

# MITEN EUROALUE KEHITTYY?

Pasi Holm  
Janne Huovari  
Markus Lahtinen

HELSINKI 2013

## TEKIJÖILTÄ

Finanssikriisistä alkanut eurokriisi on jatkunut lähes kolme vuotta. Koko euroalue ajautui ennusteiden mukaan taantumaan vuonna 2012. Vuoden 2013 talouskasvu jäänee euroalueelle vaatimattomaksi. Uhkana on, että koko 2010-luku on euroalueella hitaan kasvun aikaa.

Kriisiin myötä euroalueen valuvikoja on alettu korjata. Euroalueen yhteisvastuulliset kriisimekanismit jäävät pysyviksi, jäsenmaiden julkisen talouden ohjaus lisääntyy, pankkiunioni etenee ja paine liittovaltiokehitykseen lisääntyy.

Kesällä 2012 Suomessa alkoi vilkas julkinen keskustelu euroalueen tulevaisuudesta. Keskustelun pohjalta syntyi idea tämän vaihtoehtoja käsittelevän ja erittelevän tutkimuksen tekemisestä.

Tutkimuksen on rahoittanut Perussuomalaiset ry Suomen Perusta -ajatuspajan lukuun. Tekijöiden ja Pellervon taloustutkimus PTT:n puolesta haluan kiittää tutkimuksen rahoituksesta. Kiitokset myös toiminnanjohtaja Simo Grönroosille, kansanedustaja Reijo Tossavaiselle, Kai Järvikareelle ja Matti Putkoselle monipuolisista keskusteluista tutkimuksen eri vaiheissa. Tekijät ovat saaneet vapaat kädet tutkimuksen tekemiseen. Vastuu kaikesta materiaalista on tekijöillä.

Helsingissä 25.1.2013

Pasi Holm  
Toimitusjohtaja  
Pellervon taloustutkimus PTT

# SISÄLLYS

Tekijöiltä .....	3
Esipuhe .....	7
Yhteenvedo .....	11
<b>1 Johdanto .....</b>	<b>35</b>
1.1 Euroaluetta tiivistetään. Pysyvätkö kaikki mukana? .....	35
1.2 Euroalueen taloudellista menestymistä voidaan arvioida eurokriisin hoitamisen, lyhytaikaisten epäsymmetristen shokkien ja euroalueen yhdentymisen näkökulmasta .....	36
1.3 Euroalueen menestymistä ei voida arvioida pelkästään taloudellisilla tekijöillä .....	37
1.4 Eurojäsenyyden hyödyt ja haitat eroavat kansantalouden vahvuuden mukaan .....	39
<b>2 Euroalueen tie kriisiin .....</b>	<b>41</b>
2.1 Kriisimaiden vaihtotaseen ja julkisen talouden krooninen alijäämä johti velkakriisiin .....	41
2.2 Pankki- vaihtotasekriisi? Molemmat .....	42
2.3 Kansainväliset rahoitusmarkkinat unohtivat vaihtotaserajoituksen .....	44
<b>3 Euroopan unionin ja euroalueen kehittyminen .....</b>	<b>47</b>
3.1 Yhteinen raha - yhteinen politiikka? .....	48
3.2 Kansallinen finanssipolitiikka .....	54
3.2.1 Markkinakuri .....	55
3.2.2 Hyvät käytännöt ja uskottavat säännöt .....	55
3.3 Finanssipoliittinen unioni .....	56
3.3.1 Taloudellisten kriisien yhteiset ratkaisumekanismit – EVM .....	58
3.3.2 Taloudellisten kriisien yhteiset ratkaisumekanismit – pankkiunioni .....	59
3.3.3 Tulonsiirrot valtioiden välillä .....	62
3.3.4 Keskusvallan budjetin kasvattaminen .....	62
3.4 Minimi-integraatio ja liittovaltio .....	63
<b>4 Talouden suunta ratkaisee, pysyykö euro kasassa .....</b>	<b>67</b>
4.1 Euroalueen elintasoterot ovat hieman tasoittuneet viimeisen viidentoista vuoden aikana .....	67
4.2 Vaihtotaseen kehitys ennakoii julkisen talouden kestävyyttä .....	68
4.3 Kriisimaihin virtaa edelleen pääomia; euroalueen jäsenmaiden julkinen tuki on korvannut yksityisen pääoman .....	72
4.4 Kriisimaat ovat pyrkineet parantamaan kansainvälistä kilpailukykyään .....	75
4.5 Skenaarioita Suomen ja Ruotsin sekä tarkasteltavien euromaiden elintason kehityksestä .....	78
4.6 Pysyykö Suomi vahvana taloutena 2020-luvulla .....	80
4.6.1 Kataisen hallituksen ohjelman puolivälin tarkistus keväällä 2013, syksyn 2013 palkkatarkaisu ja seuraavan hallituksen ohjelma keskittyä vientiyriyten kilpailukyvyyn parantamiseen .....	82
4.6.2 Suomen tuottavuuden arvioidaan kasvavan kilpailijamaita nopeammin .....	82
<b>5 Vaihtoehdot nykyiselle valuuttaunionille .....</b>	<b>85</b>
5.1 Euroalueen mureneminen .....	85
5.1.1 Yhdenkin euromaan ero avaisi valuuttaunionin oven .....	86
5.1.2 Kreikan eron suorat taloudelliset vaikutukset olisivat rajalliset euroalueen talouskehitykselle .....	87
5.1.3 Kreikan eron aiheuttama kriisimaiden erojen ketjureaktio uhkasi kuitenkin koko euroalueen olemassaoloa .....	88
5.1.4 Pienen taloudeltaan vahvan maan ero olisi helpompi .....	88
5.1.5 Suurten maiden ero hajottaisi koko euroalueen .....	89
5.1.6 Ero tai erottaminen olisi juridinen sotku .....	90
5.2 Ovatko vaihtoehdot valuuttaunionit mahdollisia .....	90
5.2.1 Pohjoinen euro olisi liian pieni Saksalle ja Ranskalle .....	91
5.3 Paluu omaan valuuttaan .....	91
<b>6 Suomen vaihtoehdot .....</b>	<b>97</b>
6.1 Laajat valuuttaunionit .....	97
6.2 Suomen ja Ruotsin valuuttaunioni .....	99
6.3 Kiinteä vai kelluva vaihtoehto? .....	100
Lähteet .....	103

## ESIPUHE

Eurokriisin hoidosta on Suomessa käyty värikästä poliittista keskustelua. Jokainen uusi tukipaketti on herättänyt suuria tunteita, hallituksen esittäessä vakuuttelujaan eurooppalaisen yhteisvastuun tärkeydestä ja opposition kyseenalaistaessa tukipakettien tehoa ja tarkoituksenmukaisuutta. Keskustelua Eurooppa-politiikasta käydään paljon, mutta se on jäänyt usein tapauskohtaiseksi ja pinnalliseksi. Perusteellinen keskustelu yhteisvaluutan ja Euroopan unionin kehityksestä, ja siitä minkälaisessa eurooppalaisessa yhteistyössä Suomi on valmis olemaan tulevaisuudessa mukana, on jäänyt liian vähäiseksi.

Suomen Perusta -ajatuspaja antaa oman panoksensa eurokeskustelun herättämiseen julkaisemalla Pellervon taloustutkimuksella teetetyt tutkimuksen talousliiton tulevaisuudennäkymistä. Tutkimuksessaan *Miten euroalue kehittyy?* Pasi Holm, Janne Huovari ja Markus Lahtinen tarkastelevat euroalueen lähihistoriaa ja luovat ennusteen euroalueen kehityksestä lähitulevaisuudessa. Tarkastelussa ovat etenkin talousliitossa pysymisen ja sen ulkopuolella olemisen edut ja haitat heikkojen ja vahvojen talouksien kannalta.

Tutkimuksessa todetaan integraation tiivistämisen olevan välttämättömyys, mikäli talousliitto haluaa jatkaa olemassaoloaan. Tämä tarkoittaa liittovaltiokehitystä. Esiin nostetaan lisäksi jo nykyiseen yhteistyöhön liittyviä liittovaltiomaisia piirteitä ja esitetään mitkä ovat ne minimi-integraation vaatimukset, jotka talousliitto tarvitsee toimiakseen.

Enemmistö suomalaisista kannattaa eurossa pysymistä<sup>I</sup>, mutta vain pieni vähemmistö kannattaa liittovaltiokehitystä.<sup>II</sup> Tämän tutkimuksen valossa olennaista olisi siis nostaa julkisessa keskustelussa vahvemmin esille valuuttaliitossa mukana olemisen ja liittovaltiokehityksen yhteys. Tutkimuksessa lisäksi pohditaan onko tulevaisuuden tiivistyvässä liittovaltiossa enää tilaa valuutta-alueen ulkopuolisille maille. Tätä keskustelua käydään jo esimerkiksi Isossa-Britanniassa. Mahdollinen valuuttaliitosta eroaminen tarkoittaisi siis myös Euroopan unionin jäsenyyden uudelleen arviointia.

Suomen kannalta vaihtoina nykyiselle valuuttaliitolle tutkimuksessa tarkastellaan pohjoista euroa, pohjoismaista valuuttaliittoa ja omaan valuuttaan palaamista. Vähiten ongelmalliseksi näistä nähdään omaan valuut-

taan siirtyminen, vaikka siihenkin todetaan liittyvän paljon riskejä. Euron uskottavuuden kannalta pienen vahvan talouden eroaminen nähdään kuitenkin helpommaksi, kuin esimerkiksi Kreikan kaltaisen heikon talouden.

Eurokriisi on kiihdyttänyt integraatiokehitystä. Suomen tulisi nyt vakavasti punnita valuuttaliittoon kuulumiseen ja siitä erkanemiseen liittyviä etuja ja haittoja. Omaan valuuttaan palaamiseen liittyy monia ennalta arvaamattomia riskejä, mutta Ruotsin esimerkki osoittaa, että vahva talous pärjää myös euroalueen ulkopuolella. Omaan valuuttaan palaamisen riskejä ja valuuttaliitossa koko ajan lisääntyvän yhteisvastuun ja tiivistyvän integraation hintaa täytyy siis punnita.

Vaikka kansalaisten keskuudessa löytyisikin poliittista tahtoa pysyä mukana liittovaltiokehityksessä, jotta euro saataisiin pelastettua, ei sekään ole varma ratkaisu parhaan valuutta-alueen saavuttamiseksi. Tutkimuksessa nostetaan esiin vahvoja epäilyjä siitä, tuleeko euroalue olemaan tulevaisuudessa, vahvasta liittovaltiokehityksestä huolimatta, ”optimaalinen valuutta-alue”. Myöskään koko valuutta-alueen hajoamista ei tutkimuksessa suljeta pois.

Tämä tutkimus tarkastelee euroa yksin taloudellisesta näkökulmasta ja yhteisvaluutan poliittiset hyödyt ja haitat on suljettu tarkastelun ulkopuolelle. Taloudellisten tekijöiden lisäksi eurooppalaisen yhteistyön kehitykseen vaikuttaa jäsenvaltioiden kansallisten intressien ja liittovaltioajattelun ideologinen ristipaine. Esitetyt näkemykset yhteisvaluutan kehityksestä auttavat kuitenkin pohtimaan myös sitä, missä määrin liittovaltiokehityksen kiihtyminen tapahtuu eurokriisin seurauksena ja missä määrin sen varjolla?

Suomen Perusta -ajatuspaja kiittää Pellervon taloustutkimusta tämän tärkeän tutkimuksen toteuttamisesta. Toivomme, että *Miten euroalue kehittyy?* -tutkimus toimii keskustelunavaajana syvällisempään pohdintaan Suomen tulevaisuudesta eurooppalaisena valtiona.

Helsingissä 29.1.2013

*Reijo Tossavainen*  
*hallituksen puheenjohtaja*  
*Suomen Perusta -ajatuspaja*

*Simo Grönroos*  
*toiminnanjohtaja*  
*Suomen Perusta -ajatuspaja*

- I. Yle 28.7. 2012 ”Maakuntalehdet: kaksi kolmesta suomalaisesta pysyisi euossa”.
- II. Eu vai ei. Evan asennetutkimus 2012: Vain 9% väestöstä pitää liittovaltiokehitystä hyvin tai melko toivottavana.

## YHTEENVETO

### **Euroalueen poliittiset hyödyt rajataan tarkastelun ulkopuolelle**



Yhteinen raha, euro, tuo jäsenmaalleen erilaisia taloudellisten hyötyjen lisäksi vaikeasti rahassa mitattavia poliittisia hyötyjä ja haittoja. Nämä hyödyt rajataan täysin tämän tarkastelun ulkopuolelle. Tärkein taloudellinen hyöty liittyy EU-keskeiseen periaatteeseen, eli sisämarkkinoiden vahvistamiseen ja työvoiman ja pääoman vapaaseen liikkuvuuteen. Yhteinen raha ja siihen liittyvät instituutiot osaltaan lisäävät euromaiden taloudellista keskinäisriippuvuutta.

### **Suomi muuttui epävakasta heikohkosta vahvaksi vakaaksi kansantaloudeksi viime 15 vuoden aikana**



Taloukasvun tärkeys, hyvä työllisyyskehitys ja tasapainoinen julkinen talous ovat lähes kaikkien puolueiden ja etujärjestöjen yhteinen tavoite (ainakin puheissa). Suomen 1990-luvun lama ja sen kautta syntynyt tarve vahvistaa Suomen taloutta yhteensopivaksi yhteisen rahan oloihin, on ollut keskeinen tekijä Suomen taloudellisessa menestymisessä.

Suomalaisten elintaso oli 1990-luvun puolivälissä noin 15 prosenttia pienempi kuin saksalaisten elintaso ja kymmenen prosenttia pienempi kuin ruotsalaisten elintaso. Ennen vuoden 2008 finanssikriisiä suomalaisten elintaso oli hieman kolmea prosenttia korkeampi kuin saksalaisten ja vain kolme prosenttia pienempi kuin ruotsalaisten. Vuoden 2008 jälkeen suomalaisten elintason kasvu on jäänyt jälkeen saksalaisten ja ruotsalaisten elintason kasvusta.

Viimeisen 15 vuoden aikana työttömyysaste on laskenut 18 prosentista 7 prosenttiin. Nimellinen korkotaso on laskenut yli 10 prosentista noin 2 prosenttiin. Yhteisen rahan, euron, ansiosta korko- ja valuuttakursi-kehitys on ollut poikkeuksellisen vakaata aikaisempiin vuosikymmeneihin verrattuna. Kansantalous ja julkinen talous on kehittynyt tasapainoisesti aina viime vuosikymmenen lopulle asti.

Suomen kansantalouden hyvä kehitys on parantanut Suomen taloudellista ja poliittista asemaa Euroopan unionin maiden keskuudessa. Kun Suomessa keskusteltiin Euroopan talous- ja rahaliittoon, EMU, liittymisen taloudellisista hyödyistä, pääasiallisena lähtökohtana oli sen talous- ja rahaliiton tuoma vakaa taloudellinen ympäristö ja Suomen integroiminen aikaisempaa tiiviimmin Euroopan syveneviin sisämarkkinoihin. Suomen EMU-jäsenyyden riskeinä pidettiin yksinomaan Suomen kohtaamia taloudellisia häiriöitä. Puhuttiin epäsymmetrisistä ja taloudellisista shokeista.

Suomi varautui epäsymmetrisiin shokkeihin monin eri tavoin. Yritykset ja kotitaloudet paransivat vakavaraisuuttaan ja vähensivät velkaantumista. Julkinen talous oli ylijäämäinen ja julkisen velan bruttokansantuoteosuus aleni. Suurten ikäluokkien eläkemenojen kasvuun varauduttiin. Työttömyysturvajärjestelmään ja työeläkejärjestelmään rakennettiin rahastoja, ns. EMU-puskureita.

### **Euroalueeseen kuuluminen ei ole edellytys tai tae hyvälle talouskehitykselle**



Eurooppalainen vertailu osoittaa, ettei maan eurojäsenyys itsessään takaa taloudellista kasvua ja vakautta. Euroalueen ulkopuolisen Ruotsin ja Suomen kansantaloudet kehittyivät hyvin samalla tavoin viime vuosikymmenellä vuoden 2007 finanssikriisiin asti. Suomen bruttokansantuote kasvoi hieman Ruotsia nopeammin ja Suomen korkotasoa oli hieman Ruotsin korkotasoa alhaisempi. Ruotsin kruunun kurssi suhteessa euroon oli vakaa.

