vallinnut vielä eurokriisin aikana.

121 Nämä mallit alistetaan diagnostisille tarkistuksille ja jäännöstermin osalta selvitetään mallin riittävyys "hendryläisessä" (Hendry (1995)) tilastollisen päättelyn hengessä.

Käytetyt mallityypit[122]

Käytettävät tilastolliset mallityypit on valittu niin, että pystyisimme näkemään, onko euroalueen talouskasvu finanssikriisin alun jälkeen – jolloin valuviat laukesivat – ollut erilainen kuin sitä ennen. Kyse ei siis ole siitä, että yrittäisimme selvittää talouskasvun syyt sinänsä. Käytetyt mallit ovat seuraavat:

- Stokastinen differenssiyhtälö: euroalueen reaalisen BKT:n kehitystä selitetään sen omalla viiverakenteella sekä USA:n reaalisen BKT:n kehityksellä
- VAR-malli: euroalueen ja USA:n reaaliset BKT:t ovat molemminpuolisessa vuorovaikutussuhteessa
- VARX-malli: euroalueen ja Suomen BKT:n kehitystä selitetään myös Suomen BKT:n niiden omien viiverakenteiden lisäksi USA:n BKT:n kehityksellä

Emme tulkitse näitä tilastollisia riippuvuuksia siten, että vain käyttämämme tilastolliset aikasarjat selittäisivät havaitun kehityksen. Pikemmin ajattelemme niin, että esimerkiksi USA:n BKT toimii korvikemuuttujana laajemmalle joukolle euroalueen BKT:n kehitykseen vaikuttaville ilmiöille.

Mallien estimoinnissa käytetään havaintoja vuosilta 1995 I–2007 IV. Kaikki malleissa käytetyt aikasarjat ovat kausipuhdistettuja reaalisen BKT:n neljännesvuosiaikasarjoja (tasoina). Estimoinnin jälkeen mallien avulla muodostetaan tilastollinen ennuste sille, miten euroalueen (tai Suomen) BKT:n olisi odotettu käyttäytyvän, jos ennen eurokriisiä vallinneet lainalaisuudet olisivat voimassa ennusteperiodilla 2008 I–2013 III. Ennusteina käytetään yhden askeleen ennusteita, joiden muodostamisessa estimoituun malliyhtälöön syötetään ennustettavan BKT-muuttujan toteutuneet arvot. Näin pyritään pitämään huolta siitä, että ennuste on tilastollisilta ominaisuuksiltaan mahdollisimman hyvä.

Tulokset

Tulokset on esitetty kirjan liitteessä 2. Stokastisen differenssiyhtälön antama kumulatiivinen ennustevirhe vuoteen 2013 III tultaessa on –10,5. Se siis kertoo, kuinka paljon euroalueen BKT:n volyymi-indeksi on jäänyt jälkeen siitä, mitä malli ennustaa.

VAR-mallin antama kumulatiivinen ennustevirhe vuoteen 2013 III tultaessa puolestaan on –11,4, mikä on varsin lähellä stokastisen differenssiyhtälön avulla muodostettua kumulatiivista ennustevirhettä. Euroalueelle VARX-malli antaa

122 Nämä esitetään liitteessä matemaattisesta tilastotekniikasta kiinnostuneille.

ennustevirheeksi –9,8. Tämä on niin ikään hyvin linjassa sen kanssa, mitä kahdella muulla mallityypillä jo saavutettiin.

Suomen BKT:n pudotus oli suurempi kuin euroalueella keskimäärin eurokriisin alkaessa mutta myös vuosien 2011–2013 aikana. Kumulatiivinen ennustevirhe vuoteen 2013 III tultaessa on Suomen osalta peräti –24,6. Nokian menestys 2000-luvulla näkyi Suomen vahvana talouskehityksenä. Mallin tarjoama ennuste tämän jälkeiselle talouskehitykselle muodostui siksi optimistisemmaksi, kuin mitä toteutunut kehitys sittemmin osoittautui olevan.

Tulosten tulkinta

Kaikilla tässä kirjassa käytetyillä malleilla on päädytty siihen, että euroalueen reaalisen BKT:n volyymi-indeksi on kumulatiivisesti jäänyt eurokriisin myötä 10 % pienemmäksi, kuin mitä tilastollisten mallien perusteella olisi pitänyt tapahtua. Tälle tulokselle on luontevaa antaa tulkinta, että se heijastaa kumulatiivista hyvinvointitappiota. Se mittaa tavallaan sitä etäisyyttä, jonka verran toteutuneen BKT:n kehitys on jäänyt jälkeen siitä potentiaalisen BKT:n aikaurasta, jolla se olisi, jos eurokriisi seuramuksineen ja politiikkatoimenpiteineen olisi edennyt samalla tavalla kuin USA:n finanssikriisi.[123]

EUROALUEEN REAALINEN BKT ON JÄÄNYT 10 % JÄLKEEN SIITÄ MITÄ SE OLISI VOINUT OLLA JOS KASVU OLISI JATKANUT SAMALLA URALLA KUIN ENNEN FINANSSIKRIISIÄ.

Kun USA:n talous on selviytynyt kriisistä paremmin, merkitseekö tämä sitä, että vahva liittovaltio pystyy tehokkaammin hoitamaan kriisit kuin valtioiden heikko liitto? Johtuuko mallin antama ennustevirhe euroalueen valuvioista vai virheellisestä politiikasta eurokriisin hoidossa?

Varmaan tarvittaisiin enemmän tutkimustyötä näiden kysymysten selvittämiseksi. Perusteltavissa on joka tapauksessa väite, että euroalueen valuviat ovat vakavat siihen verrattuna, miten USA:n liittovaltio toimii (tätä analysoidaan tuonnempana tarkemmin) ja miten se on kyennyt hallitsemaan kriisinsä. Vaikka euroalueen valuviat laukesivat kriisin käynnistyessä, olisiko euroalue selvinnyt pienemmin hyvinvointitappioin, jos kriisin hallinnassa olisi valittu toisenlaiset ratkaisut? Tätäkään malli ei kerro. Sellainen väite on kuitenkin puolustettavissa, että euroalueen USA:ta heikompi selviytyminen kriisistä johtuu euroalueesta itsestään – sen rakennevioista ja/tai valitusta politiikasta. Tämän tulkinnan puolesta puhuvat seuraavat näkökohdat:

123 Havaittua 10 %:n kumulatiivista poikkeamaa ei toki kannata verrata esim. vuonna 1929 käynnistyneen Suuren Laman aikana tapahtuneeseen BKT:n pudotukseen, joka USA:ssa oli peräti –33 %. Koko euroalueen BKT putosi pahimmillaan 3,6 % vuonna 2009. Silti 10 %:n hyvinvoinnin menetys suhteessa siihen, mikä talouskasvun olisi odottanut olevan, on merkittävä pysyvä kustannus.

Ennen USA:n taloussokkia euroalueen talous seurasi USA:n taloudellista kehitystä varsin tiiviisti. Kummankin alueen vuotuinen reaalinen talouskasvu vuosina 1999–2008 oli 2,3 %.

Vaikka USA on vuosien 2008–2009 talouskriisinsä jälkeen ripeästi palannut kasvu-uralle, euroalue ei ole kyennyt seuraamaan. Sen talous on jo usean vuoden ajan junnannut paikallaan. Euroalueen paikalleen jääminen ei siis johdu USA:sta.

Euroalueen paikalleen jääminen ei myöskään johdu muista maailmantalouden tekijöistä. Raaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat ovat laskeneet, öljyn hinta on ollut pitkään laskussa, Kiinan talous kasvaa yhä vahvaa vauhtia. Mistään muualta maailmantaloudesta euroalueelle ei ole tullut sokkeja, jotka selittäisivät euroalueen talouden kasvun pysähtymisen.

10.2 Miksi kasvuvaikutusten arviointi on tärkeää?

Avainkysymys rahaliiton kriisin arvioimisessa on kehitteillä olevien EU:n rahaliiton uusien instituutioiden vaikutus tuottavuuteen ja sitä kautta taloudelliseen kasvuun ja kansalaisten hyvinvointiin. Taloushistoria todistaa, että pienikin ero kasvuasteessa voi johtaa aikaa myöten dramaattiseen kumulatiiviseen menetykseen. Kriisit tulevat ja menevät ja niillä on pitkällä tähtäimellä ollut vain tilapäinen vaikutus kasvuun. Kasvuvauhdin määräävät kuitenkin – tosin vaikeasti ennakoitavalla tavalla – instituutiot ja niiden tehokkuus tai tehottomuus.

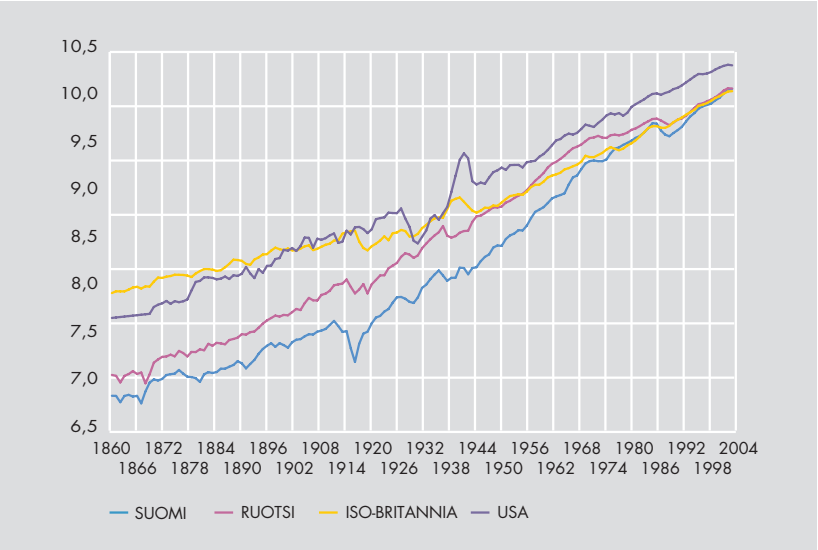
Kirja ottaa oheisen kuvion näkemykselliseksi lähtökohdakseen. Kuviossa 16 esitetään henkeä kohden lasketun reaalisen BKT:n kehitys vuosina 1860–2004 Isossa-Britanniassa, Yhdysvalloissa, Ruotsissa ja Suomessa. Merkittävä havainto on tämä: maailman vaurain maa jakson alussa (Iso-Britannia) putoaa vuoteen 1985 mennessä tämän ryhmän matalimman tulotason maaksi, jolloin sen henkeä kohden lasketut kokonaistulot ovat vain kaksi kolmasosaa USA:n tuloista. Tämän dramaattisen kumulatiivisen hyvinvoinnin menetyksen saa aikaan se, että USA:n ja Ison-Britannian keskimääräisen kasvuvauhdin ero on vaivaiset 0,4 prosenttiyksikköä vuodessa.[124]

Toinen merkittävä havainto on, että esitetyistä maista Suomen kasvu on eronnut muista Toisen Maailmansodan jälkeen. Yhdysvallat, Iso-Britannia ja Ruotsi ovat kasvaneet suunnilleen yhtä paljon, mutta Suomi on yltänyt niitä suurempaan kasvuun. Tämä on oleellista, kun pyritään arvioimaan, voisiko euroalueen kehitys kohti liittovaltioksi parantaa Suomen tulotason kasvua vai ei.

124 Taloustieteen nobelisti Robert Lucas on painottanut sitä, että talouspolitiikan onnistumista ja talouden suorituskykyä tulee mitata kasvuvaikutuksilla. Niinpä pitkällä tähtäimellä jopa finanssikriisit olisivat toissijaisia, pääasiassa varallisuuden uusjakoa aikaansaavia ongelmia. Ne ovat tuhoisia, mutta jos ne eivät tuhoa talouden tuotantopotentiaalia, niistä selvitään (Lucas, R.E., Lectures on Economic Growth, Harvard University Press, 2002).

KUVIO 16.

Ison-Britannian, USA:n, Ruotsin ja Suomen kasvuasteet 1860–2004 ostovoimapariteetein.



Aineistolähde: Bolt ja Van Zanden (2013)

Kuvion mukaan taloudellinen kasvu on ollut erittäin pysyvä ilmiö maailmantaloudessa.[125] Koko aikajaksoon sisältyy vain kaksi osajaksoa, joissa jonkin maan talous on todella painunut syvään ja melko pitkäkestoiseen taantumaan. Suomen osalta tällainen jakso olivat 1910-luvun loppuvuodet ja USA:n osalta 1930-luvun lama. Kasvu tullee siis palaamaan myös nyt käynnissä oleva talouskriisin jälkeen.

EU:n nettomaksajamaiden nettomaksuosuus on noin 0,34 % bruttokansantuotteesta vuodessa. Tämä tulo käytetään käytännössä EU:n toimintakulujen ja yleiskulujen kattamiseen, eikä maksuosuus välttämättä tule riittämään pitkällä aikavälillä.

Pitkällä aikavälillä on siis kansalaisten hyvinvoinnin kannalta erittäin tärkeätä, synnyttääkö euro lisää tai vähemmän kasvua henkeä kohden. Jopa erittäin pienet rasitukset kasvavat aikaa myöten suuriksi tulonmenetyksiksi. Jos Euroopan unioni jää esimerkiksi pelkästään yllä mainitun 0,34 prosentin vuotuiseksi lisäkulueräksi jäsenmaidensa budjetteihin, käy unionin jäsenmaille seuraavien vuosikymmenien aikana samalla tavalla kuin kävi Englannille kuvion kattamalla aikajaksolla.

Aihetta huoleen on. Unionin organisaatio tuntuu jatkuvasti tuottavan uusia normeja ja lainsäädäntöä, jotka lienevät hyvää tarkoittavia, mutta jotka monilta osin

125 Pystyakselilla on henkeä kohden laskettu logaritminen reaalinen BKT.

saattavat rajoittaa unionin jäsenmaiden kilpailukykyä. Kilpailijat unionin ulkopuolella eivät välttämättä toteuta samoja uudistuksia, vaan käyttävät tietoisesti kilpailuetuja hyväkseen. Euroopan unionin pitäisi pystyä olemassaolollaan ja myötävaikutuksellaan luomaan jäsenmaissaan innovaatioita ja taloudellista toimintaa, joka kiihdyttäisi kasvua enemmän kuin nettomaksuosuuden verran, jotta unionin jäsenmaat pysyisivät edes kilpailijoiden vauhdissa mukana. Kun nykyisin tiedon ja toimintatapojen siirtyminen on erittäin nopeaa, on lähes mahdotonta pitää realistisena sellaisten pelkästään EU:n jäsenmaiden hyödynnettäviksi jäävien kilpailuetujen jatkuvaa virtaa, jota edellä mainitun tavoitteen saavuttaminen ja ylläpitäminen edellyttäisi.

Toinen mahdollisuus lienee siinä, että Euroopan unioni organisoituu Euroopan Yhdysvalloiksi ja saneeraa koko liittovaltion ja paikallishallinnon kustannuksia riittävästi, jolloin kasvuvuoto voisi periaatteessa lakata. Tällaisen saneerauksen suunta ei vallitsevassa tilanteessa näytä kovin realistiselta.

Euroalueen osalta tilanne on osittain toinen kuin koko EU:ssa. Jäsenmaiden talouspoliittista liikkumavaraa on jo supistettu ja saatetaan supistaa edelleen keskusjohtoisen talouspoliittisen ohjauksen hyväksi. Ei ole selvää, parantaako tämä yhteisön keskimääräistä tulotason kasvua ja kuinka pitkän ajan kuluessa. Yksittäisen jäsenmaan kannalta on tämän lisäksi epäselvää, johtaako keskitetympi talouspolitiikka juuri sen maan kannalta edullisempaan tulotasoon vai ei. Jäsenmaiden historiasta voi osapuilleen päätellä kansallisen talouselämän ja talouspolitiikan suorituskykyä. Mitään vastaavaa ei voi päätellä täysin uuden ja kokemattoman liiton osalta. Tämä on historiallisesti suhteellisen hyvään tulotasoon yltäneen Suomen kannalta riski.

Minkälainen on Euroopan rahaliiton talouskehitys tulevina vuosina nykyisen taloudellisen arkkitehtuurin ja sen korjausyritysten varassa?

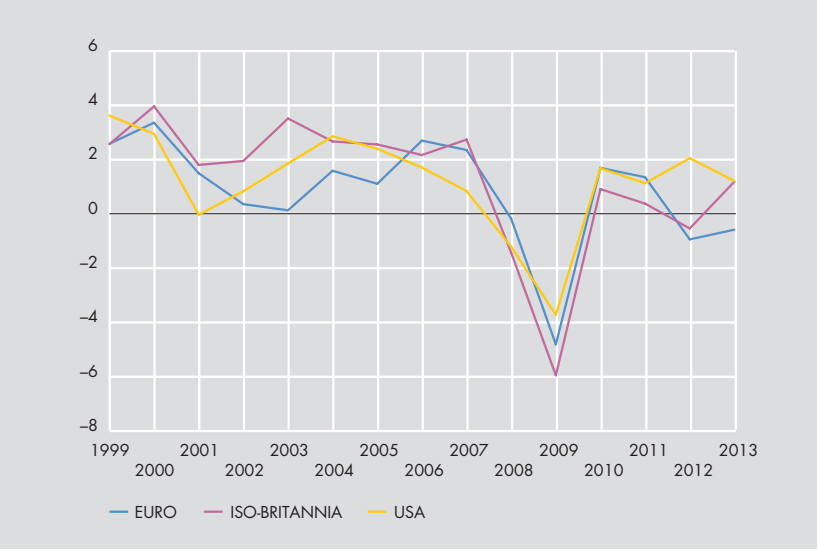
10.3 Finanssikriisi ja euroalueen toimet

Kriisin yleiskuva

Euroalueen talouskehitys oli ennen vuosien 2007–2009 kriisiä pitkälti samansuuntainen kuin USA:ssa ja Englannissa (ks. kuvio 17). Reaalikoroilla arvioituna kaikilla alueilla (ks. kuviot 18 ja 19), mutta erityisesti USA:ssa ja euroalueella on harjoitettu käytännössä koko euron olemassaolon ajan joko neutraalia tai elvyttävää talouspolitiikkaa. Valtiot ovat velkaantuneet eli niillä on ollut jatkuvasti julkisia vajeita, ja korot ovat olleet alhaisilla tasoilla. Euroalueen nykyinen talouskehitys on alkanut yhä enemmän muistuttaa Japania, jonka talous käytännössä ei ole viimeisten 20 vuoden aikana kasvanut lainkaan.

KUVIO 17

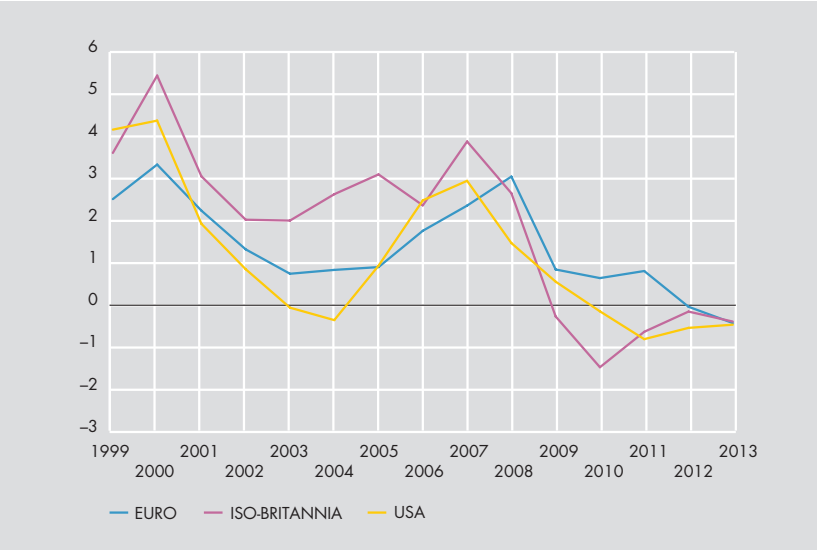
Talouskasvu euroalueella, Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa



Lähde: AMECO

KUVIO 18

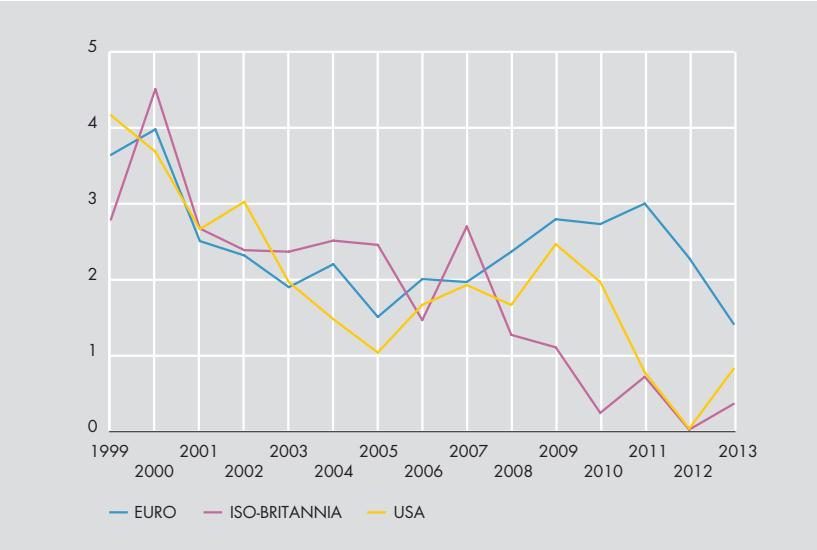
Reaalinen lyhyt korko euroalueella, Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa



Lähde: AMECO

KUVIO 19

Reaalinen pitkä korko euroalueella, Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa



Lähde: AMECO

Kaikki kolme aluetta, euroalue, USA ja Englanti toteuttivat erittäin mittavia toimia finanssisektorien vakauttamiseksi vuosien 2007–2009 kriisin jälkeen. USA:ssa toteutettiin TARP-ohjelma (Troubled Asset Relief Program) ja Englannissa sekä euroalueella toteutettiin merkittäviä vakautusohjelmia. Vaikka kriisin yleiskuva on samansuuntainen kaikkien kolmen alueen osalta, kriisin vaikutukset rahaliiton sisällä olivat hyvin erilaisia. Irlanti, Kreikka, Portugali, Espanja ja Italia ajautuivat huomattavasti vakavampiin taloudellisiin ongelmiin kuin esimerkiksi Suomi ja Saksa. Vuosien 2007–2009 finanssikriisi kohteli euroaluetta epäsymmetrisesti aivan kriisin alkuaikoja lukuun ottamatta. Kriisi osoitti euroalueen haavoittuvuuden.

Kriisimaille syntyy avuntarve

Vuosien 2007–2009 finanssikriisi aiheutti pääomavirtojen nopean kääntymisen pois monista eteläisen Euroopan maista. Äkkikäännökset rahoituksen saatavuudessa johtivat siihen, että maista poistuva yksityinen velkaraha oli korvattava julkisella velkarahalla. Eteläisten talouksien julkisen velan kasvaessa kriisin jälkeen kävi suhteellisen nopeasti selväksi, että osa niistä tulee tarvitsemaan tukea muilta euromailta selvitäkseen ongelmistaan ja pysyäkseen euroalueen jäseninä. Tässä tilanteessa millä tahansa yksittäisellä jäsenmaalla olisi käytännössä ollut mahdollisuus kieltäytyä avunannosta. Ilman tukea ongelmiin ajautuneet jäsenmaat olisivat kuitenkin päätyneet nopeasti maksukyvyttömyystilaan.

Miksi Saksa, Suomi, Hollanti, Itävalta, Luxembourg ja Ranska olivat lopulta valmiita hyväksymään yhteisvastuun? Rahaliiton toteuttamiseksi oli Euroopan unionissa tehty paljon työtä Maastrichtin sopimuksesta alkaen. Päätöksentekijät eri maissa ymmärsivät, että jos rahaliitto hajoaa noin 10 vuotta perustamisensa jälkeen, Euroopan integraatiokehitys kokee erittäin vakavan vastoinkäymisen. Päätöksentekijät, jotka itse tai joiden taustavoimat olivat joutuneet perustelemaan rahaliiton etuja kotimaissaan, olisivat kohdanneet epäonnistumisen.

OSA III

Euroopan yhdentymisen jatkosuunnitelmat

11. Voiko valuuttaunioni toimia ilman poliittista unionia?

Maailmanhistoria ei juuri tunne esimerkkejä onnistuneista itsenäisten valtioiden välisistä valuuttaliitoista. Latinalainen rahaliitto vuosina 1865–1927 kärsi koko olemassaolonsa ajan joidenkin osallistujamaiden, erityisesti Kreikan, yrityksistä alentaa kolikoiden metallipitoisuutta (Einadi 2000). Neuvostoliiton hajoamisen jälkeen perustettu ruplaunioni hajosi kahdessa vuodessa osallistujamaiden itsenäisten keskuspankkien harjoittamaan voimakkaaseen luottoekspansioon (Pomfret 2002). Ruotsin, Tanskan ja Norjan vuosina 1873–1913 muodostamaa Skandinavian valuutta-aluetta pidetään yleisesti onnistuneimpana kaikista Euroopan itsenäisistä valuuttaliitoista (Bergman 1999). Rahaliiton maat kuitenkin kärsivät useista maakohtaisista epäsymmetrisistä sokeista kyseisten neljän vuosikymmenen aikana. Yhä toiminnassa oleva CFA-frangialue keski- ja läntisessä Afrikassa on ollut ehkä toimivin kaikista itsenäisistä, usean maan yhteisvaluutta-alueista. Siihen kuuluvien maiden talouskasvu on kuitenkin ollut alhaista ja kiinteä valuuttakurssi on voimistanut ulkoisten sokkien vaikutusta (Zhao ja Kim 2009). CFA-alueesta on myös vuosien saatossa eronnut useita maita.

Kaikki pidempään toimineet useiden maiden muodostamat yhteisvaluuttamekanismit ovatkin olleet liittovaltioita tai valtioliittoja (Bordo ja Jonung 1999, Bordo ja James 2008, Capie 1998). Jotkin itsenäiset valuuttaliitot ovat kestäneet toiminnassa pitkäänkin, mutta ne ovat altistaneet osallistujamaat sekä ulkoisille että sisäisille sokeille (Bergman 1999, Bordo ja Jonung 1999, Zhao ja Kim 2009). Valuuttaliittojen riesana on ollut myös hidas taloudellinen kasvu (Zhao ja Kim 2009). Keskeistä valuuttaliittojen onnistumiselle on ollut poliittinen tahto ja fiskaalinen integraatio (Bordo ja James 2008).

KAIKKI PIDEMPÄÄN TOIMINEET USEIDEN MAIDEN MUODOSTAMAT YHTEISVALUUTTAMEKANISMIT OVAT OLLEET LIITTOVALTIOITA TAI VALTIOLIITTOJA.

Valuuttaunionien historia siis osoittaa, että yhteisvaluutat ovat toistuvasti altistuneet rahapolitiikkaan, kilpailukykyyn ja tuotantoon kohdistuville epäsymmetrisille sokeille (Bordo ja Jonung 1999, Rockoff 2000). Ei ole syytä olettaa, että euroalueen tulevaisuus poikkeaisi tästä. Yhteisvaluutat toimivat usein verrattain hyvin talouden noususuhdanteissa. Kilpailukyky- ja tuottavuuserot voivat kuitenkin rasittaa yhteisvaluuttoja (Malinen ja Kuusi 2014). Näiden seurauksena esimerkiksi Yhdysvalloissa jotkin osavaltiot ovat likimain pysyvästi liittovaltion tulojen nettosaajia ja

toiset nettomaksajia (Nordvig 2014). Ei ole perusteita olettaa, että euroalueen liittovaltion tulevaisuus tästä poikkeaisi.

Yhteisvaluuttojen todelliset haasteet liittyvät kuitenkin taantumiin ja talouskriiseihin, jolloin yhteinen rahapolitiikka ei yleensä ole samalla tavalla sopiva kaikille valuuttaunioniin kuuluville maille (Beckworth 2010, Rockoff 2000). Taantuman ja talouskriisin kohdatessa valuuttaunionia niiden suurimmaksi ongelmaksi muodostuvat eritoten niin sanotut *sudden stop* -tilanteet. Näissä tilanteissa yksityisten pääomien virta yhtäkkisesti kääntyy pois heikoimmista valuutta-alueen maista. Vuosien 2007–2009 finanssikriisi esimerkiksi aiheutti yksityisten pääomien vetäytymisen euroalueen eteläisistä pohjoisiin maihin (Merler ja Pisani-Ferry 2012, Sinn ja Wollmershaeuser 2011).

Sudden stop -tilanteet johtavat itsenäisen valuutan maassa valuutan ulkoisen arvon nopeaan laskuun. Tämä vähentää maan tuontia, lisää sen vientiä ja tekee maan houkuttelevammaksi investointikohteeksi. Nämä muutokset tasapainottavat maan vaihtotasetta (Atish ym. 2013). Yhteisvaluutan oloissa tämä tasapainotusmekanismi kuitenkin puuttuu. Sen seurauksena yksityisen pääoman poistuminen johtaa nopeasti maan rahoitussektorin ongelmiin, ellei poistunutta yksityistä pääomaa korvata muulla rahalla. Vuosien 2007–2009 finanssikriisin jälkeen euroalueella tehtiin juuri näin. Yksityisen raha pakeni Kreikasta, Irlannista, Portugalista ja Espanjasta, ja se korvattiin EKP:n TARGET2 järjestelmän, ERVV:n, IMF:n ja maiden välisten kahdenkeskisten sopimuksien kautta annetuilla lainoilla (Merler ja Pisani-Ferry 2012, Sinn ja Wollmershaeuser 2011). Tämä turvasi kriisimaiden maksukyvyn, mutta velkojen ehtona olleet säästötoimet johtivat myöhemmin kyseisten maiden kasvun hidastumiseen ja palkkojen laskuun (Malinen ja Kuusi 2013).

Suuren Laman aikaan Yhdysvalloissa koettiin samanlaisia ongelmia. Ne kompensoitiin kuitenkin liittovaltion vastikkeettomilla tulonsiirroilla, kuten työttömyyskorvauksilla ja muulla sosiaaliturvalla sekä maataloustuilla. Vuosien 1929 ja 1933 välisenä aikana esimerkiksi Minneapolisin alueellisen keskuspankin toiminta-alue menetti 247 miljoonan dollarin edestä pankkitalletuksia, mutta saman ajan kuluessa se vastaanotti 229 miljoonan dollarin edestä liittovaltion tulonsiirtoja (Hartland 1949). Samanaikaisesti Bostonin keskuspankin toiminta-alue vastaanotti 664 miljoonan dollarin edestä yksityisiä tilinsiirtoja menettäen samanaikaisesti 575 miljoonan dollarin edestä liittovaltion tulonsiirtoja (Hartland 1949, Rockoff 2000).

Mikäli yhteisvaluuttaan kuuluvat maat eivät jaa tuottoja ja kustannuksia toistensa kesken, tulevat yksittäiset valuutta-alueen maat toistuvasti kärsimään niiden tuotantoon ja/tai valtiontalouteen kohdistuvista sokeista (Malinen ja Kuusi 2013). Suunniteltu pankkiunioni ja velkaantumisrajoitteet eivät tule poistamaan tuotantoon tai kilpailukykyyn kohdistuvia epäsymmetrisiä sokkeja, eivätkä ne myöskään pyri kompensoimaan epäsymmetristen sokkien kustannuksia niistä kärsiville maille. Epäsymmetristen sokkien vaikutukset on mahdollista kompensoida ainoastaan

vastikkeettomilla tulonsiirroilla tai hyvin joustavalla kansallisella kustannustasolla ja taitavalla sopeutumista edistävällä talouspolitiikalla.[126]

Monelta osin euroalue on uudelleen elänyt itsenäisten maiden valuuttaliittojen historiaa. Sitä ovat viimeisten kuuden vuoden aikana ravistelleet sekä ulkoiset että sisäiset taloudelliset sokit. Samalla euroalueen talouskasvu on merkittävästi taantunut. Euroalueella onkin valuuttaliittojen historian valossa vain kaksi taloudellisesti kestävää pitkän aikavälin vaihtoehtoa: syvenevän tai vähenevän integraation tie. Syvenevä integraatio vie liittovaltioon ja vähenevä euroalueen osittaiseen tai täydelliseen purkamiseen.

12. Poliittisen unionin sisältö ja tavoite

Euroalue on vakavissa ongelmissa talouskriisin takia. Myös euroalueen ulkopuolella kriisi ja sen eri seuraamukset ovat heikentäneet EU-integraation kannatusta. Ei ole poissuljettu, etteikö yksi tai useampi euroalueen jäsenmaa voisi irtaantua yhteisvaluutasta ja joku maa EU:sta. Kriisimaiden tukitoimet ja EKP:n setelirahoitus ovat pitäneet euroaluetta pystyssä.

Rahaliiton tulevaisuutta on pohdittu monissa raporteissa (ks. jäljempänä). Keskeiseksi toimijaksi on EU:n instituutioiden ohella nousemassa jäsenmaista Saksa. Ranskan vaikutusvalta on vähentynyt sen oman talouden kangerrellessa. Suomen viime vuosien europolitiikka on pitkälti ollut Saksan linjausten seuraamista. Sen takia on suomalaisille tärkeä ymmärtää, että euroalueen käytännön liittovaltio tietyin ehdoin on Saksalle ja saksalaisille taloudellisesti edullista. Sitoutumalla jatkossakin Saksan eurolinjauksiin Suomi siten edistää nimenomaan Saksan eikä välttämättä Suomen omaa taloudellista hyvinvointia.

Saksan ajaman poliittisen unionin yleiset piirteet

Euroalueen integraatiota rakennetaan federalistisen mallin mukaan. Kyse on eräänlaisesta liittovaltion muodosta. EU:n perussopimus kieltää valtioiden tukemisen yhteisin toimenpitein, mutta sopimusta on rikottu jo useaan otteeseen.

Poliittinen Saksa ajaa rahaliitosta poliittista unionia. Saksa haluaa sitä johtaa, tosin yhteistyössä muiden kanssa. Saksalaiset eivät käytä mallistaan liittovaltio-nimitystä. He puhuvat yhteisöllisyyden lisäämisestä, joka viittaa laajaan yhteiseen vastuuseen talousasioista.[127] Saksalaisessa ajattelussa, jota kaikki merkittävät saksalaiset puolueet tukevat, poliittinen unioni koostuisi kolmesta osasta. Ne ovat:

126 Sokit esiintyvät harvaan dramaattisten kriisien muodossa. Useimmat sokit antavat viranomaisille sopeutusaikaa, ehkä jopa vuosia. Vaikeus on usein sokkien identifiointi ajoissa ja sen jälkeen sopiminen siitä, mitä niille pitää tehdä. Suomen talouden viime vuosien rakennekriisi on tästä hyvä esimerkki. Jo vuosia ennen kuin Nokia ja paperiteollisuus alkoivat supistua, oli ilmeistä, että tämä riski oli olemassa.

127 Tulkinta Saksan linjasta perustuu Saksan johtavien poliitikkojen julkisiin esiintymisiin ja tarkkailijoiden tekemiin johtopäätöksiin.

1. Pankkiunioni, johon sisältyy yhteinen pankkivalvonta, kriisinratkaisuviranomainen ja kriisirahasto sekä yhteinen talletussuoja.

2. Fiskaalinen unioni, johon sisältyisi suuri yhteinen budjetti, euromaiden valtiovarainministeriö, yhteistä verotusta, eurobondit ja laaja verotuksen harmonisointi.[128]

3. Talousunioni, jonka käsite on edellisiä epäselvempi, mutta se voisi sisältää muun muassa yhteistä kasvu- ja rakennepolitiikkaa, energiapolitiikkaa, työmarkkina-asioita ja muuta talouspolitiikkaa.

SAKSAN AJAMA POLIITTINEN UNIONI = LIITTOVALTIO

Pankkiunioni Fiskaalinen unioni Talousunioni

Edellä olevaan malliin ranskalaiset ovat lisänneet sosiaaliunionin. Ranskan valtiovarainministeri on ehdottanut siihen sisällytettäväksi yhteisiä työttömyysrahastoja ja työllisyyttä edistäviä toimenpiteitä. Keskustelu tästä laajennuksesta on ollut varsin laimeata Saksassa. Ranska on askarrellut pääasiassa fiskaalisen unionin tulkintojen kanssa (ks. jäljempänä). Ranskan johto vetoaa usein solidaarisuuteen euromaiden kesken.

Miksi Saksa pitää kriisimaat eurossa ja ajaa poliittista unionia?

Julkisuuteen tulleiden tietojen mukaan Saksa on säästänyt julkisen velan korkomenoissa 41 miljardia euroa vuosina 2010–2014.[129] Hyöty syntyy tosiasiallisten ja budjetoitujen korkomenojen välisestä erosta sijoittajien etsiessä turvasatamaa. Saksan liittotasavallan velkakirjojen korot laskivat mainittuina vuosina keskimäärin lähes prosenttiyksiköllä. Toinen ja vielä tärkeämpi seikka on, että Saksa voi ylläpitää vaihtotaseensa ylijäämää ilman luottotappioita. Tämä ylijäämä jää maan kasvumoottoriksi samalla, kun siihen liittyvät sijoitustappiot on sosialisoitu muille 17 euromaalle. Saksan vientituotteiden ostajat ovat rahoittaneet hankintaansa osittain luotolla. Viejien tulot kasvattavat pankkiensa rahoitusta, joka osittain käytetään ostajien luottojen rahoittamiseksi. Aikanaan osa rahoituksesta käytettiin myös ulkomailla sijaitsevien kiinteistöjen hankintaan ja niiden rakentamiseen. Velallisten taloudellisen tilanteen huononnuttua pankkien saatavia voitiin pelastaa vain tukemalla pankkeja suoraan tai niitä tukevia jäsenmaita rahoittamalla.