Suomen ja Ruotsin talouskehityksessä tapahtui muutos finanssikriisin jälkeen. Vuodesta 2008 vuoteen 2011 Ruotsin talous on kasvanut yhteensä viisi prosenttia. Suomen talous on vastaavana aikana supistunut kaksi prosenttia. Ruotsin korkotasoa on ollut muutamia kymmenyksiiä Suomen korkotason alapuolella. Ruotsin kruunun arvon heikkeneminen suhteessa euroon vuonna 2009 paransi ruotsalaisten yritysten kilpailukykyä ja osaltaan vaimensi maailmanlaajuisen talouskriisin vaikutuksia Ruotsin talouteen. Ruotsin kruunun vahvistuminen suhteessa euroon vuosina 2011 ja 2012 ei ole ainakaan nykyisten talousennusteiden valossa suistanut Ruotsin taloutta taantumaan.

Finanssikriisistä alkanut eurokriisi on jatkunut lähes kolme vuotta. Tänä aikana euroalueen tukipaketteja ovat saaneet Kreikka (2010), Irlanti (2010), Portugali (2011) ja Kreikka (2012). Espanjan pankeille myönnettiin syksyn 2012 aikana ehdollinen pankkituki, joka myönnetään, jos Espanja ja sen pankit täyttävät erityisehdot. Nykyisissä kriisimaissa ja Etelä-Euroopassa laajemminkin talouskasvu oli 2000-luvun alkupuolella nopeampaa kuin Pohjois-Euroopassa. Euromaiden yli 10 prosenttiyksikön korkoerot kutistuivat olemattomiin. Tämä mahdollisti velkavetoisen kasvun nykyisiin kriisimaihin.

Velkavetoinen kasvu tuli tiensä päähän finanssikriisin jälkeen. Euroalueen maiden korot ovat erkaantuneet toisistaan 1990-luvun malliin. Useiden Etelä-Euroopan maiden elintasoero Saksaan verrattuna palautuu nykyisten talousennusteiden mukaan takaisin vuoden 1995 tasolle lähi vuosien aikana.

### **Vaihtotasekriisi, pankkikriisi vai julkisen talouden kriisi? Kaikki yhdessä limittäin ja lomittain**



Kriisimaiden vaihtotaseiden vuodesta toiseen jatkunut alijäämä on yhteydessä maiden velkavetoiseen kasvuun ja maiden rapautuneeseen kansainväliseen kilpailukykyyn. Useita vuosia jatkuva krooninen vaihtotaseen alijäämä velkaannuttaa asteittain kansantalouden. Riippumatta siitä, kuinka hyvässä kunnossa julkinen talous lähtökohdiltaan on, kansantalouden ylivelkaantuminen johtaa joko samanaikaisesti tai aikaviiveellä julkisen talouden velkaantumiseen. Reaalitalous vaikuttaa keskeisesti pankkien toimintaan. Jos kansantalous voi huonosti, myös pankit voivat huonosti. Viimeaikaisessa talouspoliittisessa keskustelussa on korostettu pankkien keskeistä asemaa kriisin syynä. Varsinkin Irlannin kohdalla tämä pitää paikkansa. Irlannin pankkisektori otti liian suuria riskejä – alhaisen korkotason siivittämänä - laajentuessaan kansainvälisesti ja kasvaessaan Irlannin kansantalouteen verrattuna kohtuuttoman suureksi.

Espanjassa pankkien asuntorahoitus kasvoi 2000-luvulla voimakkaasti. Tämän seurauksena rakentaminen lisääntyi voimakkaasti ja asuntojen hinnat nousivat nopeasti. Kohonneet asuntojen ja kiinteistöjen hinnat lisäsivät kotitalouksien ja yritysten varallisuutta. Kohonneita vakuusarvoja

käytettiin edelleen uusien lainojen vakuutena. Syntyi asuntojen ja kiinteistöjen hintakupla.

Kriisimaiden, etenkin Kreikan, Espanjan ja Portugalin, velkaantumista, eli vaihtotaseen alijäämää, rahoittivat myös näiden maiden kansallisten pankkien ohella merkittävästi myös saksalaiset ja ranskalaiset pankit. Vaihtotaseen ollessa alijäämäinen viennin arvo on pienempi kuin tuonnin arvo. Tämä ei välttämättä ole kansallisten pankkien syytä. Yhtä kaikki, myös mahdollisen pankkikriisin vastuut jäävät helposti julkisen talouden kannettavaksi.

### **Eurokriisin hoito on perustunut euroalueen yhteisvastuuseen ja kriisimaiden sisäiseen devalvaatioon**



Taloushistoriassa on ollut useita tapauksia, joissa maat ovat joutuneet syvään taloudelliseen kriisiin. Kriisin ratkaisukeinoina ovat olleet julkisen talouden sopeutustoimet, maan kansainvälisen kilpailukyyn parantaminen sekä ulkoisen että sisäisen devalvaation keinoin. Ääritapauksessa on jätetty osa veloista maksamatta. Ulkoinen devalvaatio tarkoittaa maan valuutan ulkoisen arvon alentamista. Sisäinen devalvaatio tarkoittaa palkkojen alentamista ja/tai työllisyyden heikkenemistä.

Euroalueella ratkaisukeinoina ovat olleet lähinnä euroalueen yhteiset tukitoimet kriisimaiden taloustilanteen helpottamiseksi – yhteisvastuun lisääntyminen – sekä kriisimaiden sisäiset devalvaatiot ja julkisen talouden sopeuttamistoimet. Yksityiset sijoittajat ovat vapaaehtoisesti leikanneet noin 70 prosenttia saamisiaan Kreikalta.

Nordean arvion mukaan Euroopan unionin ja kansainvälisen valuuttarahaston, IMF, yhteenlaskettujen tukien arvo kesällä 2012 oli noin 400 miljardia euroa. Kriisimaille on luvattu tukea kaikkiaan lähes 1100 miljardia euroa. Euroopan keskuspankin, EKP, ja Euroopan keskuspankkijärjestelmän saamiset ongelmamailta arvioidaan olevan noin 950 miljardia euroa. Näillä toimilla on turvattu kriisimaiden velkarahoitus ja pyritty laskemaan velkarahoituksen korkoja.

Sisäinen devalvaatio on ollut käynnissä kriisimaissa jo usean vuoden ajan. Kreikassa ja Espanjassa noin neljännes työvoimasta on työttömänä. Kaikissa maissa jopa nimellispalkat ovat alentuneet, enimmillään lähes

20 prosenttia. Kriisimaissa on tehty myös merkittäviä julkisen talouden sopeuttamistoimia, eli veronkorotuksia ja menojen leikkauksia. EU:n, EKP:n ja IMF:n ohjauksessa on tehty myös talouden rakenteellisia muutoksia. Eläkkeelle siirtymisikää on myöhennetty ja työmarkkinoiden toimintaa on pyritty tehostamaan.

Sisäisen devalvaation keinoin on onnistuttu osittain parantamaan kriisimaiden kansainvälistä kilpailukykyä, eli laskemaan työvoimakustannusten osuutta kokonaistuotannon arvosta. Sisäinen devalvaatio yhdessä julkisen talouden sopeuttamistoimien kanssa on supistanut kriisimaiden vaihtotaseen vajetta.

Sisäinen devalvaatio ja julkisen talouden sopeuttamistoimet eivät ole helppoja talouden sopeuttamistoimia. Niiden vaikutukset ovat tuskastuttavan hitaita ja lyhyellä aikavälillä ne usein jopa hidastavat talouskasvua. Irlantia lukuun ottamatta kaikkien kriisimaiden talouksien ennakoidaan supistuvan ainakin vielä ensi vuoden. Espanjan ja Italian osalta vuosi 2013 olisi jo kolmas peräkkäinen vuosi, kun talous supistuu.

### **Euroalueen yhteisvastuulliset kriisimekanismit jäävät pysyviksi, jäsenmaiden julkisen talouden ohjaus lisääntyy, pankkiunioni etenee ja paine liittovaltiokehitykseen lisääntyy**



Nykyisten päätöksien mukaan pysyvän Euroopan rahoitusvakausmekanismin, EVM, tukikatto on 500 miljardia euroa. Koska EVM:n rahoitukseen liittyy ”ylitakauksen” mahdollisuus (jos osa jäsenmaista ei pysty vastaamaan omista sitoumuksistaan), EVM:n yhteenlasketun takausvastuun arvioidaan olevan 700 miljardia euroa.

Euroopan unionin budjetin koko on tällä hetkellä noin prosentti jäsenmaiden yhteisestä bruttokansantuotteesta. Tulevien vuosien aikana on painetta kasvattaa budjetin kokoa, vaikka se aiheuttaa ristiriitoja Pohjois-Euroopan ja Etelä-Euroopan maiden välillä. Jos euroalueen jäsenmaiden talouskehitys erkaantuu toisistaan, pohjoiset jäsenmaat kasvavat nopeammin kuin eteläiset jäsenmaat, yhteinen budjetti voi jopa kaksinkertaistua seuraavien 15 vuoden aikana.

Euroopan komission valvontaa ja ohjausta jäsenvaltioiden julkisen talouden tasapainottamisessa on lisätty. Finanssipolitiikan osalta tärkeim-



mät uudistukset koskevat julkisten menojen kasvua, julkisen velan bruttokansantuoteosuutta ja sanktioita niille jäsenmaille, jotka eivät sopeuta julkista talouttaan sovitulla tavalla.

Jäsenvaltioiden julkiset menot eivät saa kasvaa nopeammin kuin komission arvio talouden keskipitkän aikavälin kasvuvauhdista ilman, että menot katetaan verotusta kiristämällä. Yli 60 prosentin bruttokansantuotteesta ylittävän velan BKT-osuuden tulee supistua 1/20 osa vuodessa vallitsevan velkasuhteen ja tavoitteellisen 60 prosentin velkasuhteen erotuksesta. Euromaa joutuu tekemään korottoman talletuksen (0,2 prosenttia bruttokansantuotteesta), jos sen julkisen velan bruttokansantuoteosuus ylittää 60 prosenttia tai julkisen talouden alijäämä ylittää 3 prosenttia bruttokansantuotteesta. Jäsenmaiden on kirjattava julkisen talouden tasapainokriteereitä omiin lainsäädäntöihinsä.

Komission hyväksytyt ehdotuksen mukaan euroalueen pankkivalvonta järjestetään EKP:n yhteyteen. EKP:llä on ehdotuksen mukaan valta valvoa kaikkia euroalueen pankkeja yhdessä jäsenmaiden omien pankkivalvontaviranomaisten kanssa. Komissio valmistelee myös euroalueen yhteistä talletussuojaa ja pankkien kriisinhallintaa, jonka avulla vaikeuksiin joutuneita pankkeja voitaisiin uudelleenjärjestellä. Tämä vaatii Euroopalaista organisaatiota ja rahoitusresursseja. Valtion rahoittama ja sen takuulla toimiva vakuusrahasto hoiti Suomessa tämän tehtävän 1990-luvun pankkijärjestelyissä. Jos euroalueen jäsenmaiden talouskehitys erkaantuu toisistaan, euroalueen yhteisvastuu voi kasvaa myös pankkiunionin kautta seuraavien 15 vuoden aikana.

Arviomme mukaan EU:n tai euroalueen yhteinen budjetti ja muu yhteisvastuu voi kasvaa seuraavan kymmenen vuoden aikana korkeintaan noin viiteen prosenttiin alueen yhteisestä bruttokansantuotteesta (taulukko 1). Se tulee olemaan alle puolet siitä tasosta, mikä USA:ssa on ja mikä monissa Euroopan liittovaltiomaissa nykyisin on.

Euroopan unionin ja/tai euroalueen yhteisen budjetin, rakennerahastojen, maiden välisten tulonsiirtojen ja kriisinhallintamekanismien avulla ei voida eliminoida tulevia talouskriisejä eikä yhdenmukaistaa euroalueen talouksia. Merkittävä liittovaltiokehityksen jatkaminen ei näyttäisi olevan poliittisesti suosittua ainakaan taloudellisesti vahvoissa euroalueen jäsenmaissa, joiden taloudellinen taakka yhteisvastuun lisääntymisestä uhkaa kasvaa.

**Taulukko 1. Skenaarioita Euroopan ja euroalueen talouskehityksestä ja siihen vaikuttavista tekijöistä**

		<b>Nykyinen kriisi 2008-2018</b>	<b>Pitkän aikavälin kehitys 2020</b>
<b>Yhteisvastuu, % BKT:sta</b>	EU:n/Euroalueen budjetti	1 % BKT:stä	2 % BKT:stä
	EKP ja keskuspankit	4 %	1-2 %
	Pankkiunioni	0 % BKT:stä	1 BKT:stä
	Kriisirahastot tai "eurobondit"	7 % BKT:stä	7 - 9 % BKT:stä
<b>Korkoero Saksaan</b>	Ranska ja muut ydin/vahvat maat	1 - 2 prosenttiyksikköä	1 prosenttiyksikkö
	Reunavaltiot	4 prosenttiyksikköä	2 prosenttiyksikköä
<b>Julkisen talouden kuri</b>	Alijäämä	Asteittain kohti tavoitteita; kriisimaat?	-3 prosenttia BKT:stä
	Velka/BKT		60 prosenttia BKT:stä
<b>Taloukasvu; euroalueen konvergentti</b>	Vahvat maat	1 - 2 %:n vuosikasvu	2 - 3 %:n vuosikasvu
	Heikot maat	-1 - 1 %:n vuosikasvu	1 - 3 %:n vuosikasvu
<b>Sisäinen devalvaatio eli palkkasumman BKT-osuus</b>	Vahvat maat	maltilliset palkankorotukset; työllisyys nykytasolla	maltilliset palkankorotukset; työllisyys paranee
	Heikot maat	palkat eivät nouse tai laskevat; työttömyys kasvaa	olemattomat palkankorotukset; työttömyysaste jää korkeaksi
<b>Kansantalouden ulkoinen tasapaino eli vaihtotase</b>	Saksa ja Alankomaat	ylijäämä	tasapaino tai ylijäämä
	Ranska ja Italia Suomi	alijäämä alijäämä tai tasapaino	tasapaino
	Espanja	alijäämä tai tasapaino	tasapaino
	Kreikka ja Portugali	alijäämä	alijäämä

		<b>Nykyinen kriisi 2008-2018</b>	<b>Pitkän aikavälin kehitys 2020</b>
<b>Työvoiman liikkuvuus maiden välillä</b>		vähäistä	kasvaa, mutta ei tasapainota elintasoeroja
<b>EU:n ja euro- alueen suhde</b>	Ruotsi	nykyinen asema	joutuu miettimään liittymistä
	Iso-Britannia	erkaantuu	alkaa miettiä eroa
	Kreikka	Valtaosa veloista anteeksi	joutuu eroamaan, ellei pysty uudista- maan talouttaan
	Espanja ja Portugali	Osa veloista yhteiseen velan- purkurahastoon	Espanjan ero eurosta ei ole mahdollinen
<b>Euroalueen yhtenäisyys</b> Yhteiset sisämarkkinat ja "liittovaltiokehitys" eivät tuota optimaalista valuutta-alueita		Euroalue tiivistyy; yhteisvastuuta ei haluta kuitenkaan kasvattaa riittävästi	- Vaihtotaseen ali- jäämällä ei voi ylläpitää kasvua - Elintasoerot kasvavat? - Uusia potentiaa- lisiä eurokriisejä

## Miten jäsenmaiden korkoeroja pyritään kontrolloimaan?



Euroopan keskuspankki, EKP, ja Euroopan keskuspankkijärjestelmä ovat ostaneet jälkimarkkinoilta ongelmamaiden velkapapereita, jotta ongelmamaiden velkojen korot alenisivat. Euroopan pankeille on tarjottu kolmen vuoden mittaista rahoitusta noin tuhat miljardia euroa. Lähinnä kriisimaiden pankit ovat hyödyntäneet tätä rahoituskanavaa. Nämä ovat puolestaan käyttäneet merkittävän osan tästä rahoituksesta kriisimaiden valtionpapereiden ostoon.

Kreikka, Irlanti ja Portugali joutuivat turvautumaan euroalueen tukipaketteihin niiden joukkovelkakirjojen korkojen noustessa yli seitsemän prosentin rajan. Osin EKP:n ja Euroopan keskuspankkijärjestelmän toimien ansiosta Espanjan ja Italian joukkovelkakirjojen korot ovat pysytelleet pääsääntöisesti 5-6 prosentin välillä. Korkoero Saksaan on ollut lähes 4-5 prosenttiyksikköä.

Pitkällä aikavälillä edes 3-4 prosenttiyksikön korkoero vahvojen euromaiden ja heikkojen euromaiden välillä ei ole kestävä. Korkoero pienenee luonnollisella tavalla, jos ja toivottavasti kun heikot maat saavat taloutensa kuntoon. Korkoeroa voidaan pienentää euroalueen instituutioita kehittämällä. Jos ja kun euroalueen systeemiriski – edes teoreettinen mahdollisuus joidenkin maiden lähtöön eurosta – pystytään eliminoimaan, nykyiset korkoerot supistuvat.