128 Kiintoisaa on silti, että virallinen Saksa yhä vastustaa eurobondeja. Kysymys lienee: kuinka kauan?
129 Tiedot perustuvat saksalaiseen elokuun 19 päivän 2013 Spiegel-lehteen http://www.spiegel.de/international/europe/germany-profiting-from-euro-crisis-through-low-interest-rates-a-917296.html

Vaihtotaseensa kautta Saksa luotottaa muita euromaita. Kun sen vaihtotaseen kumulatiivinen ylijäämä on jo suurempi kuin 1 000 miljardia euroa[130], euro on poikinut Saksalle kultamunia. Saksan intressissä ei ole laskea kriisimaita ulos eurosta. Sitä paitsi Saksa on riippuvaisempi euromarkkinoista kuin muusta maailmantaloudesta. Saksa saa myös merkittävää hyötyä heikosta eurosta maan kilpailukykyyn nähden. On arvioitu, että jos Saksalla olisi oma raha, sen arvo olisi dollariin nähden jopa 1,60, kun euron kurssi nyt on noin 1,38 (maaliskuu 2014) eli huomattavasti alhaisempi. Alhainen kurssi tekee viennistä kannattavamman ja tuonnista kalliimman. Niinpä Saksan vaihtotaseen ylijäämä on 7 prosenttia suhteessa BKT:hen.

EU:n kehityksen ja sen kaavailujen demokratiavaje on vakava

Saksan vaatimus on ollut koko ajan, että poliittinen unioni tulee toteuttaa EU:n perussopimuksen muuttamisella. Yhteisvastuun vastineeksi Saksa on myös – usein Suomen tuella – vaatinut edistystä liittovaltion muissa osissa, ennen kaikkea pankkiunionissa ja jäsenmaiden finanssipolitiikan rajoittamisessa. Toistaiseksi Saksa on antanut periksi tämän vaatimuksen suhteen ja poliittista yhteisvastuuta onkin toteutettu perussopimusta muuttamatta ja myös kansalaisia kuulematta. Esimerkkejä tästä ovat ERVV, EVM ja fiskaalinen sopimus, sekä EKP:n harjoittama politiikka (OMT ym.)

Tämän hetken ”kuuma kysymys” onkin, kuinka pitkälle Saksa vielä antaa periksi. Tähän saakka Saksa on joustanut yllättävän paljon, vaikka se kaiken aikaa julkisesti kritisoikin yhteisvastuun lisäämistä ja jopa EKP:n politiikkaa. Joulukuussa EU:n huippukokouksessa hyväksyttiin EU:n kriisinratkaisuviranomainen ja kriisinratkaisurahasto. Rahastot perustetaan aluksi kansallisesti ja kymmenen vuoden kuluttua niistä tehdään yhteinen rahasto. Varat kerätään pankeilta perittävillä maksuilla. Euroopan parlamentti käsittelee parhaillaan näitä päätöksiä, eikä ole täysin niihin tyytyväinen. Tässäkin asiassa Saksa antoi lopulta periksi vaikka harasi pitkään vastaan.

Laaja-alainen poliittinen unioni olisi ehkä periaatteessa hyväksyttävissä, jos siitä tehtäisiin selkeä kokonaissuunnitelma, joka hyväksyttäisiin jäsenmaiden parlamenteissa ja/tai kansanäänestyksissä. Tätä ei selvästikään uskalleta yrittää, koska hanke lähes varmasti kaatuisi. Näinhän kävi alkuperäiselle Lissabonin sopimukselle, jonka ensin äänesti kumoon Ranska ja sitten Hollanti sekä Irlanti. Toistaiseksi on siis valittu toinen tie. Etenkin euroalueen päättäjät esittävät näkyvästi selvityksiä ja ehdotuksia tulevaisuuden liittovaltiosta. Näin voidaan täydellä syyllä väittää, ettei hanke missään vaiheessa etene salaillen tai kansalaisten tietämättä. Toisaalta selkeää liittovaltion mallia ei käytännössä esitetä kansalaisten tai niiden parlamenttien päätettäväksi. Päinvastoin, liittovaltion edellyttämät rakenteet ja ratkaisut tuodaan päätettäviksi vähä vähältä niin, ettei mikään yksittäinen päätös sinänsä näytä kovin merkittävältä. Näennäinen avoimuus ei kuitenkaan muuta

130 De Macedo ja Lempinen (2013).

tämän strategian heikkoa puolta. Federalistisen mallin läpivienti vaiheittain, pienissä erissä, on epädemokraattista ja EU:n perussopimuksen vastaista.

Onko federalistinen poliittinen unioni toimintakykyinen?

Olisiko federalistinen poliittisen unionin malli ylipäänsä toimintakykyinen ja tehokas? Monet näyttävät uskovan tähän. IMF uskoo selvityksissään pankki- ja fiskaalisen unionin täysimittaisen toteuttamisen pelastavan euron ja turvaavan vakauden euroalueella.[131] Tämä on IMF:n tutkijoilta yllättävänkin voimakas kannanotto.

Federalistinen malli ei olisi toimintakykyinen ja vakaa pelkästään hallinnollisen sääntelyn ja kurin avulla. Kutsumme tätä mallia heikoksi liittovaltioksi kirjan osassa IV. Komissio toteuttaisi sääntelyä käyttämällä jo olemassa olevia keinoja (kasvu- ja vakaussopimus, sixpack ym.), mutta näytöt niiden tehokkuudesta viime vuosilta ovat kehnot. Markkinakurin merkitys olisi ratkaiseva, jotta tällainen malli ylipäänsä toimisi. Perustavaa laatua oleva ongelma markkinakurin toimimiselle on kuitenkin mittava yhteisvastuu jäsenmaiden välillä, mikä estää tehokkaan markkinakurin. Tällöin moraalikato kasvaa eli mailta katoaa kannustin hoitaa talouksiaan kelvollisesti. Realistinen johtopäätös onkin, että federalistinen poliittinen unioni ei välttämättä olisi toimintakelpoinen vaihtoehto EU:n ja erityisesti euroalueen kehittämiselle, jos se jäisi heikon liittovaltion asteelle. Tarkastelemme pankkiunionin ja fiskaalisen unionin ongelmia seuraavissa jaksoissa tarkemmin. Talousunioni on siinä määrin heterogeeninen alue, että sitä emme käsittele. Siihen ei myöskään välttämättä liity samankaltaisia yhteisvastuun ongelmia kuin edellä olleeseen poliittisen unionin kahteen muuhun pilariin (pankkiunioni ja fiskaalinen unioni).

EU ja EMU ovat lisänneet toimintaansa suunnitelmatalouden piirteitä (kasvu- ja vakaussopimus, sixpack, twopack ym. komission sääntelyä ja valvontaa). Markkinakurin hyödyntäminen on pitkälle eliminoitu. Euromaat etenevät pienin ja välillä keskisuurin askelin kohden poliittista unionia. Näiksi askeliksi voidaan nähdä: (i) EKP:n julistus 2012 ostaa rajoituksetta kriisimaiden velkakirjoja (ii) EVM:n kasvattamishanke (iii) Yhteisen pankkivalvonnan perustaminen sekä päätökset yhteisestä kriisinratkaisuviranomaisesta ja vähitellen luotavasta yhteisestä kriisinratkaisurahastosta (iv) eurobondien tuleminen, vaikkakin aluksi vain yli 60 %:n julkisen velan osalta, niin sanotun velanpurkurahaston muodossa, jota komission työryhmä kehittelee parhaillaan. Jopa Saksassa esiintyy kaiken aikaa keskustelua siitä, miltä osin yhteisiä velkakirjoja voitaisiin laskea liikkeelle. Tätä keskustelua ovat Saksassa käyneet erityisesti sosiaalidemokraatit ja vihreät. Ranska ja Italia ovat jo pitkään esitettäneet eurobondien käyttöönottoa.

Rahaliiton käynnissä olevan prosessin demokratiavaje on huutava. Olisi perusteltua laatia kokonaispaketti, joka tähtäisi EU:n perussopimuksen muuttamiseen ja demokraattisen prosessin käynnistämiseen. Jos kansa sellaista kannattaa, se

131 IMF Staff Discussion Note, "A Banking Union for the Euro Area", February 2013; IMF Staff Discussion Note, "Toward a Fiscal Union for the Euro Area", September 2013.

voidaan toteuttaa, muutoin ei (vrt. Nordvig 2014). EU-poliitikot eivät kuitenkaan rohkene alistaa päätöksiä kansalle.[132]

13. Pankkiunioni: voiko viranomaisiin luottaa finanssikriisien ehkäisyssä?

Mikä on pankkiunioni?

Pankkiunionin tarkoitus on siirtää käytännön vastuu pankkijärjestelmän toiminnan vakaudesta kansallisilta viranomaisilta uusille euroalueen keskusviranomaisille. Euroalueen keskuspankkijärjestelmä on malli tälle kehitykselle, mutta keskittyminen näyttää valvonnan osalta vielä suuremmalta.

Pankkiunionin toteuttamisen jälkeen kaikki tärkeät päätökset tehdään keskitetysti, käytännössä virkamiesvoimin. Keskusviranomainen vastaa itse suurten europankkien valvonnasta. Kansalliset viranomaiset toimivat muidenkin pankkien osalta keskusviranomaisen ohjeiden mukaisesti ja sen valvonnassa. Omaehtoista, tietyn jäsenmaan tarpeisiin sopeutettua toimintaa ei ole odotettavissa. Kansallisista valvojista tulee siten pitkälti keskusviranomaisen sivukonttoreita. Päätösten synnyttämistä kustannuksista ovat kuitenkin viime kädessä yhteisvastuussa jäsenvaltioiden veronmaksajat.

On tarkoitus, että jäsenmaat luopuvat päätösvallastaan kolmessa asiassa. Vastuu pankkien valvonnasta siirretään Euroopan keskuspankille (EKP). Kriisipankkien hoito (pääomituksesta selvitystilaan) siirretään uudelle viranomaistaholle. Euroalueelle perustetaan uusi keskitetty talletussuojarahasto korvaamaan pientallettajien menetyksiä pankkien konkurssitapauksissa[133].

Yhteinen ja hyvin keskitetty pankkivalvonta perustettiin jo vuoden 2013 lopussa. Ennen työn virallista alkamista aikaisintaan vuoden 2014 lopussa selvitetään EKP:n stressitestillä euroalueen suurimpien pankkien tilaa ja pääomatarvetta. Stressitestin yhteydessä paljastuvat pankkien lisäpääoman tarpeet tyydytetään viime kädessä pankkien kotivaltioiden vastuulla. Sen jälkeen ilmaantuvat tarpeet tulisi hoitaa uuden yhteisvastuuseen perustuvan järjestelmän puitteissa.

Yhteinen kriisinratkaisujärjestelmä on alustavasti sovittu vuonna 2013 jäsenmaiden kesken. Sen toimintaperiaatteisiin kuuluu muun muassa sijoittajavastuun ensisijaisuus eli tappiot katetaan ensi vaiheessa omistajien ja pankin velkojien varoilla. Sen jälkeen olisi käytettävissä euroalueen pankkien varoista vähitellen koottu yhteisrahasto. Julkinen tuki tulee kysymykseen vasta tämän jälkeen, jollei pankin selvitystilaa hyväksytä.

132 Suomessa EU:hun liittyvää demokratiavajekeskustelua ovat ylläpitäneet erittäin aktiivisesti muun muassa Raimo Sailas ja Seppo Lindblom (Sailas 2013a,2013b, Lindblom (2013).

133 Jäsenmaiden vastuulla vielä olevat pääomasäädökset sisällytetään joskus pankkiunionin käsitteeseen. Tätä kysymystä ja siihen liittyviä ongelmia ei tässä käsitellä. Jos kuitenkin myös pankkien pääomatarve olisi euroalueen virkamiesten säädettävissä, olisi taas eräs euroalueen talouksien kysyntään vaikuttava talouspoliittinen väline siirtynyt jäsenmaiden päätösvallan ulkopuolelle.

Kriisipankin käsittely ja tappioiden käytännön jako ovat kuitenkin harkinnanvaraisia. Päätöksenteosta on edelleen erimielisyyksiä ja muun muassa euroalueen viranomaiset haluavat itselleen suurempaa ratkaisuvaltaa kuin monet jäsenmaat ovat valmiita niille antamaan. Myös kriisirahaston riittävyydestä ja aikataulusta on edelleen keskustelua.

Yhteisestä talletussuojajärjestelmästä ei toistaiseksi ole sovittu mitään. Kansalliset järjestelmät on kuitenkin sovittu muutettavan samanlaisiksi, mutta yhteisestä rahastosta tai rahastojärjestelmästä ei ole yksimielisyyttä.

Mitä pankkiunionilla tavoitellaan?

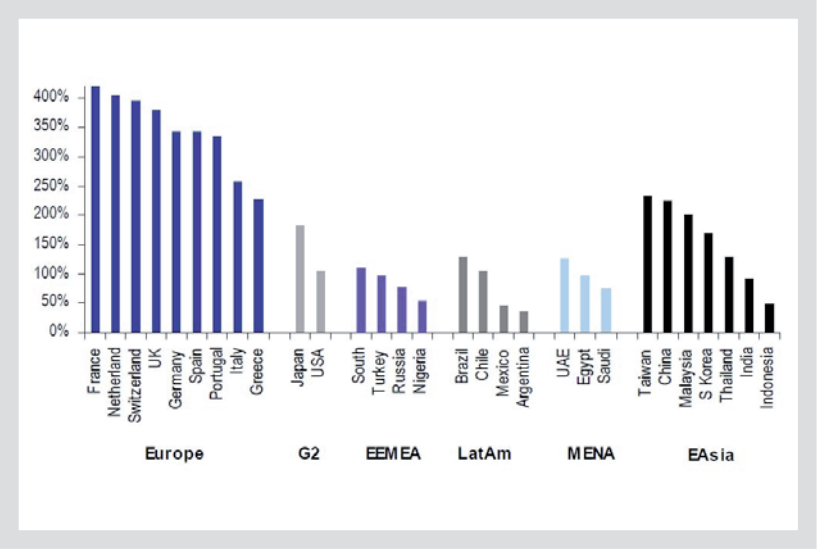
Pankkiunionin kannattajat perustelevat sen tarpeellisuutta monella eri tavalla: vain yhteiset viranomaiset haluavat tai osaavat huomioida eri jäsenmaiden ja niiden pankkien väliset erilaiset riippuvuudet. Yksittäisten jäsenvaltioiden ja niiden pankkien välinen taloudellinen kohtalonyhteys katkeaa. Epäterveet kytkennät kansallisten pankkien ja viranomaisten välillä loppuvat. Siirrytään pankkien tukemisesta sijoittajavastuun soveltamiseen. Vain yhteiset viranomaiset haluavat tai osaavat kohdella kaikkia euroalueen pankkeja samalla tavalla.

Yleensä pankkiunionin perusteluissa jäävät mainitsematta siihen liittyvät ongelmakohdat. Yleisen keskustelun tasapainottamiseksi tärkeimmät niistä käsitellään tässä. Ei ole näyttöä siitä, että suurempi tai kansainvälisempi valvoja suoriutuisi tehtävästään paremmin kuin kansallinen viranomainen. Unioni katkaisee kyllä yksittäisen valtion ja sen kriisipankin välisen yhteyden mutta vain siksi, että muut valtiot joutuvat kantamaan kriisipankista johtuvat kustannukset. Epäterveet kytkennät valvojan ja valvotun välillä eivät ole kansallinen erikoisuus, vaan niitä löytyy myös monikansallisten viranomaisten ja pankkien välillä. Sijoittajavastuun soveltaminen käytännössä riippuu pieneksi kaavaillun päättäjäjoukon kulloisestakin harkinnasta. Raja samalla tai eri tavalla kohdeltujen pankkien välillä ei uudessa järjestelmässä välttämättä poistu, vaan saattaa vain siirtyä.

Periaatteellisesti ehkä tärkein uuden pankkiunionin ongelma jää myös säännöllisesti mainitsematta. Jäsenmaat ovat nytkin euroalueen viranomaisten päätösten maksumiehinä. Jäsenmaiden mahdollisuus vaikuttaa näihin päätöksiin vähenee kuitenkin oleellisesti. Pankkiasiat siirtyvät pankkiunionin myötä virkamiesten ratkaistaviksi ja entistä enemmän yhteiskunnallisen keskustelun ja vaikuttamisen ulottumattomiin. Tämä ei ole vähäpätöinen kehitys, koska pankit ovat Euroopan talouteen verrattuina suurempia ja siten talouskehityksen kannalta tärkeämpiä kuin muualla maailmassa (kuvio 20).

KUVIO 20.

Pankkien taseiden loppusumma eri maissa suhteessa BKT:hen



Lähde: BoFA Merrill Lynch Global Research, Swiss Central Bank data, Haver

Pankkiunioni luo myös tarkoituksella paineita integraation lisäämiselle ja laajentumiselle. Ensiksi, vastuun siirto voi jatkossa toimia ennakkotapauksena muidenkin keskeisten vastuualueiden siirrolle. Toiseksi, pankkien mahdolliselle tukemiselle pitää jäsenmailla aina olla käytettävissä riittävästi rahoitusta. Tämä saattaa käytännössä rajoittaa etenkin pienten tai terveiden pankkijärjestelmiä ylläpitäneiden maiden talouspoliittista liikkumavaraa. Kolmanneksi, onnistuneessa pankkien valvonnassa on erityisen tärkeä tietojen riittävyyden ja oikeellisuuden varmistaminen. Viime kädessä tämä edellyttää, että euroalueen viranomaisilla on suora pääsy ja käskyvalta tällaisen tiedon lähteisiin. Seuraavaksi käsitellään hieman tarkemmin eräitä pankkiunionin tarpeellisuuden puolesta esitettyjä yleisluontoisia väittämiä.

Johtaako pankkiunioni parempaan valvontaan?

Hyvä pankkivalvonta on taloudellisen kehityksen kannalta oleellinen monesta syystä. Hyvin hoidettu pankki rahoittaa ennen kaikkea terveitä yrityksiä ja hankkeita. Se edistää kasvua ja vähentää konkurssien ja rahoituskriisien todennäköisyyttä. Valvonnan virheet onkin yleisesti tunnustettu nykyisen finanssikriisin mahdollistajana.[134] Erityisen tärkeää olisi pankkikriisien estäminen, koska sellaiset

134 Masciandaro, Pansini ja Quintyn (2011).

kriisit yleensä aiheuttavat suurta ja pitkäkestoista taloudellista tuhoa. Jos pankkiunioni varmistaisi tämän, se olisi oleellinen etu verrattuna kansalliseen valvontaan.

Hyvälle valvonnalle ovat oleellisia ainakin kaksi, osittain toisiinsa kytkettyä seikkaa[135]. Valvojan tulee käytännössä pysyä henkisesti riippumattomana valvottavistaan. Valvojan pitää pystyä huomaamaan, ymmärtämään ja arvioimaan rahoitukseen liittyviä yleisiä riskejä valvottavaa paremmin. Löytyykö näyttöä siitä, että liittovaltiotasoinen valvoja tai viranomainen suorittaa toimintaansa paremmin kuin kansallinen? Selvityksiä tästä ei ole helposti löydettävissä, joten varmaa ja lopullista vastausta ei voi antaa.

On ilmeistä, että ainakin yksityisellä puolella löytyy sijoittajia, neuvonantajia ja taloustieteilijöitä, jotka hyvissä ajoin huomasivat ja arvioivat oikein eurokriisiin johtaneita riskejä.[136] Näkyvästä tiedottamisesta huolimatta mikään viranomainen ei heitä kuitenkaan ilmeisesti uskonut. Muutama virallinen selvitys on tehty siitä, miksi tietyt valvojat eivät osanneet nähdä kriisiin johtavia riskejä eivätkä pystyneet estämään kriisin puhkeamista.

Yhdysvalloissa finanssikriisiä selvittänyt komissio vetää raportissaan[137] liittovaltion omien viranomaisten toimien laadusta varsin jyrkkiä johtopäätöksiä. Erityisesti keskuspankin toimettomuus tuhoisiksi osoittautuneiden kiinteistövelkakirjamarkkinoiden rajoittamisessa saa osakseen kovaa arvostelua. Muidenkin valvontaviranomaisten toiminnan arvioidaan olleen johdonmukaisen sallivaa. Huolimatta valvojien laajoista toimintavaltuuksista, juuri mitään merkittävää ei tehty markkinoiden toiminnan vakauttamiseksi ennen kriisin puhkeamista. Yhdysvaltain tapaus viittaakin siihen, ettei valvonta liittovaltion tasolla sinänsä ole riittävä tae sen laadukkuudesta.

Selitykseksi on joskus esitetty, ettei Yhdysvalloissa todellisuudessa olekaan tehokasta liittovaltiotasoista ja kokonaisvaltaista valvontajärjestelmää, koska valvojia on useita. Tämä on sinänsä totta, mutta väite jättää huomiotta, että keskuspankkeja sentään on vain yksi. Raportin mukaan nimenomaan keskuspankki ei ennakoinut eikä pyrkinyt estämään kriisiin johtavien tärkeiden riskien kasautumista. Niinpä kriisikomissio vetääkin sen johtopäätöksen, että kyse oli yleisesti ymmärryksen ja halun – eikä niinkään valtuuksien puutteesta. Tämä viittaa siihen, ettei liittovaltion keskuspankilla välttämättä ole muita parempia edellytyksiä ennalta torjua finanssikriisejä.

Ymmärryksen puutetta on saattanut edistää valvojien ja valvottujen näkemysten lisääntyvä samanlaistuminen. Kriisiä edeltäneinä vuosina uskottiin laajasti taloustieteilijöiden kehittämän tehokkaiden markkinoiden hypoteesiin.[138] Varomat-

135 Näiden lisäksi valvoja tietenkin myös varmistaa, että yksittäinen valvottu harjoittaa toimintaansa laillisesti ja esim. kuluttajasäädöksiä kunnioittaen. Tästäkin on luonnollisesti yhteiskunnallista hyötyä mutta enemmän yksityisen sijoittajan kuin koko yhteiskunnan kannalta.

136 Tuloksia ja menetelmiä on selostettu esim. sivustoilla http://www.economicpreditions.org/who-predicted-the-financial-crisis.htm ja http://investorhome.com/predicted.htm.

137 *The Financial Crisis Inquiry Report,* Washington, 2011.

138 Tämä vastaa pitkälti Yhdysvaltain Financial Crisis Inquiry Commissionin esittämää näkemystä. Katso myös Commission of Investigation into the Banking Sector in Ireland:"Misjudging Risk: Causes of the Systemic Banking Crisis in Ireland", Dublin, 2011.

tomasti tulkittuna hypoteesi antoi ymmärtää, ettei laajamittaista tehottomuutta finanssimarkkinoilla voinut esiintyä. Tällaisen uskomuksen johdonmukaisena seuraamuksena oli, että valvonnan ja muun viranomaistoiminnan tehtävä vain oli varmistaa, että pankeilla oli käytössään riittäviä riskien arviointijärjestelmiä. Sen sijaan viranomaisille ei kuulunut arvioida, oliko itse riskinotto liiallista vai ei, koska se säilyi asiansa parhaiten osaavien pankkien omana vastuuna.

Lisäksi näyttää siltä, ettei valvontaviranomaisten hallinnon tehostaminen ja yksinkertaistaminen sinänsä johtanut parempaan kriisin ennakointiin.[139] Tämä vahvistaa käsitystä siitä, etteivät hallinnolliset muutokset yksin johda hyvään valvontaan. Tulos on myös terveen järjen mukainen. Hyvä ja tehokas valvonta ei ole järjestelykysymys, vaan perustuu valvojan pankkeja laajempaan ja syvällisempään rahoitusriskien tuntemukseen.

Kansainvälistä valuuttarahastoa (IMF) koskeva perusteellinen raportti[140] laitoksen omasta kyvystä ennakoida finanssikriisiä vahvistaa yllä mainittuja johtopäätöksiä. Raportti on tärkeä myös sen vuoksi, että IMF harjoittaa jäsenmaittensa rajoja ylittävää talouden ja rahoitusmarkkinoiden yleistä valvontaa muistuttavaa toimintaa.

Kriisin puhkeamisen jälkeen tuotettu raportti osoittaa, että ongelmien kasautuessa IMF:ää leimasi ylisuuri luottamus suuriin pankkeihin ja suurissa maissa vallitseviin markkinaoloihin. Ennakointia eivät haitanneet tietojen puute tai niiden virheellisyys, vaan etenkin haluttomuus esittää eriävää mielipidettä suurten pankkien, tärkeiden jäsenmaiden ja omien kollegioiden arvioista. Myös monet sisäiset, hallinnolliset ongelmat vaikeuttivat oikeiden johtopäätösten tekemistä. Tämä viittaa siihen, ettei maiden rajoja ylittävä vastuu välttämättä riitä finanssikriisiin johtavien ongelmien havaitsemiseen. Se osoittaa myös, että kansainvälinenkin viranomainen jää altistuu valvottavien näkemyksille.

Euroalueen viranomaisten ennakoivasta toiminnasta ennen kriisiä on vielä käytettävissä hyvin rajoitetusti riippumattomia julkisia selvityksiä.

Euroopan keskuspankki esitti oman ilmoituksensa mukaan[141] virallisia varoituksia rahoitusmarkkinoiden epävakaudesta neljä kertaa vuosina 2005–2006. Suurin osa varoituksista ilmenee pankin rahoitusmarkkinoiden vakausraportissa (ECB Financial Stability Review). Viestit ovat melko samanlaatuisia: Ensin todetaan, että euroalueella vakaus on parantunut. Sen jälkeen todetaan, että riskejä edelleen on tai että ne ovat joiltain osin lisääntyneet. Lopuksi todetaan, että kyse on hienovaraisesta tasapainosta, eli tilannetta tulee pitää silmällä. Miltään osin näitä viestejä ei voida pitää hälyttävinä tai määrätietoisia toimia vaativina. Kyse on siis ollut tavanmukaisista keskuspankin raporteista, joissa halutaan varmistaa, ettei jälkikäteen voitaisi arvioida minkään asian jääneen huomaamatta. On epäselvää, onko keskus-

139 Masciandaro et.al.(2011) .

140 Independent Evaluation Office of the IMF: "IMF Performance in the Run-Up to the Financial Crisis: IMF Surveillance 2004–07", Washington, 2011.

141 Tiedot perustuvat sivustolla https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/crisis.en.html oleviin ilmoituksiin. Mukaan on luettu myös tammikuussa 2007 Financial Times-lehdessä ilmestynyt pääjohtaja Trichetin kirjoitus rahoitusmarkkinoiden epävakaudesta. Varmuuden vuoksi keskuspankki kuitenkin ilmoittaa, ettei täällä julkisesti ilmoitetut kannanotot välttämättä ovat ainoat.

pankki tämän lisäksi luottamuksellisesti, ajoissa ja voimallisesti varoittanut muita viranomaisia kasautuvista ongelmista.

Ilmeistä on, että yleistaloudellisen valvonnan kannalta tärkein euroalueen viranomainen eli EKP muiden keskuspankkien tapaan menetti yleisön luottamusta kriisin puhkeamisen jälkeen[142]. Syistä vallitsee erimielisyyttä, mutta eräs niistä saattaa olla pettymys pankin kyvyttömyyteen ennakoida ja estää kriisin syntyä. Luottamuksen väheneminen viittaa kuitenkin siihen, ettei EKP ainakaan yleisön kannalta näkyvästi tai ymmärrettävästi ennakoinut kriisiä tai varoittanut siitä.

Käytettävissä oleva tieto ei siis anna tukea uskomukselle, että valvonnan keskittäminen EKP:lle parantaisi valvonnan laatua ja tehokkuutta. Jos valvonta olisi keskitetty EKP:lle jo ennen finanssikriisiä, kriisiä ei todennäköisesti olisi ennakoitu tai ehkäisty nykyistä paremmin. Syy näyttää olevan yksinkertainen. Valvojien sokeus rahoitusriskien lisääntymiselle ei näytä johtuneen hallinnollisista puutteista, tietojen pimittämisestä tai valtaoikeuksien riittämättömyydestä. Sokeus näyttää pikemminkin johtuneen laajalle levinneestä vakaumuksesta, ettei pankkijärjestelmä pystyisi aiheuttamaan itselleen niin paljon vahinkoa. Kyse oli siis viimekädessä valvojien ja valvottavien näkemysten ja tavoitteiden yhdentymisestä (ideologinen ”supervisory capture”).

KÄYTETTÄVISSÄ OLEVA TIETO EI TUE USKOMUSTA ETTÄ VALVONNAN KESKITTÄMINEN EKP:LLE PARANTAISI VALVONNAN LAATUA.

Jos näin on, valvonnan keskittäminen euroalueella ei tule parantamaan nykyistä eikä tulevaa valvontaa. Se todennäköisesti nopeuttaa päätöksentekoa valvonnassa, koska euroalueen virkamiesten ei enää tarvitse kiinnittää huomiota jäsenmaiden esittämiin näkökohtiin. Mikään ei kuitenkaan takaa, ettei tulevaisuudessakin leviäisi samanlainen valvontaa sokaiseva uskomus kuin ennen nykyistä finanssikriisiä. Valvonnan keskittäminen varmistaa, ettei missään euroalueen osassa enää ole edes toivoa välttää tällaisen uskomuksen seuraamuksia.

Jos keskitetyssä valvonnassa tehdään virheitä, ne ovat isoja ja koko euroaluetta koskevia. Kansalliset valvojat puolestaan tekivät pääasiassa vain omaa jäsenmaata koskevia virheitä. Lisäksi, useiden valvojien maailmassa on ainakin periaatteessa mahdollista, etteivät kaikki tee samoja virhepäätelmiä. Virheiden maksajat ovat kuitenkin sovitusta valvontajärjestelmästä riippumatta samat, eli jäsenvaltioiden kansalaiset.

142 Ks. Albilowski, Cizkowicz ja Rzonca (2013) ja siinä mainitut teokset.

Eräissä tapauksissa pankkijärjestelmä ja sen tappiot voisivat olla niin suuria, että tarvittava pankkituki vaarantaa kotivaltion maksuvalmiuden. Esimerkkeinä on mainittu Irlanti ja Kypros sekä EU:n ulkopuolella oleva Islanti. Vastaavasti pankeilla voi olla omistuksessaan niin paljon valtion joukkovelkakirjoja, että valtion maksuvaikeudet uhkaisivat tehdä myös pankkijärjestelmän konkurssikypsäksi. Esimerkkinä tästä on muun muassa Italia.

Pankkiunionin erääksi tavoitteeksi on mainittu kriisipankkien ja jäsenvaltioiden välisten kytkentöjen katkaisu lisäämällä yhteisvastuuta pankkitappioista. Kohtalonyhteys pankkien ja valtion maksuvalmiuden välillä on nyt euroalueella maakohtainen. Yhteys on tärkeä lähinnä jäsenmaissa, joissa (i) valtionvelka on suuri suhteessa valtion tuloihin; (ii) pankkijärjestelmä on suuri suhteessa valtiontalouteen; (iii) valtio ei kriisitilanteessa saa rahoitusta muualta kuin pankeilta (esimerkiksi muilta mailta tai IMF:ltä); (iv) pankkijärjestelmä on sijoittanut valtion velkaan runsaasti suhteessa omiin varoihin; ja (v) pankkien ei odoteta kriisitilanteessa saavan keskuspankilta hätärahoitusta.

Kohtalonyhteyttä ei muissa jäsenmaissa ole vaivaksi asti. On syytä muistaa, että euroalueella on jo sovittu järjestelyistä, joilla maksuvaikeuksissa oleville valtioille ja pankeille voidaan järjestää tilapäisrahoitusta. Tällaisella tilapäisrahoituksella on kuitenkin ehtoja. Valtion tulee sitoutua usein vaikeisiin uudistuksiin joilla taloudellisen kasvun edellytykset vähitellen paranevat ja velkariippuvuus vähenee. Pankki tulee arvioida vakavaraiseksi, jolloin se voi saada EKP:ltä hätärahoitusta.

Jo olemassa olevat rahoitusjärjestelyt katkaisevat siis kohtalonyhteyden monissa tapauksissa. Jos pankkijärjestelmä on vakavarainen, se ei muodosta valtiolle rasitetta. Jos valtio suostuu uudistuksiin ja toteuttaa ne, se ei muodosta pankkijärjestelmälle ongelmaa. Pankkiunioni tarjoaisi kuitenkin lisää: se suojaisi yksittäistä valtiota sen alueella toimivalta konkurssikypsältä pankkijärjestelmältä. Lisäksi se tekisi vakavaraiseksi pankkijärjestelmän, joka on runsaasti rahoittanut kotivaltiotaan, joka ei suostuisi toteuttamaan tarvittavia maksuvalmiuttaan parantavia uudistuksia. Molemmissa tapauksissa kyse ei olisi rahoituksesta, vaan tappioiden maksamisesta, varsinkin kun ei voida olettaa valvojan pystyvän estämään ongelmia etukäteen.

Pankkiunioni katkaisisi yksittäisen valtion ja pankkien välisen yhteyden siirtämällä mahdollisen pankkituen kustannukset yhdeltä jäsenvaltiolta kaikkien jäsenvaltioiden yhteiseksi vastuuksi.

Jatkossa sovelletaan pääsääntöisesti sijoittajavastuuta?

Euroalueen kriisinhallinta on toistaiseksi pääsääntöisesti perustunut kriisipankkien ja -valtioiden rahoittajien varojen turvaamiseen. Esityksiä tekevä komissio ja asiantuntijana toimiva EKP ovat jäsenmaille johdonmukaisesti esittäneet perusteena, että muu linjaus voisi johtaa hallitsemattomaan euroalueen pankkien ja valtioiden luottokelpoisuuden heikkenemiseen (*contagion*).

Euroalueen jäsenmaat ovat toteuttaneet poikkeuksia tähän linjaukseen. Kreikan julkista velkaa leikattiin yli 100 miljardilla eurolla maan toisen tukipaketin yhteydessä. Päätös tehtiin tavalla, joka antoi rahoittajille mahdollisuuden myydä saataviaan markkinoilla tappioriskin tietoisesti ottaville sijoittajille. Samalla todettiin, että kyse oli poikkeustapauksesta. Kyproksen tapauksessa kriisipankkien rahoittajien varoja leikattiin merkittävästi ja talletussuojan ulkopuoliset talletukset menettivät suuren osan arvostaan. Tällöinkin tarjoutui ulkomaisille tilinomistajille mahdollisuus siirtää talletuksiaan muualle, koska kriisipankkien ulkomaiset konttorit jäivät yllättävästi joksikin aikaa auki ohjelman tultua julkiseksi.

Ennustetut vaikeat seurannaisvaikutukset jäivät toteutumatta Kyproksen ohjelman tultua julki. Siihen on voinut olla monta syytä. Maa oli euroalueeseen nähden hyvin pieni. Sen pankit olivat monella tavalla poikkeuksellisia (rahanpesuepäilyjä, ulkomaiset suuret talletukset tärkeä rahoituslähde, pankit suuria suhteessa Kyproksen talouteen ja valtion budjettiin). Viranomaisten valmius keskustella ongelmien ratkaisusta euroalueen viranomaisten kanssa oli heikko. Ehkä oleellisin syy oli kuitenkin, että sijoittajavastuu toteutettiin ehdottomana ja nopeasti. Varmuuden luominen tältä osin esti rauhattomuuden syntymistä ja leviämistä markkinoilla.

Kuten jo todettiin, pankkiunionin suunniteltu kriisinhallinta perustuu nykyisten säädösehdotusten mukaan ajatukseen, että omistajien ja sijoittajien varat käytetään ensin kriisipankin tappioiden kattamiseksi. Sen jälkeen käytetään koko pankkisektorilta kerättäviin maksuihin perustuvan, sektorin kokoon nähden melko pienen pankkirahaston varoja. Vasta sen jälkeen voidaan käyttää julkisia varoja. Säädökset sallivat, niin kuin niiden pitää, hyvin laajan harkintavallan kriisinhallinnan käytännön soveltamisen osalta. Komission alkuperäisessä ehdotuksessa päätöksenteossa keskeisessä asemassa olisivat komissio, EKP ja maat joissa kriisipankki sijaitsee. Tuoreimmassa julkisessa komission ehdotuksessa päätöksenteko keskitettäisiin neljälle pysyvälle ja riippumattomalle asiantuntijalle, joiden päätökset ministerit saavat arvioitavakseen vain, jos EU-komissio on niihin tyytymätön.

Periaatteessa on mahdollista, että säädöksiä sovelletaan niissä kirjatun pääsäännön mukaisesti. Käytännössä on kuitenkin syytä muistaa, että euroalueen viranomaiset ja useimmat jäsenmaat eivät mielellään ole suostuneet sijoittajavastuun soveltamiseen. Päätöksiä tehdessään asiantuntijat tietänevät, että liian suuret poikkeamat komission toivomasta ratkaisusta saattavat johtaa päätösten poliittiseen käsittelyyn. Sijoittajavastuun laaja toteuttaminen käytännössä ei siten ole mitenkään varmaa.