Paluu 2000-luvun alun tilanteeseen, jossa korkoerot olivat olemattomia, ei ole suotavaa eikä mahdollista. Markkinakuri on osaltaan tarpeellinen keino ennaltaehkäistä heikkojen euromaiden velkaantumista.

Edellytys sille, ettei korkoeroista muodostu euroalueen yhtenäisyyttä heikentävää tekijää, on euron jäsenmaiden talouskasvun ja tuottavuuden kasvun yhdenmukaistuminen. Ellei euromaiden taloudet seuraavan kymmenen vuoden aikana kasva yhteneväisesti, markkinat pyrkivät nostamaan heikkojen euromaiden korkoja.

Europäätäjien keskuudessa jatkuu keskustelu sellaisista eurobondeista tai niiden sovellutuksista, joissa pyritään rajoittamaan yksittäisen maan korkojen nousua. Ehdotettu velanpurkurahasto, johon kriisimaa voisi siirtää yli 60 prosenttia BKT:sta olevan velan määrän ja maksaa siitä yhteisesti päätettyä hallinnollista korkoa, voisi olla eräs eurobondisovellutus. Jos edes sellaisia eurobondeja tai niiden sovellutuksia, jossa yksittäisen maan tosiasialliset rahoituskustannukset eivät voi nousta kuin korkeintaan 2-3 prosenttia yli Saksan korkotason, ei oteta käyttöön, EKP joutuu myös tulevina vuosina turvautumaan heikkojen euromaiden velkakirjojen ostoihin.

## Euroalueen valuvikoja jää jäljelle vielä 2020-luvulle?



EU:n keskeisten periaatteiden – sisämarkkinoiden vahvistamisen sekä työvoiman ja pääoman vapaan liikkuvuuden – arvioitiin 2000-luvun alussa yhdenmukaistavan jäsenmaita. Yhteisen rahan käyttöönoton euromaissa ajateltiin tehostavan sisämarkkinoiden toimintaa ja lisäävän ainakin pääoman liikkuvuutta. Pääomien ja tuotannon ohjautuessa keskimääräistä alhaisemman tuottavuuden ja palkkatason maihin tuottavuus näissä maissa kasvaisi ja palkat nousisivat keskimääräistä enemmän. Näin tuottavuus

ja palkkaerot euroalueella tasoittuisivat. Pääomavirrat ja tuotannon kasvu vauhdittaisi talouskasvua näissä maissa.

Etelä-Euroopan talouskasvu oli 2000-luvun alkupuolella Pohjois-Eurooppaa nopeampaa. Valitettavasti näiden maiden kasvu perustui velanottoon. Maiden vaihtotaseet olivat pysyvästi alijäämäisiä ja investoinnit allokoitiin väärin. Oleellista euroalueen kestävyydelle on, että Etelä-Euroopan maat pystyvät uudistamaan taloutensa rakenteita turvatakseen kestävä talouskasvun. Etelä-Eurooppa ei saisi jäädä jälkeen Pohjois-Euroopan talouskehityksestä.

Analysoitava kysymys on, auttavatko euroalueen institutionaaliset uudistukset – jäsenmaiden budjettikuri, pankkiunioni ja asteittain etenevä liittovaltiokehitys – omalta osaltaan yhtenäistämään kaikkia euromaita taloudellisesti vahvoiksi. Jos näin ei käy seuraavan kymmenen vuoden aikana, euroalueen yhtenäisyys ei välttämättä ole itsestäänselvyys.

Heikkojen euromaiden kannalta euron arvo pysyy liian vahvana. Niiden on vaikea ylläpitää kansainvälistä kilpailukykyään ja tasapainottaa vaihtotaseen vajeita. Maat saattavat kohdata aika ajoin toistuvia sisäisen devalvaation kausia tai niiden on tyydyttävä jäämään jälkeen vahvoissa euromaissa tapahtuvasta elintason – palkkojen ja työllisyyden – kasvusta. Monet Etelä-Euroopan maat ovat alueellisesti hyvin heterogeenisiä ja niissä on euroalueeseen verrattuna huomattavasti suuremmat tulonsiirrot. Maiden sisäiset kasvavat elintasoerot ja tulonsiirrot heikentävät kansallista yhteenkuuluvuutta. Italia ja viime aikoina Espanja on tästä hyvä esimerkki.

Vahvat taloudet hyötyvät niiden kannalta liian heikosta euron arvosta. Vahvojen maiden kilpailukyky säilyy heikon euron arvon johdosta hyvänä. Tämä helpottaa julkisen talouden tasapainottamispaineita. Hyvä kilpailukyky mahdollistaa vaihtotaseen suotuisan kehityksen. Sisäiseen devalvaatioon ei ole ainakaan talouden ulkoisten tekijöiden vuoksi tarvetta.

Nykyinen eurokriisi tuo mukaan euroalueen tulevaisuuteen heijastuvan valuvian. On varsin todennäköistä, että ainakin Kreikalle joudutaan antamaan velkoja anteeksi. Ja jos lainoja on kerran annettu anteeksi, odotukset seuraavasta kerrasta saattavat kasvaa. Velkojen anteeksianto tapahtuu vasta silloin, kun nykyinen kriisi helpottaa eikä vahvojen jäsenmaiden tarvitse yhteisvastuullisesti enää lisää rahoittaa kriisimaita. Velkojen anteeksiantoa lykätään siihen pisteeseen, jolloin kriisimaa mahdollisesti pystyisi hankkimaan markkinaehtoista rahoitusta.

## Euroopan unionin ja euroalueen välinen ja sisäinen kehitys eriytyy?



Jos Etelä-Euroopan maat jäävät jälkeen Pohjois-Euroopan maiden talouskehityksestä, paine integraation merkittävään syventymiseen ja yhteisvastuun kasvuun kasvaa. Euroopan unionin tasolla se merkitsee hyvin epätahtista integraatiota. Lopulta voidaan päätyä tilanteeseen, jossa integraation epätahtisuus on aivan liian suurta. Euroalueen kehitys voisi johtaa jossakin vaiheessa tilanteeseen, jossa Euroopan unionissa ei ole enää tilaa euroalueen ulkopuolella. Ruotsi, Tanska ja Iso-Britannia ja ehkä jotkut muutkin maat joutuvat siis miettimään suhdettaan EU:hun uudestaan. Käytännön ensi vaiheen esimerkki tästä on pankkiunionin täytäntöönpanon vaikutukset Ruotsin ja Iso-Britannian pankkisektoriin. Päätöksentekoon keskeisesti vaikuttavat tekijät ovat euroalueen talouskehityksen yhtenäisyys ja rahaliiton instituutioiden uskottavuus. Euroalueen instituutioiden ja rakenteiden pitää uskottavasti perustella rahaliiton peruuttamattomuus. Keskeiseksi asiaksi muodostuu kaikkien jäsenmaiden hyvän työllisyyskehityksen takaava pitkän aikavälin talouskasvu ja suhdannevaihteluista selviäminen ilman suuria työttömyysaaltoja.

Kysymys on lopulta poliittisesta harkinnasta, koska kansallisen itsemääräämisoikeuden kaventaminen on välttämätön ehto hyvin toimivalle rahaliitolle. Ruotsin jääminen euroalueen ulkopuolelle johtui kansanäänestyksen tuloksesta. Nykyisen eurokriisin aikana Ruotsi tuskin on halukas osallistumaan yhteisvastuuseen ja liittymään euroon, varsinkin jos sen talouskehitys on suotuisa. Eurokriisin jälkeen, ehkä vuodesta 2018 eteenpäin, Ruotsin on tehtävä uudelleenarvio jäsenyydestään, jos euroalueen integraatio tiivistyy ja jos euroalueen maiden tuottavuus- ja elintasoerot eivät enää kasva. Epävakaaseen valuutta-alueeseen liittymisen ei liene houkuttelevaa. Iso-Britannian on vaikea nähdä osallistuvan integraatiotaan syventävän euroalueen toimintaan.

Euroalueen integraation syventäminen riittävälle tasolle vaatii kuitenkin perussopimusten muuttamista, mikä vie vuosia ja omalta osaltaan lisää tarvittavien päätösten täytäntöönpanoon liittyviä poliittisia riskejä kaikkien jäsenmaiden osalta.

Suomen kannalta olisi eriarvoisen tärkeää, että varsinkin Ruotsilla, mutta myös Tanskalla, olisi sama institutionaalinen suhde EU:hun ja

euroalueeseen Suomen kannalta tärkeissä taloudellisissa asioissa. Keskustelu rahoitusmarkkinaverosta osoittaa, kuinka hankala Suomen on siihen osallistua ilman Ruotsia ja Irlannin ilman Iso-Britanniaa.

## Suomi säilyy vahvojen maiden joukossa



PTT:n pitkän aikavälin ennusteen mukaan (Kansantaloudellinen aikakauskirja 3/2012) Suomi tulee säilyttämään asemansa vahvana euromaanana. Suomen talouskasvu on seuraavan kymmenen vuoden aikana lähes sama kuin Pohjois-Euroopan mailla keskimäärin. Suomen haasteena ovat väestön ikääntymisen myötä syntyvä työvoiman määrän väheneminen.

Toinen uhkatekijä on Suomen kilpailijamaihin verrattuna heikkenevä kilpailukyky. Heikkenevä kilpailukyky on painanut vaihtotaseen alijäämäiseksi. Viennin määrä on vuoden 2012 lopussa 15 prosenttia pienempi kuin vuonna 2008. Kataisen hallituksen oletetaan hallitusohjelman puolivälin tarkastuksessa keväällä 2013 kiinnittävän aikaisempaa enemmän huomiota yritysten toimintaedellytysten parantamiseen. Ruotsin syksyllä 2012 päättämät toimet – yritysverotuksen alentaminen, tie- ja liikenneinfrastruktuurihankkeisiin panostaminen ja pohjoisten kaivosaluiden ja hankkeiden edistäminen pitkäaikaisella ohjelmalla – voisivat olla esimerkinä.

Syksyn 2013 palkkatarkistusten taso ja rakenne ovat keskeistä yritysten kilpailukykyyn parantamisessa. Maltilliset palkankorotukset on määriteltävä vientisektorin talousnäkyvien perusteella. Kotimarkkinasektorin palkat pitää sovittaa myös avoimen sektorin palkanmaksuvaran raameihin. Vientisektori on palautettava palkkajohtajan rooliin.

Hallituskaudella 2015-2019 Suomen kilpailukykyyn parantamiseen on edelleen panostettava. Samanaikaisesti tarvitaan rakenteellisia toimia, jotka lisäävät työvoiman tarjontaa. Päätöksiä esimerkiksi työttömyysturvan uudistamisesta ja eläkkeelle siirtymisiän nostamisesta ei voida enää siirtää.

## Elintasoerojen tasoittuminen vahvistaisi euroaluetta sekä taloudellisesti että poliittisesti...



Yhteisen valuutan aikana 2002-2011 Espanja, Italia, Kreikka ja Portugali eivät ole onnistuneet kasvattamaan elintasoansa saksalaisiin verrattuna,

kun elintason mittarina käytetään ostovoimakorjattua henkeä kohden laskettua bruttokansantuotetta. Ennen finanssikriisiä näiden maiden elintasoero Saksaan supistui. Finanssikriisin jälkeen elintasoero on nopeasti kasvanut. IMF:n talousennusteen mukaan vuonna 2013 suomalaisten elintaso olisi 7 prosenttia alhaisempi kuin saksalaisten ja 13 prosenttia pienempi kuin ruotsalaisten.

Kriisimaista Espanja, Portugali ja osin myös Kreikka ovat muutaman viime vuoden aikana onnistuneet parantamaan kilpailukykyään. Euroalueen yhtenäisyyden ja poliittisen kestävyyskannalta olisi välttämätöntä, että Etelä-Euroopan maiden talouskasvu seuraavien reilun kymmenen vuoden aikana olisi ainakin yhtä nopeaa kuin Pohjois-Euroopan maissa. Euroalueen suotuisan elintasoskenaarion mukaan, jossa Etelä-Euroopan talouskasvu olisi 0,5-1,0 prosenttiyksikköä vuodessa nopeampi kuin Pohjois-Euroopassa vuosina 2014-2025, Espanjan, Kreikan ja Portugalin elintaso Saksaan verrattuna kaventuisi (taulukko 2, sarake 2025 A).

Tämä vähentäisi painetta euroalueen yhteisvastuun kasvattamiseen. Etelä-Euroopan maissa ei tarvitsisi tehdä epäsuosittua sisäistä devalvaatiota eikä tarpeettoman suuria julkisen talouden tehostamistoimia. Myös maiden sisäinen koheesio voisi parantua, koska maan sisäisten tulonsiirtojen tarve vähenisi.

**Taulukko 2. Tarkasteltavien maiden elintasoerot Saksaan verrattuna ja niiden kehitys, ostovoimakorjattu henkilöä kohden laskettu bruttokansantuote verrattuna Saksan vastaavaan**

	2000	2005	2011	2013 e	2025 A	2025 B
<b>Suomi</b>	94 %	101 %	94 %	93 %	93 %	88 %
<b>Ruotsi</b>	103 %	111 %	107 %	107 %	107 %	101 %
<b>Alankomaat</b>	114 %	116 %	110 %	107 %	107 %	107 %
<b>Ranska</b>	100 %	101 %	92 %	90 %	90 %	80 %
<b>Italia</b>	95 %	93 %	80 %	75 %	75 %	67 %
<b>Espanja</b>	86 %	90 %	80 %	76 %	85 %	67 %
<b>Portugali</b>	70 %	69 %	61 %	58 %	61 %	48 %
<b>Irkanti</b>	114 %	128 %	107 %	108 %	115 %	91 %
<b>Kreikka</b>	72 %	82 %	69 %	61 %	65 %	51 %

### ... elintasoerojen kasvu lisää uusien ongelmien todennäköisyyttä



Epäsuotuisassa skenaariossa, jossa Kreikan ja Portugalin talouskasvu on vuodessa 1,5 prosenttiyksikköä alhaisempi kuin Saksan, kreikkalaisten ja portugalilaisten elintaso olisi puolet alhaisempi kuin saksalaisten elintaso vuonna 2025 (taulukko 2, sarake 2025 B). Jos Espanjan, Italian ja Ranskan talouskasvu on vuodessa prosenttiyksikön alhaisempi kuin Saksan, näiden maiden kansalaisten elintaso olisi kolmanneksen - viidenneksen pienempi kuin saksalaisten.

Tämä skenaario tuottaisi erittäin epäyhtenäisen euroalueen. Aikajoin toistuisi uusia euroalueen talouskriisejä. Etelä-Euroopan maiden korkoerot Saksaan verrattuna kasvaisivat. Etelä-Euroopan maat vaatisivat lisää yhteisvastuuta ja tulonsiirtoja. Etelä-Euroopan maiden sisäinen eripura olisi jatkuva. Epäsuotuisa skenaario johtaisi todennäköisesti koko euroalueen jäämiseen jälkeen maailmantalouden kasvusta. Riski heikkojen maiden poliittisista kriiseistä kasvaisi. Eurojäsenyyden mielekkyyttä näissä maissa kysyttäisiin toistuvasti.

### Pato saattaa murtua pienestä reiästä: yhdenkin maan ero voisi tuoda pysyvän valuuttakurssiriskin euroalueelle



Keskeinen syy valuuttaunionille ja euron käyttöönnotolle oli se, että aikaisemmin käytössä olleet kansallisiin valuuttoihin perustuvat valuuttakurssimekanismit eivät toimineet. Ne eivät olleet uskottavia markkinoilla, koska niistä eroaminen on niin helppoa. Uskottavuusongelma haluttiin ratkaista valuuttaunionilla, joka poistaa valuuttakurssiriskin täysin.

Jos joku yksittäinen maa eroaisi euroalueesta, sen myötä avautuisi mahdollisuus ja markkinoiden odotukset myös toisen euromaan erosta. Jos valuuttaunionista voi erota, se ei ole enää toimiva valuuttakurssiriskitön valuuttaunioni.

Jotta eurojärjestelmä pystyisi säilyttämään uskottavuuden yksittäisen maan eron yhteydessä, täytyisi maan tilanteen olla poikkeuksellinen. Sen ei saisi luoda odotuksia muiden maiden erosta. Varsinkin heikon maan ero nykyisessä tilanteessa aiheuttaisi varmasti odotuksia myös muiden

heikkojen maiden erosta. Pienen vahvan maan eron aiheuttama uskottavuusongelma olisi helpommin hallittavissa.

Minkä tahansa euromaan eroaminen valuuttaunionista aiheuttaisi varsin suuren juridisen sotkun. Ongelmat koskisivat sekä itse eroamista että taloudellisten suhteiden uudelleen järjestämistä.

Jos eurokriisi pahenee niin paljon, että joku suurista euromaista Saksa, Ranska, Italia tai Espanja, eroaa euroalueesta, tarkoittaa se todennäköisesti koko euroalueen hajoamista. Suurten euromaiden keskinäinen riippuvuus on niin suurta, että hallitsematon ketjureaktio olisi luultavasti mahdotonta välttää.

### Yksittäisen heikon maan ero johtaa uuden valuutan devalvaatioon ja velkojen leikkaukseen



Todennäköisin eroaja euroalueesta on Kreikka. Tukipaketeista sekä EKP:n ja euroalueen keskuspankkijärjestelmän tukitoimista huolimatta Kreikan talous ei ole kestävällä pohjalla. On hyvin epätodennäköistä, että Kreikka pystyisi vastaamaan kaikista velkasitoumuksistaan korkoineen. Jos muut euromaat ja EKP eivät suostu velanmaksun helpotuksiin ja velan uudelleen järjestelyyn, Kreikka voi yksipuolisesti joutua lopettamaan velan maksun. Tällöin se joutuisi todennäköisesti ottamaan uudelleen käyttöön myös oman valuutan pitääkseen maan pankkijärjestelmän pystyissä, jos EKP kieltäytyy jatkamasta maan pankkien lainottamista.

Kreikan ero merkitsisi kahta asiaa. Kreikan uuden valuutan, uuden drakman, arvo heikkenisi vähintään 50 prosenttia (eli valuuttakurssi devalvoituisi 50 prosenttia). Kreikan valtio ja kreikkalaiset yritykset eivät pystyisi mitenkään vastaamaan euromääräisistä velvoitteistaan.

Pidemmillä aikavälillä eronnut heikko maa menettäisi eurojäsenyyden tuoman vakauden ja alhaisemman korkotason (taulukko 3). Laskusuhdanteiden aikana maa joutuisi kokemaan valuuttakurssi- ja korkoturbulensseja. Ulkomaiset sijoittajat todennäköisesti vierastavat epävakautta maata sijoituskohteena.

Euroopan rahoitusmarkkinoille suorat vaikutukset olisivat kuitenkin rajalliset. Kriisin aikana yksityisen sektorin Kreikalle myöntämiä velkoja on jo leikattu vapaaehtoisilla sopimuksilla 70 prosenttia. Kansainväliset

yksityiset sijoittajat ja yritykset ovat mahdollisuuksien mukaan vähentäneet sijoituksiaan Kreikassa ja alaskirjanneet kreikkasaamisiaan. Kreikan ero eurosta ja samanaikainen velkojen uudelleen järjestely ei oleellisesti enää heikennä rahoitusjärjestelmän asemaa.

Kreikan erolla olisi myös reaalityaloudellisia vaikutuksia. Suomen bruttokansantuotteen arvioidaan laskevan yhteensä kumulatiivisesti kaksi prosenttia seuraavan kahdeksan vuoden aikana Kreikan erosta johtuen.

### Pienen vahvan maan ero olisi helpompi



Taloudeltaan vahva euroalueen kokoon suhteutettuna pieni maa voi erota eurosta todennäköisesti hallitummin kuin heikko maa. Vahvan maan eroon ei liity samanlaisia odotuksia valuuttakurssin arvosta suuresta laskusta eikä siten pelkoa kyvyttömyydestä vastata veloista.

Kuitenkin myös pienen vahvan maan eroon liittyy paljon poliittista ja juridista epävarmuutta, joka voisi aiheuttaa epävarmuutta markkinoilla. Eroprosessin sujuminen riippuisi paljolti muiden euromaiden reaktiosta sekä uuden talouspoliittisen linjan ja oman keskuspankin uskottavuudesta markkinoilla.

Markkinoiden reaktiota onkin vaikea arvioida etukäteen. Lyhyellä aikavälillä markkinat eivät myöskään aina toimi rationaalisesti ja uuden valuutan arvo voisi heittelehtiä. Markkinareaktio on paljolti kiinni myös siitä, minkälaisessa taloudellisessa ympäristössä ero tapahtuisi. Suuren markkinaepävarmuuden vallitessa riski kohtuuttomasta markkinareaktiosta on myös suuri.

Pidemmällä aikavälillä eronnut maa menettäisi eurojäsenyyden mukanaan tuoman kilpailukykyisen valuuttakurssin (taulukko 3). Samalla se menettäisi vakuutuspuolijan tulevan talouskehityksen suhteen. Vahva talous voi tulevaisuudessa muuttua heikoksi taloudeksi, joka tarvitsisi eurojäsenyyden tuomaa vakautta. Ruotsin esimerkki osoittaa, että vahva talous voi pärjätä hyvin euron ulkopuolella. Euroeron myötä maan ei tietysti tarvitsisi osallistua kaikkiin tulevien yhteisvastuiden kattamiseen.

**Taulukko 3. Eurojäsenyyden hyötyjä ja haittoja pienen kansantalouden vahvuuden mukaan**

	<b>Nykyinen kriisi</b>	<b>Epäsymmetriset shokit</b>	<b>Rakenteellinen erilaisuus</b>
<b>Vahva talous Eurossa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hyötyy heikohkosta eurosta</li> <li>- Joutuu yhteisvastuun maksajaksi</li> <li>- Eurokriisi aiheuttaa epävarmuutta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ei valuuttakurssi-sopeutusta</li> <li>- Julkisen talouden toimet</li> <li>- Työllisyys vaihtelee</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Hyötyy heikohkosta eurosta</li> <li>- Yhteisvastuun maksaja</li> <li>- Saattaa hyötyä sisämarkkinoiden kehityksestä?</li> </ul>
<b>Vahva talous Euron ulkopuolella</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Voi vaikuttaa osittain omaan valuuttakurssiinsa</li> <li>- Ei yhteisvastuuta</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valuuttakurssi-sopeutus mahdollinen</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Valuuttakurssi-sopeutus mahdollinen</li> <li>- Ulkomaisten sijoittajien luottamus?</li> </ul>
<b>Heikko talous Eurossa</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Suojaa osittain korkojen nousulta</li> <li>- Suojaa devalvoimiselta</li> <li>- Pakottaa sisäiseen devalvaatioon</li> <li>- Julkisen talouden säästöt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Vakauttaa korkoja</li> <li>- Vakauttaa valuuttakurssia</li> <li>- Julkisen talouden sopeuttaminen</li> <li>- Osittainen sisäinen devalvaatio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Haittaa liian vahvasta eurosta</li> <li>- Toistuvia sisäisiä devalvaatioita</li> <li>- Toistuvia julkisen talouden säästöjä</li> <li>- Suojaa korko- ja valuutta kurssi-turbulenssilta</li> </ul>
<b>Heikko talous Euron ulkopuolella</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Korkoturbulenssi</li> <li>- Ulkoinen devalvaatio</li> <li>- Julkisen talouden säästöt</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Korko- ja valuuttakurssi-turbulenssi mahdollinen</li> <li>- Julkisen talouden säästöt</li> <li>- Osittainen sisäinen devalvaatio</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Toistuvia devalvaatioita</li> <li>- Toistuvia korkoturbulenssijaksvoja</li> <li>- Uskottavuus ulkomaisten sijoittajien piirissä heikko</li> </ul>

## **Euro saattaa murentua heikkojen maiden kansalaisten kyllästyessä elintonsa laskuun.**



Nykyisen eurokriisin aikana, ehkä seuraavan viiden vuoden ajan, euroalue säilynee yhtenäisenä. Jäsenmailla tai EKP:lla on suuri kynnyks ottaa riskiä jonkun maan eron aiheuttamasta taloudellisesta kriisistä. Heikkojen maiden intressissä on pysyä euroalueen jäsenenä estääkseen elintonsa romahduksen. Euroalueen kasvava yhteisvastuu ja kriisimaiden tukipaketit helpottavat kriisimaiden sopeutumista. Eurojäsenyyden kannatus kansalaisten keskuudessa on suurempaa kriisimaissa kuin yhteisvastuuta rahoittavissa maissa. Yhteisvastuu lisääntyy vain niin paljon kuin maksajamaiden poliittinen tilanne sallii.

Sisäiset devalvaatiot, rakenteelliset uudistukset ja julkisen talouden sopeutustoimet heikentävät maiden sisäistä yhteenkuuluvaisuutta. Poliittinen epävakaus, lakkoalttius ja tyytymättömyys maiden sisäisten tulonsiirtojen kasvusta ovat tästä osoituksena. Espanjan alueellinen epäyhtenäisyys on hyvä esimerkki.

Jos elintasoerot, tai tuottavuuserot, euroalueella jatkavat kasvuaan, heikkojen maiden kansalaisten tyytymättömyys todennäköisesti kasvaa. Maiden sisäinen yhtenäisyys ja poliittinen epävakaus kasvavat. Yhä useammin näissä maissa aletaan kyseenalaistaa eurojäsenyyden hyötyjä riippumatta siitä, olisivatko hyödyt haittoja suurempia. Todennäköisyys poliittiselle murrokselle, joka johtaa eurojäsenyyden haastamiseen, kasvaa merkittävästi.

Seuraavan 10 – 15 vuoden aikana euroalueesta ei muodostu ”optimaalista” talousaluetta. Euroalueen integraatio ja maiden talouskehityksen yhdentymisen eivät siihen riitä. Tärkeää olisi kuitenkin varmistaa elintasoerojen vähentäminen tai ainakin niiden kasvun estäminen.

## **Mitä Suomen kannattaisi tavoitella euron sisällä?**



Tärkein asia on pyrkiä vahvistamaan Suomen omaa talouskehitystä. Suomen asema säilyy vahvana riippumatta siitä, miten euroalue kehittyi, jos sen talous on vahva. Suomen on vahvistettava teollisuuden toimin-

taedellytyksiä, huolehdittava vaihtotaseen tasapainoisesta kehityksestä ja pidettävä julkinen talous tasapainossa. Tässä on Suomelle huomattava haaste seuraavien viiden vuoden aikana. Talouskehitystä vahvistavia toimia tarvitaan Kataisen hallitusohjelman puolivälin tarkistuksessa keväällä 2013, seuraavassa työmarkkinakerroksessa syksyllä 2013 ja seuraavan hallituksen ohjelmassa keväällä 2015.

Suomen kannattaa olla mukana sellaisessa euroalueen uudistamisessa, joka vahvistaa jäsenvaltioiden omaehtoista kestävästä taloudenpitoa. Komission ohjaus ja valvonta jäsenmaiden julkisen talouden hoidosta on perusteltua. Velkarajojen rikkojille on tarpeellista kehittää rangaistusmenettelyjä.

Nykyisten ehdotusten mukaan valvonnassa, ohjauksessa ja sanktioissa kiinnitetään huomiota julkisen talouden tilaan. Aikaisempaa enemmän olisi kiinnitettävä huomiota jäsenmaiden vaihtotaseen kehitykseen. Vaihtotaseen liian suuri kumulatiivinen vaje aiheuttaa ennemmin tai myöhemmin julkisen talouden kriisin. Vaihtotaseen tasapainoinen kehitys ennaltaehkäisee julkisen talouden kriisejä.

Suomen olisi edistettävä ja kannustettava malleja, joilla jäsenmaat voisivat rakentaa kansallisia riskipuskureita tulevia suhdannekriisejä vastaan. Kotitalouksien alhainen velkaantuminen, yritysten vakavaraisuuden parantaminen ja julkisen talouden hyvä hoito ovat tässä keskeistä. Näiden ohella Suomi varautui suhdannehäiriöihin EMU-puskureiden avulla. Työttömyysturva- ja työeläkerahastojen kokoa kasvatettiin ja niihin rakennettiin suhdannerahastoja.

Lisääntyvään yhteisvastuuseen olisi hyvä suhtautua kriittisesti. Euroalueen yhteisvastuu ei voi kehittyä niin suureksi, että sillä voitaisiin ennaltaehkäistä tulevia kriisejä. Maiden väliset tulonsiirrot eivät kasva niin paljon, että ne pystyisivät tasaamaan pysyviä elintasoeroja ja muita rakenne-eroja jäsenmaiden välillä. Suomen perinteiseen linjaan sopii, että hoidetaan hyvin päätetyt vastuut ja sitoumukset. Mahdollista yhteisvastuullista rahoitusta olisi suunnattava eri jäsenmaiden elintasoerojen kaventamiseen. Tätä rakenteellista tukea ei pidä suunnata pysyviin tulonsiirtoihin. On pyrittävä vahvistamaan jäsenvaltioiden omaa taloudellista toimeliaisuutta.

Pankkiunioni on periaatteessa kannatettavaa varsinkin pankkivalvonnan ja pankkisääntelyn osalta. Yhteisvastuulliseen talletussuojaan ja ris-

kirahastoon kannattaisi suhtautua varauksella. Pankkisäätelystä ja muista yksittäisistä toimenpiteistä päätettäessä Suomen olisi hyvä aina analysoida, kuinka toimenpiteet vaikuttavat suomalaisten yritysten kilpailukykyyn ruotsalaisiin verrattuna. Ruotsalaisilla yrityksillä on nyt merkittävä kilpailukykyhyöty suomalaisiin yrityksiin verrattuna. Kasvavan euroalueen yhteisvastuu vie osaltaan Suomelta resursseja kilpailla Ruotsin kanssa. Rahoitusmarkkinaverosta ei saisi muodostua sellaista, että ruotsalaiset ja tanskalaiset pankit hyötyvät siitä suomalaisten pankkien kustannuksella.

Nykyiset korkoerot euroalueella eivät ole taloudellisesti kestäviä. Paluuta 2000-luvun alun tilanteeseen, jossa maiden joukkovelkakirjalainojen korkoerot olivat olemattomat, ei myöskään ole. Markkinoille on annettava mahdollisuus ja siltä on vaadittava vastuu hinnoitella yksittäisen jäsenvaltion taloudenpitoon liittyvät riskit. Täysin markkinoihin ei voitane luottaa. EKP:lle ja euroalueen keskuspankkijärjestelmälle jäänee huomattava rooli valvoa jäsenmaiden korkoeroja ja osaltaan puuttua niihin.

Pohdittavaksi tarjotaan ajatusta, jossa jäsenmaiden maksuosuus eri EU-instituutioiden rahoituksessa voisi riippua nykyisen pääoma-avaimen lisäksi maan vaihtotaseen kehityksestä. EKP:n tai keskuspankkijärjestelmän jäsenmaalta perimä korko voisi olla riippuvainen vaihtotaseen kehityksestä. Jos eurobondit jostain syystä etenevät, jäsenmaa voisi saada tätä kautta rahoitusta sitä alhaisemmalla korolla, mitä parempi maan ulkoinen tasapaino on.

### **Mitä Suomen kannattaisi tavoitella euron vaihtoehtona?**



Nimellinen valuuttakurssin arvo tai sen määräytymismekanismi ei määritä kansantalouden pitkän aikavälin kasvua. Siirtyminen uuteen regiimiin on kuitenkin hyppy tuntemattomaan, koska euroalueen kaltaiselle järjestelylle tai toisaalta sen sortumiselle ei taloushistoriasta löydy kovinkaan hyvää vertailukohtaa.

Suomen vaihtoehdot euron ulkopuolella voidaan jakaa kolmeen pääluokkaan: Ensinnäkin supistettu rahaliitto (Alppien pohjoispuolinen euroalue) tai uusi rahaliitto esimerkiksi pohjoismaiden kesken, toisekseen kiinteä valuuttakurssikytkös Saksan markkaan tai euromaiden uusvanhojen valuttojen koriin (tai euroon, jos se on olemassa) ja lopulta kelluva valuut-

ta. Näitä kolmea vaihtoehtoa arvioitaessa pitää huomata, että rahaliittojen syntyminen lähtee ensisijassa muiden maiden tarpeista. Suomen pitää sitten harkita esitettyjä rahaliittovaihtoehtoja omasta näkökulmastaan.

Nykyinen euroalue ei ole optimaalinen valuutta-alue. Kumpikaan edellä esille tuotu uusi rahaliittokaan ei kuitenkaan olisi optimaalinen valuutta-alue. Suomen nykyisen euroalueen kanssa käymästä kaupasta valtaosa kohdistuu Alppien pohjoispuolisiin maihin. Pohjoismaisen rahaliiton osuus kaupasta on huomattavasti pienempi ja pääosin Ruotsin kanssa käytävää kauppaa. Valtaosa Suomen koko ulkomaankaupasta käydään kuitenkin muiden kuin mahdollisten rahaliittojen jäsenmaiden kanssa.

Työvoiman liikkuvuus on pohjoismaiden välillä vilkkaampaa kuin muissa rahaliittovaihtoehtoisissa, mutta silti kuitenkin liian vähäistä tasoittamaan merkittävästi alueellisesti eritahtisia suhdannevaihteluja. Pohjoismaisen liiton erityinen haaste olisi Norjan merkittävästi muista pohjoismaista poikkeava tuotannonrakenne johtuen öljysektorin suuresta merkityksestä.