Kriisinhallinnan jatkuminen entisin linjauksin olisi euroalueen rahoitusmarkkinoille ja kasvulle haitaksi pitkällä aikavälillä. Jatkuva julkinen pankkituki kertoisi sijoittajille, ettei heidän tarvitse huolehtia rahoittamansa pankin kunnosta. Erityisesti suurille euroalueen pankeille se kertoisi, että ne voivat luottaa julkisen tuen myötä alhaisiin rahoituskustannuksiin jatkossakin. Tämä heikentäisi pankkien paineita valikoida vain parhaita luototuskohteita. Ei voitaisi enää uskoa luottomarkkinoiden kykyyn seuloa rahoitettavista kohteista keskimäärin ne, joiden kannattavuus ja kasvuvaikutus ovat suuret.

Kansallisia sankaripankkeja ei enää ole?

Monilla jäsenmailla on ollut vastuullaan pankkeja, joiden on katsottu olevan kansallisen taloudellisen menestyksen kannalta oleellisia. Ne ovat usein talouteen nähden suuria, toiminnaltaan kansainvälisiä ja yhteiskunnalliselta vaikutusvallaltaan merkittäviä. Jos ne joutuvat vaikeuksiin, markkinoilla on yleinen olettamus, että jäsenvaltiot antavat niille tukea.

Sankaripankkien olemassaolo on usealta näkökannalta ongelma. Koska niiden katsotaan olevan liian tärkeitä, että ne voisivat joutua selvitystilaan, niiden markkina-asema on vahva ja ne saavat tämän takia sijoittajilta suhteellisen edullista rahoitusta.[143] Tämä vääristää pankkien välistä kilpailua eli paremmin hoidettu mutta pienempi pankki joutuu huonompaan asemaan pelkästään kokonsa takia. Sankaripankin edut merkitsevät, että pankki voi kasvaa niin suureksi, että se voisi jossain vaiheessa muodostaa riskin sitä tukevan jäsenvaltion maksuvalmiudelle ja luottokelpoisuudelle. Lisäksi sankaripankin koko merkitsee, että se voi periaatteessa muita pankkeja ja yrityksiä enemmän vaikuttaa sille tärkeisiin yhteiskuntapolitiikan osiin viranomaisten ja päättäjien kautta.

Ei ole näyttöä siitä, miten pankkiunioni saattaisi muuttaa vastuuviranomaisten suhtautumista nykyisiin sankaripankkeihin. On kuitenkin yleisesti tiedossa, että sekä komissio että EKP ovat vuosikausia puoltaneet pankkien rahoittamista ja pääomittamista selvitystilamenettelyjen sijaan. Kyseiset viranomaiset pitävät pankkijärjestelmän kannalta oleellisina myös pienempiä pankkeja, joiden ongelmat saattavat eri syistä olla muillekin pankeille vaikeita. Myös yllä selostettu IMF:n alistuminen suurimpien valvottavien näkemyksiin kriisiä edeltävänä aikana heikentää luottamusta siihen, että pankkiunioni johtaisi sankaripankkien aseman oleelliseen heikentymiseen euroalueella.

Kaikkia pankkeja kohdellaan samalla tavalla?

Euroopan unionin alueella on jo pitkään pyritty pankkeja säätelevien lakien täydelliseen yhdenmukaistamiseen (*single rule book*). Kansallisten valvojien yhteistyön avulla on pyritty varmistamaan, että eri jäsenmaiden valvojat tulkitsevat ja soveltavat lakeja ja säädöksiä samalla tavalla. Pankkiunioni menee näitä yhteistyöpyrkimyksiä huomattavasti pidemmälle. Uusi euroalueen valvoja on suoraan vastuussa suurimpien pankkien valvonnasta. Samalla se ohjeistaa ja valvoo sitä avustavia kansallisia valvojia. Kansallinen erityiskohtelu epäilemättä katoaa kansallisten valvojien itsenäisyyden häviämisen myötä.

Tämä poistaa kuitenkin vain yhden pankkien mahdollisen erityiskohtelun muodoista. Ei ole mitään takeita siitä, etteivätkö pankkiunionin vastuuviranomaiset päätyisi soveltamaan muita erilaisen kohtelun muotoja. Eräs ilmeinen mahdollisuus

143 Selvitysten mukaan pankkit, jotka arvioidaan liian suuriksi, jotta ne voisivat joutua selvitystilaan (Too Big To Fail -pankit), nauttivat muita pankkeja edullisemmista rahoituskustannuksista. Tämä on luonnollista, koska tällaisten pankkien maksuvalmiusriski on keskimääräistä pienempi. Kansainvälisesti sankaripankin etu on arvioitu olevan ottolainauksen kustannuksissa 0,8 % mikä kilpailutetuilla markkinoilla on paljon.

on jo mainittu, eli pankkijärjestelmän kannalta tärkeiden pankkien erityiskohtelu. On myös mahdollista, että vastuuviranomaiset päätyisivät suosimaan koko euroalueen sankaripankkeja. Nämä olisivat ehkä globaalisti toimivia pankkeja, joihin sovellettaisiin sallivampia säädöksiä kuin paikallispankkeihin tai joille laadittaisiin erityissäädöksiä. Keskeisiä markkinoita eli suuria jäsenmaita palvelevia pankkeja saatetaan pitää muita pankkeja tärkeämpinä jne.

Mahdollisuuksia uuteen valvojan erityiskohteluun on monia, mutta todellinen kehitys selviää vasta vuosien päästä. Oleellista nykyiselle keskustelulle on, että ainoa kielteinen tai poistettava erityiskohtelu on määritelty kansalliseksi. Halutaan siis edistää integraatiota, ei poistaa erityiskohtelua.

Pankkiunioni lisäintegraation edistäjänä

Jos pankkivalvonnan keskittäminen ei oleellisesti paranna valvonnan ja pankkitoiminnan laatua euroalueella, miksi siihen on ryhdytty? Ilmeinen syy on pankkimarkkinoiden integraation varmistaminen euroalueella. Mihin tarvitaan yhteinen pankkikriisien hoito? Euroalue pysyy helpommin yhtenäisenä, jollei yksittäisten jäsenmaiden odoteta maksavan kaikkia omasta toiminnastaan johtuvia tappioita (kriisipankit, ylisuuret velat). Jos lisäksi ei tarvitse huomioida kansallisia näkökohtia, on näitä tappioita myös helpompaa nopeasti ja julkisuutta välttäen hoitaa. Integraatioksi on tältä osin valittu malli, joka välttämättä edellyttää, että kansallisilta viranomaisilta viedään oikeus ja mahdollisuus itse vaalia omien kansalaistensa etuja.

Pankkiunioni on nimenomaan nykyisen kaltaisessa kriisitilanteessa hyvin tehokas integraation lisäaskeleiden edistäjä. Se siirtää pankkiasioissa päätös- ja ohjeistusvallan ylikansallisille viranomaisille, mutta jättää käytännössä jäsenvaltioille ja niiden kansalaisille kaikki maksuvelvoitteet. Jos tästä lähtien haluaisi varmistaa, että valvojan vastuuviranomainen olisi vastuussa myös maksumiehenä valvojansa virheistä[144], on toimenpidevalikoimassa enää kriisipankkien tukeminen yhteisvastuulla. Pankkiunioni on siten pitkä askel matkalla kohti euroalueen yleistä taloudellista yhteisvastuuta eli kohti fiskaalista unionia.

PANKKIUNIONI ON ASKEL EUROALUEEN YLEISEEN YHTEISVASTUUSEEN.

Myös pankkiunionin puuttuva poliittinen valvonta merkitsee integraation syvenemistä. Euroalueen pankkijärjestelmää valvotaan ja hoidetaan tästä lähtien kansalaisten varoilla, mutta ylikansallisten virkamiesten käytännössä valvomatta jäävillä päätöksillä. Jos eivät vuosittainen toimintakertomus ja muodolliset virkamiesten

144 Tähän saakka pankkeja valvovan viranomaisen kotivaltio on käytännössä ollut vastuussa siitä, mitä pankille tapahtuu, jos valvoja on työssään epäonnistunut. Jos pankki on joutunut kriisiin, on kotivaltio siten joutunut ratkaisemaan pankin kohtaloa, mukaan lukien siihen liittyvät kustannukset (ottaen huomioon jo sovitut EU:n valtiontukisäännökset).

vastaukset riitä, tullaan ainoana vaihtoehtona tarjoamaan poliittista valvontaa Euroopan parlamentin kautta.

Yhteisellä valvojalla on ohjeistusoikeus kansalliseen valvojaan. Jos kansallinen valvoja kieltäytyy tai laiminlyö saatuja ohjeita, on yhteisellä valvojalla oikeus antaa valvottavalle pankille suorat ohjeet. On toistaiseksi ollut epätavallista, että ulkopuoliselle viranomaiselle annetaan jäsenmaan maaperällä itsenäistä ratkaisuvaltaa kansallisen viranomaisen ohi. Tulevaisuudessa tähän ennakkotapaukseen voi viitata kun halutaan antaa euroalueen viranomaisille lisää toimivaltaa yksittäisten jäsenmaiden alueella.

On varsin todennäköistä, että myös pankkiunionissa euroalueen valvojan ja valvottavien pankkien välille aikaa myöten kehittyy läheinen, ymmärtävä ja yhteisiksi uskotuille tavoitteille herkkä suhde (*supervisory capture*). Ero nykytilanteeseen olisi tällöin se, että lähinnä suurilla euroalueen pankeilla olisi valvojaansa nähden erityinen suhde. Enää ei riittäisi, että pankit olisivat suuret joillain kansallisilla markkinoilla.

Pankkiunionin käytännön haasteita

Suomen kohdalla on huomionarvoista, että maan kolmesta suurimmasta finanssiryhmittymästä kahden emoyrityksen kotivaltio on Suomen ja samalla myös euroalueen ulkopuolella. Muun muassa keskitetty pankkivalvonta edellyttää siis joka tapauksessa kansallisten erityistilanteiden huomioimista; siltä osin kuin euromaiden pankkivalvonta ei ulotu euromaiden ulkopuolisiin jäsenmaihin. Jos pankkien toimintaolosuhteet poikkeavat euroalueen ja toisaalta muiden EU-maiden välillä jälkimmäisten eduksi, voi se joissain tapauksissa tarkoittaa pankkitoimintojen uudelleenjärjestelemistä osin tai kokonaan euroalueen ulkopuolelle, mikä voi koskettaa myös Suomea.

Vuoden 2011 tammikuussa aloittaneiden kolmen finanssiviranomaisten (EBA Lontoossa, EIOPA Frankfurtissa ja ESMA Pariisissa) alkutaival ei vielä ole osoittanut merkkejä yhteisen linjan selkeydestä. Muutaman vuoden aikana varsinaisen puitedirektiivin tai -asetuksen nojalla annetut alemmanasteiset komission ja finanssivalvontaviranomaisten säännökset ja ohjeet ovat kasvaneet määrältään moninkertaisiksi. On ilmeistä, että finanssivalvonnan uusi rooli painottuu Euroopassa varsinaisen valvonnan sijaan kasvavaan ja kansallisesti sitovaan sääntelyyn. Kyseinen lainsäädäntötaso ei kuitenkaan täytä kaikkia läpinäkyvyys- tai demokratiavaateita, joita siltä perustellusti voitaisiin vaatia.

Nähtäväksi jää, miltä osin vuoden lopussa operatiivisesti aloittava pankkivalvontaviranomainen onnistuu selkeiden ja yhtenevien pelisääntöjen luomisessa. Liian yksityiskohtainen sääntely aiheuttaa järjestelmässä kustannuksia, jotka lopulta päätyvät niin pankin asiakkaiden kuin veronmaksajien kukkarolle. Mitä yksityiskohtaisempi sääntö, sitä helpompi se on myös kiertää – verrattuna yleiseen, periaatetason sääntelyyn.

Samaan aikaan kun Euroopan rahaliiton puitteissa on rakennettu pankkiunionia, on päädytty toimenpiteisiin jäsenmaiden julkisen talouden saamiseksi paremmin hallintaan. Kun yhteisvastuuta pidetään yhtenä euroalueen lisäintegraation päätavoitteena, tarvitaan välineitä, joilla jäsenmaat tarvittaessa voidaan pakottaa rajoittamaan velkaantumistaan. Kysymys on ensi vaiheessa ollut yhteisötasolla valvottavien kurimekanismien sisään ajamisesta jäsenmaiden kansalliseen päätöksentekoon. Samaan aikaan on kuitenkin laadittu Euroopan neuvoston presidentin Herman Van Rompuyn johdolla suunnitelma huomattavasti pidemmälle menevästä fiskaalisesta unionista. Tämä osio esittelee fiskaalisen unionin periaatteet ja esittää niistä arvion.

14.1 Tiekartta fiskaaliseen unioniin

Euroalueen talous- ja rahaliiton kehittäminen fiskaaliseksi unioniksi on kirjattu 5.12.2012 julkaistuun raporttiin Towards a Genuine Economic and Monetary Union. Sen ovat allekirjoittaneet Euroopan neuvoston presidentti Herman Van Rompuy, Euroopan komission puheenjohtaja Jose Manuel Barroso, euroryhmän presidentti Jean-Claude Juncker sekä Euroopan keskuspankin pääjohtaja Mario Draghi. Pyrkimys kehittää Euroopan rahaliitosta fiskaalinen unioni juontaa juurensa halusta suojella kansalaisia ”epäterveen talous- ja finanssipolitiikan vaikutuksilta”, kuten asia raportissa ilmaistaan. Tiekartta käsittää kolme vaihetta.

Vaikka raporteissa tähdätään kansallisen suvereniteetin rajoittamiseen monilta osin ja vaikka niissä kaavaillaan päätösvallan siirtämistä yhteisötasolle – komissiolle ja Euroopan parlamentille – perussopimuksen muutostarvetta raportti ei arvioi. Tämä on ongelmallista, sillä fiskaalinen unioni toimii vain euroa valuuttanaan käyttävien maiden kesken, joita on 18. Muiden 10 Euroopan unionin maan kuten esimerkiksi Ruotsin ja Tanskan rooli fiskaalisen unionin ulkopuolella jää avoimeksi.

Tiekartan ensimmäinen vuosille 2012–2013 kohdennettu osio kirjaa pääasiassa jo toteutetut tai toteutumassa olevat kehittämishankkeet: sixpack, stabiilisuus- ja koordinaatiosopimus (TSCG), twopack, yhteisötason pankkivalvonta ja talletussuojan toteuttaminen sekä pankkien pääomittamisen periaatteiden määrittely. Nämä tähtäävät julkisen talouden kestävyyden varmistamiseen pankkien ja julkisen talouden kohtalonyhteyden katkaisemiseen. Tiekartan toinen vuosille 2013–2014 ajoitettu vaihe käsittää viranomaisjärjestelyjen luomisen kriisipankkien hallinnoimiseen. Se myös määrittelee jäsenmaiden roolin ja niiden kytkennän EU:n instituutioihin rakennepolitiikan kehittämisessä.

Tiekartan viimeinen, vuoden 2014 jälkeen ajoittuva vaihe menee pisimmälle. Tavoitteena on luoda yhteisötasolle yhteisvastuuseen perustuva finanssipolitiikka, jonka avulla voidaan hallita maakohtaisia taloudellisia häiriöitä. Tämän vaiheen ajatellaan rakentuvan vahvistuvan yhteisötason päätöksenteon pohjalle koskien

jäsenmaiden kansallista budjettitaloutta. Sen on ajateltu johtavan lisääntyvään jäsenmaiden talouspolitiikan koordinaatioon erityisesti verotuksen osalta ja työllisyysongelman hoitamisessa. EMU:n fiskaalisen kapasiteetin – kuten termi kuuluu – täydentämistä kaavaillaan vahvistettavan yhteisötason työttömyysturvajärjestelmällä, joka korvaisi kansallisen työttömyysturvan. Se laukeaisi kuitenkin vain, jos kansallinen työttömyys ylittäisi tietyn kynnysarvon.

Tiekartan mukaan yhteiselle finanssipolitiikalle varatun rahoituksen tehtävänä ei ole toimia kriisimekanismina vaan mekanismina, joka ehkäisee kriisit ennalta. Sen mukaan kukin jäsenmaa vuorollaan olisi nettosaaja. Yhteisrahoituksen luomisessa käytettäisiin kansallisia varoja. Yhteisön omia resursseja vahvistettaisiin laskemalla liikkeelle yhteisötason velkakirjoja. Fiskaalisen unionin lopullisena tavoitteena nähdään valtiovarainministeriön luominen yhteisötasolle. Yhteisön finanssipolitiikan koordinaation painopise näyttää erityisesti olevan kansallisten työmarkkinoiden joustojen lisääminen.

14.2 Fiskaalisen unionin rakentaminen käynnistynyt: päätetyt toimenpiteet

Tiekartan jäsenmaiden talouksia koskevat toimet sisältävät komission kasvuselvityksen ja Eurooppa-neuvoston linjanvedot, jäsenmaiden vakausohjelmien tarkistuksen ja komission politiikkasuositukset jäsenmaille.

Jo toteutetun sixpack-paketin mukaan julkiset menot eivät jäsenmaissa saa kasvaa nopeammin kuin talouden pitkän ajan kasvuvauhti ilman verojen kiristämistä. Yli 60 % BKT:sta ylittävän velan BKT-osuuden on alennuttava 1/20 vuosittain toteutuneen velkasuhteen ja 60 %:n erotuksesta. Euromaalta edellytetään talletusta, jonka suuruus on 0,2 % BKT:stä, jos julkisen talouden velkaosuus ylittää 60 % tai vuotuinen alijäämä ylittää 3 %. Jos jäsenmaa ei noudata komission suosituksia, talletus voi muuttua sakoksi. Myös jo toteutetun twopack-paketin mukaan jäsenmaan on kirjattava lainsäädäntöönsä rakenteellista alijäämää koskeva tavoite, niin sanottu velkajarru.

Suomi otti muiden rahaliiton jäsenmaiden lailla kansalliseen lainsäädäntöönsä finanssipoliittisen sopimuksen vuoden 2013 alussa. Sopimus määrää, että jäsenmaan rakenteellinen alijäämä saa olla korkeintaan 0,5 % BKT:sta (1,0 %, jos velkataso jää alle 60 %). Toteutetut tiekartan toimet merkitsevät rahaliiton sisäisen finanssipolitiikan koordinaation huomattavaa täydennystä verrattuna Maastrichtin sopimukseen.

14.3 Tiekartan arviointi

Tiekartan esittämillä toimilla pyritään luomaan vahva kansallista suvereniteettia rajoittava kurimekanismi. Markkinavoimien rooli kurimekanismin luomisessa nähdään toissijaisena ja korkeintaan yhteisötason kurimekanismia täydentävänä. Tiekartan toteuttamisessa korostuu virkamiesvaltaisuus. Kuten raha- ja pankkipolitii-

kassa, aiotaan tällä hetkellä kansallisten parlamenttien vallassa oleva finanssipolitiikka myös käytännössä siirtää äänestäjien vaikutusvallan ulkopuolelle.

Talouspolitiikan koordinaation demokraattinen legitimiteetti näyttää rajalliselta. Ehdotus painottaa sitä, että rahaliiton yhteiset intressit tulee ottaa huomioon eikä kansallisia parlamentteja nähdä tässä suhteessa luotettavina toimijoina. Siksi ehdotus painottaa myös Euroopan parlamentin roolia – pahimmillaan se kävelee kansallisen parlamentin ylitse. Kansallisia parlamentteja informoidaan ”vahvoilla” informaatio-, raportointi- ja läpinäkyvyysmekanismeilla.

FISKAALINEN UNIONI: VIRKAMIES (ISOVELI) VALVOO.

Yhteistyön korostaminen kansallisten parlamenttien ja europarlamentin välillä voi johtaa siihen, että komission ohella Etelä-Euroopan suuret jäsenmaat voivat käytännössä jättää huomiotta päätöksenteon pienemmissä pohjoisissa jäsenvaltioissa. Esimerkiksi yhteisötason työttömyysturva laukeaisi vain, jos kansallinen työttömyys ylittää tietyn kynnysarvon.

Kun tarkoitus on luoda tasausmekanismi maakohtaisia sokkeja vastaan, tarkoittaa se nykyisellään yhteisvastuulla toteutettavia tulonsiirtoja Etelä-Euroopan kriisimaille. Solidaarisuus on yksisuuntaista; jokaiseen vakuutustoimintaan liittyvän moraalikato-ongelman hallittavuus jäänee toiveen asteelle. Miksi seuraava kysymys on sivuutettu:

FISKAALISTA UNIONIA KOSKEVA TIEKARTTA: VAATIIKO SEN TOTEUTTAMINEN RAHALIITON PERUSSOPIMUKSEN MUUTTAMISTA?

Euroopan rahaliiton puitteisiin rakennettavaa finanssiunionia olivat esittäneet jo ennen Van Rompuyn laatimaa tiekarttaa muun muassa Bruegel, Brysselissä toimiva Jean-Claude Trichet’n johtama eurooppalainen talouteen keskittyvä ajatuspaja, IMF ja ranskalainen Tresor-economics.

Bruegel[145] ehdottaa varsin pitkälle menevää federalismia. Se käsittäisi euroalueen valtiovarainministeriön luomisen. Ministerineuvosto ja europarlamentti valitsisivat valtiovarainministerin. Ministerillä olisi veto-oikeus kansalliseen budjettivaltaan ja hän päättäisi rahoitustuesta sitä tarvitseville jäsenmaille. Ministeriöllä olisi verotusoikeus. Kriisimaat tulisi Bruegelin mukaan velkasaneerata (*sovereign default*). Verotusoikeiden ohella ministeriöllä tulisi olla oikeus laskea liikkeelle velkakirjoja, eurobondeja.[146] Pankit tulisi pääomittaa riittävillä resursseilla

145 “What kind of Fiscal Union?”, BruegelPolicyBrief, 2011/06.

146 Kun euroalueen BKT on noin 9,000 miljardia euroa, Bruegel ehdotti EU:lle verotusoikeutta, joka vastaisi 2 % euroalueen budjetista nykyisen 1 %:n asemesta. Se laski myös, että jo yhden prosentin (90 miljardia euroa) verotuloilla unioni voisi nostaa lainamarkkinoilta luottoa 2,250 miljardia euroa 4 %:n korolla. Tällainen lainakapasiteetti nähdään riittävänä esim. Italian ja Espanjan irrottamiseen lainamarkkinoilta vuosiksi.

varustettujen EVM/ERVV-tukirahastojen toimesta. Lisäksi tulisi luoda yhteinen talletussuoja.

IMF:n raportissa[147] arvioidaan eurokriisin osoittaneen, että epäsymmetrisiä taloussokkeja vastaan tarvitaan solidaariset tulonsiirrot rahaliiton jäsenmaiden välille.[148] Raportti vetoaa suuremman EU:n budjetin ja yhteisötason lainanottomahdollisuuden – eurobondien – puolesta. Katsottaessa ajassa 30 vuotta taaksepäin, jokainen euromaa olisi IMF:n mukaan aika ajoin ollut saamassa tukea federatiivisesta budjetista, myös Saksa ja Suomi, jos tällainen budjetti olisi ollut olemassa!

Tresor-Economicsin raportti[149] analysoi yhteisen budjetin stabilisaatiovaikutuksia ja niiden hyötyjä. Ajatus yhteisötasolle luotavasta stabilisaatiomekanismista ei ole yllättävä. Yhteistä rahapolitiikkaa ei voi käyttää stabiloimaan vain osaa euroalueesta – vaikka 2000-luvun kevyen rahapolitiikan voikin osaltaan tulkita Saksan jälleenyhdistymistä tukevaksi mekanismiksi. Toisaalta taloudelliset syklit eri euromaissa ovat menneet omaan tahtiinsa.[150]

Onko eurokriisi stabilisaatio-ongelma vai rakenteellinen valuvika? Kun tästä keskustellaan, kannattaa muistaa, ettei finanssiliittoa rakenneta eurokriisin ratkaisemiseksi vaan pysyväksi ja normaalitilanteissa toimivaksi valtarakenteeksi. Yhteiselle finanssiministeriölle ei ole nykyisiä kansallisia ministeriöitä helpompi päättää, missä vakauttamispolitiikka päättyy ja missä suhdannepolitiikka tai rakennepolitiikka alkaa. Käytännössä kyseessä on yleisen ja tavanmukaisen budjettivallan pysyvä siirto euroalueen keskusviranomaisille käytettäväksi niille sopivalla tavalla.

Tresor-Economics argumentoi, että kysymys on stabilisaatio-ongelmasta, ei rakenteellisesta valuviasta. Kuvion 21 perusteella se argumentoi, että euroalueen fundamentit olivat vuonna 2012 paremmassa kunnossa kuin vertailualueiden (USA, Iso-Britannia, Japani).

Tämä Tresor-Economicsin esittämä näkökulma on kuitenkin haastettavissa. Euroalueen yksityinen velka suhteessa sen BKT:hen on pienempi kuin vertailualueilla (USA, Japani, Englanti) siksi, että pankkien pelastamisen kautta yksityistä velkaa on muutettu julkiseksi. Kun julkisen velan BKT-suhde euroalueella on vain lievästi pienempi kuin USA:ssa, tämäkään ei ole saavutus: kummallakin mantereella velkasuhde on poliittisen vastuuttomuuden johdosta liian suuri. Sitä paitsi velan korkeakaan taso ei ole ongelma, jos budjettivajeet ovat hallinnassa eivätkä tuota uutta velkaa. USA on sentään kasvu-uralla, mikä auttaa sen velkasuhteen hallintaa. Euroopan rahaliiton kasvunäkyvät antavat odottaa itseään. Japanin 230 %:n velkasuhde puolestaan on laajalti illuusio: Japanin velka on yli 80-prosenttisesti kotimaista, joten Japanin ulkoinen nettovelka on lähes nolla. Toisin sanoen, velkojien (velkakirjojen omistajien) saatavat ja velallisten (nykyisten ja tulevien veron-

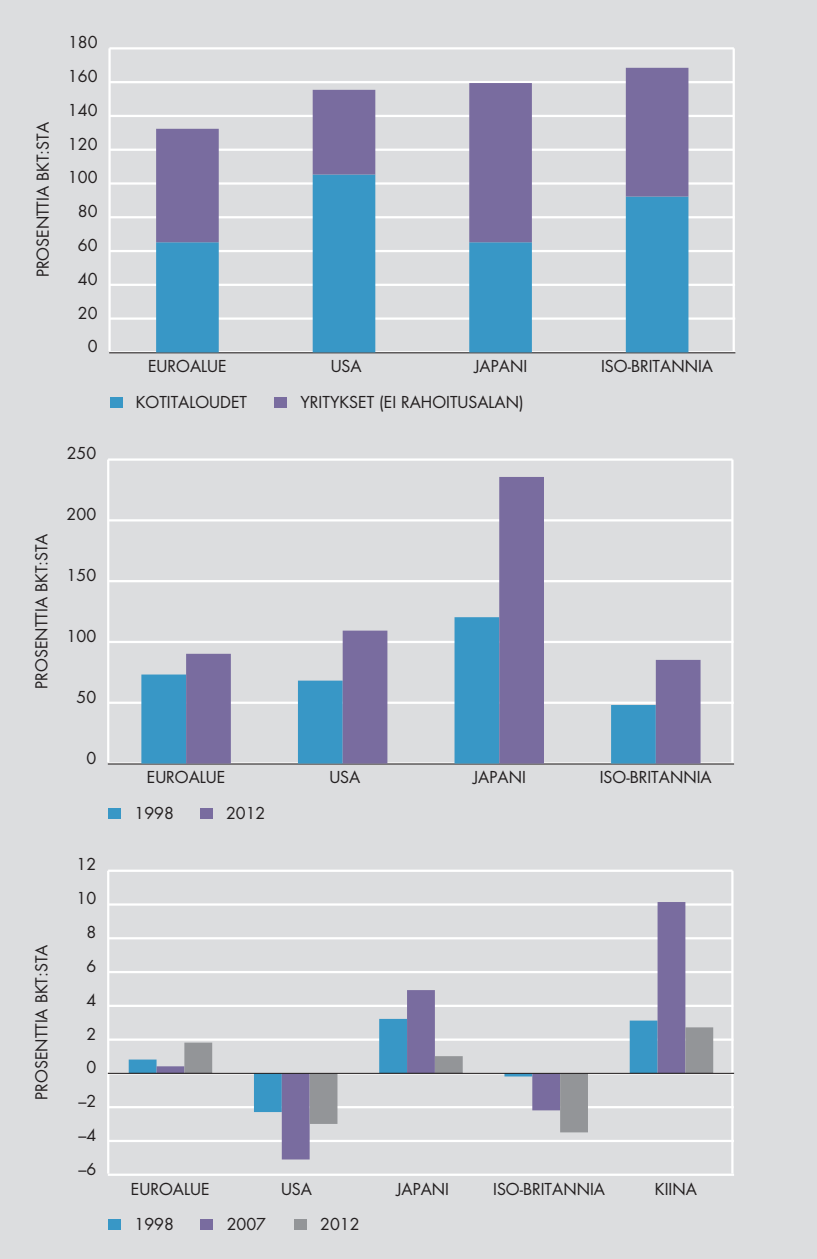
147 "Toward a Fiscal Union for the Euro Area", IMF Staff Discussion Note, September 2013.
148 Epäsymmetristen sokkien luonnetta ei eritellä. Kilpailukyvyn menetys ja budjettivajeet lienevät yksi tulkinta. Kun ne eivät ole ulkopuolisia vaan talouden sisäsyntyisiä mekanismeja, tässä kirjassa niitä on pääsääntöisesti luonnehdittu pikemminkin "valuvikoina".
149 "A Budget for the Euro Area", No. 120, October 2013.
150 Tästä ks. Malinen. T. ja Kuusi, T. (2013).

maksajien) vastuut ovat likimain yhtä suuret. Japaniin ei voi tulla hallitusta, joka jättää sijoittajien saatavat hoitamatta.

Kuvion vaihtotaseluvut puolestaan kätkevät alleen sen tosiasian, että euromaiden keskinäinen kauppa on kohtuullisen vahvaa ja että vaihtotaseiden vajeet näin kumoavat toisensa. Euroalueen kriisissä on käynyt ilmeiseksi, että jäsenmaiden vaihtotaseilla on aitoa merkitystä – toisin kuin oltiin totuttu ajattelemaan euroaluetta luotaessa.

KUVIO 21.

Taloudelliset fundamentit suuralueilla: Euroalue, USA, Iso-Britannia, Japani



Lähde: Tresor-Economics.

Tresor-Economics päätyy analysoimaan kahden prosentin yhteisöbudjetin BKT-osuuden stabilisaatiovaikutuksia euroalueella. Se tekee myös vaihtoehtoislaskelman, jossa EU:n budjetin BKT-osuus on 12 %. Raportti korostaa EU:n velkaantumismahdollisuuden tärkeyttä. Raportin painopiste on siten suhdanneanalyysissä. Se ei näe rahaliiton ongelmia rakenteellisina. Se näkee jäsenmaiden velkaantumisen tilapäisistä budjettivajeista johtuvana. Sen tulonsiirtosimulaatiossa Saksa ja Hollanti olisivat olleet yhteisötason tulonsiirtojen saajia vuosien 2003–2005 budjettivajaustensa vuoksi. Raportti maalaa vision siitä, että Italia ja Espanja joutuvat joskus vuorostaan rahoittamaan Saksaa ja Hollantia.

Sekä IMF:n että Tresor-Economicsin analyysin arvioimisessa voi suhtautua kriittisesti olettamukseen, että Euroopan rahaliiton velkakriisissä olisi kyse epäsymmetrisistä sokeista, ei rakenteellisista ongelmista. Raportit eivät kuitenkaan selkeästi kerro mitä ne tarkoittavat ”epäsymmetrisillä sokeilla”.

14.4 Fiskaalinen unioni vie kohden fiskaalista federalismia

Fiskaalista unionia koskevassa tiekartassa ovat, todennäköisesti ainakin osittain taktisista syistä, painottuneet rahaliiton lyhyen aikavälin stabilisaatiotarpeet. Federaatiossa yhteisölle luontevasti kuuluva tehtävä on stabilisaatiopolitiikasta huolehtiminen. Kun rahapolitiikka on EKP:n vastuulla, komission ja Euroopan parlamentin (tai vastaavien euromaille luotavien elimien) vastuulle ilmeisesti siirtyy finanssipolitiikasta ja makrotaloudellisesta stabilisaatiosta vastaaminen. Tämä siirtää vastuuta rahaliiton sisällä yhteisötasolle, kasvattaa sen budjettia ja samalla vähentää kansallista budjettipolitiikan liikkumatilaa.

Tiekartta sivuuttaa kuitenkin fiskaalisen unionin toisen ulottuvuuden, niin sanotun fiskaalisen federalismin. Fiskaalisella federalismilla tarkoitetaan monikerroksisen finanssipoliittisen päätöksentekojärjestelmän toimintaa. Monikerroksisuus sisältää riskin, että julkinen hallinto kokonaisuudessaan ei ehkä toimikaan tehokkaasti. Jollei hallinto toimi tehokkaasti, se muodostaa kansallisten tulotasojen kasvulle rasitteen, jolla voi olla pitkällä aikavälillä suuria kielteisiä vaikutuksia. Avainkysymykseksi nousee siis tehokkuus: millä tasolla kukin toiminto on tehokkainta toteuttaa?[151]

Rahaliittoa perustettaessa oli paljon esillä niin sanottu läheisyysperiaate (subsidiariteetti). Sen katsottiin tarjoavan perusteltavissa olevan pohjan rahaliiton julkisen talouden kerroksittaiselle arkkitehtuurille. Sen analysoimisessa ei riitä, että keskitytään finanssipoliittisen kurin ja tulonsiirtojen teemoihin, mitkä nyt ovat olleet esillä. Oleellisia ovat nimittäin tällöin alemmille tasoille syntyvät kannustevaikutukset ja informaatiorajoitteet.

Euroopan finanssiunionissa päätöstasoja olisi (ainakin) kolme. Ylimmällä yhteisötasolla päätösvaltaa käyttäisi Euroopan parlamentti ja toimeenpanovaltaa

151 Fiskaalisen federalismin talousteoria on 50-vuotisen olemassaolonsa aikana valottanut tähän kysymykseen liittyviä näkökohtia. Fiskaalisen federalismin käsitteen kehitti Richard Musgrave (1959). Tutkimusaluetta koskevasta katsauksesta ks. Oates (1999).

Euroopan komissio. Seuraavalla tasolla toimisi kansallinen budjettitaso, ja päätösvaltaa käyttäisi esimerkiksi Suomessa eduskunta. Alimpana olisi paikallinen taso (Suomessa kuntataso).

Fiskaalisen unionin tehtävä on kansalaisten tarvitsemien julkishyödykkeiden (turvallisuus, sosiaalipalvelut), eräiden yksityishyödykkeiden (terveyshuolto, koulutus) tuottaminen, toimeentuloturvan luominen (työttömyyskorvaukset), oikeudenmukaisen tulonsiirtojärjestelmän luominen ja stabilisaatiopolitiikan hoitaminen. Fiskaalista federalismia taloudellisena arkkitehtuurina tulisi arvioida sen pohjalta, vahvistaako se taloudellista tehokkuutta vai vähentääkö se sitä. Keskeisiä kysymyksiä Euroopan rahaliiton fiskaalisen unionin kannalta ovat:

(i) Mitkä julkishyödykkeet on tehokkainta toteuttaa rahaliiton tasolla?

(ii) Mitkä muut budjettitalouden menoerät on syytä sijoittaa yhteisötasolle ja mitkä jättää valtioiden päätettäväksi?

(iii) Kuinka merkittävä budjetti yhteisötasolle on tarkoituksenmukaista rakentaa?

(iv) Mitkä verotuksen muodot on syytä siirtää kansalliselta talosta yhteisötasolle?

(v) Miten Euroopan rahaliiton fiskaalisessa unionissa hallitaan kerroksittaiseen päätöksentekoon liittyviä informaatio- ja kannuste-ongelmia?

(vi) Miten euromaiden yhteisen velan kasvua rajoitetaan ja ohjataan uskottavasti?

Näistä kysymyksistä ei ole toistaiseksi esitetty jäsentyneitä arvioita. On todennäköistä, että tässäkin sovelletaan tunnettua liittovaltion kehittämisen kaavaa. Ensin on tarkoitus synnyttää yleinen päätös fiskaalisen unionin perustamisesta. Se estää jatkokeskustelun siitä, onko liitto syytä perustaa. Vasta sen jälkeen aletaan keskustella siitä, mitä liitto oikeasti pitäisi sisällään. Vuonna 2011 Euroopan unionin budjetti oli 1 % EU-maiden yhteenlasketusta BKT:sta samalla, kun kansallisten budjettien BKT-osuus oli 44 %. Samana vuonna USA:n liittovaltion menojen BKT-osuus oli 24 %.[152]

Fiskaalista unionia koskeva suunnitelma pyrkii kasvattamaan EU:n budjettia ja mahdollisesti luomaan euroalueen oman budjetin. Britannia vaatii kuitenkin EU:n budjetin supistamista. Vuonna 2013 Euroopan parlamentti hylkäsi Euroopan neuvoston esityksen EU:n budjetiksi. EU:n talousarvio vuodelle 2013 päätyi 151 miljardin euron tasolle. Budjetti jäi pienemmäksi kuin mitä EU:n komissio oli ehdottanut. Uusi seitsenvuotinen rahoituskehys vuosille 2014–2020 alentaa budjetin kokoa.