Kaikissa kansallisvaltioiden rajat ylittävissä rahaliitoissa tulonsiirrot aiheuttavat ongelmia, koska yhteenkuuluvuus eri jäsenmaiden kansalaisten välillä on paljon pienempää kuin kansallisvaltion sisällä. Pohjoismaiden välillä yhteenkuuluvuus olisi varmaankin suurinta, mutta silti olisi helppo nähdä suuria poliittisia ongelmia merkittävien tulonsiirtojen osalta.

Rahaliiton ehdottomasti merkittävin etu on devalvaatiosyklin katkaiseminen ja rahapolitiikan uskottavuuden paraneminen niissä maissa, jotka eivät ole taloudellisesti vahvoja ja joissa ei ole omasta takaa valmiiksi uskottavaa keskuspankkia. Lisäksi ylikansallisten finanssialan toimijoiden valvonta on tehokkainta tehdä kansallisvaltiota laajemmassa kokonaisuudessa. Näiden hyötyjen osalta euroalue on mielekkäin kokonaisuus. Myös pohjoismaisessa liitossa esimerkiksi pankkien pohjoismainen valvonta ja säätely olisivat merkittävästi yksinomaan kansallista säätelystä parempi vaihtoehto Suomelle, jonka pankkimarkkinoilla pohjoismaisilla toimijoilla on merkittävä markkinaosuus.

Kiinteiden valuuttakurssien järjestelmässä kytkös Saksan markkaan olisi Suomelle hyvin vaikea, koska sitoutuminen olisi yksipuolista ja Saksan politiikka ei ottaisi huomioon maiden mahdollisia rakenteellisia kilpailukykyeroja eikä suhdannesyklin eritahtisuutta. Finanssialan säätely ja valvonta olisi lisäksi pääosin kansallista, mikä olisi nykyisissä



olosuhteissa haasteellista. Suurin haitta olisi kuitenkin devalvaatiosykin uudelleen syntyminen, jonka seurauksena keskuspankin pyrkimys lisätä inflaationvastaista uskottavuuttaan epäonnistuisi. Seurauksena reaalikorot nousisivat ja valuuttakurssiepävarmuus pienentäisi kauppaa entisten euromaiden välillä. Selkeä etu olisi yhteisvastausta vapautuminen, mutta haitat olisivat kaikkinsa tässä järjestelmässä hyvin suuret.

Paras vaihtoehto euroalueelle olisi kelluva valuuttakurssijärjestelmä, jossa keskuspankilla olisi inflaatiotavoite. Hyötyinä olisi uskottavasti riippumattoman keskuspankin tapauksessa finanssipolitiikan ja rahapolitiikan hyödyllisen koordinaation mahdollisuus sekä rahaliittoon liittyvien tulonsiirtojen poistuminen. Valuuttakurssien muutosten suuruuteen vaikuttaisi normaalitilanteessa keskuspankin toiminnan uskottavuus. Uskottavan keskuspankin tapauksessa lyhytaikainen vaihtelu olisi suhteellisen pientä Saksan markan ja Ruotsin kruunun suhteen. Kansainvälisen rahoituskriisin vaikutukset olisivat kuitenkin haastavia hallita pienelle valuutta-alueelle. Haittana tässä mallissa olisi nimenomaan valuuttakurssien määrittäminen lyhyellä aikavälillä useimmiten rahoitusmarkkinoiden omista allokaatio- tarpeista ja irrallaan talouden perustekijöiden määrittämistä tarpeista. Lisäksi haasteena olisi uskottavan keskuspankin luominen Suomeen, jossa ei ole vastaavaa uskottavan keskuspankin traditiota kuin esimerkiksi Ruotsin Riksbankenilla. Ensi vaiheessa uskottavuuden synnyttäminen edellyttäisi todennäköisesti erittäin kireää rahapolitiikkaa riippumatta siitä olisiko tavoitemuuttuja matalat inflaatio-odotukset vai vakaa BKT:n kasvu. Haittana olisi myös rahoitusmarkkinoiden kontrollin keskittymisen kansallisille päätöksentekijöille.

# 1

## JOHDANTO

### 1.1

#### **Euroaluetta tiivistetään. Pysyvätkö kaikki mukana?**



EU:n keskeisten periaatteiden – sisämarkkinoiden vahvistamisen sekä työvoiman ja pääoman vapaan liikkuvuuden – arvioitiin yhdenmukaistavan jäsenmaita. Yhteisen rahan käyttöönoton euromaissa ajateltiin tehostavan sisämarkkinoiden toimintaa ja lisäävän ainakin pääoman liikkuvuutta. Pääomien ja tuotannon ohjautuessa keskimääräistä alhaisemman tuottavuuden ja palkkatason maihin, tuottavuus näissä maissa kasvaisi ja palkat nousisivat keskimääräistä enemmän. Näin tuottavuus ja palkkaerot euroalueella tasoittuisivat. Pääomavirrat ja tuotannon kasvu vauhdittaisi talouskasvua näissä maissa.

Miten eri euromaiden talous on kehittynyt viimeisen 15 vuoden aikana? Ovatko eurotaloudet yhdentyneet toisiinsa? Ovatko Etelä-Euroopan kriisimaat kyenneet rahoittamaan itse talouskasvunsa? Kuinka talouskriisi on vaikuttanut julkisen talouden tasapainoon? Miten euroalueen jäsenmaat tulevat kehittymään taloudellisesti seuraavien 15 vuoden aikana?

Euroalueen päättäjät ovat useiden vuosien aikana tehneet mutkikkaita päätöksiä euroalueen instituutioiden vahvistamiseksi ja euroalueen kestävän talouskehityksen turvaamiseksi. Raportissa käydään läpi keskeisiä päätöksiä, jotka joidenkin mielestä vievät euroaluetta liittovaltion suuntaan. Euroalueen yhteisvastuu on lisääntynyt ja pankkiunionia kehitetään. Kehittykö euroalueesta optimaalinen valuutta-alue?

Samanaikaisesti jäsenmaiden ohjausta ja valvontaa ja vastuuta omasta talouskehityksestä pyritään vahvistamaan. Kriisimaat ovat joutuneet sopeutumaan sisäiseen devalvaatioon, palkkojen alentumiseen ja työllisyyden heikkenemiseen, tasapainottamaan julkista talouttaan veron korotuksilla ja menojen leikkauksilla sekä tekemään rakenteellisia toimenpiteitä, jotka tehostavat työmarkkinoiden toimintaa ja myöhentävät eläkkeelle siirtymistä. Kansalaisten keskuudessa tämä ei ole luonnollisesti ollut suosittua. Miten euroalueen yhtenäisyys kehittyi tulevaisuudessa?

Yhteinen raha, euro, tuo jäsenmaalleen erilaisia taloudellisten hyötyjen lisäksi vaikeasti rahassa mitattavia poliittisia hyötyjä. Nämä hyödyt rajataan täysin tämän tarkastelun ulkopuolelle. Tärkein taloudellinen hyöty liittyy EU-keskeiseen periaatteeseen, eli sisämarkkinoiden vahvistamiseen ja työvoiman ja pääoman vapaaseen liikkuvuuteen. Yhteinen raha ja siihen liittyvät instituutiot osaltaan lisäävät euromaiden taloudellista keskinäisriippuvuutta. Euroalueen poliittiset hyödyt rajataan tarkastelun ulkopuolelle.

## 1.2.

### **Euroalueen taloudellista menestymistä voidaan arvioida eurokriisin hoitamisen, lyhytaikaisten epäsymmetristen shokkien ja euroalueen yhdentymisen näkökulmasta**



Euromaat ovat jakautuneet kolmeen luokkaan: vahvan talouden AAA-luottoluokituksen maihin – Saksa, Hollanti ja Suomi – ja ongelmamaihin – Kreikka, Portugali, Espanja ja Italia – sekä kohtuullisen talouskehityksen muihin euromaihin. Euroalueen ulkopuolisista EU-maista Ruotsi on vahva talous. Iso-Britannian voisi ehkä luokitella jopa heikoksi taloudeksi.

Koko eurokriisin ajan päätöksentekijöiden tavoitteena on ollut eristää yksittäisen maan akuutti kriisi kyseiseen maahan ja estää kriisien leviäminen maasta toiseen. Kielikuvana on puhuttu domino-efektistä, jossa kriisi leviää hallitsemattomasti maasta toiseen. Domino-efektin torjumiseksi on rakenneltu palomureja. Osittain tässä on onnistuttu; täysin ei. Kriisin aikana Kreikka on saanut kaksi eri tukipakettia. Irlanti ja Portugali ovat kumpikin saaneet yhden. Espanja saattaa olla seuraava tukipaketin saaja. Italian ja Ranskan taloudellinen tilanne ei ole täysin vakaa.

Nykyinen kriisi on johtanut euroalueen yhteisvastuun kasvuun. Euroalueen heikot taloudet ovat saaneet rahoitusta ja takuita euroalueen instituutioilta. Euroalueen heikot taloudet ovat joutuneet omalta osaltaan tasapainottamaan julkista talouttaan. Tätä on tehty korottamalla veroja, vähentämällä julkisia menoja, tekemällä julkista taloutta tukevia rakenteellisia uudistuksia ja osittain julkista omaisuutta myymällä. Kriisimaiden talous on voimakkaasti sopeutunut sisäisen devalvaation kautta. Työllisyys on heikentynyt ja palkkoja on leikattu tai ainakin palkankorotuksista on

pitäydytty. Julkisen talouden sopeuttamistoimet ja sisäinen devalvaatio eivät ole kansalaisten keskuudessa olleet suosittuja.

Oleellinen tarkasteltava kysymys on, auttavatko euroalueen institutionaaliset uudistukset – pankkiunioni ja asteittain etenevä liittovaltiokehitys – yhtenäistämään kaikkia euromaita taloudellisesti vahvoiksi. Jos näin ei käy seuraavan kymmenen vuoden aikana, euroalueen yhtenäisyys ei välttämättä ole itsestäänselvyys. Heikkojen euromaiden kannalta euron arvo pysyy liian vahvana. Niiden on vaikea ylläpitää kansainvälistä kilpailukykyään. Maat saattavat kohdata toistuvia sisäisen devalvaation tapauksia tai niiden on tyydyttävä jäämään jälkeen vahvoissa euromaissa tapahtuvasta elintason – palkkojen ja työllisyyden – kasvusta.

Vahvat taloudet hyötyvät niiden kannalta liian heikosta euron arvosta. Vahvojen maiden kilpailukyky säilyy heikon euron arvon johdosta hyvänä. Tämä helpottaa julkisen talouden tasapainottamispaineita. Hyvä kilpailukyky mahdollistaa vaihtotaseen suotuisan kehityksen. Sisäiseen devalvaatioon ei ole ainakaan talouden ulkoisten tekijöiden vuoksi tarvetta.

Ruotsin ja Tanskan talouskehitys viimeisen 15 vuoden aikana on osoittanut, ettei euroalueen ulkopuoliselle vahvalle kansantaloudelle aiheudu merkittäviä ulkopuolella olosta merkittäviä taloudellisia riskejä. Heikon talouskehityksen kansantalous todennäköisesti kohtaa taloudellisia vaikeuksia sekä euroalueen ulkopuolella että sisäpuolella.

Euroalueen 15-vuoden historia antaa osviittaa siitä, etteivät lyhytaikaiset epäsymmetriset suhdannevaihtelut ole, toisin kuin 1990-luvulla suomalaisessa keskustelussa otaksuttiin, keskeistä arvioitaessa euroalueen yhtenäisyyttä. Toki eurojäsenyys vakauttaa heikkojen maiden korko- ja valuuttakurssivaihteluita ja vaimentaa näin osaltaan suhdannevaihteluita.

## 1.3

### **Euroalueen menestymistä ei voida arvioida pelkästään taloudellisilla tekijöillä**



Euroopan unionin 27 maasta 17 kuuluu euroalueeseen. Kaikilla EU-mailla on periaatteessa velvollisuus liittyä euroalueeseen, jos ne täyttävät vaadittavat taloudelliset ja tekniset konvergenssikriteerit. Ainoastaan Iso-Britannia ja Tanska ovat neuvotelleet mahdollisuuden jättäytyä euroalueen ulkopuolelle. Ruotsi pysyttelee euroalueen ulkopuolella, koska se

ei ole täyttänyt yhtä vaadittavaa konvergenssikriteeriä (nimittäin kahden vuoden jäsenyyttä Euroopan rahoitusmekanismissa, ERM II).

Yhteinen raha, euro, tuo jäsenmaalleen erilaisia taloudellisten hyötyjen lisäksi vaikeasti rahassa mitattavia poliittisia hyötyjä. Tärkein taloudellinen hyöty liittyy EU-keskeiseen periaatteeseen, eli sisämarkkinoiden vahvistamiseen ja työvoiman ja pääoman vapaaseen liikkuvuuteen. Yhteinen raha ja siihen liittyvät instituutiot osaltaan lisäävät euromaiden taloudellista keskinäisriippuvuutta.

Euroalueen pitkän aikavälin yhtenäisyys paranee, jos kaikki sen jäsenmaat ja niiden kansalaiset kokevat saavansa yhteisestä rahasta taloudellista hyötyä.

Yhtäältä on tarkasteltava erikseen taloudelliselta asemaltaan vahvoja euroalueen maita ja heikkoja euroalueen maita. Toisaalta on eroteltava toisistaan nykyisen eurokriisin hoitamiseen liittyvät taloudelliset vaikutukset, tulevaisuudessa kunkin euromaan erikseen kohtaamat taloudelliset suhdannehäiriöt ja eri jäsenmaiden pitkän aikavälin kehitystrendit.

Esimerkkinä edellä olevan jaottelun tarkoituksenmukaisuudesta on Suomen EMU-keskustelu 1990-luvun puolivälissä. Keskustelun yhtenä lähtökohtana oli, että Suomi suhdanneherkkänä ja häiriöalttiina maana voisi saada taloudellista vakautta euroon liittyessään. Suomen EMU-jäsenyyden 15-vuotinen jäsenyys on osoittanut, että Suomi, kuten euroalueen ulkopuolelle jäänyt Ruotsi, ovat olleet vahvoja kansantalouksia, jotka eivät juuri turvaa suhdanneluontoisesta turbulenssista ole tarvinneet. Sen sijaan taloudeltaan heikoille euromaille, kuten Kreikalle, eurojäsenyys on tuonut liiallistakin vakautta aina eurokriisiin asti. Heikot maat pystyivät velkaantumaan ilman markkinapaineita alhaisella lainakorolla. Seurauksena näyttää olevan pitkä rakenteellinen sopeutuminen Kreikassa. Toisin kuin 15 vuotta sitten yleisesti ajateltiin, yhteinen raha itsessään ei pakota talouksia konvergoitumaan. Kunkin jäsenmaan on omilla toimenpiteillään ja talouden rakenneuudistuksillaan pidettävä kilpailukyvystään huolta.

Lyhyen historian valossa keskeistä euroalueen yhtenäisyydelle on jäsenmaiden pitkän aikavälin taloudellinen kehitys. Jos euromaiden talouskehitys yhtenäistyy, konvergoituu, jäsenmailla on mahdollista sopia euroalueen yhtenäisyyttä lisäävistä institutionaalisista uudistuksista. Jos taas eri jäsenmaiden talouskehitys erkanelee toisistaan, institutionaalisista uudistuksista ja niiden toimenpanosta sopiminen vaikeutuu.

Euro on kiistatta kaikissa EU-jäsenmaissa varsin poliittinen asia.

Joidenkin nykyisten jäsenten eroa eurosta seuraavien kymmenen vuoden aikana ei voida sulkea pois. On myös varsin mahdollista, että euroalueeseen liittyy uusia maita. Euroon liittyvät poliittiset tekijät rajataan tämän tarkastelun ulkopuolelle.

#### 1.4

### **Eurojäsenyyden hyödyt ja haitat eroavat kansantalouden vahvuuden mukaan**



Tutkimuksessa tarkastellaan euroalueen kehitystä pienen maan näkökulmasta. Mahdollisuuksien mukaan pyritään haarukoimaan pienen maan taloudellisia hyötyjä ja haittoja eurojäsenyydestä. Yhtäältä tarkastellaan nykyistä eurokriisiä, jonka on arvioitu kestävän vielä viisi vuotta. Nyt oltaisiin eurokriisin puolivälissä. Pohdittaessa, onko euroalue optimaalinen valuutta-alue, on tarkasteltava erikseen yksittäisiin jäsenmaihiin aina aika-ajoin kohdistuvia epäsymmetrisiä shokkeja ja euroalueen pidemmän aikavälin rakenteellista kehitystä.

Talospoliittisessa keskustelussa 2000-luvun taitteessa usein esitettiin yhteisen rahan, euron, itsessään johtavan kehitykseen, jossa jäsenmaiden kansantaloudet yhtenäistyisivät. Tuottavuuden kasvu olisi keskimääräistä nopeampaa alhaisen elintason maissa.

Euroalueen hyötyjä ja haittoja on haarukoitu erikseen taloudenpidoltaan vahvan maan ja heikon maan näkökulmasta (katso yhteenveto, taulukko 3). Keskeinen tarkasteltava asia on euron arvo suhteessa dollariin ja korkotasoon. Valuuttakurssi määräytyy euroalueen keskimääräisen taloustilanteen perusteella.

Vahvan talouden näkökulmasta heikohko euron arvo ja alhainen korkotaso mahdollistavat maan kilpailukyvyyn säilymisen hyvänä. Heikon euromaan näkökulmasta vahvahko euron arvo yhdessä keskimääräistä korkeamman korkotason kanssa luo haastetta kilpailukyvyyn säilymiseen. Eurojäsenyys tuo heikolle maalle vakautta ja turvaa ulkoisia häiriöitä vastaan. Valuuttakurssi- ja korkoturbulenssit ovat normaalioloissa epätodennäköisiä. Jos heikko maa ei kykene säilyttämään kilpailukykyään, aika ajoin maa joutuu palauttamaan kilpailukykyään sisäisen devalvaation keinoin. Vahvalle taloudelle eurojäsenyys ei välttämättä tuo suhdannetasauksen osalta niin näkyviä hyötyjä kuin heikolle taloudelle.

# 2

## EUROALUEEN TIE KRIISIIN

### 2.1.

#### **Kriisimaiden vaihtotaseen ja julkisen talouden krooninen alijäämä johti velkakriisiin**



Finanssikriisistä alkanut eurokriisi on jatkunut lähes kolme vuotta. Tänä aikana euroalueen tukipaketteja ovat saaneet Kreikka (2010), Irlanti (2010), Portugali (2011) ja Kreikka (2012). Vuoden 2013 talouskasvu jäänee euroalueelle vaatimattomaksi. Uhkana on, että koko 2010-luku on euroalueella menetetty vuosikymmen.

Ero edelliseen vuosikymmeneen on huomattava. Euroalueen talous kasvoi 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä nopeasti. Eri euromaat lähestyivät myös taloudellisesti toisiaan; tapahtui taloudellista yhdentymistä eli konvergoitumista. Kansantuote kasvoi nopeimmin niissä euroalueen maissa, joissa henkilöä kohden laskettu kansantuote oli keskimääräistä alhaisempi.

Euroalueen talouksien yhentyminen, konvergoituminen, tapahtui valitettavasti velkavetoisesti. Useimmissa nykyisissä kriisimaissa vaihtotase oli alijäämäinen. Useita vuosia jatkuva krooninen vaihtotaseen alijäämä velkaannuttaa asteittain kansantalouden. Kansantalouden ylivelkaantuminen johtaa joko samanaikaisesti tai aikaviiveellä julkisen talouden ylivelkaantumiseen. Kansainväliset rahoitusmarkkinat kiinnittivät huomiota euromaiden velkaantumiseen finanssikriisin jälkeen.

Kriisimaiden velkaantumisen mahdollisti eri euromaiden korkojen yhentyminen. Vuosina 2000-2008 eri maiden joukkovelkakirjalainojen korkoerot käytännössä hävisivät. Rahoitusmarkkinat tulkitsivat euroalueen yhtenäiseksi valuutta-alueeksi, jossa ei ole merkittäviä maakohtaisia taloudellisia riskejä. Kansantalouden velkaantumisen, eli vaihtotaseen kumulatiivisella alijäämällä, erikseen tai yhdessä julkisen velan kansantuoteosuuden kasvun kanssa ei näyttänyt olevan merkitystä.

Kriisimaiden vaihtotaseiden kumulatiivinen alijäämä, varsinkin jos

se on johtunut yksityisen sektorin velkaantumisesta, on ollut yhteydessä pankkien lainanannon kasvuun. Kriisimaiden kansallisten pankkien ohella myös joidenkin muiden euroalueen maiden pankit ovat rahoittaneet kriisimaiden yksityisen sektorin velkaantumista. Saksalaisilla ja ranskalaisilla pankeilla on ollut runsaasti saatavia kriisimaista. Euroalueen velkakriisin ohella voidaan puhua pankkikriisistä. Velkakriisi on aina sekä lainan antajien että lainanottajien ongelma. Syy-seuraussuhdetta velkojien ja velallisten välillä ei aina ole helppo löytää.

Eurokriisin yhteydessä eri maiden korkoerot repesivät hallitsemattomaksi. Vuoden 2011 aikana Kreikan, Irlannin ja Portugalin 10 vuoden joukkovelkakirjojen lainakorot ovat olleet yli 10 prosenttia. Espanjan ja Italian lainakorot ovat olleet lähellä seitsemän prosentin rajaa. Sen on tulkittu olevan raja, jonka jälkeen maan on haettava tukipakettia toisilta euromailta. Samanaikaisesti Saksan joukkolainojen korot ovat laskeneet lähelle nolaa. Euroopan keskuspankki ja euroalueen keskuspankkijärjestelmä ovat pyrkineet laskemaan kriisimaiden korkoja ostamalla näiden maiden joukkovelka-kirjoja.

Finanssikriisin jälkeen talouskasvu on ollut euroalueilla hyvin epäyhtenäistä. Kriisimaissa kansantalous on supistunut jo useamman vuoden ajan. Kansantalouden supistuessa työllisyys on heikentynyt. Kriisimaissa julkisen talouden tasapainottamistoimet – veronkorotukset ja julkisten menojen leikkaukset – ovat osaltaan pahentaneet työttömyyskehitystä. Kreikan ja Espanjan työttömyysaste on syksyllä yli 20 prosenttia. Kansantalouden sopeutusprosessiin kuuluu myös palkkojen alentuminen tai ainakin palkkojen nousuvauhdin hidastuminen.

## 2.2

### **Pankki- vai vaihtotasekriisi? Molemmat**



Viimeaikaisessa talouspoliittisessa keskustelussa on korostettu pankkien keskeistä asemaa kriisin syynä. Varsinkin Irlannin kohdalla tämä pitää paikkansa. Irlannin pankkisektori otti liian suuria riskejä laajentuessaan kansainvälisesti ja kasvaessaan Irlannin kansantalouteen verrattuna kohtuuttoman suureksi. Irlannin valtio joutui finanssikriisin jälkeen kantaamaan pankkien vastuita. Tämä aiheutti Irlannin valtion velkaantumisen ja

tarpeen kääntyä euroalueen tukipakettien puoleen.

Espanjassa pankkien asuntorahoitus kasvoi 2000-luvun voimakkaasti. Tämän seurauksena rakentaminen lisääntyi voimakkaasti ja asuntojen hinnat nousivat nopeasti. Kohonneet asuntojen ja kiinteistöjen hinnat lisäsivät kotitalouksien ja yritysten varallisuutta. Kohonneita vakuusarvoja käytettiin edelleen uusien lainojen vakuutena. Syntyi asuntojen ja kiinteistöjen hintakupla.

Kriisimaiden, etenkin Kreikan, Espanjan ja Portugalin, velkaantumista, eli vaihtotaseen alijäämää, rahoittivat myös näiden maiden kansallisten pankkien ohella merkittävästi myös saksalaiset ja ranskalaiset pankit. Pankkisektoria onkin pyritty kriisin aikana säännöstelemään aikaisempaa enemmän. On ollut pankkien stressitestejä, on vaadittu pankkien vakavaraisuuden parantamista, ollaan suunnittelemassa rahoitusmarkkinaveroa, ollaan ohjaamassa euromaiden tukea EVM:n kautta suoraan espanjalaisille pankeille ja EKP ja euroalueen pankkijärjestelmä on pyrkinyt antamaan kriisimaiden pankeille edullista rahoitusta.

Pankkien roolin korostaminen kriisin syynä on kuitenkin vain osatotuus. Liiallisen velkaantumisen syynä on aina holtiton sekä lainan anto että lainan otto. Pankit menestyvät myös lähes aina huonosti silloin, kun kansantalous voi huonosti.

Suomen kokemukset 1980- ja 1990-luvuilta ovat opettavaisia. Suomen viennin osuus bruttokansantuotteesta laski historiallisen alhaiseksi 1980-luvun lopussa. Vaihtotase oli alijäämäinen ja kansantalous velkaantui nopeasti. Julkinen talous oli ylijäämäinen ja julkinen velka nykypäivän mittapuun mukaan olematon. Rahamarkkinoiden säännöstelyn purkautuminen ja korkotason lasku sai suomalaiset kotitaloudet ja yritykset ottamaan sekä kotimaista ”markkalainaa” että ulkomaista ”valuuttalainaa”. Neuvostoliiton hajoaminen oli Suomen suuren laman laukaiseva tekijä. Taustasyynä ja keskeisenä tekijänä oli kuitenkin vaihtotaseen krooninen alijäämä. Myös suomalaisilla pankeilla oli merkittävä osuus suuren laman synnyssä.

Suomen taloushistoriassa on useita esimerkkejä vaihtotaseen kumulatiivisen alijäämän aiheuttamista kansantalouden ulkoisen tasapainottomuuden ongelmista. Ne, yleensä noin kymmenen vuoden välein, ratkottiin ulkoisella devalvaatiolla. Rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn aikana yksityisten pankkien rooli näiden kriisien syynä ei voinut olla merkittävä.

Vaihtotaseen ollessa alijäämäinen viennin arvo on pienempi kuin tuonnin arvo. Tämä ei välttämättä ole pankkien syytä. Seuraava esimerkki kuvaa vaihtotaseen alijäämää, joka ei ole pankkien vika. Voi hyvin käydä niin, että maan vienti vähenee ja tuonti kasvaa, jos maan kansalaiset siirtyvät ostamaan kotimaisen tuotteen (esimerkiksi matkapuhelimen) sijasta samaa ulkomaista tuontituotetta. Tämän seurauksena vaihtotase heikkenee.

Suomalaisen yrityksen kannattavuus heikkenee ja se joutuu irtisanoamaan työntekijöitään. Paheneva työttömyys lisää pankkien luottotappioriskiä ja heikentää julkisen talouden tasapainoa. Valtio joutuu tasapainottamaan julkista taloutta verotusta kiristämällä ja menoja karsimalla. Kansantalouden kasvu alkaa heiketä.

Kansantalouden kasvun hidastuminen vähentää kotitalouksien ja yritysten lainaottotarvetta. Jos kansantalouden supistuminen voimistuu, asuntojen ja kiinteistöjen hinnat saattavat kääntyä laskuun. Pankkeille ja niiden asiakkaille syntyy vakuusongelmia. Konkurssien määrän lisääntyminen vaikeuttaa pankkien tilannetta edelleen. Tässä esimerkissä pankit eivät olleet syyllisiä. Pankkien ongelmat johtuivat kansantalouden ongelmista. Ne syntyivät esimerkissä vaihtotaseen vajeesta.

### 2.3

## Kansainväliset rahoitusmarkkinat unohtivat vaihtotase-ajon



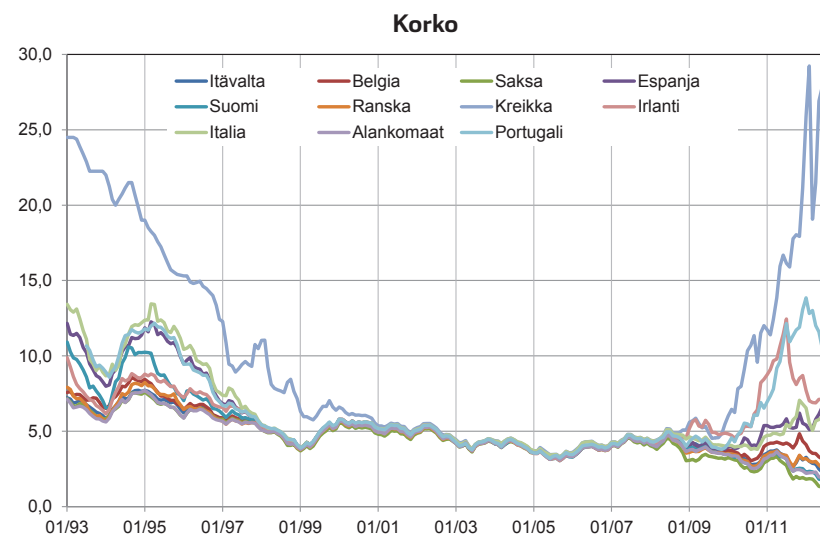
Eri maiden joukkovelkakirjojen korkoerot olivat merkittäviä ennen euron käyttöönottoa. Euron käyttöönoton jälkeen korkoerot supistuivat olemattomiin (kuvio 1). Rahoitusmarkkinat tulksivat kaikki euromaat taloudellisesti lähes yhtä vahvoiksi kuin Saksa. Rahoitusmarkkinat arvioivat yhteisen rahan merkittävän taloudellista yhdentymistä euroalueelle. Tavaroiden, palvelujen, pääoman ja työvoiman vapaan liikkuvuuden arveltiin lisäävän talouskasvua tuottavuudeltaan ja palkkatasoltaan alhaisemmissa Etelä-Euroopan maissa. Pääomaa virtasi Etelä-Euroopan maihin.

Etelä-Euroopan maiden alhainen korkotaso mahdollisti velkarahoituksen talouskasvun. Vaihtotaseen alijäämiin eli kansantalouksien velkaantumiseen ei kiinnitetty riittävää huomiota. Velkarahoitteinen talouskasvu paransi 2000-luvun alkupuoliskolla julkisen talouden tasapainoa tai ainakin ehkäisi julkisen talouden tasapainon heikkenemistä. Tilanne muuttui

finanssikriisin jälkeen. Kansantalouksien velkavetoisen talouskasvun hiipuminen toi esiin ja heikensi julkisen talouden tasapainoa. Vertailumaiden joukkovelkakirjojen korkoerot ovat 2010-luvun alussa yhtä suuret kuin 1990-luvun puolivälissä.

Yhteinen raha ei ole muuttanut rahoitusmarkkinoiden käyttäytymistä pysyvästi. Vahvan kansantalouden ja julkisen talouden maa saa kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta lainaa matalammalla korolla kuin heikon kansantalouden ja julkisen talouden maa. Tämä periaate on hyvä nykyisessä eurokriisissä että euroalueella pysyvästikin.

Eurokriisi on lisännyt epävarmuutta ja hermostuneisuutta euroalueella merkittävästi. Se on voimistanut kriisimaiden korkojen heilahteluita. Poliittisen päätöksenteon vaatima aika ja päätöksenteon mutkikkuus ovat myös lisänneet rahoitusmarkkinoiden epävarmuutta. Euromaiden korkoerot ovat kasvaneet kahdesta syystä. Euroalueen sisällä pääomia on virrannut euroalueen vahvoihin talouksiin. Tämä on laskenut näiden maiden korkotasoa. Kriisimaat ovat kokeneet yksityisen sektorin pääomapakoa. EKP:n ja Euroopan pankkijärjestelmän epätyypilliset toimet – kriisimaiden pankkien hätälainoitus (LTRO) ja kriisimaiden velkakirjojen ostot jälkimarkkinoilta – ovat toisaalta alentaneet kriisimaiden korkotasoa.



**Kuvio 1.** Vertailumaiden 10-vuoden joukkovelkakirjalainojen korot vuosina 1993-2011. Lähde: Euroopan keskuspankki.

# 3

## EUROOPAN UNIONIN JA EUROALUEEN KEHITTYMINEN

EVA-julkaisussa ”EU:n ajolähtö -kriisiunionista yhteisvastuun unioniin?” (Vihriälä, 2012) on analysoitu erinomaisesti niitä poliittisia päätöksiä, joita eurokriisin aikana on tehty. Julkaisussa arvioidaan myös mahdollisia tulevia poliittisia päätöksiä. Koska Vihriälän tarkastelu on tuore ja kattava, ei sitä ole tässä yhteydessä tarpeellista toistaa. Ohessa esitellään tiivistetysti keskeiset euroalueen tulevaisuuteen liittyvät päätökset.

Nykyisten päätöskien mukaan pysyvän Euroopan rahoitusvakausmekanismin, EVM, tukikatto on 500 miljardia euroa. Koska EVM:n rahoitukseen liittyy ”ylitakauksen” mahdollisuus (jos osa jäsenmaista ei pysty vastaamaan omista sitoumuksistaan), EVM:n yhteenlasketun takausvastuun arvioidaan olevan 700 miljardia euroa.

Euroopan unionin budjetin koko on tällä hetkellä noin prosentti jäsenmaiden yhteisestä bruttokansantuotteesta. Tulevien vuosien aikana on painetta kasvattaa budjetin kokoa, vaikka se aiheuttaa ristiriitoja. Jos euroalueen jäsenmaiden talouskehitys erkaantuu toisistaan, pohjoiset jäsenmaat kasvavat nopeammin kuin eteläiset jäsenmaat, yhteinen budjetti voi jopa kaksinkertaistua seuraavien 15 vuoden aikana.