152 http://ec.europa.eu/budget/explained/myths/myths_en.cfm#1of15 ja http://www.deptofnumbers.com/misc/debt-revenue-and-expenditures-as-a-fraction-of-gdp/

14.5 Yhteinen euromaiden velka budjettisiirtojen korvikkeena

Koska Euroopan unionin nykyinen rakenne ei mahdollista legitiimiä euromaiden budjettia tai tulonsiirtoja, on federalismi edennyt yhteisvelka- ja yhteisvastuurakenteiden kautta. Euromaat ovat perustaneet ERVV- ja EVM-rahastot ja tutkivat eurobondien mahdollisuuksia. Eurobondien tarvetta kriisirahoituksessa on perusteltu sillä, että rahastot ovat siihen liian pieniä.

Euroalueen kyky luoda kestäviä stabilisaatiovaikutuksia on kyseenalainen. EVM ja ERVV-tukirahastot rahoitetaan pienen oman pääoman lisäksi niiden liikkellelaskemien joukkovelkakirjojen avulla. Ne ovat hyväkuntoisempien euromaiden vakuuttamia ja siten eurobondien esiasteita. Rahastot toimivat tukiverkkona huonokuntoisille velkaantuville maille, mikäli maat eivät kykene rahoittamaan markkinaehtoisesti lisävelkatarpeitaan. Rakenteiltaan ERVV on aivan vastaavanlainen kuin CDO ja muut kerroksiset vakuutusinnovaatiot, joiden haurauden USA:ssa finanssikriisi paljasti karuin seurauksin.

Ongelma on lisäksi, että hyväkuntoisten euromaiden vakuuttamat eurobondi-kerrokset ovat voimakkaasti toisistaan riippuvia kriisiytymisen hetkellä. Heikkokuntoisten maiden listalla on esimerkiksi sellaisia suurmaita kuin Espanja ja Italia, joiden alijäämien rahoittaminen rahastosta voi koitua erittäin hankalaksi.[153] Tämä epätasapainoon ajava kehitys saattaa muuttaa rahoittavien ja vakuuksia antavien maiden luottokelpoisuutta hyvinkin nopeasti. Seurauksena on nähtävissä kriisiriippuvuuden kasvaminen, mikä haurastuttaa koko järjestelmän – kuten kävi USA vastaaville finanssi-innovaatioille. ERVV:n käyttö uusien tukilainojen rahoituksessa on päättynyt 30.6.2013 ja jatkossa euromaiden epätasapainoa hoidetaan EVM-rahaston kautta. EVM-rahasto on ERVV:tä tasapainoisempi koska siinä on 80 miljardin euron oma pääoma ja yksikään euromaa ei ole väistyvä takaaja.[154]

Nykyiset kriisirahastot eivät ole riittäviä suurten jäsenmaiden tukemiseksi. Myös eurobondit rasittavat toistaiseksi vahvoina pysyneitä jäsenmaita ja saattavat heikentää niiden luottokelpoisuutta samalla tavalla kuin rahastot. Tämän takia fiskaalista unionia on markkinoitu myös yhteisvastuuseen perustuvan kriisinhoidon välineeksi: jos tuki annetaan osana normaalia budjettiprosessia lahjana eikä lainana, ei synny luottokelpoisuutta heikentävää vaikutusta. Kriisimaa saa rahoituksensa ja rahoittava maa joutuu osana budjettiprosessiaan sopeutumaan vähentämällä muita menoja.

153 Ks. esim. Espanjan tilanteesta Prof. Luis Garicaon puhe, Lähde: LSE-arkistot. http://www.lse.ac.uk/publicEvents/events/2013/01/20130123t1830vSZT.aspx

154 http://www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/03_muut_asiakirjat/Selvitys_Suomen_vastuista_31_12_2013.pdf

On ilmeistä, että Euroopan rahaliiton fiskaaliseksi unioniksi laadittu tiekartta tähtää viime kädessä USA:n federaation tapaiseen julkisen talouden arkkitehtuuriin myös Euroopassa. Siksi on aiheellista arvioida USA:n fiskaalisen federalismin toimintaa ja menestystä.

Osavaltioiden budjettitalous – no bailout-normin tuleminen 1840-luvulla

Nykyisin USA:n liittovaltiolla on suuri budjetti, varsin korkea velan BKT-suhde ja osavaltioiden budjetit ovat kohtuullisen pienet. Alun perin valtiovarainministeri Alexander Hamiltonin rakentama fiskaalinen federalismi oli tämän vastakohta. Poliittinen prosessi johti kuitenkin liittovaltion vahvaan rooliin ja no bailout-normin sisään rakentamiseen julkiseen talouteen – mutta vasta sen jälkeen, kun liittovaltion ylin yhteisötaso oli rakennettu vahvaksi.[155]

Maan toinen perustuslaki vuodelta 1788 antoi veronkanto-oikeuden federaatiolle ja turvasi velkojien aseman. Alexander Hamiltonin ehdotus osavaltioiden velkojen kansallistamisesta (bailout) hyväksyttiin kongressissa vuonna 1790. Perustelu oli selkeä: velat olivat syntyneet itsenäisyyssodan rahoittamiseksi. Osavaltioiden myöhempi velkaantuminen kuitenkin johtui niiden liiallisesta velkaantumiseen perustuvasta varainhankinnasta ja -käytöstä. Bailout on ongelmallinen, koska se luo odotukset sen toistuvuudesta tulevaisuudessa.

USA: NO BAILOUT -NORMI VOIMASSA 1840-LUVULTA LÄHTIEN.

No bailout -normi toteutettiin 1840-luvulla kongressin päätöksellä. Kongressi hylkäsi ehdotukset osavaltioiden velkojen kansallistamisesta. Seurauksena oli, että kahdeksan osavaltiota ja Floridan territorio ajautuivat velkasaneeraukseen. Sen johdosta osavaltiot 1840- ja 1850-luvuilla liittivät perustuslakeihinsa tasapainotetun budjetin säännön. Vuosina 1873–1994 velkajärjestelyyn ajautui kuitenkin vielä 10 osavaltiota.

Paikallistasolla (kaupungit) esiintyi sittemminkin vararikkoja, etenkin 1930-luvun laman aikana. Ne eivät ole olleet epätavallisia myöhemminkään. Vaikka tasapainotetun budjetin sääntö ei ole estänyt osavaltioita ja kaupunkeja joutumasta vaikeuksiin, yleensä niiden velkaisuusaste on kuitenkin jäänyt alle 10 prosenttiin BKT:sta, myös Kaliforniassa.[156]

155 Henning and Kessler (2012), Sargent (2012).
156 Chantrill (2014) raportoi, että vähiten velkaa on Wyomingilla, 5,48 % ja eniten New Yorkin osavaltiolla, 26,92 % suhteessa alueen BKT:hen.

Osavaltioiden velka kurissa, mutta liittovaltio avustaa

No bailout -normi on tarkoittanut sitä, että esimerkiksi Kalifornia on 2000-luvulla saanut etsiä yksin ratkaisua talousongelmiinsa. USA:n federaatio vastaa silti työttömyyskorvauksista.[157] Osavaltioiden tiukat budjettisäännöt ovat USA:ssa mahdollisia siksi, että vastuu stabilisaatiopolitiikasta on keskitetty ylimmälle yhteisötasolle, liittovaltiolle.[158]

USA:ssa liittovaltio vastaa ennen kaikkea sosiaaliturvasta ja puolustusmenoista. 1930-luvun lama USA:ssa merkitsi sitä, että USA:n liittovaltion menotalous kasvoi merkittävästi. Nykyisin USA:n liittovaltiolla on myös 1 100 erilaista avustusohjelmaa osavaltioille.[159] Alun perin tarkoitus oli, että liittovaltiolla on vain vähän tehtäviä. Liittovaltion budjetilla kuitenkin autetaan nykyisin massiivisesti myös osavaltioita; finanssikriisin aikaan, vuonna 2009, apua jaettiin 482 miljardia ja vuonna 2010 532 miljardia dollaria. 75 % avusta meni osavaltioiden budjettivajeiden paikkaukseen.[160] Vuoden 2013 aikana liittovaltio jakoi avustuksina osavaltioille 561 miljardia dollaria[161], mikä on merkittävin menoerä sosiaaliturvan ja kansallisen turvallisuusmenojen jälkeen. Avustukset kohdentuivat koulutukseen, terveydenhuoltoon, asumiseen ja liikenteeseen.

157 Käytännössä työnantaja vastaa työttömäksi jääneen työntekijän työttömyysturvasta 26 viikon ajan maksaen osavaltion hallinnoimaan rahastoon ko. korvauksen. Liittovaltio tulee apuun mukaan lainaamalla osavaltiolle lisäturvan rahoittamiseen varoja, jotka osavaltio on velvollinen maksamaan liittovaltiolle takaisin.

158 Myöskään maan keskuspankki Fed ei koskaan osta osavaltioiden velkakirjoja salkkuunsa.

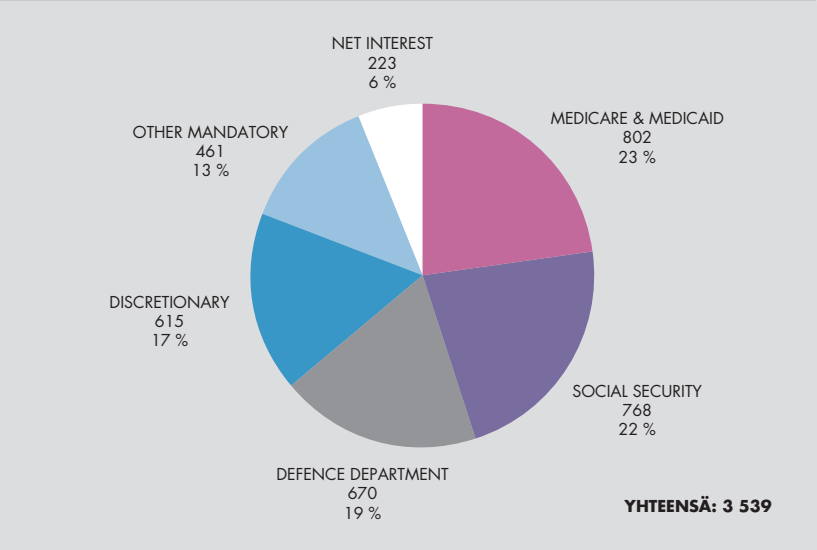
159 Edwards (2013).

160 Henning ja Kessler (2012)

161 Edwards (2013).

KUVIO 22

Yhdysvaltain liittovaltion menotalouden rakenne 2012, miljardia dollaria



Lähde: Wikipedia, Congressional Budget Office

USA:n liittovaltiolla oli vuodelle 2013 budjetoitu verotuloja 16,7 % suhteessa maan BKT:hen, yhteensä 2 770 miljardia Yhdysvaltain dollaria.[162] Näitä olivat kansalaisilta kerättävät tuloverot (47 %), sosiaaliturvamaksut (34 %) ja yhtiöverot (10 %). Tärkeimmät menokohteet olivat sosiaaliturva (23 %), terveydenhuolto (22 %), puolustus (18 %) ja korkomenot (7 %), yhteensä 3 450 miljardia dollaria.

Liittovaltion bruttovelkasuhde, joka ennen kriisiä vuonna 2008 oli 64,8 % (suhteessa maan BKT:hen) oli noussut 101,6 prosenttiin vuonna 2013. Samana vuonna budjettivaje kuitenkin supistui päätyen 5,3 prosentin tasolle suhteessa BKT:hen. Kun liittovaltion velasta poistetaan sen sisäinen velka, maan nettovelka on kohtuullisempi, 73 % suhteessa BKT:hen vuonna 2013. Liittovaltion keskuspankki FED on myös ostanut QE-ohjelmallaan (*quantitative easing*) yli 2 500 miljardin dollarin edestä liittovaltion velkaa vähentäen velan ulkoista riskiä.

162 United States federal budget, Wikipedia.

USA:n liittovaltiolla on ollut vuodesta 1970 lähtien vajauksellinen liittovaltion budjetti.[163] Vajaus oli 7 % BKT:sta vuonna 2012, mikä on lievästi pienempi kuin vuoden 2011 budjettivaje (8,7 % BKT:sta). Vajeet ovat USA:n finanssikriisin jälkeen olleet huomattavasti suuremmat kuin kriisiä edeltävinä vuosina. Niinpä vaje vuonna 2000 oli vain 2,4 % suhteessa BKT:n ja vuonna 2008 se jäi 3,2 prosenttiin.[164]

USA:N LIITTOVALTIO: BUDJETIN MENOTALOUS 24 %, VEROTULOT 16,7 %, BUDJETTIVAJE 5,3 %, NETTOVELKA 73 % SUHTEESSA BKT:HEN.

Tuottaako fiskaalinen federalismi tehokkaasti paikalliset julkishyödykkeet?

Ihmisten liikkuvuus aiheuttaa ongelmia kerroksittaisen talousyhteisön arkkitehtuurin tehokkuudelle. Ne kansalaiset ja yritykset, jotka joutuvat maksajiksi, pyrkivät siirtymään pois alueilta, joilta kerätään verotuloja. Tulonsiirtojen saajat pyrkivät puolestaan siirtymään sellaisile alueille, joille tulonsiirtoja maksetaan. Etenkin nuoret ovat tänä päivänä varsin liikkuvia, mutta niin ovat myös eläkeläiset – jättituloja ansaitsevista tähtiurheilijoista puhumattakaan. Verojen välttely ei siis rajoitu pelkästään veroparatiisiin sijoittuviin yhtiöihin. Euroopan unioniin kuulumattomat Sveitsi ja Jerseyn saari Englannin edustalla sekä Euroopan rahaliittoon kuuluva Luxemburg ovat houkutelleet huomattavat tulot muita matalamman verotuksensa ansiosta.[165]

Minkälaisia mekanismeja ihmisten tai yhtiöiden liikkuvuus aiheuttaa paikallisten julkishyödykkeiden tarjontaan ja niiden rahoitusmahdollisuuteen?[166] Kerroksittaisessa federaatiossa syntyy liikkuvuuden johdosta aito kilpailu taloudellisista resursseista (yritysten sijoittuminen, tuotantolaitosten tuleminen ja poistuminen, koulutetun ja hyvätuloisen työvoiman liikkuminen). Kun päättäjät tavoittelevat äänestäjien suosiota, ne saattavat pyrkiä houkuttelemaan ulkomaisia sijoituksia alueelleen esimerkiksi muita väljemmillä ympäristönormeilla. Kilpailu resursseista saattaa johtaa julkishyödykkeiden alitarjontaan. Klassinen näkemys on ollut, että eri alueiden välille voi syntyä kilpailua asukkaista, mikä johtaa tehokkuuteen.[167] Kilpailuun kuitenkin liittyy sivuvaikutuksia, jos federaatioon kuuluvat jäsenmaat

163 United States federal budget, Wikipedia.

164 USA:ssa debatoidaan näyttävästi liittovaltion menotaloudesta. Cato Instituutin Chris Edwards (2013) kritisoi vahvasti USA:n fiskaalista federalismia ja siihen sisältyviä avustusohjelmia. Ne kannustavat liialliseen menojen paisuttamiseen, ne aikaansaavat byrokraattista tuhlausta ja niiden poliittinen vastuullisuus jää vajavaiseksi.

165 Wahlroos (2012) on nähnyt tässä tekijän, jolla pyritään ajamaan yhteisötason verotusoikeutta Euroopan unionille. Tavoitteena siis olisi estää harmonisoimattomasta vero- ja tulonsiirtojärjestelmistä hyötyminen.

166 Paikalliset julkishyödykkeet voidaan ymmärtää niinä paikallistason palveluina, joita ihmiset tarvitsevat mutta joita markkinavoimat eivät tuota.

167 Tiebout (1956). Talousteorian mukaan julkishyödykkeiden tuotanto riippuu asukkaiden maksuhalukkuudesta ja julkishyödykkeiden tuotantokustannuksista (ns. Samuelsonin sääntö).

alkavat käyttäytyä ”strategisesti”.[168] Vaikka esimerkiksi Euroopan finanssikriisin aikana velkaantuneissa maissa verotusta ei ole voitu budjettivajeiden johdosta keventää, ovat kannusteet verokilpailulle maiden välillä olemassa.[169] Ajateltakoon vaikka finanssikriisin aiheuttamaa muuttoliikettä pois kriisivaltioista kriisistä paremmin selvinneisiin maihin.

Kerroksittaiseen päätöksentekoon liittyy myös vapaamatkustajuuskannustin: alemman tason päätöksentekijöillä on kannustin olla rahoittamatta keskustason toimintoja ja velanmaksua toivoen, että muut unionin jäsenet sen tekevät (Sargent 2012). Ongelma voi myös olla vastakkainen. Brennan-Buchanan hypoteesin mukaan julkisilla päättäjillä on aina ja kaikissa mahdollisissa oloissa taipumus päinvastoin kasvattaa verotusta ja julkisia menoja.[170] Tämä vahvistaa päättäjien valtaa ja heidän nauttimiaan etuja. Tätä kehitystä on varsin vaikea rajoittaa.[171]

Näillä arvioilla on merkitystä arvioitaessa euroalueelle perustettavan liittovaltion taloudellista tulevaisuutta. Päätöksenteon liiallinen keskittäminen yhä suuremmassa määrin yhteisötasolle on aito riski.

Entä EU:n verotusoikeus?

EU:n jäsenvaltiot ovat pitkään vastustaneet verotusoikeuden luomista EU:n tasolle. On pelätty, että kun ”EU:lle antaa pikkusormen, se vie koko käden”. Rahoitustoimien transaktiovero – jota monet ekonomistit ovat arvostelleet – edustaa ensimmäistä Euroopan unionin veroa. Ei ole perusteetonta pitää sitä epäonnistuneena ratkaisuna.[172] Edes kaikki euromaat eivät ole mukana, joten verotulojen jakaminen EU:n kautta olisi ongelmallista.

168 Kriisimaiden hallitusten käyttäytymistä on ollut mahdollista analysoida tästä näkökulmasta, Acharya and Rajan (2011). Ne ovat halukkaita maksamaan maansa velkaa niin kauan, kun ne tietävät saavansa uutta velkaa.

169 Viittasimme jo kirjan työmarkkinaosiossa ns. fiskaalisen devalvaation ongelmallisuuteen tältä osin.

170 Brennan ja Buchanan (1980). Tämä ilmiö tunnetaan Leviathan-hypoteesina. Tuleeko EU:n fiskaalisesta unionista ylisuuri Leviathan, joka kerää resursseja itselleen ja heikentää hyvinvoinnin edellytyksiä? Tuoreen raportin mukaan korruptio aiheuttaa EU:lle joka vuosi noin 120 miljardin kustannukset.

171 Olsson (1965) on selittänyt tämän johtuvan vaikeudesta luoda kannusteet vastalobbaukselle.

172 Transaktioveron vertaaminen arvonlisäveroon on väärin. Transaktioveron veropohja ei ole arvonlisä. Sen välttäminen sitoo resursseja ja vääristää käyttäytymistä. Ruotsin taannoiset kokemukset transaktioverosta eivät ole rohkaisevia – sijoitukset veronkohteena oleviin kohteisiin vähenivät dramaattisesti sillä seurauksella, että verosta oli luovuttava.

OSA IV

Euroopan rahaliiton vaihtoehdot

Euroopan rahaliiton pelastamiseksi päätetyt ja suunnitteluasteella olevat toimenpiteet vievät rahaliittoa syvenevän integraation suuntaan. Integraation lopullinen konkreettinen muoto on kuitenkin vielä pitkään täysin avoin. Eri europäättäjien, joita ovat valtioiden päämiehet, johtavat puolueet, EU:n komissio ja neuvosto, Euroopan keskuspankki, eurovirkamiehet, näkökannat ovat jakautuneet kansallisten intressien pohjalta, vaikka näin ei ole ollut tarkoitus. Tämä liittyy siihen, että alkuperäisistä taloudellisista tavoitteistaan pahasti jälkeen jäänyt rahaliitto on valuvikoineen vielä pitkään hyvin suurissa vaikeuksissa ja sen kykyä nousta kestävälle pohjalle hallitusti on aihetta epäillä. Yhä enemmän on alettu kiinnittää huomiota integraation demokratiavajeeseen. Eri maissa on syntynyt integraatiota vastustavia poliittisia liikkeitä.

Euroopan unioni on tällä hetkellä monella tavalla jakautunut. Rahaliiton nykytila ja sen suhtautuminen liittovaltioon heijastavat jännitteitä rahaliiton eteläisten ja pohjoisten jäsenmaiden välillä.[173] Rahaliiton keskiössä oleva Saksa on avainasemassa samalla, kun sen taloudellinen hyöty rahaliiton olemassaolosta on merkittävä. Lisäksi Euroopan unionin 10 maata, jotka eivät ole 18 euromaan mukana rahaliitossa, muodostavat integraation kannalta ulkopuolisen ryhmän.

15. Intressien vastakkaisuus

Euroalueen talouskriisi on johtanut jäsenmaiden intressien eriytymiseen. Eteläiset jäsenvaltiot katsovat, että ne ovat ainakin nykytilanteessa oikeutettuja saamaan tulonsiirtoja pohjoisilta jäsenvaltioilta. Ne ajavat määrätietoisesti eurobondeihin perustuvaa yhteisvastuuta jäsenmaiden alijäämäisten budjettien rahoituksessa, ylivelkaantumisen kustannusten jaossa, europankkien mahdollisesti tarvitsemien tukitoimien hoidossa sekä yhteiseksi talletussuojaksi. Paremmassa taloustilanteessa olevat pohjoiset jäsenvaltiot – erityisesti Saksa – taas ovat edellyttäneet tämän vastineeksi tiukan budjettikurin valvonta- ja ohjeistusjärjestelmiä (sixpack, twopack, fiscal compact). Lisäksi ne ovat vaatineet rakenteellisia uudistuksia jäsenmaiden kilpailu- ja sopeutumiskyvyn palauttamiseksi.

Euroalueen kasvunäkymät ovat niin heikot, että alueen hyvinvointitappiot suhteessa normaaliin talous- ja kasvukehitykseen tulevat mahdollisesti jatkumaan pitkäänkin. Kreikan, Portugalin tai Irlannin kansantalouden suorituskyky ei rahaliiton tulevaisuuden kannalta ole ratkaiseva. Ratkaisevaa on sen sijaan se, mitä tapahtuu rahaliiton suurille jäsenmaille. Italian, Espanjan ja Ranskan taloudet ovat vaikeuksissa. Erityisesti Italian tilanne on huolestuttava. Maa on jo ennestään pahasti

173 Käytämme jakoa pohjoisiin ja eteläisiin jäsenvaltioihin siinä mielessä epätarkasti, että Ranska ja Irlanti eivät kuulu kumpaankaan, vaikka niillä on omat vakavat ongelmansa.

velkaantunut, mutta sen julkisen talouden alijäämä on alkanut hallituksen vaihtumisen jälkeen uudelleen kasvaa. Italian velkasuhde on nousussa ja sen odotetaan nousevan lähivuosina lähelle 150 prosenttia BKT:sta.

ITALIAN, RANSKAN JA ESPANJAN TALOUDET MÄÄRÄÄVÄT RAHALIITON KOHTALON.

Toiveet rahaliiton tulevasta kehityksestä ovat kovin erilaiset rahaliiton eteläisissä ja pohjoisissa jäsenvaltioissa. Eteläisten jäsenvaltioiden kansalaiset näyttävät ajattelevan, että heidän kotimaansa ovat jo siirtäneet varallisuutta pohjoisille jäsenmaille ulkomaankaupan kautta, koska jälkimmäisillä rahaliiton sisäiset vaihtotaseet ovat olleet ylijäämäisiä.[174] Tämän perusteella pohjoisten jäsenvaltioiden tulisi siis vastavuoroisesti eurobondien avulla ottaa osavastuuta eteläisten jäsenvaltioiden velan kustannusten hoitamisesta ja budjettien tasapainottamisesta.[175] Myös Ranskan puheenvuoroissa yhteisvastuun periaate on tyypillinen pohjoisille jäsenvaltioille suunnattu vaatimus, jota näytetään pitävän täysin oikeutettuna.

YHTEISVASTUUN TOTEUTTAMINEN EUROBONDIEN MUODOSSA ON ETELÄISTEN JÄSENVALTIOIDEN VAATIMUSLISTALLA.

Saksa on keskeisessä asemassa ja suunnannäyttäjänä kansantaloutensa koon, suorituskyvyn ja suuren jäsenmaksuosuutensa johdosta. Saksan muodollinen painoarvo on tosin jäänyt vähäiseksi sekä Euroopan neuvostossa, komissiossa että keskuspankissakin.[176] Euroopan rahaliiton päätösprosessi on hyvin Etelä-Eurooppa-vetoinen: komission puheenjohtaja on Portugalista, ja EKP:n pääjohtaja on Italiasta. Lisäksi Euroopan unionin päätöksiä valmistelevassa virkamieskunnassa Etelä-Euroopan mailla on joidenkin tarkkailijoiden mielestä ylivahva edustus. Koska IMF on osallistunut vahvasti Euroopan rahaliiton pelastusoperaatioihin, on luontevaa olettaa, että myös sen kautta Etelä-Euroopan maat ovat pystyneet vaikuttamaan päätöksentekoon kotimaidensa kannalta suotuisasti.[177]

---

174 Suomella on ollut kauppataseen ylijäämää muun euroalueen kanssa mutta vain euron alkuaikoina. Ylijäämän trendi on ollut kaiken aikaa laskeva. Vuodesta 2008 lähtien Suomen kauppatase on ollut alijäämäinen euroalueen kanssa. Suomi on harvoja maita, joka ei koskaan ole ajautunut velkasaneeraukseen (Reinhart ja Rogoff (2009)). Muita ovat muun muassa Norja, Sveitsi ja Singapore. Ruotsi joutui saneeraamaan ulkomaiset velkansa vuonna 1811 ja Tanska kotimaiset vuonna 1813.

175 Se tosiasia, että Suomi on tulevia eläkkeitään varten rahastoinut 155 miljardia euroa, saattaa herättää kateuden tunteita niissä maissa, joissa rahastointia ei ole hoidettu. Useissa maissa eläkeomaisuus on selkeämmin yksityisen sektorin taseissa. Vastaava tilanne koskee muun muassa Hollantia sekä tavallaan myös Suomen talletussuojajärjestelmää, jota vastaavaa rahastointia monissa muissa jäsenmaissa ei ole luotu.

176 Kaksi saksalaista EKP:n jäsentä on eronnut EKP:n johtokunnasta vastalauseena EKP:n rahapoliittisille ratkaisuille.

177 Muistetaan myös, että IMF:n pääjohtaja ja pääekonomisti ovat ranskalaisia. Järjestön jäsenten valtaenemmistö lienee kiinnostunut ennen kaikkea ratkaisuista, jotka vähentävät euroalueen tarvetta pyytää IMF:ltä kriisirahaa yksittäisille jäsenmailleen. IMF:n päätöksenteossa saattaa toki painottua myös se näkökohta, että IMF näkisi mieluusti Euroopan unionin vahvistuvan vastapainoksi maailmantalouden muille suurille toimijoille, etenkin USA:lle ja Kiinalle.

Saksan talouden ylivoimaisuuden vuoksi se määrää euroalueen luottoluokituksen, ”reittauksen”. Jos Saksa irtaantuisi eurosta tai sen luottoluokitus alenisi, euroalueen maiden reittaus voisi huonontua.[178] Toisaalta Saksan lähdettyä olisi erittäin todennäköistä että EKP:n lender of last resort-oikeus otettaisiin käyttöön, mikä saattaisi tukea ainakin tilapäisesti euromaiden luottoluokitusta.

EUROOPAN RAHALIITON PÄÄTÖSPROSESSI ON ETELÄ-EUROOPPA-VETOINEN. INTRESSIRISTIRIITA POHJOISTEN JA ETELÄISTEN JÄSENVALTIOIDEN VÄLILLÄ ON TODELLINEN.

16. Mahdolliset tulevaisuudet

Euroalueen nykytila, jota usein kutsutaan nimellä EMU-2, on merkinnyt irtaantumista Maastrichtin sopimuksesta (”Maastricht 1”). No bailout -periaate sekä periaate EKP:n osallistumattomuudesta yksittäisen maan tukemiseen eivät ole pitäneet. Moraalikato on saanut jalansijaa rahaliitossa sekä jäsenvaltioiden että pankkien keskuudessa. Pankkijärjestelmään on laajalle pesiytynyt usko, että ainakin suuret pankit rahoittajineen tarvittaessa pelastetaan julkisilla varoilla. Samoin on käynyt ilmi, että valmius sopeutua ja tehdä kansallisesti kipeitä tervehdyttämispäätöksiä heikkenee, kun rahoitusta on saatavilla[179].

Euroaluetta on pelastettu ratkaisuin, jotka ovat siirtäneet varoja veronmaksajilta yksityisille sijoittajille, ja jotka eivät ole olleet demokraattisesti legitimoituja (kansanvaltaisia). Sekä tukipäätökset että päätösvallan siirrot jäsenmailta euroviranomaisille on tehty ikään kuin kyse olisi normaalista poliittisesta prosessista.

Komissio ja EKP ovat ensisijaisesti olleet päätösten takana; jäsenmaiden hallitukset ja parlamentit ovat tehneet lopulliset ratkaisut. Viranomaiset ovat toimineet taitamattomasti ja saamattomastikin suostumalla toimivaltansa vähittäiseen siirtämiseen euroalueen virkamiehille.

Nykytilanne, EMU-2, on todennäköisesti vain välivaihe, koska tarve yhteisen rahoituksen vastineeksi rajoittaa pankkien ja jäsenmaiden oman edun tavoittelua vie kohti keskusjohtoisuutta (jota Saksa tavoittelee). Samoin on jo kauan ollut ilmeistä, että komissio ja EKP tulevat jo perustehtäviensä vuoksi jatkuvasti ja eri yhteyksissä tekemään ehdotuksia, jotka vähitellen vievät kohti yhä syvempää ja keskusjohtoisempaa integraatiota.

178 Euroopan Unionin budjettipohjainen maksukyky perustuu 28 maan EU-jäsenmaksuihin. Esim. S&P reittaa EU:n AA+:ksi. Euroalueella ei ole omaa budjettia, joten sillä ei ole luottoluokitustakaan. Sen erikoisrahoitusvälineet ERVV ja EVM käyttävät credit enhancement-rakenteita ja ne eivät siten suoraan edusta euromaiden keskireittausta. Saksan poistuminen euroalueelta ei poistaisi sen takausvastuita vanhoista ohjelmista eikä välttämättä alentaisi esim. ERVV:n A+-luokitusta

179 Osittain tämä saattaa olla seuraus EKP:n lupauksesta tehdä kaikkensa, jotta euro ja ilmeisesti euroaluekin säilyy. Tämä voidaan ymmärtää epäsuorana lupauksena jatkaa euroalueen jättämisellä uhkaavan jäsenmaan rahoitusta melkein siitä riippumatta, mikä on jäsenmaan talouspolitiikka.

Koko euroalueella on ilmeisesti vain kaksi stabiilia vaihtoehtoa, joihin ei liity sisäisiä jännitteitä järjestelmän lisäkehittämiseen:

(i) Vahva liittovaltio 18 euromaan kesken

(ii) Paluu kansallisiin valuuttoihin eli Ruotsin ja Puolan kaltaisiin EU-jäsenyyksiin

Yksittäinen maa voi kuitenkin omalta osaltaan päättää integraationsa tason. Tällöin osa euroalueesta voi kehittyä liittovaltioksi jonka valuuttaa käyttävät joukko vähempään integraatioon tyytyviä jäsenmaita. Vaihtoehtoja jäsenmaalle on siksi neljä:

(i) Jäsenyys heikossa euroliittovaltiossa (todennäköisesti vain tilapäinen nykytila)

(ii) Jäsenyys vahvassa euroliittovaltiossa (nykykehityksen todennäköinen loppupiste)

(iii) Jättäytyminen euroon mutta liittymien ulkopuolella (itsenäisyys korostuu)

(iv) Oma valuutta eli eurosta eroaminen (oma raha- ja talouspolitiikka korostuvat)

Etenkin suuret maat ovat päättävässä asemassa, kun ratkaistaan mihin suuntaan euroalue kehittyy. Yksittäinen jäsenmaa – Suomi mukaan lukien – kuitenkin itse päättää, mitä se on valmis hyväksymään. Jos euroalue ei kehity tavalla, joka Suomelle on eduksi, sen ei ole pakko alistua siihen.

17. EMU-2 heikkona liittovaltiona

EMU-2:n pohjalta euroalue kehittyisi tilapäisenä itsenäisten valtioiden liittona, joka lujittuisi uusien päätösten kautta.[180] Tuleva pankkiunioni ja fiskaalinen unioni saattaisivat riittää pitämään jäsenmaiden ja pankkien taloustilanteen pysyvästi vakaana. Jäsenmaat saattaisivat tällä kertaa noudattaa solmittuja sopimuksia. Uuden rahoituskriisin koittaessa viimeisenä oljenkortena olisi jälleen Euroopan keskuspankin rahapolitiikan äärimmäisten toimien hyödyntäminen.[181]

180 EMU-2 vastaa suunnilleen sitä, mistä käytämme nimitystä heikko liittovaltio.

181 Ääritapauksessa tämä voi tarkoittaa jäsenmaiden julkisen velan rahoittamista Euroopan keskuspankin avulla. Miettinen (2012) on ehdottanut "reilua setelirahoitusta", joka perustuisi euromaiden velkakirjojen ostoon EKP:n pääoma-avaimen mukaisesti. Esimerkiksi LTRO- operaatioiden kokoisessa 1000 miljardin euron rahoitusoperaatiossa EKP ostaisi Suomen valtionvelkakirjoja 18 miljardilla eurolla ja Saksan valtiovelkakirjoja 257 miljardilla eurolla. Kerran aloitettu setelirahoitus, tai määrällinen elvytys, voisi johtaa EKP:n taseen paisumiseen biljooniin euroihin USA:n keskuspankin (FED) tapaan. Ostojen hidastamiseen, "tapering", liittyy myös erilaisia ongelmia, joiden kanssa FED tällä hetkellä painii.

Euroopan rahaliitosta on luotavissa heikko liittovaltio. Se voi tukeutua seuraaviin ratkaisuihin ja periaatteisiin

- Jonkinasteinen pankkiunioni toteutuu (koska siitä on jo päätetty).
- Fiskaalisessa unionissa tyydytään lähinnä nyt sovittujen kansallisten budjettien rahoitus- ja valvontajärjestelmiin.
- Vaikka kaikki eivät ajatusta hyväksy, ainakin paine ottaa uusia askeleita nyt päätettyjen budjettikuriin liittyvien ratkaisujen lisäksi vahvistuu. Yksi näistä olisi päättää Euroopan rahaliitolle maksettavasta verosta. Käytännössä tämä todennäköisimmin toteutuisi euroa käyttävien jäsenmaiden verotulojen (2–3 % BKT:sta) vuotuisena tuloutuksena liittovaltiolle. Suomen kohdalla 3 % BKT:sta olisi noin 6 miljardia euroa. (Ruotsi ei maksaisi mitään). Jos tämä toteutuu, heikko liittovaltio voisi ottaa itsellen uusia tehtäviä.
- Jos verotusoikeus ei toteudu, heikko liittovaltio rahoittaa vain oman toimintansa, eikä tee tulonsiirtoja jäsenmaille.[182]
- Keskuspankki keskittyy rahapoliittisiin toimiin välttäen yksittäisten maiden rahoitustilanteen tukemista.
- Yhteisvastuusta ja julkisista pankkituista pystytään jossain vaiheessa luopumaan lopullisesti eli sovelletaan sijoittajavastuuta laajasti.
- Liittovaltion viranomaisten tehtävänä on pääasiassa valvoa säännöstöä ja normeja, joiden puitteissa liittovaltio toimii.
- Kaikki valtioiden perustehtävät rahapolitiikan ja liittovaltion ulko- ja kansainvälisen politiikan ulkopuolella tulevat osavaltioiden vastuulle.

Heikon liittovaltion kyky luoda hyvinvointia voi silti jäädä vajavaiseksi. Finanssipolitiikan sääntely saattaa johtaa pitkän aikavälin kasvu- ja hyvinvointimenetyksiin, sillä se rajoittaa valtioiden kykyä vastata taloudellisiin taantumiin. Tämä voi johtaa siihen, että taantumista tulee syvempiä, mikä laskee heikon liittovaltion maiden pitkän aikavälin kasvuvauhtia.

Historia osoittaa, että jäsenmaiden päättäjät ja euroalueen viranomaiset eivät viime kädessä ole valmiita noudattamaan sovittuja periaatteita. Sen takia on syytä uskoa, ettei euroalueen valuvikoja saada pysyvästi kitkettyä, minkä vuoksi heikon liittovaltion ratkaisut jäävät tehottomiksi. Vahvemman liittovaltion kannattajat pyrkivät tämän lisäksi jatkuvasti laajentamaan keskusjohdon mandaattia.

HEIKON LIITTOVALTION KYKY LUODA JÄSENMAIDEN KANSALAISILLE HYVINVOINTIA ON RAJALLINEN.

182 Rahaliiton 18 jäsenvaltion puitteisiin luotava liittovaltio edellyttäisi oman hallintokoneiston rakentamista EU:n nykyhallinnon lisäksi.