Euroopan komission valvontaa ja ohjausta jäsenvaltioiden julkisen talouden tasapainottamisessa on lisätty. Finanssipolitiikan osalta tärkeimmät uudistukset koskevat julkisten menojen kasvua, julkisen velan bruttokansantuoteosuutta ja sanktioita niille jäsenmaille, jotka eivät sopeuta julkista talouttaan sovitulla tavalla.

Julkiset menot eivät saa kasvaa nopeammin kuin komission arvio talouden keskipitkän aikavälin kasvuvauhdista ilman, että menot katetaan verotusta kiristämällä. Yli 60 prosentin bruttokansantuotteesta ylittävän velan BKT-osuuden tulee supistua 1/20 osa vuodessa vallitsevan velkasuhteen ja tavoitteellisen 60 prosentin velkasuhteen erotuksesta. Euromaat joutuvat tekemään korottoman talletuksen (0,2 prosenttia



bruttokansantuotteesta), jos niiden julkisen velan bruttokansantuoteosuus ylittää 60 prosenttia tai julkisen talouden alijäämä ylittää 3 prosenttia bruttokansantuotteesta. Jäsenmaiden on kirjattava julkisen talouden tasapainokriteereitä omiin lainsäädäntöihinsä.

Komission hyväksytyn ehdotuksen mukaan euroalueen pankkivalvonta järjestetään EKP:n yhteyteen. EKP:llä on ehdotuksen mukaan valvoa kaikkia euroalueen pankkeja yhdessä jäsenmaiden omien pankkivalvontaviranomaisten kanssa. Komissio valmistelee myös euroalueen yhteistä talletussuojaa ja pankkien kriisinhallintaa, jonka avulla vaikeuksiin joutuneita pankkeja voitaisiin uudelleenjärjestellä. Tämä vaatii Euroopalaista organisaatiota ja rahoitusresursseja. Valtion rahoittama ja sen takuulla toimiva vakuusrahasto hoiti Suomessa tämän tehtävän 1990-luvun pankkijärjestelyissä. Jos euroalueen jäsenmaiden talouskehitys erkaantuu toisistaan, euroalueen yhteisvastuu voi kasvaa myös pankkiunionin kautta seuraavien 15 vuoden aikana.

### 3.1

## Yhteinen raha – yhteinen politiikka?



Optimaalisen valuutta-alueen käsitteellä viitataan tyypillisesti Mundellin (1961) luomaan teoreettiseen viitekehykseen nimellisen valuuttakurssisopeutuksen haitoista ja hyödyistä. Kun euroaluetta muodostettiin, euroalueen ei yleisesti katsottu olevan optimaalinen valuutta-alue. Valuuttaunionin mahdollisuuksiin parantaa taloudellista hyvinvointia euro-alueella suhtauduttiinkin tästä syystä varovaisesti.<sup>1</sup>

Rahaliitto poistaa valuutanvaihtotarpeen ja tulevaan valuuttakurssin arvoon liittyvän epävarmuuden. Tästä lähtökohtaisesti seuraa maiden välisen kaupan kasvu. Valuutanvaihtokustannuksien suuruudeksi komissio arvioi 1990-luvun alussa noin 0,5-1 prosenttia Euroopan unionin BKT:sta. Euron käyttöönoton on yleisesti arvioitu kasvattaneen kauppaa rahaliiton maiden välillä noin 20 prosenttia verrattuna tilanteeseen, jossa kussakin maassa olisi ollut käytössä oma valuutta.<sup>2</sup>

Valuuttaunionin suhdanneluonteisten hyötyjen ja haittojen arvioinnissa keskeinen oletus on hinta- ja nimellispalkkajäykkyydet, joiden seurauksena talous ajautuu epätasapainotiloihin (työttömyyteen). Hintojen ja palkkojen joutaessa hyvin huonosti alaspäin, talouden pitää pystyä

sopeutumaan laskukauteen muulla tavoin, jos työttömyyden kasvua halutaan hillitä.

Mundellin analyysin keskiössä oli työvoiman liikkuvuus eri maiden välillä. Gáková ja Dijkstran (2008) mukaan ainoastaan 0,14 prosenttia EU:n työikäisestä väestöstä muutti työn perässä EU maiden välillä.<sup>3</sup> Asuinpaikan vaihtamiseen työpaikan perässä liittyy aina suuria kustannuksia varsinkin sellaisissa maissa, joissa omistusasuminen on keskeinen asunnonhallintamuoto.<sup>4</sup> Nettomuuttoliike onkin kohtuullisen alhainen myös esimerkiksi Yhdysvalloissa.<sup>5</sup>

Tärkein suhdanneluonteinen sopeutumismekanismi ovatkin julkisen sektorin toimenpiteet. Rahapolitiikan osalta keskeinen haaste on yhteisen rahapolitiikan sopivuus kaikille jäsenmaille, joiden suhdannetilanne voi ulkoisista tai sisäisistä syistä olla hyvin erilainen. Lisäksi yksittäiselle jäsenmaalle ei rahaliitossa ole enää mahdollista saada valtion alijäämille suoraa rahoitusta keskuspankista niissä tilanteissa, joissa setelirahoitus ei välittömästi kiihdyttäisi inflaatiota (inflaatio-odotuksia).

Keskuspankkirahoituksen mahdollisuuden poistuminen uhkaa yhteisvaluuttaa käyttävien valtioiden rahoituksen saatavuutta sellaisessakin tilanteessa, jossa valtion kyky vastata veloistaan ei sinällään olisi vaarantunut. Koska valtioiden velkakirjojen merkittäviä omistajia euroalueella ovat pankit, valtion ongelmista vastata veloistaan seuraa lähes vääjäämättä vaikeuksia myös pankeille. Pahimmillaan ajaututaan tilanteeseen, missä sekä valtio että merkittävä osa maassa toimivista pankeista ajautuu konkurssiin.

Keskeinen hyöty yhteisestä rahapolitiikasta on keskuspankin toiminnan uskottavuuden parantuminen niissä maissa, joissa oman keskuspankin uskottavuus ei ole ollut korkealla tasolla. Euroopan keskuspankki on onnistunut vakiinnuttamaan inflaatio-odotukset euroalueella tavoitteensa mukaisesti hiukan kahden prosentin inflaatiovauhdin alle. Uskottava rahapolitiikka on toki mahdollista luoda ilman rahaliittoakin takaamalla keskuspankille riittävä itsenäisyys, mutta rahaliittoon osallistuminen heikentää jo määritelmällisesti yksittäisen valtion poliittisen johdon mahdollisuuksia vaikuttaa keskuspankin toimintaan.

Rahaliiton myötä jäsenmailta poistuu mahdollisuus valuuttansa devalvoimisen avulla sopeutua makrotaloudellisiin ongelmiin. Devalvaatio keventää rahapolitiikkaa verrattuna tilanteeseen, jossa kansantalous taiste-

lee valuutan heikentymistä vastaan. Devalvaatio yksittäisenä toimenpiteenä lähtökohtaisesti lisää myös maan vientihyödykkeiden kysyntää lyhyellä aikavälillä palkkajäykkyyksien vuoksi, mutta altistaa samalla kiihtyvälle inflaatiolle.<sup>6</sup>

Kilpailijamaat päätyvät usein myös devalvoimaan oman valuuttansa parantaakseen vuorostaan omaa kilpailukykyään. Tästä Suomen ja Ruotsin devalvaatiohistoria on esimerkkinä. Jos devalvaatiokierteeseen ajautuneet maat muodostavat rahaliiton, ne voivat saavuttaa lopulta saman tuotannon tason alhaisemmalla inflaatiolla.<sup>7</sup>

Devalvaatiomahdollisuuden poistuminen kansantalouksien työkalupakista nostaa keskeiseksi sopeutumismekanismiksi palkkojen alentamisen talouden laskukauden aikana. Jos rahapolitiikan liikkumavara ei ole yksittäisen kansantalouden tarpeisiin nähden riittävä, jos ei ole kysyntää elvyttävää finanssipolitiikkaa ja/tai ulkoista vahvaa kysyntää vientituotteille, kansantalous supistuu. Tuotannon supistuminen johtaa työllisyyden heikkenemiseen, elleivät palkat joustaa.

Ilman elvyttävän finanssipolitiikan mahdollisuutta tuotannon vaihtelut kasvavat. Finanssipolitiikkaan liittyy rahaliitossa kuitenkin monia haasteita. Ensinnäkin keskuspankin voi olettaa antavan päätöksenteossaan suuremman painon inflaatiolle koko rahaliiton alueella kuin kansalliset hallitukset, jotka vuorostaan painottavat enemmän tuotannon tasoa omassa kansantalouudessaan.<sup>8</sup> Jos kansallista finanssipolitiikkaa ei millään muotoa rajoiteta, lopputuloksena kilpailuasetelmasta voi olla kaikkien toimijoiden tavoitteiden kannalta haitallinen ääriatkaisu. Inflaatiosta voi lopulta siis muodostua keskuspankin tavoitteita alhaisempi ja tuotannon taso hallitustenkin näkökulmasta makrotaloudellista vakautta uhkaavan korkealle tasolle.<sup>9</sup>

Toisekseen kansallinen finanssipolitiikka ei ota huomioon finanssipolitiikan vaikutuksia koko rahaliiton korkotasoon. Mitä integroidummat rahoitusmarkkinat ovat, sitä vähemmän kansallisella päätöksenteolla on vaikutusta korkotasoon. Kolmanneksi, jos kansallinen päätöksenteko ei vaikuta jäsenmaan velkojen korkojen riskipreemioon, ajaututaan lopulta tilanteeseen, jossa valtiolla on vain vähäiset kannustimet ylläpitää finanssipolitiikkaa kuria. Rahaliiton vakauden turvaaminen pakottaa keskuspankin ja/tai muut jäsenmaat lopulta ottamaan vastuun vaikeuksiin ajautuneen maan veloista.

Jotta rahaliitosta muodostuisi vakaa, rahaliiton rakenteiden pitää olla niin vahvat, että niiden kestävyttä ei kyseenalaisteta pitkän ja syvän lamankaan aikana. Rahaliiton vakauden kannalta olisi ensiarvoisen tärkeää sellaisen finanssipolitiittisen järjestelmän luominen, joka mahdollistaisi vastasyklisen finanssipolitiikan ilman vakavia moraalikatoon liittyviä ongelmia. Vaihtoehtoina on luoda sellaiset puitteet kansalliselle finanssipolitiikalle, että se ei vaaranna rahaliiton vakautta tai sitten luoda ylikansallisen finanssipolitiikan malli.

1. Tästä ajattelusta hyvä esimerkki Eichengreen (1993).
2. Baldwin (2006) ja Frankel (2010).
3. Luvut ovat vuodelta 2006 ja koskevat koko EU:ta. Pysyviä syitä alhaiseen muuttoliikkeeseen ovat kulttuuri ja kielierot.
4. Taloudellisten kustannusten lisäksi muuttamiseen voi liittyä merkittäviä sosiaalisia kustannuksia.
5. Yhdysvaltojen tilannetta on tarkasteltu lähemmin tietolaatikossa 1.
6. Vaikutukset vaihtotaseen riippuvat mm. yritysten hinnoittelupäätöksistä ja niiden käyttämästä hinnoitteluväluutasta. Tämän lisäksi keskeinen vaikuttava tekijä on vienti- ja tuontikysynnän hintajousten suhde.
7. Olennaista ei ole ainoastaan inflaation taso vaan myös inflaation vaihtelun synnyttämä inflaatoriskipreemio koroissa, joka nostaa reaalikorkoa.
8. Tässä asetelmassa finanssipolitiikasta voi tulla myös yleisimminkin hintatasoa määrittävä tekijä.
9. Dixit ja Lambertini (2001) mukaan rahaliiton tapauksessa ongelmana ydin on tässä asetelmassa politiikkatavoitteiden politiikkainstrumentteja suurempi määrä.

## Yhdysvallat on myös suhdanneunioni

Yhdysvallat poikkeaa monin tavoin Euroopan unionista. Olennaisin ero EU:n ja Yhdysvaltojen välillä on poliittisen sitoutumisen taso. Vaikka EU:n ja Yhdysvaltojen välillä on monia eroja, on hyödyllistä tutkia niitä taloudellisia järjestelyjä, jotka tekevät Yhdysvalloista vakaan rahaliiton.

### Liittovaltion verot ja tulonsiirrot toimivat vakauttajina

Työkäisen (15–64 vuotta) väestön vuotuinen muuttoliike osavaltioiden välillä on noin 2 prosenttia (Gáková ja Dijkstra, 2008). Noin puolet muutoista liittyi työmarkkinatilanteeseen. Nettomuutto osavaltioiden välillä on kuitenkin vain noin puolen prosentin luokkaa. Muuttoliike ei ole siis kovinkaan merkittävä tasapainottava tekijä Yhdysvalloissa.

Suuri osa kotitalouksien tulonmuodostukseen vaikuttavasta julkisesta päätöksenteosta tehdään osavaltio- ja aluehallintotasolla. Paikallishallintojen ja osavaltioiden kulutus on reilut 40 % koko julkisen sektorin kulutuksesta. Yhdysvaltojen liittovaltio ei pyri pysyvien tuloerojen tasaamiseen vastaavalla tavalla kuin esimerkiksi Saksan liittovaltio (Bordo ym. 2012).

Suhdanneluonteiset tulonsiirrot voivat olla seurausta automaattisten vakauttajien toiminnasta tai tapauskohtaisesti päätettävistä elvyttävistä finanssipoliittisista toimenpiteistä. Liittovaltion automaattiset vakauttajat on arvioitu Yhdysvalloissa vähentävän tyypillisen shokin negatiivista vaikutusta kotitalouksien käytettävissä olevaan tuloon 25–35 prosenttia riippuen mm. laskelmien oletuksista työttömyyden jakautumisesta kotitalouksien välillä.<sup>10</sup> Merkittävin vakauttava elementti Yhdysvalloissa on liittovaltion verot, mikä on paljolti seurausta liittovaltion verojen korkeasta osuudesta (noin 2/3-osaa) koko verokertymästä. Työttömyyskorvausten merkitys työttömyyden negatiivisten vaikutusten lieventämisessä arvioidaan useimmiten huomattavan pieneksi.<sup>11</sup>

Finanssikriisin seurauksena liittovaltio avusti vuosina 2009 ja 2010 kumpanakin vuonna osavaltioita ja paikallishallintoja noin 500 miljardilla dollarilla (3,5% BKT:sta), josta 75 prosenttia käytettiin niiden toiminnasta syntyneiden alijäämien rahoittamiseen eikä varsinaisiin uusiin elvytysprojekteihin. (CBO) USA:n liittovaltion koko kulutuksen suuruus on noin 3500 miljardia dollaria, joka on runsas viidennes BKT:sta.

Yhdysvaltojen systeemin keskeinen piirre suhdannetasoittamisen suhteen on liittovaltion verojen korkea osuus kokonaisveroista, pienet liittovaltioiden väliset automaattiset tulonsiirrot ja tarvittaessa merkittävät päätösperäiset elvyttävät toimenpiteet, jotka tasaavat tuloja osavaltioiden välillä.

### Alijäämä säännöt USA:ssa

Yhdysvaltojen liittovaltion lainsäädäntö ei edellytä alijäämäkieltoja. Vermonttia lukuun ottamatta kaikilla osavaltioilla on kuitenkin jonkinlainen tasapainoisen budjetin sääntö. Wallis and Weingast (2008) korostavat osavaltioiden no-bailout sääntöjen sisäsynnytyistä luonnetta. Valtaosa Yhdysvaltojen alijäämä säännöistä on syntynyt osavaltioiden äänestäjien vaatimuksesta 1800-luvulla tapahtuneiden konkurssien jälkeen. Sisäsynnytyiset säännöt ovat ajanoloon synnyttäneet kurinalaisen finanssipoliittisen kulttuurin. Tällä on positiivinen vaikutus alijäämä sääntöjen uskottavuuteen, koska yksittäisen osavaltion lipeäminen ei aseta kaikkien sitoutumista kyseenalaiseksi, kuten helposti käy keskitetysti synnytettyjen sääntöjen tapauksessa. Olennaista onkin poliittisen sitoutumisen taso eikä itse alijäämä sääntöjen tarkka sisältö.

Yhdysvalloissa uskottavimmat alijäämä säännöt ovat osavaltioissa, jotka ovat muutenkin fiskaalisesti konservatiivisimpia (Briffault, 1996). Tasapainoista budjettia voi toki helposti kiertää tekemällä liian optimistisia talousennusteita. Olennaista on, että näin kertynyttä alijäämää ei saa siirtää eteenpäin, vaan se on katettava seuraavan vuoden budjetista (Hou ja Smith, 2009).<sup>12</sup> Lisäksi liittovaltion tason poliittinen kulttuuri tosiasiallisesti estää pelastusohjelmat, mikä pakottaa osavaltiot ratkaisemaan ongelmansa lopulta sisäisesti. Yhdysvalloissa osavaltioiden harjoittama finanssipoliittikka onkin selvästi myötäsyklisiä (Kasperek, 2011).