Pankkiunionin tuomiin etuihin on uskottu epärealistisen vahvasti. Pankkiunioni rakentuu viranomaisvalvonnan varaan. Maailmalla on nähty, että valvoja säännönmukaisesti epäonnistuu pankkikriisien estämisessä. Tämä lisää paineita yhteisvastuun toteuttamiselle ennemmin tai myöhemmin. Finanssipoliittinen ohjeistus ja valvonta perustuvat säädöksissä asetettuihin rajoihin eikä markkinoilla syntyviin joustaviin arviointeihin eli markkinakuriin. Taloushistoria ei tue sitä ajatusta, että pankkikriisit olisi ehkäistävissä pankkivalvonnalla. Pankkikriisit ovat hallittavissa vain oikeiden kannusteiden rakentamisella pankkijärjestelmän sisään.

TALOUSHISTORIA EI TUE AJATUSTA, ETTÄ PANKKIKRIISIT OLISIVAT EHKÄISTÄVISSÄ PANKKIVALVONNALLA. PANKKIKRIISIT OVAT HALLITTAVISSA VAIN OIKEIDEN KANNUSTEIDEN RAKENTAMISELLA.

Vaikka eurokriisi ei ole ohitse, on mahdollista, että euroalueen nykytila tai sen tilapäinen seuraava variaatio – heikko liittovaltio – on vähintään yhtä pitkäkestoinen kuin EMU-1. EKP on oppinut tekniikan, jolla kriisiytyneet markkinat saadaan, ainakin näennäisesti, vakautettua. EU ja euroalue tuskin heti erehtyvät sellaisiin virheratkaisuihin, jotka hyvin nopeasti ja odottamattomasti kärjistäisivät tilanteen uudelleen (ääritapaus olisi keväällä 2014 kärjistyneen Ukrainan tilanteen tapainen kriisi). Kansantalouksien perusprosessit eivät kuitenkaan ole ratkaisevalla tavalla muuttuneet. Paraneva taloustilanne johtaakin ennemmin tai myöhemmin heikkoon taloudenpitoon osassa jäsenmaita. Puuttuvan yhteisvastuun takia kestävää talous- ja pankkipolitiikkaa harjoittaneet jäsenmaat voivat tällöin ylläpitää korkeampaa tulo- ja hyvinvointitasoa kuin kestävästä talouspolitiikasta poikenneet maat.

Heikon liittovaltion pysyvyyttä vähentää myös eräiden valtioiden jo hyvin suureksi paisunut velkataakka. Velan korkomenot rajoittavat näiden maiden finanssipoliittista liikkumavaraa eli asettavat suuria vaatimuksia niiden muihin joustomuotoihin. Askelta kohti ylivelkaantuneiden jäsenvaltioiden (Kreikka, Italia, Portugali, Irlanti, Espanja ja Ranska) velkasaneerausta ei uskalleta ottaa.[183] Toisaalta ei luoteta jäsenmaiden kykyyn ja haluun alentaa velkataakkaansa. Kreikka on tosiasiassa konkurssitilassa. Sen velkasaneeraus aiheuttaisi välittömiä tappioita rahaliiton niille jäsenvaltioille, jotka ovat myöntäneet Kreikalle lainoja, sekä Euroopan keskuspankille, jolla on kreikkalaisia valtion velkapapereita taseessaan ja pankkiluottojen vakuutena. Voi myös olla, että velkamaita ei haluta maksaa vapaiksi, koska se vähentäisi maksajien elintasoa takaamatta tuloksia eikä vahvistaisi maksajien vaikutusvaltaa alueella.

Ongelmallinen yhteisvastuu ja Maastricht 2.0

183 Julkisen velan osuus BKT:sta kyseisissä maissa: Kreikka 160 %, Italia 130 %, Portugali 125 %, Irlanti 125 %, Espanja 90 % ja Ranska 90 %.

Joidenkin suomalaisten huomioitsijoiden keskuudessa on syntynyt ajatus, että Euroopan rahaliitto palaisi normaaliin taloudenpitoon pankkiunionin myötä ja että no bailout -sääntöön voitaisiin palata. Tällainen Maastricht 2.0 -skenaario tarkoittaisi sitä, että liittovaltiokehitys, siis EMU-2, pysäytettäisiin esimerkiksi pankkiunionin toteutuksen jälkeen.

Mikään maa ei kuitenkaan – virallisesti eikä epävirallisesti – ole ottanut Maastricht 2.0 -vaihtoehtoa päälinjakseen. Pikemminkin julkilausutut kannanotot viittaavat siihen, että rahaliittoa kehitetään heikon liittovaltion suuntaan ja että fiskaalinen unioni olisi seuraava askel. Kysymys olisi vain siitä, missä laajuudessa ja millaisin askelmin se toteutetaan.[184]

Toistaiseksi mikään rahaliiton jäsenmaa ei ole kieltäytynyt osallistumasta rajoitettuun yhteisvastuuseen eurokriisin hallinnassa, vaikka Pohjois-Euroopan jäsenvaltiot vastustavatkin eurobondeja – ainakin toistaiseksi.[185] Maastricht 2.0 ei myöskään ole mahdollista toteuttaa lyhyellä aikavälillä eli ennen kuin nykyinen kriisi on saatu hoidettua. Julkisen talouden tasapainottamisen yhteisvastuu on jatkuvasti todellinen riski ja kriisimaiden velkakestävyys on pitkäaikainen huolenaihe. Julkisuudessa esitettiin vuonna 2013 useita puheenvuoroja siitä, että Kreikalle voidaan joutua myöntämään kolmas lisälaina.[186] EKP tukee niin ikään kriisimaita rahapoliittisilla operaatioillaan. Käytännössä Kreikan toinen velkasaneeraus lienee vielä edessä: Kreikka on maksuvaikeuksissa eikä voi selvitä nykyisistä veloistaan ilman velkasaneerausta.

Euroalueen jäsenmaiden väliset riskierot ovat merkittäviä. Kuvaavaa on, että Suomessa pääministeri Jyrki Katainen ilmoitti hiljan mahdollisista kolmen miljardin tasapainotustoimista (noin 1,5 % BKT:sta) samaan aikaan kun Italia kasvattaa budjettivajettaan runsaalla prosenttiyksiköllä BKT:sta. Italian julkinen velkasuhde oli vuoden 2013 lopussa 133 % ja Suomen 57 %. Suomi on velkakannoilla mitattuna vielä olennaisesti – ja jopa ratkaisevasti –paremmassa tilassa kuin Italia.

Etelä-Euroopan jäsenmaat näkevät julkisen talouden kestävyysongelmaansa ratkaisuksi eurobondit. Ajatus on, että euroalueen jäsenvaltiot lainaisivat yhteisillä joukkovelkakirjoilla rahaa markkinoilta budjettivajeensa kattamiseksi. Näin lainoista maksettava markkinakorko olisi kaikille jäsenmaille sama. Kriisimaat hyötyisivät talousasiansa hyvin hoitaneiden jäsenmaiden luottokelpoisuudesta. Jälkimmäiset joutuisivat maksamaan ylikorkoa siihen verrattuna, että ne lainaisivat rahoitusmarkkinoilta suoraan omissa nimissään. Ne ottaisivat käytännössä veronmaksajien vastuulle osan kriisimaiden velkataakasta.

---

184 Korkman (2013) kysyykin aiheellisesti, onko pankkiunioni mahdollinen ilman paljon pidemmälle menevää yhteisvastuuta ns. fiskaalisen unionin tai finanssipoliittisen unionin muodossa (Korkman s. 143). Toisaalta hän on korostanut eurobondien turmiollisuutta niihin sisältyvän moraalisen uhkapelin vaaran johdosta. Ne vähentäisivät valmiutta kurinalaiseen julkisten varojen käyttöön Etelä-Euroopan kriisimaissa ja vähentäisivät myös pankkien tarvetta arvioida riskejä, joita eri maiden julkisiin velkapapereihin liittyy

185 Slovakia jäi ensimmäisen Kreikka-paketin ulkopuolelle Slovakian parlamentin päätöksellä.

186 Lausumia ovat esittäneet Saksan talousministeri Wolfgang Schäuble. Suomessa pääministeri Jyrki Katainen ja ulkoministeri Erkki Tuomioja ovat ajatusta tukeneet.

Yhteisvastuu sisältää moraalikadon riskin: se luo kannustimen ajaa velkaantumalla kansallista etua maksajien (maksavien maiden veronmaksajien) kustannuksella. Tämän takia onkin (etenkin Saksan taholta) esitetty jäsenmaiden finanssipoliittisen päätösvallan rajoittamista välttämättömänä ehtona yhteisvastuun toteuttamiseksi. Kannustemielessä parempi olisi kuitenkin kaikkien maiden toimiminen omalla vastuullaan, kuten Maastrichtin 1.0 sopimuksen laatijat hyvin tiedostivat. Toiminta omalla vastuulla luo terveet kannusteet.

EUROBONDIEN AVULLA LUOTAVA YHTEISVASTUU SISÄLTÄÄ MORAALIKADON RISKIN.

Voiko Maastricht 2.0 olla uskottava?

Voivatko maiden väliset sopimukset olla uskottavia? Lähimenneisyyden ja muiden valuuttayhteisöjen historia ei ole rohkaiseva. Maastricht 1.0 ja kasvu- ja vakaussopimus tulivat rikotuiksi. Samoin on viime vuosina käytännössä rikottu perussopimuksen tärkeitä periaatteita. Voidaanko olettaa, ettei voimassa olevia ja tulevia riittämättömillä sanktioilla varustettuja sopimuksia tultaisi rikkomaan tulevaisuudessakin?

Tarkkailijat saattavat puhua siitä, että ”nyt on opittu talon tavoille” ja että ”toista kertaa ei katastrofi voi toteutua”. Taloustieteen mutta myös maalaisjärjen tärkein sanoma on, että kansalaiset ja päätöksentekijät reagoivat kannusteisiin. Jäsenmaat eivät viime kädessä kunnioita sopimuksia, jotka eivät vastaa niiden tai niiden kansalaisten etuja. Maiden käyttäymiseen voi yrittää vaikuttaa erityyppisillä sanktioilla, mutta niiden teho riippuu siitä kuinka merkityksellisiä ne ovat suhteessa maiden omiin etuihin. Jos jäsenmaiden edut eroavat toisistaan paljon, voidaan integraatiota joutua edistämään käyttämällä sanktioina pakkokeinojen uhkaa.

Suomalaiset muistanevat Kreikan pääministeri George Papandreoun vierailun Suomeen keväällä 2011. Hän sanoi televisiouutisissa suomalaisille, että Kreikka tulee maksamaan velkojilleen kaikki lainapääomat ja korot viimeistä senttiä myöten. Kuinka uskottavana pääministerin lausumaa voi pitää ottaen huomioon, ettei hän maininnut milloin maksu tapahtuisi ja mitä korkotasoa soveltaen?[187]

187 Mitä kauempana tulevaisuudessa takaisinmaksu tapahtuisi, sitä pienempi olisi takaisinmaksun nykyarvo. Korkotekijää ei sitä voi sivuuttaa. On huomattavaa että vuonna 2012 Kreikka toteutti yksityisomisteiseen yli 200 miljardin euron velkaan kohdistuvan nykyarvoltaan 55–65 % pienentävän velkajärjestelyn. Euromaiden, kuten Suomen, IMF:n, ERVV:n ja EKP:n velkoja ei järjestelty mutta lainaehtoja on sittemmin heikennetty maksuaikojen ja korkotason osalta. Velkajärjestely johti myös 2,5 miljardin euron CDS-luottojohdannaiskorvauksiin, mikä oli huomattavan pieni määrä, vain noin 2 % alaskirjatusta arvosta.

Maailmassa on hyvin toimivia vahvoja liittovaltioita, federaatioita, kuten USA, Saksa ja Sveitsi. Euroopan ulkopuolelta voi vielä mainita Kiinan ja Intian jättivaltiot. Neuvostoliitto on esimerkki epäonnistuneesta liittovaltiosta sekä poliittisesti että varsinkin taloudellisesti.

Mitkä olisivat liittovaltion päätehtävät? USA:n esikuvaan vedoten voi sanoa, että vahvan liittovaltion päätehtävä olisi kollektiivisten julkishyödykkeiden tuotanto (ainakin kansallinen turvallisuus, ulkopolitiikka, vapaat sisämarkkinat), kansalaisten sosiaaliturvasta huolehtiminen ja jäsenvaltioiden taloudellinen avustaminen epäsymmetristen sokkien ilmaantuessa.

LIITTOVALTION PÄÄTEHTÄVIÄ OVAT KOLLEKTIIVISTEN JULKISHYÖDYKKEIDEN TUOTANTO, KANSALAISTEN SOSIAALITURVASTA HUOLEHTIMINEN JA JÄSENVALTIOIDEN TALOUDELLINEN AVUSTAMINEN EPÄSYMMETRISTEN SOKKIEN ILMAANTUESSA.

Vahvalle ja menestyksellisesti toimivalle liittovaltiolle on ominaista, että se todennäköisesti toimisi suunnilleen kuten nykyiset liittovaltiot.[188] Jäsenvaltioiden (tulevien osavaltioiden, kuten Suomi) verotusoikeutta tai verotuloja siirtyisi merkittävältä osin yhteisötasolle, käytettäväksi yhteisön päätöksenteossa. Kun Euroopan unionin budjetti tällä hetkellä on 1 % suhteessa alueen BKT:hen, nousisi euroalueen vahvan liittovaltion verotulojen taso ajan saatossa todennäköisesti 15–20 prosenttiin (perustuen USA:n liittovaltion vastaavaan tasoon). Saksan rooli liittovaltion johtajana nousisi avainasemaan. Suomi ja muut pienet pohjoiset euroalueen jäsenmaat olisivat tavallaan Saksan osavaltioita.

Koska Saksa ei voisi luopua omasta taloudellisesta vaikutusvallastaan, se joutuisi huolehtimaan eduistaan nousemalla tavalla tai toisella Euroopan rahaliiton päätöksentekoelimissä johtavaan asemaan.[189] Ei ole poissuljettua, etteikö euroalueen vahva liittovaltio saattaisi merkitä käytännössä vanhan Suur-Saksan idean toteutumista. On kuitenkin ilmeistä, että tämä voisi tapahtua vasta pitkän ajan kuluessa ja useimpien muiden euroalueen suurten maiden ankaran mutta menestyksettömän vastustuksen jälkeen. Hyvin epäselvää on, minkä näköinen tällainen taloudellinen ja poliittinen prosessi olisi, mutta se tuskin olisi kovin miellyttävä useimmille euroalueen kansalaisille.

Kuinka menestyksekäs vahva liittovaltio voisi olla taloudellisen ja sosiaalisen hyvinvoinnin tuottamisessa? Menestyksekkään liittovaltion reunaehdot näyttävät euroalueella aika lohduttomilta – vielä kauaksi tulevaisuuteen. Näiksi reunaehdoiksi voidaan nostaa:

188 USA:n kehittyminen liittovaltioksi on toki ollut pitkä prosessi. Siihen mahtuu muun muassa traumaattinen sisällissota.

189 Tulisiko liittovaltion pääkieleksi englanti vai liittovaltion suuren osavaltion kieli?

– Jäsenvaltioiden taloudellisen suorituskyvyn riittävä symmetrisyys

– Epäsymmetristen sokkien nykyistä pienempi merkitys

– Työmarkkinoiden mekanismien (joustot) yhteensopivuus rahaliiton kanssa

– Uskottavan budjettikurin omaksuminen kansallisella tasolla

– Poliittisen kulttuurin ja arvojen riittävä samankaltaisuus

– Halu ja valmius luopua kansallisesta suvereniteetista liittovaltion hyväksi

Jäsenmaiden nykyisen taloudellisen epäsymmetrian vuoksi on pitkä matka siihen, että Euroopan rahaliiton varaan rakennettavasta liittovaltiosta voisi tulla taloudellinen ja poliittinen menestys. Jäsenmaiden intressit ovat nykyisellään ainakin osaksi vastakkaiset. On toisaalta olemassa tutkimustietoa siitä, etteivät myöskään USA:n osavaltiot eivät muodosta kokonaisuutta, joka täyttäisi optimaalisen valuutta-alueen ehdot. Eittämättä jotkut USA:n osavaltiot olisivat hyötyneet aika ajoin oman valuuttansa tuomasta lisäjoustavuudesta. Suuremman pulman nopealle vahvan liittovaltiorakennelman etenemiselle saattavat muodostaa Euroopan kansalaisten erikielisyys ja erilaiset yhteiskunnalliset arvostukset.

Vahva euroalueen liittovaltio on periaatteessa mahdollinen ja toiminnaltaan tehokas. Sellainen rakenne syntynee vapaaehtoisuuden perusteella kuitenkin parhaassakin tapauksessa vasta hyvin pitkän ajan kuluessa. Siihen saakka euroalue toimii siten melkein määritelmällisesti tehottomasti, todennäköisesti samalla heikentäen tulonmuodostusta. Varsin pitkän aikaa euroalue olisikin samassa tilanteessa kuin Iso-Britannia viime vuosisadan alkupuolella – muu maailma kasvaa sen ohitse ennen kuin menneisyyden taakka pystytään karistamaan.

Edellä on kiinnitetty huomiota siihen, että nykyinen asetelma Euroopan rahaliitossa heijastaa vahvoja jännitteitä rahaliiton eteläisten ja pohjoisten jäsenmaiden välillä. Epäsymmetriaa korostaa, että jäsenmaiden tulotaso ja valtiontalouden ongelmat poikkeavat voimakkaasti toisistaan. Eteläiset jäsenvaltiot silti katsovat, että ne ovat saman valuutta-alueen jäseninä oikeutettuja samaan elintasoon kuin pohjoiset jäsenvaltiot. Kun tämä ei omin voimin onnistu, kokevat ne oikeudekseen saada ainakin tilapäisiä tulonsiirtoja pohjoisilta jäsenvaltioilta. Tätä linjaa voidaan edesauttaa edistämällä eurobondeihin perustuvaa yhteisvastuuta, pankkien yhteistä kriisinhoitojärjestelmää sekä talletussuojaa. Niin kauan kuin tulotasot maiden välillä poikkeavat ratkaisevasti, on rahaliitossa tarve pohjoisesta etelään (ja itään) suuntautuviin tulonsiirtoihin.[190] Tulonsiirtojen rajoittaminen edellyttää siten joko etelän taloudellisen toiminnan nousua, pohjoisen taloudellisen toiminnan laskua tai niiden yhdistelmää.

190 Kuvitellaan muutaman vuoden päästä tilanne, jossa hyvää tarkoittavat europarlamentaarikot ajavat Euroopan liittovaltiossa lävitse kansalaispalkan, esim. 800 €/kk Euroopan unionin alueella. Mitkä ovat maat, joissa työnteko välittömästi loppuu – Bulgaria, Romania, Viro, Unkari, osa Puolaa?

VAHVAN POLIITTISEN UNIONIN REUNAEHDOT EIVÄT TOTEUDU.

Rahaliiton jäsenyydestä näyttävätkin olevan erityisen kiinnostuneita maat, joiden oma taloudellinen tilanne ei ole kovin vahva, ja jotka tämän vuoksi ilmeisesti odottavat jäsenyyden myötä tulevia taloudellisia hyötyjä sekä taloudellisen toiminnan että tulonsiirtojen kautta. Näiden valtioiden joukkoon eivät kuulu Iso-Britannia, Ruotsi tai Tanska.

Siinä kaukaisessa tulevaisuudessa, jossa Euroopan rahaliiton maista on luotu vahva liittovaltio, sen on mahdollista kehittyä merkittäväksi maailmantalouden toimijaksi.[191] Liittovaltion legitimiteetin ehtona eittämättä olisi demokraattisten instituutioiden varaan rakentuvan päätöksenteon infrastruktuurin rakentaminen. Tämä edellyttäisi, että

- Ylin päätösvalta Euroopan liittovaltiossa kanavoitaisiin kansallisilta parlamenteilta demokraattisesti valitulle Euroopan parlamentille tämän määräämässä laajuudessa.
- Kaikki jäsenmaat alistuisivat yhteiseen ja keskitettyyn ulko-, turvallisuus- ja kauppapolitiikkaan
- Puolueet järjestäytyisivät unionin tasolla europuolueiksi.
- Perustettaisiin vain europarlamentille vastuussa oleva liittovaltion hallitus ja sen tueksi liittovaltion ministeriöt.
- Kansalliset viranomaiset alistettaisiin liittovaltion viranomaisille niiden määräämässä laajuudessa.
- Liittotason puolustusvoimille, poliisille ja tuomioistuimille varmistettaisiin suora toimivalta jäsenvaltioiden alueella keskushallinnon määräämässä laajuudessa.
- Parlamentissa toimisi aito poliittinen oppositio.
- Jäsenvaltioilla olisi tiettyyn rajaan saakka itsenäistä päätösvaltaa, joka kuitenkin olisi selvästi rajatumpi kuin nykyään. Päätösvallan rajoista päättäisivät liittovaltion elimet (Suomessa liittovaltion osavaltioita vastaavat elimet olisivat kuntia).
- Kansallinen tuomioistuinlaitos perustaisi ratkaisunsa ensisijaisesti liittovaltion lainsäädäntöön.

191 Jos vahva liittovaltio olisi kiistattomasti taloudellisesti menestys, olisi vaikea selittää myös Suomessa kuultuja puheenvuoroja, joiden mukaan vahva liittovaltio ei olisi Suomelle mahdollinen valinta.

Vahvan ja hyvin toimivan liittovaltion voi odottaa tuovan taloudellisia tehokkuushyötyjä julkishyödykkeiden tuottamisen osalta, yhteismarkkinoiden kehityksen (mikä sekin edustaa julkishyödykettä) avulla ja kansallisten intressien nykyistä paremmalla hallinnalla. Tietenkin kaikki demokratian ongelmakohdat, kuten lobbaus, edunvalvonta, lehmänkaupat, vaikeus harjoittaa hyvää ja pitkäjänteistä talouspolitiikkaa, suurten pankkien erikoiskohtelu jne. olisivat esillä myös liittovaltiossa. Yhdysvaltain kahtiajakautuminen viime vuosien aikana on osoitus siitä, että myös vahva liittovaltio saattaa halvaantua poliittisessa päätöksenteossa ja talouden kehittämisessä.

Yksittäisen kansalaisen kannalta vahva liittovaltio merkitsee lopullisen päätöksenteon siirtymistä hyvin kauas.[192] Siltä osin kuin jäsenvaltioille on jätetty päätösvaltaa, on kuitenkin todennäköistä, että tilanne muistuttaisi nykyistä. Ottaen huomioon euroalueen viranomaisten halukkuuden laatia jäsenmaita sitovia eri elämänaloja koskevia sääntöjä, on ilmeistä, ettei jäsenvaltioiden vastuulle jätettäisi kovinkaan paljon.

19. Kansallisiin valuuttoihin palaaminen

Kirjan osassa I on tultu siihen johtopäätökseen, ettei joustavia valuuttakursseja kohtaan koettu varautuneisuus ole perusteltua. Valuuttakurssin kiinnittäminen on usein johtanut pikemminkin vaikeuksiin. Se asettaa huomattavia vaatimuksia myös kansantalouden muille sopeutumismekanismeille kuten työmarkkinoiden joustoille. Tämä johtuu siitä, että valuuttakurssin kiinnitys poistaa yhden luontevan makrotaloudellisen sopeutumismekanismin sopeutumismekanismin kansantalouden kohdatessa häiriöitä. Ennen rahaliittoa Euroopassa kokeiltua ERM-järjestelmää ei voi sanoa menestykseksi. Tällä hetkellä ei myöskään eurojärjestelmää voi sellaiseksi sanoa.

Lyhyen aikavälin sokkeja suurempi ongelma on kuitenkin itse valuuttaunioni, jos se pysyväisluonteisten valuvikojensa vuoksi johtaa kansalaisten hyvinvoinnin pysyvään heikkenemiseen siihen verrattuna, mihin muu maailmantalous yltää.

On mahdotonta arvioida, mikä on Euroopan rahaliiton suorituskyky 10–20 vuoden tähtäimellä. Edellä on esitetty arvio, että liitoksi kaipaavalla euroalueella on edessään pitkä aika, jolloin se pikemminkin heikentää kuin vahvistaa jäsentensä tulotason kasvua. Poliittisesta sitoutumisesta huolimatta rahaliiton hajoamista ei taloushistorian valossa voi sulkea pois.

Ei ole mahdotonta, että rahaliitto purkautuisi osittain: joku tai jotkut kriisimaat jättäisivät rahaliiton. Kysymys on siitä, olisiko ero jonkin maan edun mukainen. Esimerkiksi Kreikalla ei voi olla vahvoja kannusteita irtaantua eurosta niin kauan kun sillä ei ole merkittävää vientisektoria, ja se voi odottaa saavansa muilta

192 Esimerkkeinä voi mainita rahapolitiikkaan suunnitteilla olevan keskitetyn valvonta- ja pankkipolitiikan. Asianosainen, joka aikaisemmin on voinut keskustella kansallisen päättäjän kanssa, joutuisi kääntymään Frankfurtissa toimivien viranomaisten puoleen. Kansalliset viranomaiset toimisivat käytännössä vain keskitetyn viranomaisen päätösten toimeenpanijoina ja kansallisena selostajana eli käskynhaltijoina.

jäsenmailta tukea. Monipuolisen tuotantosektorin Italia itse asiassa oli julkisuudessa olleiden tietojen mukaan harkinnut rahaliitosta eroamista vuonna 2011.[193] Vastaavasti voisi odottaa, että vahva jäsenmaa voisi harkita eroamista, jos se pystyisi itse selviytymään taloudellisista ongelmistaan, ja jos euroalue merkitsee sille lisääntyviä menoja ja huonompaa talouskehitystä.

Toisesta näkökulmasta katsottuna voi olla olemassa luonteva selitys sille, miksei Kreikan ole europoliitikkojen toimesta sallittu lähteä eurosta. Taloushistorian valossa on perusteltua esittää, että Kreikka itse asiassa olisi jo kasvu-uralla, jos se olisi irtaantunut Euroopan rahaliitosta ja sallinut näin valuuttansa devalvoitua. Vararikkoon ajautuneen Islannin talouden menetyksellinen nousu omalla valuutallaan on tuorein tätä ajattelua tukeva tapaus. Kreikkaa on tästä näkökulmasta rahoitettu euroalueen yhtenäisyyden varmistamiseksi.

KREIKKA OLISI JO KASVU-URALLA, JOS SE OLISI IRTAANTUNUT EUROOPAN RAHALIITOSTA.

Vastoin monien käsityksiä, rahaliitto on teknisesti mahdollista purkaa hallitusti. Tämä merkitsee sitä, ettei rahoitusjärjestelmälle aiheudu niitä katastrofaalisia seurauksia, joista päättäjät ja eräät asiantuntijatkin pelottelevat. Euromääräiset vastuut ja velat on rahaliiton purkautumisen jälkeenkin mahdollista hoitaa euroon rinnastettavissa olevalla valuuttaratkaisulla. Rahaliiton hajoaminen hallitusti ei merkitse juristeille sen suurempaa lottovoittoa kuin nykyinenkään valuuttaunionin kehityskulku.

Käytännössä siirtyminen kansallisiin valuuttoihin voitaisiin tehdä joko korivaluutan kautta tai yksittäisinä euroeroina. Nordvig (2014) ja Miettinen (2011) ovat esittäneet niin sanottua ECU-2-koria (Euro 2.0 uudelleenmäärittely); eli palattaisiin samaa tietä takaisin, miten euroon aikanaan tultiin. Euro määriteltäisiin juridisesti korivaluutaksi lähes identtisesti sen kanssa, miten ECU oli määritelty ennen 1.1.1999 euroon vaihtoa 1:1-tasolla. Korivaluutassa kansalliset valuutat otettaisiin euron rinnalle kullekin jäsenmaalle. Aluksi ne olisivat arvoltaan 1:1 euroon ja toisiinsa nähden. Jatkossa kysyntä ja tarjonta määräisivät niiden markkinahinnan. Euroissa tehdyt sopimukset olisivat edelleen euroissa – nyt vain ECU-2:ssa – tehtyjä sopimuksia. Korieuro voisi jatkaa ikuisena valuuttana tai myös vain siirtymävaiheen ajan ja niin kauan kuin siihen viittaavia sopimuksia on olemassa. Markkinat kykenevät hinnoittelemaan sopimukset ilman rinnakkaisvaluuttaakin oikein, mutta euron

193 EKP:n italialainen jäsen Lorenzo Bini Smaghi puhuu Berlusconin suunnitelmasta kirjassaan. Katso esim. http://www.cnbc.com/id/101031815

juridinen maakohtainen määritelmä jäisi epäselväksi muun muassa Englannin lain alaisten sopimusten osalta. Tämä juridinen epävarmuus poistuisi ECU-2-mallissa.[194]

Ilman vaikutuksia tämä askel ei jäisi, mutta häiriöt rahoitus- ja pankkijärjestelmälle olisivat maltilliset ja kaukana niistä uhkakuvista, joita usein maalataan.[195] Heikkojen maiden valuutat heikkenisivät ja kilpailukyky paranisi, vahvoille maille kävisi päinvastoin. Velat ja saatavat pysyisivät efektiivisesti euroina.

Korivaluutan tapauksessa valtioiden velka voisi säilyä euromääräisenä. Heikkojen maiden velkojille tämä merkitsisi hyötyä verrattuna tilanteeseen, että saatavat muuttuisivat alempiarvoiseksi valuutaksi. Myös yritysten välinen tasa-arvoisuus toteutuisi kun kaikissa eurosopimuksessa eurot olisivat yhä samanarvoisia, riippumatta sopimusmaasta. Yksittäinen euromaa voisi oman juridiikkansa ja politiikkansa antamien mahdollisuuksien puitteissa siirtää velkaansa uuteen kotimaan valuuttaan, ainakin oman maan lain mukaan tehtyjen sopimusten osalta.

Kotitalouksien velat ja olemassa olevat sijoitukset pysyisivät oletettavasti euroissa (ellei niitä uudelleenmääriteltäisi lakisäädöksellä kansallisiksi valuutoiksi), mutta tulevat kotimarkkinatulot olisivat kansallisessa valuutassa. Heikkojen maiden kotitalouksien tilanne heikkenisi ja vahvojen vahvistuisi. Kansantalouden kannalta tilanne korjautuisi valuuttakurssien tasatessa kilpailukykyeroja, mutta sopeutusprosessi olisi joillekin kriisimaille kivulias. Siinä, kun Saksan markka vahvistuisi, esimerkiksi Kreikan kansallinen valuutta devalvoituisi useita kymmeniä prosentteja. Yritysten olisi suoraviivaisinta käyttää kansallisia valuuttoja ja suojata avoimeksi jäävät riskinsä johdannaisilla. Valuuttakurssien vaihteluilta suojautuminen on yrityksille nykyisin varsin helppoa.

194 Nordvig (2014) on korostanut juridisten näkökohtien tärkeyttä, jos euro hajoaa. Valtioilla on mahdollisuus muuttaa rahoitussopimukset, jotka ovat niiden oman lainsäädännön alaisia. Täytyy siis tietää, minkä maan lainsäädännön alaisia sopimukset ovat ja myös se, minkä maan tuomioistuin niitä koskevat kiistat ottaa käsiteltäväkseen. Kreikan velkasaneerauksen yhteydessä keväällä 2012 Kreikan parlamentti päätti muuttaa lainsäädäntöä, joka koski Kreikan valtionvelan ehtoja ja joka oli laskettu liikkeelle Kreikan lain alaisesti. Muutosten seurauksena 95 % yksityisistä sijoittajista päätti osallistua velan saneeraukseen, vaikka niiltä leikattiin yli 55–65 % velan nykyarvosta. Valuuttaa parlamentti ei muuttanut, vaikka olisi senkin voinut tehdä. Todettakoon, että suurin osa maailmantalouden euroissa kirjatuista johdannaisista ovat Englannin tai New Yorkin osavaltion lain alaisia. Velkajärjestelyn jälkeen Euroalueella olevat Englannin lain alaiset velkakirjat ovat olleet arvokkaampia kuin kansallisen lain alla myönnetyt ja Kreikan suhteen sijoittajat vaativat nyt Englannin lakia.

195 Viittaamme kirjan alussa mainittuun Hollannin eroamista koskevaan laskelmaan (NExit). Sen mukaan Hollannin ero ei aiheuttaisi juuri minkäänlaisia häiriövaikutuksia rahoitus- tai pankkijärjestelmässä. Nordvigin (2014) laskelmien mukaan Suomen kansantalouden velat ja saatavat ovat siinä määrin tasapainossa, ettei Suomen ero eurosta aiheuttaisi meille merkittäviä vaikutuksia. Lisäksi Suomen valtion velka on lähes kokonaan Suomen lain alaista, joten juridista tulkintaepäselvyyttä maksuvaluutasta ei sen osalta syntyisi. Suomalaiset yritykset käyttävät myös pääsääntöisesti Suomen lakia eurositoumuksissaan.

Liitteissä 3 ja 4 on kuvattu tarkemmin oman valuutan käyttöönottoprosessit. Suosituksemme pääkohdat ovat:

- Valuutan vaihto tulisi pyrkiä toteuttamaan yhden viikonlopun aikana, mahdollisesti pitäen perjantaina pankkivapaan. Maanantaina markka olisi kelluva ja noteerattu markkinahintaisena 1:1 avaavan vaihtosuhteen jälkeen.
- Suomessa kiertävä käteinen pidetään euroissa eikä turvauduta leimaamiseen.
- Auditoidaan etukäteen pankkijärjestelmän kyky muuttaa elektroninen tiliraha markoiksi viikonlopun aikana sekä sulkea pankkiautomaatit ainakin viikonlopun yli. Pankkiautomaateista nostettavat eurot veloitettaisiin maanantaista eteenpäin kelluvalla vaihtokurssilla markkatileiltä.
- Koska suurin osa Suomen maksuliikenteestä on elektronista, sillä ja euromääräisellä käteisellä voidaan toimia kunnes omat markat on painettu. Olisi suositeltavaa valmistella markkojen paino hyvissä ajoin etukäteen. Vuotamisriskin vahinko ei ole kovin merkittävä johtuen markan oletettavasta tasapainosta euron nykyarvoon nähden.
- Eduskunnan päätösten valmistelu tulisi sisältää toimivallan delegoinnin hallitukselle, erityisesti pääministerille ja valtiovarainministerille.
- Poliittisessa valmistelussa Suomi saisi todennäköisesti muiden Pohjoismaiden tuen. Näissä maissa kansalaiset ovat tyytyväisiä päätökseen säilyttää oma raha. Suomen tulisi lisäksi korostaa täyttä yhteistyötä Euroopan unionin ja erityisesti EKP:n asiantuntijoiden kanssa.
- Yrityksiä tulisi tukea erityisesti ulkomaan lain alaisten sopimusten uudelleentulkinnassa ja neuvottelussa. Suomen lain alaiset sopimukset voidaan määritellä markoiksi yleispäätöksellä Lex Monetae -lain perusteella.
- Suomen tulisi sitoutua muutoksen jälkeisen finanssi- ja rahapolitiikan kurinalaiseen toteuttamiseen Ruotsin kelluvan valuutan periaatteiden mukaisesti. Myös työmarkkinajärjestöjen kurinalaisuus olisi tärkeää.

VASTOIN JULKISUUDESSA ESITETTYÄ PELOTTELUA, RAHALIITON PURKAMINEN HALLITUSTI JA ILMAN HÄIRIÖTÄ RAHOITUSMARKKINOILLE ON MAHDOLLISTA.

OSA V

Mitkä vaihtoehdot ovat Suomelle sopivia?

Kooltaan Suomi on pieni jäsenmaa Euroopan rahaliitossa ja sen painoarvo euroalueen taloudessa ja päätöksenteossa on vaatimaton, EKP:n pääoma-avaimella mitaten 1,8 %. Vahvojen jäsenmaiden joukossa kansallisten etujen näkeminen ja puolustaminen on vaikeaa. Vastoin yleistä käsitystä, vahva komissio ei ole pienten valtioiden etu, sillä komission ja sen virkamieskunnan näkemyksissä juuri suurilla ja Etelä-Euroopan mailla on vahva rooli. Suurvallassa isot jäsenmaat päättävät tarpeidensa mukaisesti ja pienet seuraavat, myös itselleen ikävissä ratkaisuissa – ulkopolitiikassa sotaa myöten, sisäpolitiikassa, sosiaalipolitiikassa ja työvoimapolitiikassa. Suuretkaan vallat eivät aina välitä reuna-alueistaan, jos se keskuksen kannalta ei ole mielekästä.

Jos Suomen poliitikoilta kysytään, kuka kannattaa liittovaltiokehitystä, useimmat sanovat sitä määrätietoisesti vastustavansa. Kiintoisampaa on kuitenkin, miksi niin monet väitetystä vastustuksestaan huolimatta hyväksyvät määrätietoisen kehityksen kohti liittovaltiota.

Eduskunnan siunaamin päätöksin Suomi on sitoutunut osalliseksi Maastricht 1.0 sopimusta rikkovaan bailout-strategiaan. Uusiin sopimusrikkomuksiin Suomen ei sen sijaan ole pakko suostua. Siksi Maastricht 2.0 saattaa edustaa suomalaisten päättäjien keskuudessa puoleensa vetävää vaihtoehtoa. Rahaliiton kehitys voi kuitenkin edetä moneen suuntaan. Tämänkin johdosta on aihetta systemaattisesti tarkastella kaikki ne vaihtoehdot, joita Suomella on.

SUURET MAAT PÄÄTTÄVÄT MILLAISEKSI EUROALUE KEHITTYY. YKSITTÄINEN JÄSENMAA – SUOMI MUKAAN LUKIEN – PÄÄTTÄÄ ITSE MITÄ SE ON VALMIS HYVÄKSYMÄÄN.

Käsityksemme on, että Suomella on käytännössä kolme päävaihtoehtoa, joista valita:

– 18 euromaan liittovaltiokehityksessä mukana oleminen.

– Liittovaltiokehityksestä irtaantuminen ja yksipuolinen palaaminen Maastricthtin sopimukseen sekä option auki pitäminen jatkon suhteen.

– Välitön ero eurosta.

Käsittelemme näitä ja niiden vaikutuksia seuraavaksi.

Ajopuuvaihtoehto tarkoittaa liittovaltiokehityksessä mukana olemista ja suurten jäsenmaiden määrittämän politiikan seuraamista. Suomi menee mukaan prosessiin, jonka kulkuun ja lopputulokseen se ei käytännössä voi vaikuttaa, mutta jota se ei virallisesti ja kansalaisille näkyvällä tavalla ole hyväksynyt. Mikäli Euroopan rahaliiton päättäjien linjaukset eivät enää heijastaisi sitä yhteistä hyvää, jonka pohjalta Euroopan unionia alettiin 1990-luvulla rakentaa, ajopuuksi heittäytyminen ei myöskään edustaisi kansallista etua.

Listaus vahvan liittovaltion vaatimuksista kertoo ne ehdot, jotka Suomi joutuisi ennemmin tai myöhemmin hyväksymään. Kantaa näihin suuriin ja usein kansalaisia suoraan koskettaviin muutoksiin ei toistaiseksi ole kansalaisilta kysytty. Samoin on epäselvää, ovatko päättäjämme riittävässä määrin mieltäneet nykyisen kehityskulun luonnetta ja loppupistettä.

Siihen saakka kunnes vahvan liittovaltion tilanne olisi saavutettu, vallitsisi euroalueella korkeintaan heikon liittovaltion tilanne. Tämä tietäisi hidasta ja sekavaa päätöksentekoa sekä epäselvän talouspolitiikan jatkumista. Rahaliiton kehittyessä kohti vahvaa liittovaltiota Suomikin saisi varautua heikkoon talouskehitykseen, jatkuviin tulonsiirtoihin ja vähenevään itsemääräämisoikeuteen.

Vaihtoehdossa 1 on Suomen kannalta ratkaisevaa, millä aikataululla vahva liittovaltio voisi toteutua ja kuinka tehokkaaksi se muodostuisi. Tarkastellaan seuraavaksi kahta ääripäätä: hitaasti kehittyvää heikkoa liittovaltiota ja nopeasti kehittyvää vahvaa liittovaltiota.

(i) Rahaliitto jää hyvin pitkäksi aikaa heikon liittovaltion asteelle

Velkaantuva, joustamaton ja innovaatiokyvytön Suomi sopisi periaatteessa tällaisen liiton yhteyteen. Suomella ei olisi mitään menetettävää heikon taloudellisen kasvun liittovaltiossa, jossa suuri osa euroaluetta on taloudellisesti heikoilla. Ainoa kolmen A:n maa olisi Saksa, joka antaisi taloudellista tukea liiton muille jäsenille vaikutusvaltaa vastaan. Äärimmilleen vietynä heikon liittovaltion jäsenen optimaalista kansallista strategiaa voi hahmottaa seuraavalla ajatusleikillä.

Nordland – kuvitteellinen maa ja kuvitteellinen kansa pohjoisessa

Kuvitellaan maa, Nordland, joka sijaitsee arktisessa Pohjolassa ja joka on liittynyt rahaliiton puitteisiin perustettuun liittovaltioon talousyhteisön etelämpänä sijaitsevien maiden kanssa. Maan suoalueilta on löytynyt mittava kultaesiintymä, sen metsät ovat kehitteillä olevan ja maailmanmarkkinat valtaavan biopolttoaineen ehtymätön raaka-aine ja sen clean-tech-yritykset innovoivat vauhdilla. Nordlandin valtiolla on saavutettavanaan merkittävät verotulot kaivostoiminnasta ja metsävarallisuu-

desta siitäkin syystä, ettei niitä voi viedä pois maasta. Sen koulutusjärjestelmä tuottaa tasokkaita kemistejä, biologeja ja insinöörejä. Näiden asiantuntijoiden innovaatiot tulevat tekemään heistä neljännen teollisen vallankumouksen sankareita.

Mikä on Nordlandille optimaalinen tulevaisuuden strategia? Sen yhtenä vaihtoehtona on kerätä resurssien tuotosta verokertymä, joka kanavoidaan vuosittain solidaarisuuden pohjalta tulonsiirtoina Southlandiin, liittovaltion eteläisen osan maiden velkaongelman yhteisvastuulliseen hoitamiseen. Nordlandilla on toinenkin vaihtoehto. Se voi elvytyksen nimissä hyvän luottoluokituksen maana pyrkiä pikimmiten lainaamaan kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta kaiken, mitä markkinat suostuvat lainaamaan jakaen varat kansalaisilleen, ikääntyneiden hoivakotien ja rahastoimattomien hoivapalvelujen (700 miljardia euroa) rahoitukseen, rakentaen kaikki päätiet moottoriteiksi, peruskorjaten kaikki sillat, rakentaen rautatien Lapin läpi Jäämerelle ja muutaman uuden lentokentän Tunturi-Lapin maastoon, peruskorjaten homeiset koulunsa ja muut kiinteistöt, rakentaen merenalaiset tunnelit ystävällismielisiin naapurimaihin, laajentaen metroverkostoaan lähiöihin ja muihin kaupunkeihinsa, vähentäen julkisia menoja lomauttamalla verovirkailijat täydellä palkalla muutamaksi vuodeksi, luopuen veroilmoitusten tarkastamisesta ja auttaen yrityksiään siirtämään voittonsa veroparatiiseihin. Tämän kaiken toteutettuaan maa ilmoittaisi kansainvälisille rahoitusmarkkinoille, että se on kykenemätön vastaamaan veloistaan, mutta että Euroopan rahaliiton liittovaltio hoitaisi velat yhteisvastuullisesti. Onneksi tämä on vain kuvitelmaa. Vai onko?

TULISIKO SUOMEN PYRKIÄ MAKSUMIEHEN ASEMASTA TULONSIIRTOJEN SAAJAKSI EUROOPAN RAHALIITON LIITTOVALTIOSSA?

(ii) Rahaliiton odotetaan varmuudella kehittyvän vahvaksi liittovaltioksi

Vahvaan euroliittovaltioon liittyminen olisi Suomelle edullinen valinta, jos Suomella olisi vahva sekä hyvin toimeentuleva kansantalous ja Suomi haluaisi Saksan osavaltioksi. Vahva liittovaltio kehittäisi demokraattiset päätöksentekoinstituutiot ja se olisi merkittävä kansainvälisen talouden toimija. Liittovaltion väestö, noin 330 miljoonaa asukasta, olisi suunnilleen USA:n väkiluvun veroinen. Vahvaksi kehittyneessä liittovaltiossa ehkä arvostettaisiin myös pienestä maasta tulevia osaajia. Vahvan taloutensa takia Suomi joutuisi kuitenkin antamaan keskimääräistä enemmän varoja liittovaltion yhteiskäyttöön, mikä vähentäisi jäsenyyden etua.

Pitkällä matkalla kohti vahvaa liittovaltiota Suomi joutuisi todennäköisesti sietämään heikkoa talouskasvua, jonka konkreettisimpana vastineena olisi tulonsiirtojen jatkuva kasvu ja itsemääräämisoikeuden supistuminen. On vaikea tietää, miltä osin Suomen kansalaiset pitäisivät tällaista kehitystä suotavana.

21. Suomen vaihtoehto 2: Peesausvaihtoehto

Peesausvaihtoehto tarkoittaa liittovaltiokehityksestä irtaantumista ja yksipuolista palaamista Maastricthtin sopimukseen (Maastricht 2.0). Samalla se tarkoittaa option auki jättämistä eurosta eroamiselle tuonnempana.

Suomi voi niin halutessaan irtaantua yksipuolisesti liittovaltiokehityksestä ja palata Maastrichtin sopimukseen. Tämä tarkoittaisi sitä, että liittovaltiokehityksen edetessä pienin askelin Suomi toteaisi, ettei se ole mukana seuraavassa askeleessa, mikä tarkoittaisi, että niin sanottu kynnysarvo on saavutettu. Päätös liittovaltiokehityksestä vetäytymisestä kuuluisi Suomen eduskunnalle ja hallitukselle. Tämän strategian etuna olisi mahdollisuus yksipuolisesti irtaantua eurosta myöhemmin. Liittovaltiokehityksestä irtaantuminen ei olisi vailla poliittisia seurauksia, mutta se säästäisi Suomen veronmaksajat muun muassa kriisimaiden, kuten Kreikan, tukemiselta jatkossa. Vielä tärkeämpää: Suomi ei olisi mukana suurten euromaiden velkaongelman yhteisvastuullisessa hoitamisessa ja maa säilyttäisi itsemääräämisoikeutensa talouspolitiikassa. On hyvä muistaa, että ne EU-maat (Ruotsi, Tanska, Iso-Britannia, Liettua, Puola, Tshekki, Unkari, Romania ja Bulgaria), jotka eivät kuulu euroryhmään, eivät myöskään osallistuneet Kreikan luotottamiseen.

Tarvitsisiko Suomi rahaliiton jäsenmaiden ja EKP:n hyväksynnän euron käyttämiselle tilanteessa, jossa se ei enää osallistuisi kriisimaiden ja –pankkien yhteisrahoitukseen? Ilmeisesti mikään maa ei voi estää toista käyttämästä sen valuuttaa arvon mittanaan ja maksuvälineenään, kun toisen maan rahaa käyttävä maa ei puutu rahan tarjontaprosessiin. Esimerkiksi Tanskan mallissa kruunu on sidottu valuuttaputkella euroon ja Monaco sekä Vatikaani ovat tehneet euron käytöstä sopimuksen. Jotta esimerkiksi Suomen pankit säilyttäisivät mahdollisuuden tarvittaessa asioida EKP:n kanssa, olisi kuitenkin käytännössä välttämätöntä sopia euron käyttämisestä ja siihen liittyvistä järjestelyistä. Euroalueen viranomaiset voisivat siten tarvittaessa pakottaa Suomen joko hyväksymään kehityksen liittovaltion osaksi tai lopettaa euron käytön maksuvälineenä. Suomen Pankki hoitaisi tällöin nämä suhteet, kuten se on tehnyt tähänkin saakka. Suomen valintatilannetta helpottaa merkittävästi, että eroaminen eurosta ei ole teknisesti vaikeaa.

Toisaalta euroryhmän sopimukset on luotu tavalla, jossa esimerkiksi EVM:n tuen käyttöönotto on sidottu siihen, että samalla jokainen euromaa on ottanut finanssipoliittisen sopimuksen (fiscal compact), tasapainoisen budjetin lain, kansalliseen lainsäädäntöönsä. Suomi sisällytti tämän finanssipoliittisen lain vuoden 2013 alusta lakiinsa. On oletettavaa, että euromaiden sopimukset jatkossakin kytketään yhteen, jolloin jopa yksittäisistä sopimuksista ulkopuolelle jääminen muodostuu erittäin hankalaksi. Kun euroryhmän sopimukset laaditaan ja toteutetaan pääsääntöisesti Euroopan parlamentin ulkopuolella, heikentää se järjestelmän demokraattisuutta.

Integraatiosta jättäytyminen johtaisi poliittiseen yksinäisyyteen (jonka Ruotsi ja Tanska ovat valinneet) mutta säilyttäisi demokratian – se mahdollistaisi myös euron säilyttämisen – jos se nähtäisiin tärkeäksi kauppapolitiikan kannalta, ja mikäli euroalueen viranomaiset siihen suostuvat. Tämä voisi johtaa poliittisiin seuraamuksiin ja joutumiseen EU:ssa ulkokehälle, mutta parantaisi taloudellista toimintaa maassa.

22. Suomen vaihtoehto 3: välitön ero eurosta – Fixit

Kolmas vaihtoehto on pohjoismainen vaihtoehto, välitön ero eurosta. Ennen kuin analysoimme sitä, vastaamme kysymykseen, voiko eurosta erota.[196] On selvää, että yksittäinen maa voi erota rahaliiton jäsenyydestä ja eurosta. Kreikkalaiset ymmärsivät, ettei maan kannattanut erota – ei ainakaan ennen seuraavaa lainaa.

EUROSTA VOI EROTA: EUROVALTIOIDEN PÄÄMIEHET TOTESIVAT MARRASKUUSSA 2011, ETTÄ KREIKAN KANSANÄÄNESTYKSEN JÄRJESTÄMINEN KREIKAN APUPAKETISTA TIETÄISI EROA EUROSTA.

Ero eurosta tarkoittaisi, että Suomi ottaisi jälleen käyttöön oman valuutan. Nordvig (2014) on laskenut, että Suomen finanssisaatavat, sijoitukset ja velat euroalueella eivät aiheuttaisi merkittäviä pääomavoittoja tai –tappioita. Vaikutus toki riippuisi siitä, miten markkinat arvottaisivat maan uuden valuutan. Nordvigin arvion mukaan itsenäinen markka olisi vuoden 2013 lopun tiedoin noin 7 % euroa heikompi. Suomen vaihtotase on aivan viime vuosiin saakka ollut tasapainossa tai ylijäämäinen, joten pääomaliikkeiden sääntelyä Suomen tuskin olisi tarve toteuttaa (ks. liite 3). Myöskään merkittäviä systeemisiä vaikutuksia laina- tai johdannaismarkkinoilla ei olisi odotettavissa. [197]

23. Mitä vaihtoehtoja Suomen kannattaa harkita?

Suomi selviää missä tahansa valuuttajärjestelmässä, jos oma taloutemme on kunnossa. Voimmeko siis luottaa kykyymme hoitaa taloutemme kuntoon? Tästä voidaan esittää perusteltuja epäilyjä. Poliittinen järjestelmämme on pirstoutunut. Työmark-

196 Eurovaltioiden päämiehet totesivat Kreikalle toukokuussa, että kansanäänestyksen toteuttaminen Kreikassa sen saamasta apupaketista tietäisi Kreikan eroa eurosta. Julkisuudessa olleiden tietojen mukaan Italia harkitsi eroa eurosta vuonna 2011.

197 Zettelmeyer, Trebesch ja Gulati (2012) arvoivat Kreikan vuoden 2012 velkajärjestelyn systeemistä vaikutusta. Velkakirjanvaihto kohdistui noin €205 miljardin euron yksityisesti omistettuun velkakirjaan. Se vähensi Kreikan velkojen saatavien arvoa 55–65 %, riippuen velkakirjatyypistä. Ennen velkajärjestelyä arvioitiin, että systeeminen vaikutus olisi voinut olla erityisesti johdannaisten kautta satoja miljardeja euroja, jotka olisivat voineet johtaa Lehman Brothers-tyyppiseen systeemikriisiin, jopa luottojohdannaisten myöntäneiden rahoituslaitosten konkursseihin. Todellisuudessa luottojohdannaisten tappio oli 2,5 miljardia euroa eli vain noin 2 % alaskirjatusta arvosta.

kinoita hallitsevat vahvat korporaatiot, ja kolmikantaperiaate on konservatiivinen. Nämä estävät tehokkaasti tarvittavat rakenteelliset uudistukset.

Toisaalta: eivätkö vuosien 1991–1993 laman kokemukset viittaa siihen, että tiukan paikan tullen Suomessa kyetään kipeisiinkin ratkaisuihin? Korporaatioiden vahva asema toki tuotti toistuvasti uhkauksia yleislakosta, muttei estänyt julkisen talouden tasapainottamista tavalla, jota eräät ekonomistit ovat sittemmin arvostelleet liiallisesta tiukkuudesta (*austerity*).

Jos emme haluaisi tai kykenisi hoitamaan talouttamme hyvin, olisiko silloin parempi, että pyrkisimme Euroopan liittovaltion hiljaiseksi elätiksi vai omaa valuuttaa käyttävään köyhälistöön? Jos päättäjämme eivät pystyisi maamme kannalta hyvään talouspolitiikkaan, olisiko meidän sittenkin jäätävä osaksi euroaluetta odottamaan tulonsiirtoja? Vai olisiko meidän tässä tapauksessa pyrittävä euron ulkopuolelle, jotta voisimme tarvittaessa antaa kelluvan markan hoitaa taloutemme sopeuttamisen? Presidentti Sauli Niinistö muistutti 15.1.2014, että Suomen elpymisen 1990-luvun alun lamasta käynnisti 30 prosentin valuuttakurssisopeutus.

Jos taas kykenisimme hoitamaan taloutemme hyvin, kannattaisiko meidän kuitenkaan mennä yhteisvastuulliseen järjestelmään maksajaksi? Olisiko parempi irtaantua eurosta? Jos pysyisimme eurossa, paineet työmarkkinajärjestelmän toimintaa koskeviin muutoksiin vahvistuisivat. Muutospaine olisi sitä kovempi, mitä heikompi Suomen talouskehitys olisi.

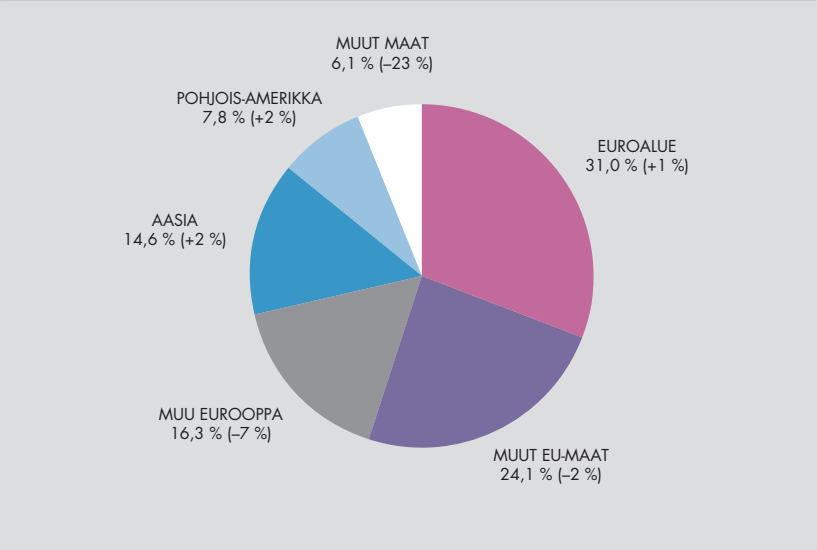
EMU-maiden osuus Suomen viennistä on tällä hetkellä vain runsas 30 %. Päinvastoin kuin alun perin odotettiin, osuus on euroaikana laskenut. Vuonna 2000 Suomen viennistä lähes 34 % suuntautui euroalueelle, mutta vuonna 2011 vain 31 %. Suomelle tärkeitä vientimaita ovat Ruotsi, USA, Venäjä ja Iso-Britannia, joista mikään ei ole EMU-maa.[198]

Euroaluetta koskevien päätösten demokratiavaje on suuri. Osana liittovaltiota Suomi on joutunut ja joutuu jatkossakin maksamaan tulonsiirtoja muille jäsenmaille ja takaamaan niiden velkoja, mikä koetaan epäoikeudenmukaisena. Jos emme kuitenkaan kykenisi hoitamaan talouttamme, joutuisimme itse hakemaan liittovaltion tulonsiirtoja. Millä ehdoilla niitä annettaisiin sinä päivänä? Onko edes varmaa, että saisimme apua, jos ajautuisimme vaikeuksiin? Rahaliitossa on vain muutamia maita, jotka kykenevät avustamaan ja niidenkin apua tarvitaan kipeästi jo nykyisissä kriisimaissa.

198 Tämä tosiasia vaatii selityksen, miksi Suomen teollisuus kannattaa niin vahvasti eurojäsenyyttä. Yksi selitys voi olla se, että rahaliitossa pysyminen edellyttää työmarkkinareformia ja työmarkkinoiden joustojen vahvistamista. Toisaalta euroaikana vahvistui teollisuuden ulosliputus Suomesta. Huomion arvoinen on siis sekin havainto, että aikanaan Suomen liittymistä eurojärjestelmään itse asiassa ajoi vahvasti maan ammattiyhdistysliike.

KUVIO 30.

Vienti maaryhmittäin



Suomen kannattaa varautua myös siihen, että jokin toinen rahaliiton jäsenmaa jättää rahaliiton. Mitkä olisivat sen vaikutukset Suomelle? Tästä ei ole tietenkään tietoa. Kirjan alussa mainittu NExit-raportti selvitti Hollannin eroamista; ei vain rahaliitosta, vaan Euroopan unionista. Eivät nämä kysymykset tyhjästä nouse.

Voiko Suomi selvitä omalla rahalla yhtä hyvin kuin Ruotsi?

On tiedossa, että Suomen teollinen pohja on kapeampi kuin Ruotsin ja että Ruotsi on monessa asiassa löytänyt ratkaisut, joita Suomen kannattaisi seurata. Tämä koskee etenkin työmarkkinajoustoja ja esimerkiksi terveydenhuoltouudistusta. Seuraako Ruotsin paremmuudesta näissä ratkaisuissa se, ettei Suomi selviäisi omalla rahalla yhtä hyvin kuin Ruotsi?

Edellisen laman aikana sekä Suomen markka että Ruotsin kruunu jouduttiin devalvoimaan hallinnollisesti ja myöhemmin päästämään vapaasti kellumaan. Suomen asema oli vaikeampi, koska Suomi oli menettänyt poikkeuksellisen merkittävän vientisektorin Neuvostoliiton hajotessa. Ruotsi ei kohdannut vastaavaa sokkia. Avotalouden makroteorian mukaan taloudelliset häiriöt ja myös huono talouspolitiikka heijastuvat valuuttakurssin arvossa välittömästi. Jokaisen maan valuutta löytää tasapainonsa markkinoilla joka päivä olipa tuotannon rakenne kapea tai leveä.

Ruotsin asema omine valuuttoineen ja työmarkkinaratkaisuineen on parempi kuin Suomen. Ruotsi on myös tehnyt poliittiset reforminsa pääosin jo 1990-luvun laman jälkeen. Suomi olisi siten Ruotsia vaikeammassa asemassa, vaikka Suomella

olisi oma valuutta. Silti oma valuutta toimisi paremmin kuin euro: Suomella olisi sille kuuluva valuuttakurssi.

Suomen osalta on pelättävissä, että poliittisen päätöksentekojärjestelmämme kyvyttömyys arvioida tilannetta ja tehdä tarvittavia linjapäätöksiä saattaa eduskuntamme ja hallituksemme taas kerran ajopuun asemaan. Tähän asti kertyneen näytön perusteella on todennäköistä, että rahaliiton päätöksentekoprosessi tahdittaa jatkossakin Suomessa tehtäviä ratkaisuja. Se ei perustu demokraattisiin pelisääntöihin.[199] Prosessi näyttää etenevän niin, että eduskunnan päätettäväksi tulee pieniä yksittäisiä EU:n komission ja euroryhmän virkamiesten valmistelemia erillistoimia ja säädöksiä. Monet niistä saattavat näyttää järkeviltä ja hyödyllisiltä käsillä olevan tilanteen kannalta, mutta tosiasiassa kukaan ei ole miettinyt valmistelun yhteydessä yksittäistoimista muodostuvaa kokonaisuutta.

Yksittäispäätösten sarjasta syntyy lopputulos, jota Suomen ja monien muidenkaan maiden poliittiset päättäjät eivät olisi ainakaan julkisesti kannattaneet. Kun prosessin lopputuloksena syntyvää kokonaisuutta ei ole missään vaiheessa valmisteltu ja mietitty – jollei haluta uskoa salaliittoteoriaan – se on lähes varmasti virheellinen ja epäoptimaalinen. Näin luotu kokonaisuus ei tule olemaan kestävällä pohjalla.[200]

Suomen suhde rahaliittoon riippuu viime kädessä kansalaisten toiveista. Haluammeko osaksi suurvaltaa vai haluammeko säilyttää itsemääräämisoikeutemme? Ennen valintaa meidän pitää päättää, mitä haluamme ja mihin pyrimme. Mikäli valitsemme väärin, kustannukset ovat suuret eikä helppoa paluuta ole. Valintaa emme voi välttää.

199 Euroopan unionin epädemokraattisuutta ovat osuvasti arvioineet Wahlroos (2012) ja Lindblom (2013).

200 Kirjassaan *The Fall of the Euro* Jens Nordvig Nomura Securities investointipankista kantaa perusteltua huolta euron tulevaisuudesta. Hän näkee rahaliitolle kaksi vaihtoehtoa: joko rahaliitto kehittyy aidoksi liittovaltioksi tai sillä on edessä paluu kansallisiin valuuttoihin.. Nordvigin perusnäkemys on selkeä, mutta liittovaltiovaihtoehtoa on hyödyllistä tarkastella kahdesta näkökulmasta.

Liite 1.

Eurooppalaisten pankkien taseet ja rahoitusrakenne suhteessa bruttokansantuotteeseen

Pankki	Maa	Järjestyksessä suurin maailmassa	Taseen koko verraten % maan BKT	Talletusten %-osuus rahoituksesta	Pääomitus % rahoituksesta
HSBC	UK	2.	110,3 %	54 %	6,5 %
Deutsche Bank	Saksa	3.	78,1 %	28,7 %	2,7 %
BNP Paribas	Ranska	4.	96,5 %	33,4 %	4,5 %
Crédit Agricole S.A.	Ranska	5.	93,2 %	35 %	2,5 %
Barclays	UK	8.	96,4 %	31,2 %	3,8 %
Banco Santander S.A.	Espanja	17.	123,9 %	49,8 %	6,6 %
Société Générale	Ranska	18.	63,3 %	31,9 %	3,8 %
ING	Hollanti	19.	199,4 %	42,6 %	4,7 %
Lloyds Banking Group	UK	20.	59,8 %	47,3 %	4,8 %
UBS	Sveitsi	22.	217,2 %	31,4 %	3,6 %
Uni Credit	Italia	23.	60,7 %	50,1 %	7,2 %
Credit Suisse Group	Sveitsi	24.	159,5 %	36,7 %	4,2 %
Nordea Bank	Suomi	26.	256 %	37,8 %	4,1 %
Intesa Sanpaolo	Italia	27.	44,1 %	42,0 %	7,5 %
Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	Espanja	28.	62,2 %	49,7 %	6,9 %
Commerzbank	Saksa	29.	24,7 %	50,4 %	3,9 %
Natixis	France	38.	26,7 %	31,3 %	3,6 %
Standard Chartered	UK	41.	26,1 %	67,1 %	7,0 %
Danske Bank	Tanska	42.	196,4 %	29,5 %	4,0 %
Dexia	Belgia	51.	97,3 %	21,4 %	0,9 %
Caixa Bank	Espanja	53.	69,9 %	44,5 %	4,3 %
Skandinaviska Enskilda Banken	Ruotsi	61.	71,7 %	40,9 %	4,5 %
Bankia S.A.	Espanja	62.	27,6 %	38,0 %	
Svenska Handelsbanken	Ruotsi	63.	69,8 %	35,7 %	4,3 %
KBC	Espanja	67.	69,9 %	55,5 %	4,8 %
Banca Monte dei Paschi di Siena	Italia	73.	14,3 %	48,3 %	2,9 %
Swedbank	Ruotsi	74.	54 %	36,3 %	5,6 %
Erste Group Bank	Itävalta	75.	70,8 %	67,7 %	7,6 %
Banco de Sabadell S.A.	Espanja	83.	15,8 %	70,8 %	5,2 %
Banco Popular Espanol S.A.	Espanja	84.	15,4 %	61,7 %	5,9 %
Bank of Ireland	Irlanti	87.	92,9 %	52,2 %	4,6 %
Raiffeisen Bank International	Itävalta	91.	45,1 %	57,4 %	6,2 %
UBI Banca	Italia	96.	8,7 %	48,5 %	8 %
Banco Popolare	Italia	97.	8,6 %	43,4 %	6,8 %
Allied Irish Banks Plc.	Irlanti	99.	76,8 %	52,4 %	9,1 %

Koottu raportista Systemically Important Banks in the Post-Crisis Era, Milken Institute 2013.

Liite 2.

Jakson 10.1 tilastolliset mallit

Stokastinen differenssiyhtälö:

$$y_t = \mathsf{b}_0 + \mathsf{b}_1 y_{t-1} + \mathsf{b}_2 x_t + \mathsf{b}_3 x_{t-1} + \mathsf{e}_t$$

VAR-malli:

$$y_{1t} = \mathsf{b}_{10} + \mathsf{b}_{11} y_{1,t-1} + \mathsf{b}_{12} y_{2t} + \mathsf{b}_{13} y_{2,t-1} + \mathsf{e}_{1t}$$
$$y_{2t} = \mathsf{b}_{20} + \mathsf{b}_{21} y_{2,t-1} + \mathsf{b}_{22} y_{1t} + \mathsf{b}_{23} y_{1,t-1} + \mathsf{e}_{2t}$$

VARX-malli (= VAR-malli, jossa on mukana selittävä muuttuja x):

$$y_{1t} = \mathsf{b}_{10} + \mathsf{b}_{11} y_{1,t-1} + \mathsf{b}_{12} y_{2t} + \mathsf{b}_{13} y_{2,t-1} + \mathsf{b}_{14} x_t + \mathsf{b}_{15} x_{t-1} + \mathsf{e}_{1t}$$
$$y_{2t} = \mathsf{b}_{20} + \mathsf{b}_{21} y_{2,t-1} + \mathsf{b}_{22} y_{1t} + \mathsf{b}_{23} y_{1,t-1} + \mathsf{b}_{24} x_t + \mathsf{b}_{25} x_{t-1} + \mathsf{e}_{2t}$$

Mallien jäännöstermit toteuttavat niin sanotut tavanomaiset oletukset: jäännöstermien odotusarvo on nolla, jäännöstermien varianssi on vakio, jäännöstermit ovat korreloimattomia. Mallien estimointivaiheessa etsitään riittävän rikas viiverakenne, jotta mallin ennustekyky olisi kyllin vahva. Lisäksi pyritään siihen, että malli olisi tilastollisilta ominaisuuksiltaan kyllin hyvä ”hendryläisittäin”.

Tulokset

(i) Stokastinen differenssiyhtälö

Mallin estimointiperiodilla 1995 I–2007 IV euroalueen BKT seuraa varsin tiiviisti USA:n BKT:n kehitystä.[201] Kuvassa 1 on esitetty stokastisen differenssiyhtälön antama ennuste sekä euroalueen todellinen BKT:n kehitys. Erotus muodostaa ennustevirheen, joka kuvaa sitä, kuinka paljon euroalueen BKT poikkeaa – jää jälkeen – mallin antamasta ennusteesta. Kumulatiivisen ennustevirheen kehitys on esitetty kuvassa 2. Kumulatiivinen ennustevirhe vuoteen 2013 III tultaessa on –10,5 ja se siis kertoo, kuinka paljon euroalueen BKT:n volyymi-indeksi on jäänyt jälkeen siitä, mitä malli ennustaa.

201 Yksittäiset USA:n BKT:n viipeet eivät ole tilastollisesti merkitseviä, mutta yhdessä kolme viivästettyä USA:n BKT:n viipymää toimii erittäin merkitsevänä euroalueen BKT:n kehityksen ”selittäjänä” (p < 1 %).

(ii) VAR-malli

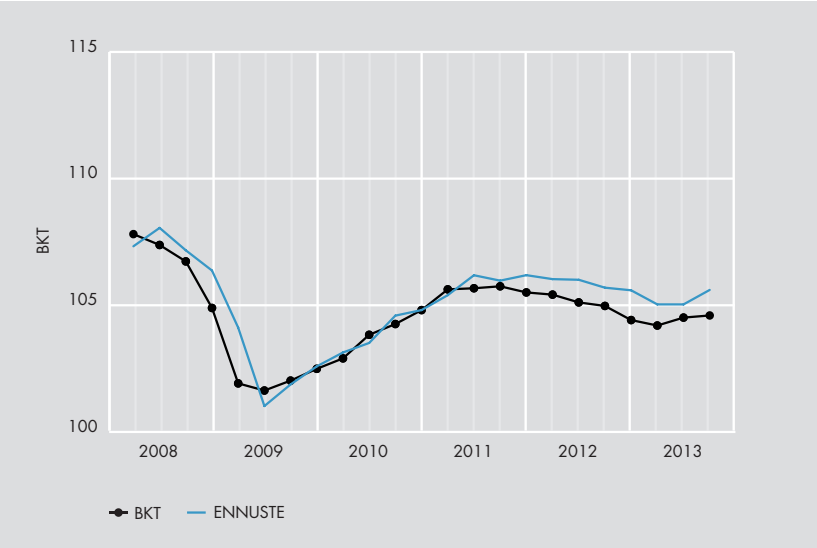
Kuvasssa 3 on esitetty VAR-mallin antama ennuste sekä euroalueen todellinen BKT:n kehitys.[202] Kumulatiivisen ennustevirheen kehitys on esitetty kuvassa 4. Kumulatiivinen ennustevirhe vuoteen 2013 III tultaessa on –11,4, mikä on varsin lähellä stokastisen differenssiyhtälön avulla muodostettua kumulatiivista ennustevirhettä.

(iii) VARX-malli

Kuvassa 5 on esitetty VARX-mallin antama ennuste Suomelle. Havaitaan, että Suomen BKT:n pudotus eurokriisin alkaessa oli suurempi kuin muualla euroalueella keskimäärin mutta myös vuosien 2011–2013 aikana. Kumulatiivinen ennustevirhe vuoteen 2013 III tultaessa on Suomen osalta peräti –24,6. Nokian menestys 2000-luvulla näkyi Suomen vahvana talouskehityksenä. Mallin tarjoama ennuste tämän jälkeiselle talouskehitykselle muodostui paljon optimistisemmaksi, kuin mitä toteutunut kehitys sittemmin osoittautui olevan.

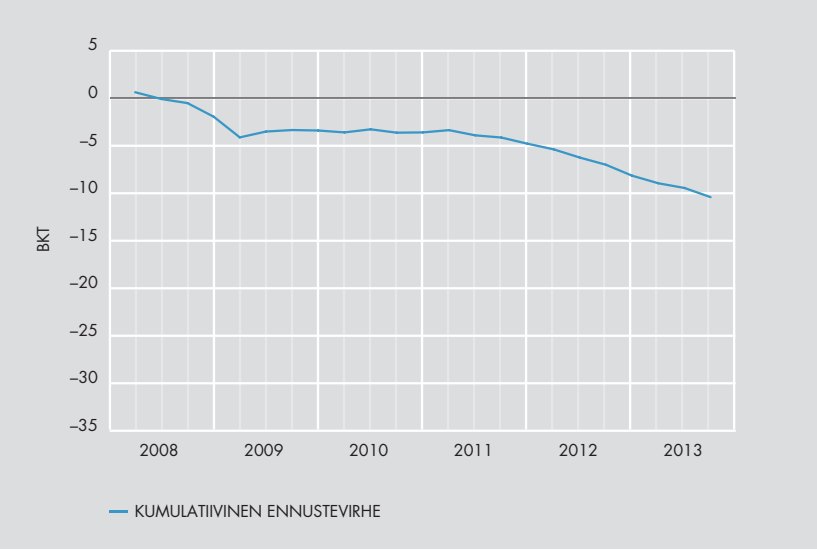
Euroalueelle VARX-malli antaa ennustevirheeksi –9,8. Tämä on hyvin linjassa sen kanssa, mitä kahdella muulla mallityypillä jo saavutettiin.

KUVIO L-1. EUROALUEEN BKT: STOKASTISEN DIFFERENSSIYHTÄLÖN ENNUSTE JA TOTEUTUNUT KEHITYS

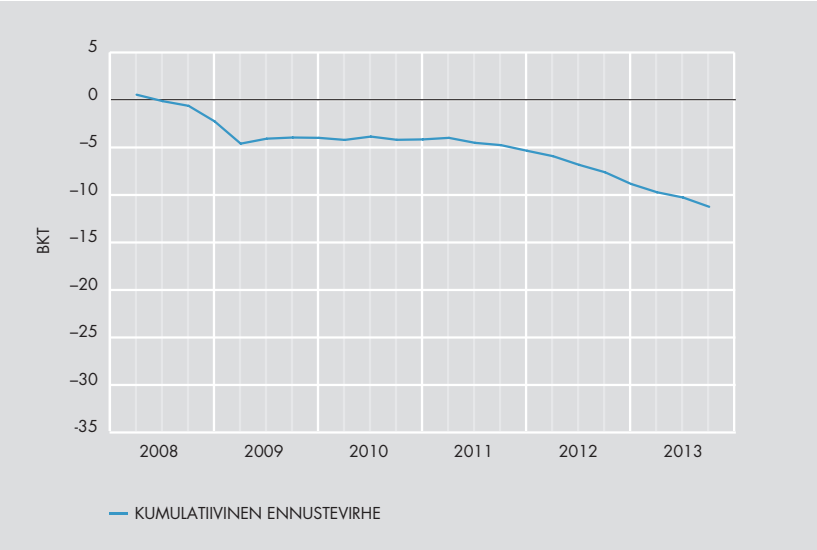


202 USA:n BKT:n viiverakenne toimii erittäin merkitsevänä VAR-mallissa kokonaisuutena (p < 0,01 %). Myös euroalueen oman BKT:n kehityksen viiverakenne toimii erittäin merkitsevänä. Koska kyseessä on systeemimalli, niiden roolia ei ole mielekästä tarkastella erilisinä.

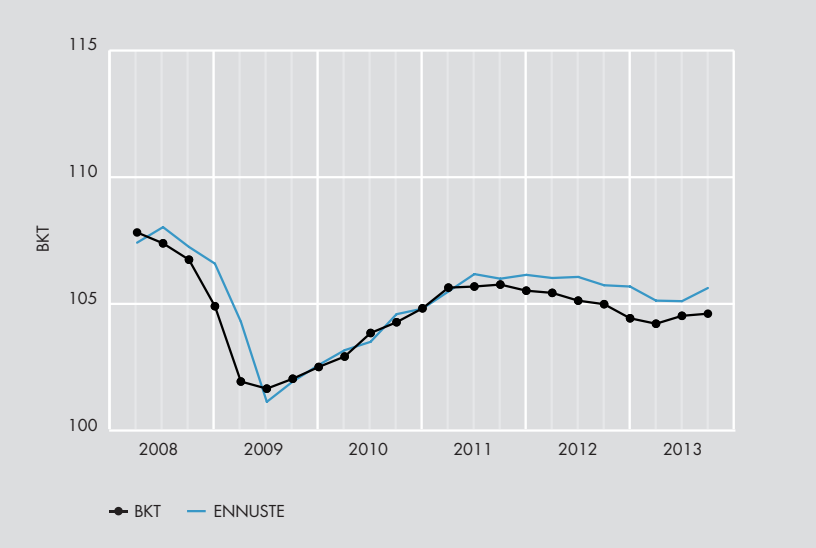
KUVIO L-2. STOKASTINEN DIFFERENSSIYHTÄLÖ: KUMULATIVIINEN ENNUSTEVIRHE



KUVIO L-3. VAR-MALLI: KUMULATIVIINEN ENNUSTEVIRHE

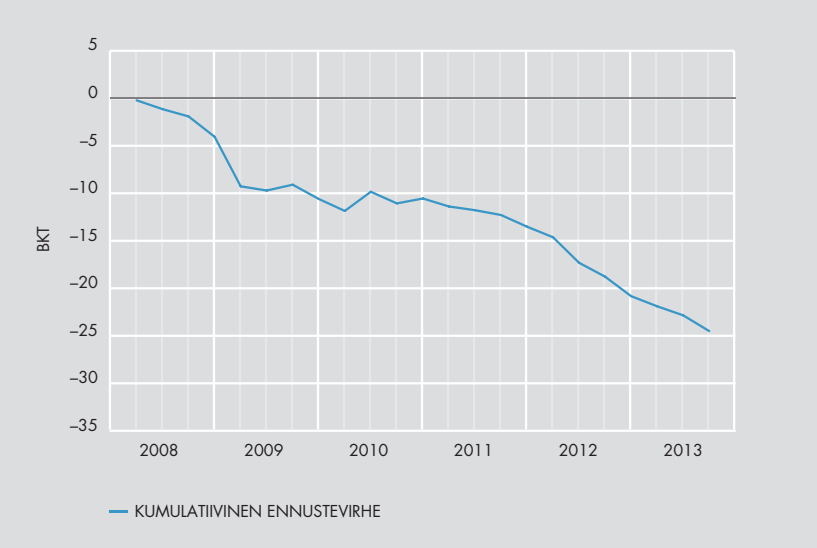


KUVIO L-4. EUROALUEEN BKT: VAR-MALLIN ENNUSTE JA TOTEUTUNUT KEHITYS



KUVIO L-5. SUOMEN BKT: VARX-MALLIN ENNUSTE JA TOTEUTUNUT KEHITYS

KUVIO L-6. VARX-MALLI: KUMULATIVIINEN ENNUSTEVIRHE



Liite 3.

Suomen käytännön toimet valuuttaunionin hajotessa

Hyvä vertailukohta rinnakkaisvaluutan käytölle autonomisessa valtioliitossa löytyy Suomen ja Venäjän valtioliitosta 1860-luvulta. Jälkikäteen katsoen suurin askel Suomen itsenäistymispolitiikassa saavutettiin kun oma raha, markka, saatiin vetoamalla tsaariin, että Venäjän rupla on liian suuri valuutta pieneen maahan. Pienestä vaihtorahasta oli puutetta. Vuonna 1860 markka otettiin ruplan rinnalle ja 1865 ruplan setelit vedettiin Suomesta kun markka sidottiin hopeakantaan. Miten venäläiset saatiin suostumaan tähän?

J.V. Snellman oli tuolloin finanssipäällikkö ja hän keksi Kolumbuksen munan, nerokkaan tavan nähdä tilanne uudessa valossa. Suomen markka luotiin ¼ hopearuplana: se oli osa ruplajärjestelmää. Rahaan painettiin venäläinen kaksoiskotka. Seteliruplan arvo alkoi vaihdella Suomen markkaan nähden välittömästi markan luomisen jälkeen. Lopullisesti raha itsenäistyi vuonna 1878, jolloin markka liitettiin kultakantaan länsieurooppalaisten valuuttojen mukaisella vaihtosuhteella. Nyt vedottiin siihen, että Suomella jo oli oma rahayksikkö. ”Suostumukseni saatiin silmänkääntötempulla”, valitti tsaari Aleksanteri II myöhemmin. Oma raha oli tärkeä valtiollisen itsenäisyyden edellytys.

Jälkikäteen katsottuna markkatalous oli autonomisessa Suomessa nopean taloudellisen kasvun aikaa. Suomen suuriruhtinaskunnan bruttokansantuote (BKT) oli vuonna 1865 noin 951 dollaria asukasta kohti, kun Venäjän BKT asukasta kohti oli noin 917 dollaria (Bolt ja Van Zanden 2013). Vuoteen 1910 mennessä Suomen BKT oli kasvanut 1960 dollariin asukasta kohti, kun taas Venäjän BKT oli kasvanut vain 1460 dollariin asukasta kohti. Autonomian aikana Suomen talous kasvoi siis vuosittain noin puoli prosenttia nopeammin kuin Venäjän.

Vaikka nopeaan kasvuun vaikuttivat keskeisesti vuodesta 1863 alkaen säännöllisesti järjestetyt valtiopäivät ja siellä tehdyt työllisyyttä parantaneet sekä taloutta vapauttaneet päätökset, oma rahayksikkö oli merkittävä tekijä kasvun taustalla. Oma valuutta mahdollisti oman rahapolitiikan, mikä tuohon aikaan tarkoitti rahan arvon vakautta muihin skandinaavisiin ja eurooppalaisiin valuuttoihin verrattuna. Oma valuutta toisin sanoen tarjosi vakautta verrattuna Venäjän ruplaan, mikä houkutteli Suomeen investointeja. Samaan aikaan Suomeen saapui ulkomaisia yrittäjiä muun muassa Skotlannista, mikä vahvisti taloutta. Toisaalta nykytiedon valossa kultakantaan kytkeytymistä voidaan pitää myös kasvua hidastavana tekijänä, jota ilman kasvu olisi voinut olla suurempaakin.

Suomen oman valuutan toteutus

Kahdeksassatoista euromaassa paikalliset snellmanit voivat päätyä myös nykyaikana ottamaan suuren, mahtavan ja raskaan euron rinnalle kevyitä paikallisvaluut-

toja. Idealistisesti ajateltuna se on yhtä helppoa kuin 1860-luvulla. Tarvitaan vain pari mitätöntä muutosta: käytetään 1:1 eikä 1:4 avaavaa suhdetta eikä odoteta vuosikausia eurokytkennän purkamisessa. Yksi viikonloppu riittää vapauttamaan kelluvat paikallisvaluutat. Käytännössä ero tapahtuu keskuspankin ilmoituksella olla muuntamatta muualta euromääräisesti tulevia suorituksia suhteessa 1:1. Tämän jälkeen markkinat alkavat välittömästi hinnoitella paikallisvaluutan suhdetta euroon ja muihin valuuttoihin, kuten tapahtui ruplaunionin ja Tsekkoslovakian rahaliittojen hajotessa vuonna 1993 (Pomfret 2002, Nordvig 2014).

Suomen tapauksessa ulkoinen rahoitusasema ei muodostuisi ongelmaksi. Suomi pystyy lainaamaan erittäin alhaisella korolla, ja Suomen valtionlainojen korot saattaisivat jopa alentua, koska euroalueesta eroaminen tarkoittaisi implisiittisesti myös irtautumista mahdollisista tulevista yhteisvastuumekanismeista, kuten eurobondeista ja liittovaltiotulonsiirroista. Myös päinvastainen kehityskulku, erityisesti heikon ja päättämättömän hallituksen toteuttamana olisi mahdollinen. Huonosti valmisteltu ja toteutettu irtautumisprosessi voisi johtaa epäluottamuksen nopeaankin kasvuun.

Hallitussa prosessissa Suomen markan ulkoinen arvo todennäköisesti olisi hyvin lähellä euron tämän hetkistä arvoa (Nomuran arvio –6,8 %). Tämän vuoksi Suomessa kiertävä eurosetelistö voitaisiin leimata Suomen valuutaksi, jotka vaihdettaisiin Suomen markoiksi sitä mukaa kun uusia seteleitä saataisiin painettua. Tätä menettelyä käytettiin Tsekkoslovakian valuuttaliiton hajotessa helmikuussa vuonna 1993 (Fidrmuc ym. 1999, Bootle 2012).

Ongelmia syntyisi, mikäli Suomen uusi markka – tai vastaava valuutta – devalvoituisi voimakkaasti euron arvoon nähden. Tässä tapauksessa eurot saattavat poistua kierrosta, koska yritykset ja yksilöt eivät halua vaihtaa rahojaan vähempiarvoiseen valuuttaan. Euroja voisi poistua kierrosta myös tunne- tai käytännönsyistä. Käteiseurojen osittainen kierrosta poistuminen on kuitenkin varsin pieni ongelma, koska Suomessa huomattavan suuri osa kaupankäynnistä tapahtuu pankki- ja luottokorteilla tai sähköistä rahaa käyttäen (FK 2008, Leinonen 2007). Olisi sen takia perusteltua jättää Suomessa kiertävä käteinen euroiksi.

Kaikkia pankkeja ja rahoituslaitoksia käskettäisiin vaihtaa tileillä olevat eurot markoiksi suhteella 1:1. Tämän vuoksi kaikki pankki- ja luottokorttiostokset muuttuisivat uuden valuutan mukaisiksi käytännössä yhdessä yössä ja kaikki pankeista nostettavat käteisvarat leimattaisiin uudeksi valuutaksi. Käytännössä saatettaisiin tarvita kahden–kolmen päivän pankkivapaa, jonka aikana talletukset vaihdettaisiin markoiksi ja pankit valmistautuisivat setelistön leimaamiseen. Toinen vaihtoehto olisi käyttää käteisen nostorajoituksia sen aikaa, kunnes rahat saataisiin leimattua. Hätätilanteessa Suomen koko maksuliikenne voitaisiin todennäköisesti hetkellisesti hoitaa ilman käteistä rahaa aiheuttamatta taloudelle sen suurempia vaurioita.

Suomen pankkijärjestelmän tietojärjestelmän kyky tulisi auditoida kahden saikan osalta: vaihtaa nopealla aikataululla eurot markoiksi sekä rajoittaa markkojen ja eurojen käteisnostoja vaihdon välittömässä läheisyydessä. Pankkiautomaa-

teista vaihdon jälkeen nostettavat eurot veloitettaisiin tileiltä kelluvan markan vaihtokurssin perustuvalla hinnalla vaihtoviikonlopun jälkeen. Euro-markka-vaihdos voisi luoda pankeille avoimen valuuttaposition, jonka riski voitaisiin minimoida johdannaisilla, jonka Suomen Pankki voisi mahdollisesti sopia EKP:n kanssa ennen toteutusta.

Murroskohtaa edeltävä aikataulu on valuutan vaihdoksissa yleensä pulmallinen. Suomen kohdallakin tulisi välttää ennakkoilmoitusta uuden rahayksikön käyttöönotosta, vaikka rinnakkaisvaluutan, markan, ulkoinen arvo ei todennäköisesti juuri poikkeaisi eurosta (spekulatiivinen paine on sitä suurempi mitä enemmän kansallisella valuutalla on devalvoitumis- tai revalvoitumispainetta). Kaikki tärkeät päätökset oman valuutan käyttöönottoperiaatteiden valinnasta eduskunnan hyväksyntään olisi hyvä tehdä yhden viikonlopun aikana. Eduskunnan tulisi antaa mahdollisimman laaja valtuutus hallitukselle (erityisesti pääministerille ja valtionvarainministerille) toteuttamaan valuuttauudistus.

Suomi on optimaalisessa asemassa oman valuutan käyttöönottoon. Etelä-Euroopan maiden kohdalla tilanne on toinen, koska niillä siirtymä vaatii todennäköisesti väliaikaisia pääomakontrolleja ja pitkiä pankkivapaita.

Markan käyttöönotto Suomessa

Tapahtuma	**Esimerkkiaikataulu**
Tavoitetoteutuspäivän valinta	23.–25.5.201X
Rinnakkaisvaluutan (markka) käyttöönottoperiaatteiden valinta ja keskustelu yhteispohjoismaisesta vaihtoehdosta	23.–25.5.201X
Eduskunnan hyväksyntä ja valtuutus hallitukselle	23.–25.5.201X
Rinnakkaisvaluutan (markka) elektroninen käyttöönotto	26.5.201X
Setelistön vaihtaminen	kesä-syyskuu 201X
Eurojärjestelmäsaatavien, velkojen ja ohjelmien toimintaperiaatteiden muutos (esim. ERVV, EVM, EKP, TARGET2) ja Suomen rahapolitiikan määrittely	kesäkuu 201X-

Rinnakkaisvaluutan käyttöönoton epäpolitisointi pohjoismaisen yhteistyön ja EU:n kautta

Rinnakkaisvaluutan käyttöön ottava pieni maa kuten Suomi todennäköisesti ei pääsisi Ruotsin, Tanskan tai Norjan kaltaiseen luonnolliseen ja epäpoliittiseen oman valuutan käyttötilaan ainakaan heti. Poliittista painetta voitaisiin lieventää korostamalla Suomen voimakasta taloudellista yhteyttä Pohjoismaihin, ja tarvetta samanlaisiin joustaviin valuuttoihin kuten Ruotsissa ja Norjassa.

Pohjoismaista Ruotsin juridinen oikeutus pitäytyä kruunussa on heikoin, koska se ei ole virallisesti saanut pysyvää poikkeuslupaa kruunun käyttöön. Tanskalla on Iso-Britannian kaltainen ikuinen pysyvä poikkeus. Tästä huolimatta juuri

Tanska on toteuttanut perinteistä kiinteän valuuttakurssin politiikkaa. Sen seurauksena Tanskan on joutunut puolustamaan kruununsa eurolinkkiä negatiivisilla talletuskoroilla.

Taloudellinen lähentyminen Suomen, Tanskan, Ruotsin ja Viron välillä (Norjan talous on liian erilainen sopiakseen pohjoismaiseen valuuttaliittoon) voisi mahdollistaa myös pohjoismaisen valuuttayhteistyön hallitustenvälisten sopimusten kautta. Suomen kannalta tämä voisi tarkoittaa jonkinlaista yhteistyötä Ruotsin kanssa rahapolitiikan koordinoinnissa. Mahdollisesti muut Pohjoismaat voisivat myös julkisesti tukea Suomen valuuttamuutosta prosessin aikana. Suomen päätös nähtäisiin hyvin todennäköisesti ainakin pohjoismaalaisten kansalaisten keskuudessa heidän omien aiempien päätösten vahvistajana ja siten positiivisena.

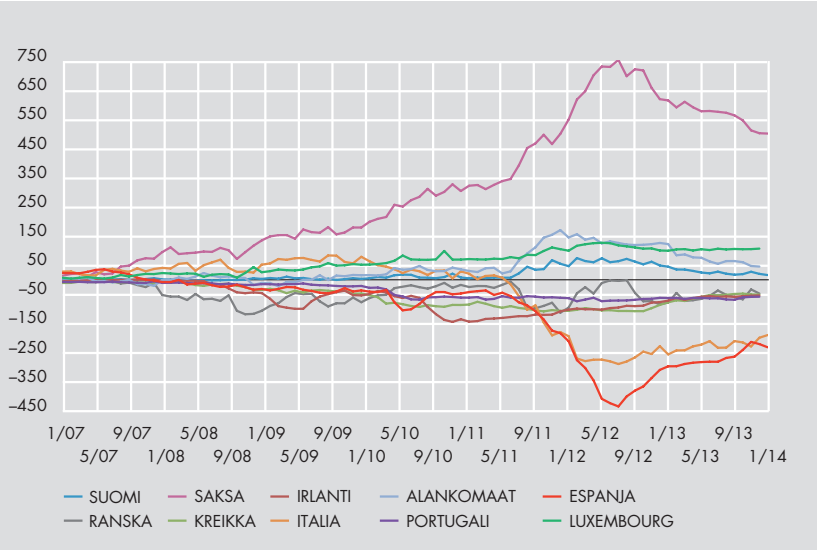
Olisi tärkeä vakuuttaa Suomen sitoutumista Euroopan unioniin ja sen lakeihin myös valuutan vaihdon jälkeen. Suomen tulisi lisäksi hakea hyvissä ajoin konsultaatiota prosessin kaikissa vaiheissa erityisesti EKP:lta. Finanssi- ja rahapoliittisesti Suomen tulisi rakentaa uskottava sitoutuminen markan inflatoitumisen välttämiseen jotta haitallisia heikentymisodotuksia ei pääsisi muodostumaan markkinoilla tai työmarkkinajärjestöjen keskuudessa. Ruotsin onnistuneen oman valuutan toimintamallin korostaminen ohjenuorana myös Suomelle olisi helpoin tapa kommunikoida suunnitelma kansainvälisesti.

Rinnakkaisvaluutan taloudelliset vaikutukset Suomeen

Europerusteiset järjestelmät kuten TARGET2, ERVV, EVM sekä euroon perustuvat sopimukset, varat ja velat sopeutuisivat rinnakkaisvaluuttaan mutta vaativat lisäneuvotteluja.

Suomen Pankin EKP-positio (lähinnä TARGET2 ja EKP:n jälkimarkkinaosto-ohjelma SMP) muuttuisi Suomen valuuttavarannoksi tai saatavaksi EKP:lta. Suomen Pankki voisi vaihtaa position euroista asteittain muihin valuuttoihin kuten Ruotsin kruunuun ja Yhdysvaltojen dollariin. Tammikuussa 2014 Suomen TARGET2 oli 19 miljardia euroa positiivinen.

KUVIO L-7. TARGET2-SAATAVAT JA VASTUUT EUROJÄRJESTELMÄSSÄ 2007–2/2014 (MILJARDIA EUROA)



Lähde: Institute of Empirical Economic Research, EKP

ERVV ja EVM

Suomi on omistaja ja takaaja euromaiden Luxemburgiin perustetuissa vakausvälineissä. Takaukset jäävät kontollemme, mutta esimerkiksi Kreikan vakuusjärjestelyt turvaavat mahdollisia tappiota. Suomen riski jo otetuista ohjelmista on siis sama kuin nykyisin euromaana. Vastuiden erääntyessä Suomi siirtyisi kohti Ruotsin, Tanskan ja Puolan tilannetta eli vähentäisi vastuitaan vakausvälineiden riskeistä. Voimme myös tarvittaessa neuvotella muutoksia sopimuksiin. Uusia takausvastuita ei olisi syytä ottaa ainakaan nykyehdoilla.

Yksityiset euroon perustuvat sopimukset, varat ja velat

Yksityiset euromääräiset sopimukset voidaan pitää euromääräisenä erääntymiseensä asti. Vaihtoehtoisesti Suomen lain mukaiset erät ja sopimukset voitaisiin välittömästi muuttaa markoiksi kansainvälisen Lex Monetae -periaatteen mukaan. Tilannetta helpottaa se että lähes kaikki Suomen valtion joukkovelkakirjat ovat Suomen lain alla. Myös selkeä enemmistö yritysten rahoitussopimuksista ja joukkovelkakirjoista on Suomen lain mukaisia.

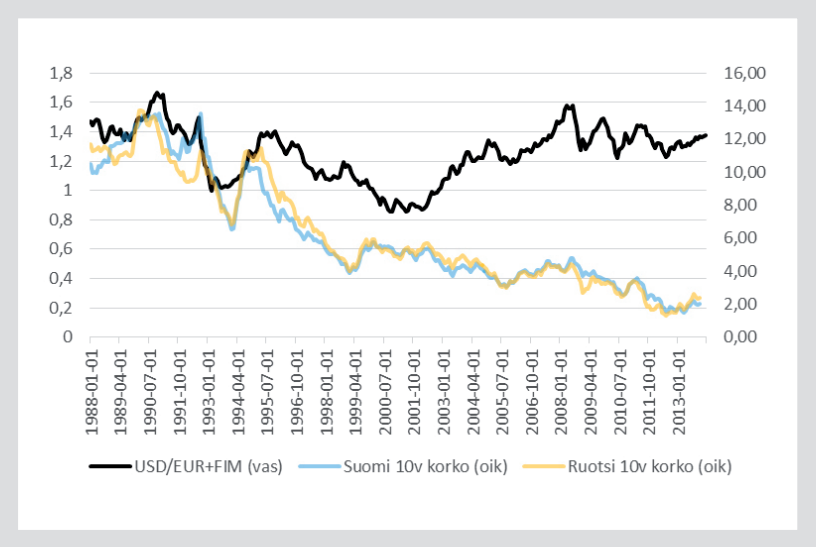
Olisi kuitenkin tärkeää miettiä huolellisesti viitekorkokäyrien muodostusta, palkkojen ja pankkitilien markka-sopimusten ehtoja ja rakentaa valmius käyttöönottoon huolellisesti. Yritysten sopimusvaluuttojen muuttamisessa euroista markoiksi pitäisi ottaa huomioon kaupalliset ja kilpailulliset asiat. Kansainväliset

sijoittajat todennäköisesti hinnoittelisivat Suomen markkasopimukset nopeasti Ruotsin vastaavien käytäntöjen ja hintojen perusteella. Valtiokonttorin ja kuntien velkaohjelmat eivät tällä hetkellä juurikaan hae pääomia Suomesta. Markkarahoitusta tulisi harjoittaa voimallisesti kotimarkkinoille vaihdon jälkeisinä vuosina.

Vaihtoehdot nykyeurolle peilattuna Suomen rahapolitiikkaan 1990–2014

Historia toistaa itseään. Edellä kuvatut vaihtoehdot ja nykytilakin ovat olleet todellisuutta Suomen rahapolitiikassa jo aiemmin. Pyörää ei varsinaisesti tarvitse keksiä uudestaan, eivätkä muutoksista seuraavat riskitkään ole sen vuoksi ylitsepääsemättömiä. Ennen kaikkea siirtymävaikutukset ovat markkinatalousjärjestelmässä nopeita.

KUVIO L-8. SUOMEN RAHAN ULKOINEN ARVO 1990–2014 DOLLAREISSA JA SUOMEN KORKOTASO



Lähde: Federal Reserve Bank of St. Louis. Ennen 1.1.1999 euron käyttöönottoa Suomen markan euroarvo saatu jakamalla FIM-kiinnityssuhteella 5,94573

Vuoteen 1992 saakka Suomen Pankki käytti kiinteän valuuttakurssin järjestelmää. Se muistuttaa eurojärjestelmää siinä että markan vaihtokurssi on kiinnitetty ja sitä puolustetaan molempiin suuntiin. Käytäntö korjaa markkinan luomaa vaihtokurssipainetta korkotason ja rahan ja valuuttavarannon tarjoamisen kautta. Vuonna 1992 valuuttavaranto loppui, ja markka ensin hallinnollisesti devalvoitiin.

Vuonna 1993 alkoi markan vapaa kellunta, jolloin keskuspankki ei enää yrittänyt manipuloida valuuttakurssia vaan antoi markkinoiden määrittää luonnollisen vaihtokurssin. Rahapolitiikassa kyseessä oli vahvan elpymisen aika. Markka alkoi vahvistua ja korkotaso laskea. Valittu politiikka oli hyvin lähellä Ruotsin keskus-

pankin käytäntöä. Ruotsi onkin pitänyt kelluvan valuuttakurssin politiikan vuodesta 1993 nykyhetkeen lähes muuttumattomana. Mikäli markka otettaisiin rinnakkaisvaluutaksi euron rinnalle, Ruotsin kaltainen kellutuskäytäntö olisi hyvä valinta myös Suomelle.

Vuonna 1996 markan kellutus lopetettiin ja siirryttiin takaisin kiinteään valuuttakurssiin. Markka ei ollut mukana protoeuron, ECU:n valuuttakorissa, jossa aluksi oli ennen euron käyttöönottoa 12 valuuttaa. Käytännössä 1996–1999 ECU:n ja Suomen markan rinnakkaisaika olisi hyvin lähellä ehdottamaamme ECU-2 vaihtoehtoa koko euroalueelle (ks. Liite 4).

Vuodesta 1999 nykyhetkeen Suomen valuuttana on toiminut euro, eli kyseessä on virallisen käsityksen mukaan peruuttamaton markka-kytkentä euroon 1:1-suhteella, euromaiden laajuista identtistä rahapolitiikkaa käyttäen. Euroalueen rahapolitiikan ongelma on sen kytkeytyminen Saksan rahapolitiikkaan, joka historiallisesti nosti Saksan markan arvoa. Sama trendi piilee myös euron kohdalla. Kuten on aiemmin kuvattu, Ruotsin kruunu on kelluvana valuuttana sopeutunut välittömästi epäsymmetrisiin sokkeihin heikentyen voimakkaastikin, kuitenkin palautuen noin 9:1 tasolle euroa vastaan ja maltilliselle vahvistumisuralle talouden nousukausina. Korkotaso ei ole Ruotsissa kellunnasta huolimatta eronnut merkittävästi Suomen korkotasosta.

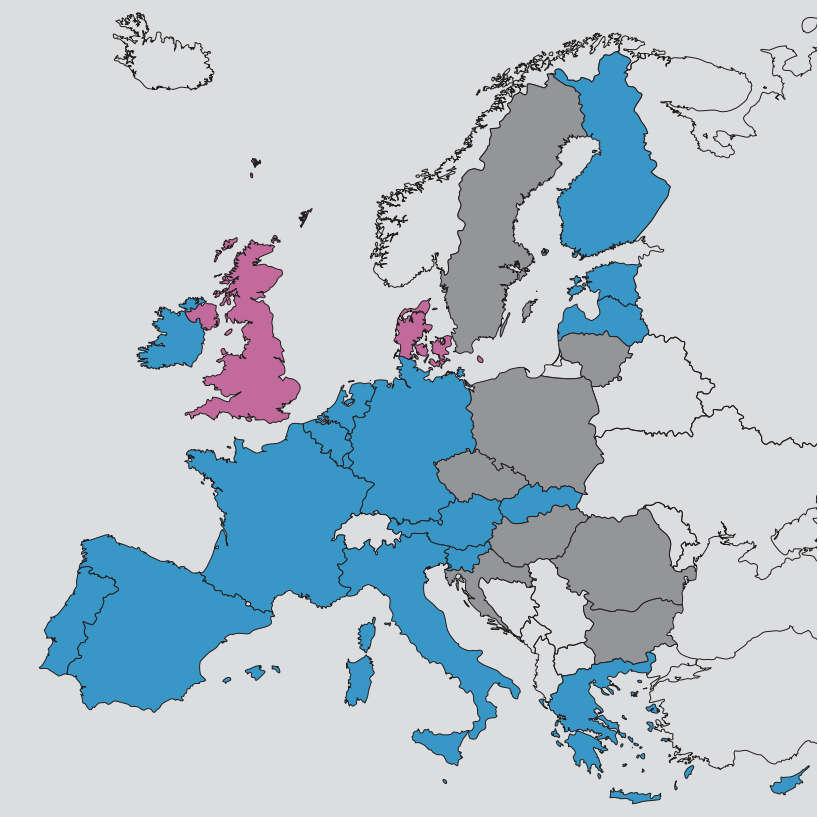
Voidaankin todeta, että oman valuutan teknistä toteutusta suurempi kysymys on päätöksen ajoitus. Nykytiedon valossa Suomen taloudellinen tilanne on heikentymässä eurojärjestelmän vaatimien rakenteellisten muutosten pitkittyessä. Tämä pahentaa Suomen velkaantumista, kilpailukykyongelmia ja julkisia vajeita. Tässä valossa myös markan käyttöönoton riskit kasvavat mitä enemmän aikaa kuluu ja Suomi kehittyy heikoksi euromaaksi.

Liite 4.

Euron uudelleenmäärittely (ECU-2)

Euroopan Unioni koostuu 28 jäsenvaltiosta joista vain 64 % eli 18 on myös eurojärjestelmässä, Euro-18:ssa, mukana. Latvia liittyi 2014 euromaaksi (tummansinen väri) ja Kroatia EU:n jäsenmaaksi (ilman eurojäsenyyttä) vuonna 2013 (vaaleansininen väri), joten molemmissa leireissä on liikettä.

KUVIO L-9. EU-28 JA EURO-18-MAAT



Lähde: EU

ECU-2 on ratkaisu, jota ovat ehdottaneet muun muassa Nordvig (2012) ja Miettinen (2012). Se palauttaa kaikki EU:n 28 jäsenmaata samaan tilaan jossa ne olivat 31.12.2008, kuitenkin säilyttäen myös euron. Euron esiaste ECU, eli euroalueen

korivaluuttayksikkö, muuttui euroiksi 1:1-suhteella 1.1.1999. ECU-2 mallissa 18 euromaata ottavat käyttöönsä kansallisen rinnakkaisvaluutan ja sopivat että olemassa olevat eurot määritellään näiden 18 valuutan summana. Summafunktion painoina käytetään viimeisintä EKP:n pääoma-avainta euromaille laskettuna.

TAULUKKO. EUROOPAN KESKUSPANKIN PÄÄOMA-AVAIN 18 EUROMAALLE 1.1.2014

Euroryhmän Maa	**Painoarvo eurokorissa**
Saksa	25,718 %
Ranska	20,262 %
Italia	17,592 %
Espanja	12,634 %
Hollanti	5,721 %
Belgia	3,541 %
Kreikka	2,905 %
Itävalta	2,805 %
Portugali	2,491 %
Suomi	1,795 %
Irlanti	1,659 %
Slovakia	1,104 %
Slovenia	0,494 %
Latvia	0,403 %
Luxemburg	0,290 %
Viro	0,276 %
Kypros	0,216 %
Malta	0,093 %
Yhteensä	100,000 %

Lähde: EKP, Sami Miettinen

Euro 2.0-uudelleenmäärittelyn voi ilmoittaa suhteellisen turvallisesti etukäteen ja sen voi toteuttaa hallitusti pidemmän ajanjakson myötä ilman että se aiheuttaa ilmoitushetkellään euroalueella pankkien luhistumisia talletuspaon vuoksi. Esimerkkiaikataulu suosittelee kuitenkin nopeaa käyttöönottoa:

ECU-2 KORIEUROMÄÄRITTELYN TOTEUTUS (EURO 2.0)

Tapahtuma	Esimerkkiaikataulu
Tavoitetoteutuspäivän ennakkojulkistus	toukokuu 201X
Rinnakkaisvaluuttojen käyttöönottoperiaatteiden valinta	touko–kesäkuu 201X
Parliamenttien hyväksynnät	kesäkuu 201X
Paikallisten rinnakkaisvaluuttojen suunnittelu ja painaminen	heinäkuu 201X
Eurokorimäärittelyn käyttöönotto (Euro 2.0)	1.8.201X
Eurojärjestelmäsaatavien, velkojen ja ohjelmien (EKP, TARGET2, ERVV, EVM) takaisinmaksu korieuroissa niiden erääntyessä	1.8.201X–

ECU-2-järjestelmän hyötyjä

Eurosta tulisi vähäriskisen prosessin seurauksena EKP:n pääoma-avaimen mukainen painotettu korivaluutta. Periaate on sama jota IMF:n SDR (Special Drawing Right) noudattaa. Eurot jatkaisivat kaksoisvaluuttana kansallisten valuuttojen rinnalla vähintään niin kauan kuin olemassaolevia vastuita olisi olemassa eli ainakin vuosikymmeniä. Saksan valuutan, DEM, paino on 25,7 % ja Italian ITL 17,6 %, Suomen FIM:in, markan, ollessa 1,8 %. Nämä painot ovat pysyviä, joten euro 2.0:n arvon määritys on mekaaninen yhteenlasku. Uusi määrittely poistaa nykyeuroon sisältyvän tulkintaepävarmuuden: euron hajoaminen kansallisiin valuuttoihin kokonaan tai osittain on mahdollisuus johon on varauduttava. Kansalliset rinnakkaisvaluutat saisivat myös viimekätisen lainaajan (lender of last resort) aseman omien keskuspankkiensa kautta. Tällä hetkellä sijoittajille on epävarmaa, olisivatko esimerkiksi Italian eurovastuut euron hajoamistilanteessa yhä euroja vai voisiko osa niistä muuttua välittömäksi todennäköisesti alempiarvoisiksi liiravastuiksi. Korivaluuttamalli poistaa tämän epävarmuuden jo ilmoitushetkellä, mikä lisäisi luottamusta.

Korieuroon siirtyminen mahdollistaisi myös myöhemmät paremmin suunnitellut valuutta-alueet esimerkiksi Saksan, Hollannin ja Benelux-maiden välillä. Tämä maaryhmä voisi yhdistää omat valuuttansa ja sen painot korieurossa ilman teknisiä ongelmia. Suomen kannalta järkevin alavaluuttaliitto voisi toimia Viron kanssa.

Rinnakkaisvaluuttojen simulaatio Jens Nordvigin estimaateilla

Uudelleenmäärittelyprosessia on 1.1.1999 testattu käytännössä ilman markkinahäiriöitä toiseen suuntaan eli korivaluutasta euroon siirryttäessä. ECU-2 on lähes täsmälleen identtinen ECU-1:n kanssa, mukana olevien maiden määrä on vain kasvanut kahdeksaantoista silloisesta kahdestatoista. Vaikka markka ei ollut mukana ECU-1:ssä, se ei ole nyt ongelma. Markkinahinta löytyi myös markalle kellutuksen aikana 1993–1996.

Uudelleenmäärittelyn jälkeen euro voi jatkaa olemassaoloaan rinnakkais- ja kauppavaluuttana jopa ikuisesti. Myöskään euroseteleitä ei tarvitse poistaa käytöstä, vaan niitä voitaisiin käyttää käteisvaluuttana.

Suunnitelman ennakkojulkistus ei aiheuta pankkipakoa tai romahduta maakohtaisen velan tai rahan arvoa. Euro 2.0 (kuten aikoinaan ECU) on oletettavasti arvoltaan suunnilleen yhtä vakaa kuin nykyinen euro. Kun kansalliset valuutat aloittaisivat kellumisen 1:1-suhteessa korieuroon ja toisiinsa, ne alkaisivat erkaantua toisistaan. Voidaan olettaa, että jotkut valuutat vahvistuvat (kuten DEM) ja toiset heikentyvät (kuten ITL), ja kolmannet ehkä pysyvät vakaana euroon nähden (kuten FIM). Näin ollen korieuron arvo todennäköisesti ei liiku rajusti, vaan heilahtelee kuin nykyinenkin euro.

Nordvig (2014) arvioi että kaikki euromaat ovat nykyisen euron arvoon nähden yliarvostettuja paitsi Saksa. Euron uudelleenmäärittely ECU-2-koriksi heikentäisi euron arvoa maltillisesti auttaen Euromaita talouskriisissä. Saksan talous taas on varsin hyvin tasapainossa nykyisen euron arvon kanssa, joten se kestäisi pienen revalvoitumisen erinomaisesti.

KUVIO L-10. NOMURAN ARVIO KANSALLISTEN RINNAKKAISVALUUTTOJEN ARVOSTA SUHTEESSA EUROON (1,34 USD)

Lähde: Nordvig 2014

Nordvigin tasapainoarvoja voidaan käyttää kansallisille rinnakkaisvaluutoille. Nomuran lähtökohta on EUR/USD-vaihtokurssi 1,34. Tähän vertaamalla saadaan euro 2.0:n arvoksi 1,1290 USA:n dollaria = 1 euro eli –15,7 % heikentyminen. Nykyisen euron yliarvostus siis purkautuu.

TAULUKKO. EURORYHMÄN MAIDEN PAINOARVOT JA TASAPAINOARVOT

Euro-ryhmän maa	Painoarvo Euro 2.0:ssa	Eurokori alku-vaiheessa	Nomuran tasapaino-arvo	Tasapaino-arvo USD	Tasapaino -tilan eurokori	Euro USD:ta vastaan
Saksa	25,718 %	0,3446	1,30 %	1,3574	0,3491	30,9214 %
Ranska	20,262 %	0,2715	-9,40 %	1,2140	0,2460	21,7883 %
Italia	17,592 %	0,2357	-27,30 %	0,9742	0,1714	15,1797 %
Espanja	12,634 %	0,1693	-35,50 %	0,8643	0,1092	9,6716 %
Hollanti	5,721 %	0,0767	-7,10 %	1,2449	0,0712	6,3081 %
Belgia	3,541 %	0,0474	-23,90 %	1,0197	0,0361	3,1981 %
Kreikka	2,905 %	0,0389	-57,60 %	0,5682	0,0165	1,4621 %
Itävalta	2,805 %	0,0376	-6,80 %	1,2489	0,0350	3,1031 %
Portugali	2,491 %	0,0334	-47,20 %	0,7075	0,0176	1,5613 %
Suomi	1,795 %	0,0241	-6,70 %	1,2502	0,0224	1,9882 %
Irlanti	1,659 %	0,0222	-28,60 %	0,9568	0,0159	1,4056 %
Slovakia	1,104 %	0,0148	-	1,3400	0,0148	1,3102 %
Slovenia	0,494 %	0,0066	-	1,3400	0,0066	0,5860 %
Latvia	0,403 %	0,0054	-	1,3400	0,0054	0,4785 %
Luxemburg	0,290 %	0,0039	-	1,3400	0,0039	0,3443 %
Viro	0,276 %	0,0037	-	1,3400	0,0037	0,3270 %
Kypros	0,216 %	0,0029	-	1,3400	0,0029	0,2566 %
Malta	0,093 %	0,0012	-	1,3400	0,0012	0,1099 %
Yhteensä	100,000 %	1,3400	-15,75 %	1,1290	1,1290	100,0000 %

Arvio Euro 2.0:n avaavasta dollarikurssista tarkentuu kun pienempien euromaiden kohdalla käytetään yllä olevaa keskimääräistä heikennystä –15,75 % (yllä muutos on 0 % joka ei pienten maiden kohdalla ole realistinen oletus). Korieuron vaihtokurssi tarkentuu tällöin tasoon 1,0791 eli saavutetaan –19,5 % heikentyminen (devalvoituminen). Pienten maiden vähäinen merkitys korieuron arvolle näkyy tässä esimerkissä hyvin.

Kirjallisuusviitteet

Artera, C, Carey, M., Correa, R., Kotter, J. (2013): "Revenge of the Steamroller: ABCP as a Window on Risk Choices", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers.

Acharya, V.V. & Rajan, R.G. (2011): "Sovereign debt, government myopia, and the financial sector." http://archive.nyu.edu/fda/bitstream/2451/31365/2/Sov_debt_16October2011_Final.pdf

Acharya, V. V. & Schnabl, P &Suarezd, G (2010): "Securitization Without Risk Transfer", National Bureu of Economic Research February 2010.

Acharya, V. V. & Steffen, S. (2012): "The Greatest Carry Trade Ever? Understanding Euro-zone Bank Risks", New York University, November 18, 2012.

Adrian, T. & H. Shin (2008): "Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy", Proceedings of the 2008 Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium at Jack-son Hole, August.

Adrian, T. & H. Shin (2010): "Liquidity and leverage", Journal of Financial Intermediation, 19 (3), pp. 418-437.

Admati, A. et al. (2010): "Healthy banking system is the goal, not profitable banks", Finan-cial Times 9.9.2010.

Admati, A. & Hellwig, M (2013): "The Bankers new clothes" Princeton University Press (February 24, 2013).

Akyol, M., Neugart, M. & Pichler, S. (2013): "Were the Hartz Reforms Responsible for the Improved Performance of the German Labour Market?" Economic Affairs, 33(1), 34–47.

Albilowski, M., Cizkowicz, P. ja Rzonca, A. (2013): "Distrust in the ECB – Product of Failed Crisis Prevention or of Inappropriate Cure?", MPRA Paper No. 48242, July 2013.

Alvarez, F., & Shimer, R. (2011): "Unions and Unemployment", April 2011.

Basel Committee on Banking Supervision (2005a): "An Explanatory Note on The Basel II IRB Risk Weight Functions", Bank for International Settlements.

Bartolini, L. & Bodnar, G. M. (1996): "Are Exchange Rates Excessively Volatile? And What Does 'Excessively Volatile' Mean, Anyway", IMF Staff Papers, 43, March 1996, 72-96.

Beckworth, D. (2010): "One nation under the Fed? Asymmetric effects of US monetary pol-icy and its implications for the Unites States as an optimal currency area", Journal of Macro-economics 32: 732–746.

Begg, D (2002): "Surviving the Slowdawn", in Monitoring the European Central Bank, 4, CEPR Report (London: Centre for Economic Policy Research).

Bergman, U. M. (1999): "Do monetary unions make economic sense? Evidence from the Scandinavian currency union, 1873–1913." Scandinavian Journal of Economics, 101(3): 363–377.

Berstrand, J. (1983): "Is Exchange Rate Volatility Excessive?", Federal Reserve Bank of Boston, New England Economic Review, 5–14.

Blanchard, O. (2013): "Monetary Policy Will Never Be the Same", IMF, November 19, 2013.

Blanchard, O.;Jaumotte, F.;& Loungani, P. (2013): "Labor Market Policies and IMF Advice in Advanced Economies During the Great Recession." International Monetary Fund.

Blundell-Wignall, A. (2012): "Solving the Financial and Sovereign Debt Crisis in Europe. OECD Journal: Financial Market Trends .

Brennan, G. & Buchanan, J. (1980): "The Power to Tax: Analytical Foundations of a Fiscal Constitution: Cambride University Press.

Bologna, P. (2011): "Is there a role for funding in explaining recent U.S. banks' failures?" IMF Working Paper WP/11/180.

Bolt & Van Zanden (2013): "The First Update of the Maddison Project; Re-Estimating Growth Before 1820", Maddison Project Working Paper 4

Boone, P. & Johnson, S. (2011): "Europe on the Brink" Peterson Institute for International Economics Number Pb 11–13.

Boone, P (2011): “The European Sovereign Debt crisis” Henry Grattan Public Lecture Series 2011, Trinity College Dublin, ladattavissa Apple Itunes university –ohjelman kautta.

Bootle, R. (2012): “Leaving the euro: a practical guide”, Capital Economics, submission for the Wolfson Economics Prize MMXII.

Bordo, M.D. ja Jonung, L. (1999): “The future of the EMU: what does the history of mone-tary unions tell us?”, NBER discussion paper no. 7365.

Bordo, M.D. ja James, H. (2008): “A long term perspective on the euro”, NBER discussion paper no. 13815.

“A Budget for the Euro Area (2013)”, Tresor-Economics, No. 120, October 2013.

Bui, N. & Pippenger, J. (1990): “Commodity Prices, Exchange Rates and Their Relative Volatility”, Journal of International Money and Finance, 9, 3-20.

Buiter, W. & Anne Sibert A. (2005): “How the Eurosystem’s Treatment of Collateral in Its Open Market Operations Weakens Fiscal Discipline in the Eurozone and What to Do About It”, Conference Fiscal Policy and the Road to the Euro, July 2005.

Calmfors, L. (1998): “Macroeocomic policy, wage setting, and employment – what differ-ence does the EMU make?”, Oxford Review of Economic Policy, 14(3), 125-151.

Calomiris, C. W. (2009): “Financial innovation, regulation and reform.” Cato Journal, Vol. 29 No.1.

Calomiris, C. W. & C. M. Kahn (1991): “The Role of Demandable Debt in Structuring

Optimal Banking Arrangements,íThe American Economic Review, 81(3), 497-513.

Capie, F. (1998): “Monetary unions in historical perspective: what future for the euro in the international financial system? Open Economies Review, 9(S1): 447-465.

Cecchetti, S.G., Mohanty, M.S., & Zampolli, F. (2010): “The Future of Public Debt: Prospect s and Implications”, BIS Working Papers No. 300.

Chantrill, C. (2014): “Comparison of State and Local Government Spending in the United States” , usgovernmentspending.com, 2.4.2014.

Christoani, L.J., Motto, R. & Rostagno, M. (2010): “Financial Factors in Economic Fluctu-ations”, European Central Bank Working Paper Series, 1192, 2010.

Commission of Investigation into the Banking Sector in Ireland (2011): “Misjudging Risk: Causes of the Systemic Banking Crisis in Ireland”, Dublin, 2011.

De Macedo, J. & Lempinen, U. (2013): “Exchange Rate Dynamics Revisited”, NBER Work-ing Paper 19718.

De Mooij,R.A. & Keen, M. (2012): “Fiscal Devaluation and Fiscal Consolidation: The VAT in Troubled Times”, IMF Working Paper N:o 12/85.

Diebold, F. X. & Nerlove, M. (1989): “The Dynamics of Exchange Rate Volatility: A Multi-variate Latent Factor Arch Model”, Journal of Applied Econometrics, 4, 1-21.

Dornbusch, R. (1976): “Expectations and Exchange Rate Dynamics”, Journal of Political Economy 84, 1161-1176.

Dustman, C., Fitzenberger, B., Schönberg, U. & Spitz-Oener, A. (2014): “From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany’s Resurgent Economy”, Journal of Economic Per-spectives 28(1), pp. 167–188.

Edmonds, Jr. R.G., & So, J.J.C., (2004): “Is Exchange Rate Volatility Excessive? An ARCH and AR approach”, The Quarterly Review of Economics and Finance 44, 122-154.

Edwards, C. (2013): “Fiscal Federalism”, June 2013.

Einadi, L. (2000): “From the franc to the Europe: the attempted transformation of the Latin Monetary Union into a European Monetary Union, 1865-1873”. Economic History Review, LIII(2): 284-308.

European Banking Authority (2011): “2011 EU-Wide Stress Test Aggregate Report”. Avail-able at http://stress-test.eba.europa.eu/pdf/EBA_ST_2011_Summary_Report_v6.pdf.

European Central Bank (2012): “Euro area Labour Markets and the Crisis”. Frankfurt: European Central Bank.

European Commission (2013): “Labour Market Developments in Europe 2013”, European Economy 6|2013. European Commission.

Feldstein, M. (1997): “The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability”, NBER WP 6150, August 1997.

Fidrmuc J., J. Horvath J. & J. Fidrmuc (1999): “The stability of monetary unions: lessons from the breakup of Czechoslovakia. Journal of Comparative Economics, 27: 753-781.

Financial Crisis Inquiry Commission (2011): “The Financial Crisis Inquiry Report”, Washington, 2011.

Financial Stability Board (2012): “Update of group of global systemically important banks (G-SIBs)” Financial Stability Board, 1 November 2012.

FK, Finanssialan Keskusliitto (2008): “Maksaminen Suomessa ja Euroopassa”.

Friedman, M. (1953): “The Case for Flexible Exchange Rates”, kirjassa Friedman's Essays in Positive Economics, University of Chicago Press.

Gáková, Z.;& Dijkstra, L. (2008): “Labour mobility between the regions of the EU-27 and a comparison with the USA”. Directorate-General for Regional Policy.

Ghosh, A.R., M.S. Qureshi & C. G. Tsangarides (2013): “Is the exchange rate regime really irrelevant for external adjustment?” Economics Letters, 118: 104-109.

Grosh A.R., Ostry, J.D., & Qureshi, M. (2013): ”Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment”, 14th Jacques Polak Annual Research Conference, November 7-8, 2013.

Gorton, G.B., (2012): “Misunderstanding Financal Crises: Why We Don’t See Them Coming?”, Oxford University Press.

Hartland, P. (1949): “Interregional payments compared with international payments”, Quarterly Journal of Economics, 63(3): 392-407. ¨

Hendry, D.F. (1995): “Dynamic Econometrics”, Oxford: Oxford University Press.

Henning, C.R., & Kessler, M. (2012): “Fiscal federalism: US history for architects of Europe’s fiscal union”.

Herrmann, S. & Jochem, A. (2013): “Current account adjustment in EU countries: Does euro-area membership make a difference?”, Discussion Paper, Deutsche Bundesbank 49/2013.

Huang, R. & Ratnovski, L. (2008): “The Dark Side of Bank Wholesale Funding”, Research department, Federal Reserve Bank of Philadelphia

IMF (2013): “Global Financial Stability Report: Transition Challnges to Stability”, October 2013.

IMF Staff Discussion Note (2013): “A Banking Union for the Euro Area”, February 2013.

IMF Staff Discussion Note (2013): “Toward a Fiscal Union for the Euro Area”, September 2013.

Independent Evaluation Office of the IMF (2011): “IMF Performance in the Run-Up to the Financial Crisis: IMF Surveillance 2004-07”, Washington, 2011.

Issing, O. (2008): “Asset prices and Monetary Policy”, Cato Journal 29 (1), 45-51.

Issing, O. (2001): “The Euro Area and the Single Monetary Policy”, Australian National Bank, Working Paper No 44.

Jaeger, A., (2003): “The ECB’s Money Pillar: An Assessment”, IMF Working Paper 03/82.

Jeskanen-Sundström, H. (2013): Helsingin Sanomat Vieraskynä, 6.10.2013.

Jorda, O., Schularick, M., & Taylor, A,.M. (2010): “When Credit Bites Back: Leverage, Business Cycles, and Crises”, NBER working paper 17621.

Jorda, O., Schularick, M., & Taylor, A,.M. (2010): “Financal Crises, Credit Booms, and External Imbalances: 140 Years of Lessons”, IMF Economic Review 59, 2011, 340-378.

Kanniainen, V. & Vesala, T. (2005): “Entrepreneurship and labor market institutions”, Economic Modelling 22, 5, 828-947.

Kanniainen, V. & Leppämäki, M. (2009): "Union power, entrepreneurial risk, and entrepreneurship", Small Business Economics, 33: 293-302.

Kanniainen, V. & Malinen, T. (2010): "Talouskriisin taustat: politiikkavirheet, sairaat kannusteet vai molemmat?", Kansantaloudellinen aikakauskirja 2010:1, 24-43.

Kanniainen, V. (2012): Kriisitaloustiede-kurssi, Helsingin yliopisto.

Kanniainen, V. (2013): "Kun liika raha johtaa maniaan. Johtuvatko talouskriisit sittenkin rahapolitiikasta?", Kansantaloudellinen aikakauskirja 2/2013, 214-225.

Kantor, M (2012): "Ohuet pääomat, paksut hännät ja pankkikriisi", Helsingin Yliopisto, Joulukuu 2012.

Kauhanen, A. (2012): "Saksan työttömyysihme", Ajankohtaista taloudessa ja tutkimuksessa (Vol. 1/2012): ETLA.

Kauhanen, A. & Saukkonen, S. (2011): "Miksi Saksa menestyy? Talous- ja työmarkkinauudistusten rooli Saksan taloudellisessa menestyksessä 2000-luvulla", Vol. 251, Helsinki: Talo-ustieto.

Kontulainen, J. & Suvanto A. (2006), "Rahapolitiikan teoria ja EKP:n rahapolitiikka" kirjassa Pikkarainen, P & Suvanto, A., (toim.), Suomen Pankki, EMU ja rahoitusmarkkinat, Suomen Pankki A:109 2006.

Korkman, S. (2013): "Euro. Valuutta vailla valtiota", Taloustieto Oy, 2013.

Koskenkylä, H. (2012): "Miten estetään finanssikriisejä tulevaisuudessa?" Talous&Yhteiskunta 4/2012.

Koskenkylä, H. (2013): "Euroalueesta on tullut uppotukki", Kanava 4/2013.

Kouri, P. (1978,1983): "The balance of payments and the foreign exchange market: a dynamic partial equilibrium model, published in Economic Interdependence and Flexible Ex-change Rates", edited by Bhandari, J. & Levin, J., MIT Press 1983.

Krugman, P. (2009): "Lama. Talouskriisin syyt, seuraukset ja korjauskeinot", HS Kirjat, Porvoo 2009.

Laeven, L., & Valencia, F. (2012): "Systemic Banking Crises Database: An Update", IMF Working Paper WP/12/163, 2012.

Le Lesle, V. & Avramova, S. (2012): "Revisiting Risk-Weighted Assets, Why Do RWAs Differ Across Countries and What Can Be Done About It?", IMF Working Paper.WP/12/90.

Leinonen, H. (2007): "Muovista biteiksi – maksutavat murroksessa", Euro ja Talous 4: 27-35.

Lewney, R., Claussen, J., Hay, G., Kyriakou, E., & Vieweg, G. (2012): "The cost competitiveness of European industry in the globalisation era - Empirical evidence on the basis of relative unit labour costs (ULC) at sectoral level", European Commission, Industrial Policy and Economic Reform Papers No. 15.

Liikanen, E. et al. (2012): "High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector - Final Report".

Lindblom, S. (2013): "Huojuva tasavalta", Otava.

Malinen, T. & Kuusi, T. (2013): "Miksi euroalue on ongelmissa?", Kansantaloudellinen aikakauskirja 4/2013, 512-527.

Malysheva, N. & Walter, J. R. (2010): "How Large Has the Federal

Financial Safety Net Become?", Economic Quarterly—Volume 96, Number 3—Third Quarter 2010—Pages 273–290.

Masciandaro, D., Pansini, R.V. & Quintyn, M. (2011): "The Economic Crisis: Did Financial Supervision Matter?" IMF Working Paper WP/11/261.

McArthur, T. & Baker, D. (2009): "The Value of the "Too Big to Fail" Big Bank Subsidy", Center for Economic and Policy Research, Washington.

McGuire, P. & von Peter, G. (2009): "The US dollar shortage in global banking and the international policy response", BIS Working Papers, No 291, October.

Mendoza, E.G. & Terrones, M.E. (2008): "An Anatomy of Credit Booms: Evidence from Macro Aggregates and Micro Data", NBER working paper 14049, 2008.

Merler, S. & Pisani-Ferry J. (2012): “Sudden stops in the Euro area”, Review of Economics and Institutions, 3(3): 1-23.

Miettinen, S (2012): “The Redefinition of Euro as the Eurozone Basket Currency”, Wolfson Economics Prize competition entry.

Milken Institute (2013): ”Systemically Important Banks in the Post-Crisis Era”, September 2013.

Musgrave, R.M. (1959): “The Theory of Public Finance”, NY: McGraw-Hill.

“NExit, Assessing the economic impact of the Netherlands leaving the European Union”, Capital Economics Limited 6.2.2014.

Nickel, S. (1997): “Unemployment and Labor Market Rigidities”, Journal of Economic Perspectives, 11, 1997, 55-74.

Nordvig, J. (2012): “Currency Risk in the Eurozone: Accounting for break-up and redenomination riks”, Nomura Foreign Exchange Research and Strategy, January 2012

Nordvig, J. (2014): “The Fall of the Euro: Reinventing the Eurozone and the Future of Global Investing”, New York: McGraw-Hill.

Nordvig, J. & Firoozye, N. (2014): “Rethinking the European Monetary Union”, Wolfson Economics Prize competition entry.

Oates, Wallace E. (1999): “An Easy on Fiscal Federalism”, Journal of Economic Literature, 1999, Vol. 37 Issue 3.

Olsson, M. (1965): “The Logic of Collective Action: Public Goods and the Theory of Groups”, Harvard University Press.

Partridge, M.D. & Rickman, D.S. (2005): “Regional Syclical Asymmetries in an Optimal Currency Area: An Analysis Using US State Data”, Oxford Economic Papers, 57, 373-397.

Pikkarainen, P. (2005): “Johtaako rahan runsaus ja luottojen kasvu krapulaan?”, Helsingin Sanomat, vieraskynä 19.4.2005.

Pikkarainen, P & Suvanto, A. (toim.) (2006): “Suomen Pankki, EMU ja rahoitusmarkkinat”, SP A:109 2006.

Pikkarainen, P. (2007): Pääkirjoitus, Kansantaloudellinen aikakauskirja 2/2007.

Pomfret, R. (2002): “IMF and the ruble zone”, Comparative Economic Studies, 44(4): 37-47.

Reinhart C. M. & Rogoff, K. S. (2009): “This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly”, New Jersey: Princeton University Press.

Rockoff, H. (2000): “How long did it take the United States to become an optimal currency area?”, NBER Historical Working Paper No. 124.

Romero-Ávila, D. (2012): “Multiple trend shifts and unit roots in US state income levels: implications for long-run growth”, Annals of Regional Science 48: 641-661.

Rothbard, M. N. (1963): “America’s Great Depression”, Mises Institute, 1963, 1972, 2000.

Sailas, R. (2013a): “Euroalueen talouskuri löystymässä”, Kanava 2013.

Sailas, R.(2013b): “Säilyykö Suomen itsenäisyys eurokriisissä?”, Kanava 2013.

Sargent, T. J. (2012): “Nobel Lecture: United States Then, Europe Now”, Journal of Political Economy, 2012, 1-40.

Schich, S. & Lindth, S. (2012): “Implicit Guarantees for Bank debt: Where do we Stand?” OECD Journal: Financial Market trends Volume 2012 – issue 1.

Shin, H. S. (2012): “Global banking glut and loan risk premium”, Mundell-Fleming Lecture, presented at the IMF Annual Research Conference, November 10-11, 2011, IMF Economic Review, 60, pp. 155-192.

Schmitt-Grohé, S. & Uribe, M. (2011): “Pegs and Pain”, Centre for Economic Policy Research.

Schäfer, H. & Schmidt, J. (2011): “Der Niedriglohnsektor in Deutschland: Entwicklung, Struktur und individuelle Erwerbsverläufe”, IW-Analysen (Vol. 77), Institut der deutschen Wirtschaft Köln.

Schularick, M. & Taylor, A. M. (2010): “Credit Booms Gone Bust: Monetary Policy, Leverage Cycles, and Financial Crises, 1870-2008”, American Economic review 2012, 102(2), 1029-1061.

Sinn, H.-W. & Wollmershaeuser T. (2011): "Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility", NBER working paper no. 17626.

Sinn, H.-W. (1994): "How Much Europe?", Scottish Journal of Political Economy, 41, 1994, 85-107.

"Toward a Fiscal Union for the Euro Area", IMF Staff Discussion Note, September 2013

"Towards a Genuine Economic and Monetary Union", 5.12.2012.

Suomen EMU-työryhmän raportti 28.4.1997.

Vartiainen, J. (2011): "Nordic Collective Agreements - A continuous institution in a changing economic environment", C. S. Research, The Nordic Varieties of Capitalism (ss. 331-363). Emerald Group Publishing Limited.

Vartiainen, J., Hämäläinen, K. & Konjunkturinstitutet (2012): "Kilpailukyky ja työn tarjonta – oppia Ruotsin kokemuksista", Valtioneuvoston kanslia.

Vasicek, O. (2002): "Loan Porftolio Value", Risk 15, Number 12, December 2002, 160-162.

"What kind of Fiscal Union?", BruegelPolicyBrief, 2011/06.

Ueda, K. & Weder di Mauro, B. (2012): "Quantifying Structural Subsidy Values for

Systemically Important Financial Institutions", IMF Working paper N:o 128.

Wahlroos, B. (2012): "Markkinat ja demokratia – Loppu enemmistön tyrannialle", Otava.

Walter, J. R. & Weinberg, J. A. (2011): "How large is the federal financial safety net" Cato Journal, Vol. 21, No. 3 Winter 2002.

van Rixtel, A & Gabriele Gasperini, G. (2013): "Financial crises and bank funding: recent experience in the euro area", BIS Working Papers No 406.

Visser, J. (2013): "Data Base on Institutional Characteristics of Trade Unions, Wage Setting, State Intervention and Social Pacts, 1960-2010", ICTWSS, University of Amsterdam.

Wolf, M. (2010): "Basel: the mouse that did not roar" Financial Times 14.9.2010

von Hertzen, G., Riski, S. & Paananen, J. (2013): "Umpikujassa – Aika on ajamassa ay-liikkeen ohi", Ajatuspaja Libera.

Zhao, X. & Kim, Y. (2009): "Is the CFA franc zone an optimum currency area?", World Development, 37(12): 1877-1886.

Zettelmeyer, J., Trebesch, C. & Gulati, M. (2013): "The Greek Debt Restructuring: An Autopsy", Peterson Institute for International Economics Working Paper No. 2013-13-8.

Indeksi

Esittelyt

EuroThinkTank-ryhmän jäsenten esittely

Vesa Kanniainen (toim.)

EuroThinkTank –ryhmän perustaja, Vesa Kanniainen on Helsingin yliopiston kansantaloustieteen professori. Hän opiskeli London School of Economicsissa ja hän on opettanut makrotalousteoriaa vierailevana apulaisprofessorina Brown Universityssä ja Washington State Universityssa USA:ssa. Hän on myös opettanut Uppsalan, Münchenin ja Hampurin yliopistoissa. Hänen tutkimusalueitaan ovat olleet makrotalousteoria, julkinen talous, rahoitus, yrittäjyys sekä etiikka ja talous. Hän on Suomalaisen Tiedeakatemian jäsen ja hänelle myönnettiin vuonna 2001 JOKO:n tiedon jano -palkinto. Hän on toiminut usein vastaväittäjänä Uppsalan ja Tukholman yliopistoissa ja on Münchenin yliopiston tutkijayhteisön CESifo:n aktiivijäsen. Hänellä on kansainvälistä tieteellistä tuotantoa noin 12 väitöskirjan verran.

Jukka Ala-Peijari

Jukka Ala-Peijari on Euronomics Oy:n konsultti ja toimitusjohtaja. Hän opiskeli London School of Economicsissa Hambros Bankin stipendiaattina ja Tampereen Yliopistossa (YTM, kansantaloustiede), missä hän toimi mm. avustajana kansantaloustieteen professorin ja yrityksen taloustieteen lehtorin virkojen hoidossa. Tapaturma- ja liikennevakuutuskomitean tutkimusassistenttina Ala-Peijari julkaisi kirjat: ”Kilpailu ja keskittyminen tapaturma- ja liikennevakuutuksessa” ja ”Kilpailuolosuhteet vahinkovakuutuksessa”. Hän hoiti Enson (nyk. Stora Enso) tytär- ja osakkuusyhtiöiden talouden seurantaa ja yritysanalyysejä. Julkaisi ETLA:ssa ”Elintarviketeollisuus kansantaloudessa” kirjan. Hän toimi Elintarviketeollisuusliiton taloustutkimuspäällikkönä (ekonomistina) sekä leipä-, ruoka-, mehu-, hillo-, jäätelö- ja vihannessäilyketeollisuuksien edunvalvonta-asiamiehenä sekä logistiikka-asiamiehenä. Ala-Peijari on suorittanut LIFIMIN pitkän kurssin ja Sitran Ekonomisti-kurssin.

Elina Berghäll

Elina Berghäll on valmistunut Helsingin kauppakorkeakoulusta ja tutkinut laajalti taloustieteitä useita vuosikymmeniä, tutkimusteemoinaan kansainväliset pääomaliikkeet, investoinnit, verokilpailu, alueelliset tulonsiirrot, kaupunkipolitiikka, infrastruktuurit, innovaatiot ja T&K -politiikka, tuottavuus ja tehokkuus, ICT sektori, ympäristö, jne. Tutkimusta hän on toteuttanut nykyisen virkansa lisäksi muun muassa OECD:ssä, IMF:ssä, ja UNU/WIDER:ssä. Hänen tutkimustuloksiaan on julkaistu ja esitelty lukuisilla kansainvälisillä tieteellisillä foorumeilla, tieteellisissä aikakausilehdissä ja konferensseissa. Hän on toiminut kotimaisissa ja kansainvälisissä tutkijaverkostoissa ja työryhmissä, ja antanut esim. laajalti lausuntoja kv. tieteellisille julkaisuille. Kotimaiseen velkakriisidebattiin hän on osallistunut muun muassa ehdottamalla kelluvaan valuuttakurssiin siirtymistä yli kaksi vuotta sitten (HS Mielipide 14.1.2012).

Markus Kantor

Markus Kantor on valt. maisteri, joka opiskelee Helsingin yliopiston tohtori-ohjelmassa aiheenaan pankkitutkimus. Hänen pro gradu tutkielmansa käsitteli ohuita pääomia ja tuottojakaumia paksujen häntien tapauksessa pankkikriisin taustalla. Kantorille myönnettiin työstä valtiotieteellisen tiedekunnan pro gradu -palkinto. Työ arvosteltiin Laudaturina. Hänellä on ollut viisi vuotta oma yritys, joka kehittää mm. riskienhallinnan sovelluksia koskien etenkin häntäriskien mallinnusta. Tätä ennen Kantor toimi konsulttina Accenturella asiakkainaan mm. Nokia ja NSN.

Heikki Koskenkylä

Heikki Koskenkylä on valtiot. tri, nykyisin yrittäjä, joka on omistajana konsultti- ja kiinteistösijoitusyrityksissä. Koskenkylä on aktiivinen talouspoliittinen keskustelija. Hän on toiminut Suomen Pankin rahoitusmarkkina- ja tilasto-osaston sekä sitä ennen tutkimusosaston päällikkönä noin 30 vuoden ajan. Koskenkylä oli EU:n ja eurojärjestelmän useiden komiteoiden jäsen vuosina 2000–2008 ja konsulttina pankkikriisien selvittelyssä Argentiinassa, Indonesiassa, Turkissa ja Venäjällä. Julkaisuja Koskenkylällä on 120, joista kirjoja 10. Lehtikirjoituksia hänellä on yli 100.

Pia Koskenoja

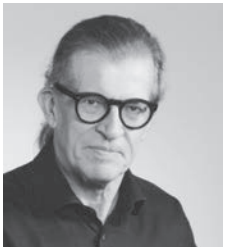
Pia Koskenoja suoritti Ph.D.(econ) tutkinnon University of California, Irvinessä. Valmistumisen jälkeen hän on työskentellyt Junior Research Fellow -tittelillä National Institute of Statistical Sciencessa ja Duke Universityssä. Hänen akateemisen kiinnostuksensa kohteita ovat olleet valinnan teoriat ja niiden ekonometrinen mallintaminen, ihmisten liikennekäyttäytyminen, sekä instituutioden ja sijainnin vaikutus käyttäytymiseen. Suomeen palattuaan hän on toiminut mm. ekonomistina VATT:ssa, ma. liikennetalouden professorina Tampereen teknillisessä yliopistossa, hoitanut kaupunkitalouden professuurin sijaisuutta Helsingin Yliopistossa ja yliopettajana Metropoliassa. Koskenoja on toiminut vastaväittäjänä Helsingin Teknillisessä Yliopistossa ja Tukholman Kuninkaallisessa Instituutissa. Hän on toiminut myös EU:n komission kutsumana asiantuntijatehtävissä. Hän on kirjoittanut yksin ja yhdessä toisten kanssa artikkeleja ja akateemisten kirjojen lukuja.

Elina Lepomäki

Elina Lepomäki on Liberan tutkimusjohtaja ja Transfluentin hallituksen puheenjohtaja. Hän on toiminut kymmenen vuotta rahoitusalalla eri Pohjoismaissa ja Lontoossa (Nordea, RBS) erilaisissa riskienhallinnan ja johdannaisten johto- ja asiantuntijatehtävissä. Viime vuodet hän on toiminut suomalaisten kasvuyritysten parissa enkelisijoittajana, hallituksen jäsenenä ja neuvonantajana. Lepomäki on diplomi-insinööri (tietotekniikka, Teknillinen korkeakoulu) ja kauppatieteiden maisteri (rahoituksen kansantaloustiede, Helsingin kauppakorkeakoulu). Lisäksi hän on suorittanut jatko-opintoja sovelletussa matematiikassa ja systeemianalyysissä (Aalto yliopisto).

Tuomas Malinen

Tuomas Malinen valmistui kauppatieteiden maisteriksi Oulun yliopistosta, ja väitteli valtiotieteiden tohtoriksi Helsingin yliopistosta aiheenaan tulonjaon vaikutus taloudellisen kasvuun. Hän on opiskellut taloustiedettä myös New Yorkin yliopistossa. Malinen toimii tutkijatohtorina Helsingin yliopiston taloustieteen oppiaineessa. Hänen tämänhetkisiä tutkimusaiheitaan ovat finanssikriisien syntyyn vaikuttavat tekijät, säästäväisyystoimenpiteiden ja velkajärjestelyjen taloudelliset vaikutukset sekä tulonjaon dynamiikka.



Ilkka Mellin

VTL, FM, Ilkka Mellin on eläkkeellä, mutta toimii edelleen emeritus-opettajana ja -tutkijana Aalto-yliopiston Perustieteiden korkeakoulun Matematiikan ja systeemianalyysin laitoksessa. Mellin on opiskellut tilastotiedettä, matematiikkaa ja teoreettista filosofiaa Helsingin yliopistossa. Mellin oli assistentti, vs. lehtori, vs apulaisprofessori ja yliassistentti Helsingin yliopiston Tilastotieteen laitoksessa 1978–1997, tilastotieteen vuoden 1999 maailmankokouksen (The 52nd Session of the International Statistical Institute, ISI) pääsihteeri 1997–1999 ja erikoisopettaja ja yliopisto-opettaja Aalto-yliopiston Perustieteiden korkeakoulussa (Teknillisessä korkeakoulussa) 2000–2013. Mellin oli Suomen tilastoseuran hallituksen jäsen 1987–2000 (varaesimies 1988–1989 ja esimies 1990–1991), European Courses of Advanced Statistics (ECAS) hallituksen jäsen 1990–2002 ja ISI:n ex officio -jäsen ja jäsen 1988–2013. Hänellä on referoituja tieteellisiä artikkeleita 10 kpl, muita tieteellisiä artikkeleita n. 25 kpl; lukuisia esitelmiä tieteellisissä kokouksissa. Hän on toimittanut 5 kirjaa, kirjoittanut kuusi opetusmonistetta tilastotieteestä ja matematiikasta ja laatinut oppimateriaalit verkkoon kahdeksalle tilastotieteen kurssille.

Sami Miettinen

Sami Miettinen on Sisu Partnersin perustajapartneri ja pohjoismaiden suurimman jvk-asiamiehen Nordic Trusteen maaedustaja. Hän on Tulane Universityn MBA, CFA ja Aalto-yliopiston KTM ja vuodesta 2012 sen rahoituksen koulutusohjelman kehittäjäjäsen. Sami on työskennellyt investointipankkiirina ja rahoituksen johtotehtävissä 19 vuotta, joista 12 Lontoossa Credit Suissen, RBS:n, SEB:n, Pöyry Capitalin ja Meritan palveluksessa toteuttaen noin sata kansainvälistä yrityskauppaa, osake- ja listautumisantia, joukkovelkakirjaa ja pankkilainajärjestelyä. Miettinen on Suomen johtavia neuvotteluasiantuntijoita ja Juhana Torkin kanssa kirjoitettu Neuvotteluvalta – Miten tulen huippuneuvottelijaksi? (WSOY, 4.painos) on myydyin suomalainen neuvottelukirja. Miettisen artikkeleita neuvottelutaidosta ja rahoituksesta on julkaistu laajasti.

Peter Nyberg

Valt.tri. Peter Nyberg on siirtynyt eläkkeelle valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston ylijohtajan toimesta. Tätä ennen hän toimi pitkään Suomen Pankissa pankki- ja rahoitusmarkkinakysymysten parissa, viimeksi johtokunnan neuvonantajana. Molempiin työtehtäviin kuului toiminta useissa merkittävissä EU:n työryhmissä ja toimikunnissa. Eläkeelle siirtymisen jälkeen hän on muun muassa Irlannin hallituksen pyynnöstä selvittänyt maan pankkikriisin syitä. Hän on myös työskennellyt Kansainvälisessä valuuttarahastossa ja osallistunut konsulttina useisiin sen jäsenmaiden rahoitusjärjestelmiä kehittäviin asiantuntijaryhmiin.

Stefan Törnqvist

DI, KTM Stefan Törnqvist on tuotantotalouden diplomi-insinööri Teknillisestä korkeakoulusta ja rahoituksen kauppatieteiden maisteri Svenska Handelshögskolanista. Törnqvist on toiminut 12 vuotta Ålandsbanken Asset Management Ab:n perustajaosakkaana ja toimitusjohtajana ja sitä ennen 5 vuotta Gyllenberg Asset Management Oy:n osakkaana ja sijoitusjohtajana. Tätä ennen Törnqvist on toiminut vaativissa taloushallinnon, johdannaismarkkinoiden, yritysjärjestelyjen ja varainhoidon asiantuntijatehtävissä sitten vuoden 1987. Törnqvist, alias Suomen Doctor Doom, on Suomen tunnetuimpia pankkiireja toimittuaan vuosia rahoitusmarkkinoiden kommentaattorina uutisvälineissä.

Vuoden 2008 finanssikriisi oli maailmanlaajuinen stressitesti, joka säälimättömästi paljasti nykyisen eurojärjestelmän valuviat. Tässä kirjassa joukko taloustieteen asiantuntijoita avaa professori Vesa Kanniaisen johdolla kiihkottomasti ja kansantajuisesti ne rahajärjestelmän rakenteet, joiden keskellä elämme.

Suomen ja suomalaisten edessä on valinta siitä, millaisen eurooppalaisen rahajärjestelmän ja valtiorakenteen me haluamme. Voimme olla ajopuu tai peesaaja, tai sitten tehdä ”Fixit” –liikkeen eroamalla eurosta. Mikään ratkaisu ei ole yksiselitteisesti huono tai hyvä, mutta jokaisella on hintansa sekä talouden että demokratian näkökulmasta. Tärkeintä asiantuntijoiden mukaan on kuitenkin ymmärtää, että Suomella on vaihtoehtoja. Kirjoittajat kuvaavat selkeästi nyt edessämme olevat vaihtoehdot ja niiden todennäköiset seuraukset.

Jos itsemääräämisoikeus, demokratia ja hyvinvointi ovat sinulle tärkeitä, tämä kirja kannattaa lukea. Tietämättömyys ja passiivisuus ei koskaan ole suomalaisille paras valinta.

ISBN 978-952-280-033-6
9 789522 800336

www.libera.fi