Osavaltioiden ja paikallishallinnon velka oli yhteensä 2,45 triljoonaa vuonna 2010 (16,7 prosenttia BKT:sta). Osavaltioiden ja paikallishallinnon veloista valtaosa on otettu infrastruktuurihankkeiden rahoittamiseen ja niistä kertyvä tulovirta vastaa osasta velasta. Pankkien hallussa on ainoastaan 8,6 prosenttia osavaltioiden veloista, mikä osaltaan pienentää riskiä velanhoidon ongelmien aiheuttamista vakavista makrotaloudellisista ongelmista (Henning ja Kessler, 2012).

Osavaltioita ei ole mennyt konkurssiin toisen maailmansodan jälkeen. Yhdysvalloissa konkurssiin menneet julkiset yhteisöt ovat olleet toisen maailmansodan jälkeen kaupunkeja (esim. Bridgeport, Miami ja Orange County). Osavaltioiden luottoluokitus on Standard&Poor'in luokituksen mukaan pääosin parasta mahdollista (AAA), mutta esimerkiksi Kalifornian luottoluokitus on tasolla A-.<sup>13</sup>

Samaan aikaan kuin euroalueen valtioiden velkakirjojen korkotaso oli hyvin yhtenäinen viime vuosikymmenellä, Yhdysvaltojenkaan osavaltioiden korkoerot olivat samaan aikaan suurimmillaan vain noin 50 korkopistettä.<sup>14</sup> Finanssikriisin koitellessa Yhdysvaltoja pahiten vuoden 2009 aikana korkoerot nousivat vähän yli kahteensataan pisteeseen, jonka jälkeen ne ovat alkaneet kaventua.

## 3.2 Kansallinen finanssipolitiikka



Euroalueen lähtökohta on ollut kansallinen finanssipolitiikka. Suhdanteita taasoittavat toimenpiteet ovat joko automaattisten vakauttajien toimintaan liittyviä tai tapauskohtaisesti päätettäviä elvyttäviä finanssipoliittisia toimenpiteitä.

Automaattisten vakauttajien merkitys vaihtelee paljon eri euromaiden välillä. Dollsin ym. (2012) mukaan koko euroalueen keskiarvona automaattiset vakauttajat pienentävät tyypillistä shokkia 49 prosenttia.<sup>15</sup> Merkittävin osa vaikutuksesta tulee työttömyyskorvausten muodossa. Verojen vaikutus on keskimäärin noin 15 prosenttia.<sup>16</sup> Euroalueella automaattiset vakauttajat ovat suurimmillaan Saksassa, jossa shokit pienenevät niiden toimesta 62 %. Suomen osalta vastaava luku on 52 %.<sup>17</sup> Suomen vain jonkin verran euroalueen keskiarvoa suurempi vakauttamisvaikutus selittyy lähinnä sillä, että työttömyyskorvausjärjestelmä ei ole eurooppalaisittain tarkasteltuna erityisen antelias. Pienimmillään vakauttajat ovat Virossa (23 %) ja Italiassa (31 %).<sup>18</sup> Näissä maissa yhdistyy sekä alhainen verotus että heikko työttömyysturva.<sup>19</sup>

Finanssikriisin aikana kaikki euroalueen maat turvautuivat automaattisten vakauttajien lisäksi finanssipoliittiseen elvytykseen. Julkisen sektorin alijäämät olivat vuosina 2009-2010 tyypillisesti noin viiden prosentin luokkaa suhteessa BKT:hen maissa, jossa ei kohdattu vakavaa pankkikriisiä. Pankkikriisimaissa alijäämät muodostuivat korkeammiksi. Tilanne oli pahin Irlannissa, jossa alijäämä oli 2010 30,9 prosenttia BKT:sta. Kriisin ensimmäisessä vaiheessa yhteisvastuulla ei ollut merkittävää roolia.

Kansallinen finanssipolitiikka kohtaa rahaliitossa edellisessä luvussa kuvatut haasteet. Vastatakseen näihin haasteisiin euroalueella on alusta asti rajoitettu kansallista finanssipolitiikkaa erilaisilla säännöillä, joita ainakin lähtökohtaisesti pyrittiin valvomaan. Keskeisinä rajoitteina olevat 3 % julkisen sektorin alijäämä sääntösuhteessa BKT:hen ja 60 prosentin velka/BKT:n suhde. Euroalueella ei siis alun perinkään ole voinut puhua puhtaasti kansallisesta finanssipolitiikasta. Keskeinen ongelma on kansallisen finanssipolitiikan harjoittamiseen liittyvät moraalikato-ongelmat, joiden seurauksena kansallinen toimija voi käyttää valtaa ilman vastuuta koko rahaliitolle seuraavista ongelmista. Tätä ongelmaa voidaan yrittää ratkaista markkinakurilla ja/tai toisaalta entistä uskottavimmilla säännöillä.

## 3.2.1 Markkinakuri



Ainoastaan uskottava no-bailout järjestelmä voi saada aikaan tilanteen, jossa korkoerot eri maiden välillä saavat kansallisvaltiot sopeuttamaan omaa toimintaansa. Korkeiden pitää heijastaa sijoittajien tappioriskiä velkajärjestelyssä. Velkajärjestelynkään tilanteessa ei saa kuitenkaan syntyä erillistä riskipreemiota euroalueen hajoamisen suhteen.

Uskottavan velkajärjestelyn keskeinen haaste on velkajärjestelyn vaikutus pankkisektoriin. Jos syntyy käsitys siitä, että koko pankkijärjestelmä tai ainakin sen systeemisesti keskeiset osat ovat vaarassa kaatua velkajärjestelyn seurauksena, markkinat joko kyseenalaistavat velkajärjestelyyn turvautumisen ja/tai koko euroalueen olemassaolon.

Edellisestä seuraa uskottavan no-bailout järjestelmälle kaksi haastetta. Ensinnäkin finanssisektorin, euroalueella ensisijaisesti pankkien, kykyä ottaa vastaan tappiota valtion lainojen velkajärjestelystä pitäisi nykyisestä vahvistaa. Tämä voi tapahtua sekä pankkien pääomavaateita kasvattamalla että pankkien hallussa olevien valtioiden velkakirjojen määrää vähentämällä.

Jälkimmäinen muodostuu erityiseksi ongelmaksi Italian osalta, jonka liikkeelle laskemien velkakirjojen arvo on kolmanneksi suurin Yhdysvaltojen ja Japanin jälkeen. Saksan, Ranskan ja ehkä jopa Espanjan osalta tilanne ei ole merkittävästi helpompi, koska euroalueen pankeilla on hallussaan huomattavan suuria määriä näiden maiden liikkeelle laskemia velkakirjoja.

Toinen haaste uskottavan no-bailout järjestelmän kannalta koskee suuria maita. Onkin mahdollista, että euroalueen suurempien maiden osalta finanssipoliittista kuria ylläpitävä tappioriskiinkin liittyvä riskipremio ei voi muodostua riittävän suureksi, jotta sillä olisi halutun kaltaisia vaikutuksia maiden harjoittamaan finanssipolitiikkaan.

## 3.2.2 Hyvät käytännöt ja uskottavat säännöt



Markkinakuriin liittyviä ongelmia on pyritty täydentämään uusilla entistä uskottavimmilla säännöillä ja paremmilla käytännöillä. Alijäämänsäätöihin liittyvä uusi avaus on ollut rakenteellisen alijäämän käsite. Lähtö-

kohtaisesti rakenteellisen alijäämän käyttö on perusteltua, koska se antaa tilaa suhdanneluonteiselle politiikalle. Todellisten alijäämien käyttäminen kriteerinä tekee järjestelmästä jäykän ja pakottaa kiristämään kansallista finanssipolitiikka pahimman taantumun aikana.

Rakenteellisen alijäämän merkittävin ongelma liittyy siihen, että se on estimoitava suure. Lähtökohtaisesti komissio määrittää rakenteellisen alijäämän arviointimenetelmän. Ongelma voi kuitenkin syntyä tilanteessa, jossa komission määrittämä rakenteellisen alijäämän arvio on erityisen ongelmallinen isolle maalle. Koska ei ole olemassa yhtä oikeaa tapaa arvioida rakenteellista alijäämää (potentiaalista tuotantoa), tämä antaa vaikutusvaltaiselle euroalueen maalle, esimerkiksi Ranskalle, perustellun syyn avata keskustelu vaihtoehtoisista tavoista, jotka tuottaisivat maan tarpeisiin paremmin soveltuvia tuloksia.<sup>20</sup>

Alijäämätavoitteista lipeämisestä seuraa yksittäiselle jäsenmaalle sakko. Tämä on uskottavuuden kannalta perusteltua, mutta suhdannemielessä ongelmallista. Uskottavuuden kannalta olennaista on komission ja yksittäisen jäsenmaan välinen voimatasapaino. Komission asemaa suhteessa yksittäiseen jäsenvaltioon onkin pyritty parantamaan määränemistövaatimuksilla, jotka vaaditaan komission sanktioesitysten kaatamiseen.

Säännöt pyrkivät pienentämään kansallisen päätöksenteon aiheuttamia ongelmia rahaliiton kokonaisuuden kannalta. Ennalta sovitut säännöt ovat myös parempi vaihtoehto kuin tapauskohtainen kansallisten päätösten koordinaatio, joka voi lopulta pakottaa keskuspankin sopeuttamaan rahapolitiikan finanssipolitiikan määrittämään raamiin. Sääntöihin liittyy kuitenkin aina kaupankäyntiä tehokkuuden edellyttämän joustavuuden ja epäluottamuksen vaatiman ehdottomuuden välillä. Mikäli luottamuspääoma maiden välillä on pieni, säännöistä voi tulla makrotaloudellisen vakauden kannalta liian tiukkoja. Tällöin rahaliiton vakaus voidaan pyrkiä rakentamaan finanssipoliittisen unionin avulla.

### 3.3

## Finanssipoliittinen unioni



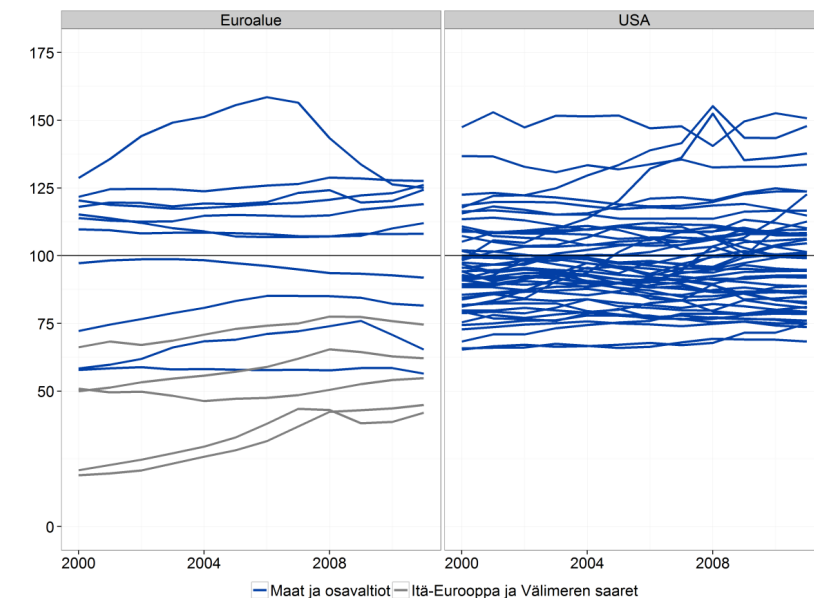
Finanssipoliittisen unionin (Fiscal Union) käsitteellä voidaan tarkoittaa hyvin monia asioita. Yhteistä näille kaikille on kansallisen suvereniteetin kaventaminen talouspolitiikassa. Ensimmäinen aste on finanssipoliittisten

sääntöjen asettaminen ja niiden valvonta, joista keskusteltiin edellisessä kappaleessa.

Selvästi pidemmälle meneviä ratkaisuja ovat maiden väliset tulonsiirrot. Olennaista finanssipoliittisen unionin sisällön kannalta on myös tulonsiirtojen sisältö. Ne voivat olla joko tuloeroja pysyvästi pienentämään pyrkiviä tai sitten suhdanteita tasoittavia, ainakin lähtökohtaisesti lyhytaikaisia, rahavirtoja.

Euroalueella on jo olemassa olevia tulonsiirtomekanismeja kuten esimerkiksi EU:n rakennerahastot ja Euroopan investointipankin investointiavustukset. Näiden tekemät tulonsiirrot ovat kuitenkin määrältään vähäisiä, kun ne suhteutetaan EU:n kansantalouden kokoon. Merkittävän suuret pysyvät tulonsiirrot alueiden välillä eivät ole välttämätön ehto finanssiunionin vakaudelle, jos alueiden taloudelliset erot eivät kasva. Esimerkiksi Yhdysvaltojen osavaltioiden elintasoerot – henkeä kohden lasketulla bruttokansantuotteella arvioituna – ovat lähes yhtä suuret kuin euromaiden elintasoerot (kuvio 2).<sup>21</sup>

**Kuvio 2. Euroalueen valtioiden ja Yhdysvaltojen osavaltioiden henkeä kohden laskettu bruttokansantuote suhteessa keskiarvoon 2000-2011, %.** Lähde: Eurostat ja BEA.



### Taloudellisten kriisien yhteiset ratkaisumekanismit - EVM



Väliaikainen ja sittemmin pysyvä kriisirahasto pyrkii ratkaisemaan yksittäisen jäsenvaltion rahoituksen saatavuuden ongelman lisäämällä yhteisvastuuta yksittäisen valtion alijäämien rahoittamisesta. Tästä seuraavaa moraalikatoa pyritään rahoittamaan asettamalla yhteisvastuun hyödyntämisen ehdoksi kansallisesta talouspoliittisesta suvereniteetista luopumisen.

Kriisienhallintamekanismeihin liittyy useita ongelmia makrovakauden kannalta. Yhteisvastuullisuus on osin ehdollista ja rajattu alkutilanteessa tiettyyn ennalta määriteltyn summaan. Järjestelmän toimivuus tilanteessa, jossa makrovakaus on eniten uhattuna, on siten epävarma.

Kriisirahastojen toiminnan uskottavuuden vahvistamiseksi EKP onkin lisäksi lanseerannut OMT-ohjelman (Outright Monetary Transactions), jossa kriisirahastojen apuun turvautuneiden maiden velkakirjojen arvoa voidaan tukea jälkimarkkinaoperaatioiden avulla, kunhan maa on ensin sopinut apupaketista ja sen ehdoista. Ohjelma vähentää lähtökohteisesti tarvetta käyttää EVM:n varantoja, koska yksityiset sijoittajat voivat luottaa velkapapereiden arvon säilyvän jälkimarkkinoilla keskuspankin toimenpiteiden ansiosta. Tämä pitää yllä yksityistä kysyntää ensimarkkinoilla ja pitää korkotason kohtuullisena, mikä mahdollistaa keskuspankin rahapoliittisten toimenpiteiden vaikuttavuuden myös kriisimaissa.

Jotta OMT-ohjelma toimisi halutulla tavalla, keskuspankin pitää olla uskottava jälkimarkkinaosapuoli. Keskuspankin uskottavuus voi heikentyä, jos kaikista tukitoimista ja sopeutumistoimenpiteistä huolimatta tuettu maa ei pysty täysimääräisesti vastaamaan veloistaan. Tällöin keskuspankin hallussa olevista velkakirjoista syntyy luottotappioita, jotka syövät keskuspankin omia pääomia. Kriisitilanteessa uskottavasti inflaationvastaisen keskuspankin olisi hyvin vaikeata toimia negatiivisella omalla pääomalla. Ainoa uskottava ratkaisu olisi keskuspankin pääomien lisääminen jäsenmaiden toimesta. Tähän liittyy taas huomattavia poliittisia epävarmuuksia.

EVM:n toiminnan perusluonteeseenkin liittyy makrovakauden kannalta ongelmia. Koska tukeutumien mekanismiin rajoittaa maan su-

veriniteettiä verrattuna tilanteeseen, jossa apua ei pyydetä, apua pyytävän hallituksen poliittiset kustannukset nousevat potentiaalisesti suuriksi. Tämän seurauksena apua pyydetään vasta äärimmäisessä hätässä. Tämä luo jo määritelmällisesti epävakautta rahaliittoon.

### Taloudellisten kriisien yhteiset ratkaisumekanismit - pankkiunioni



Hyvinkin hoidettu valtiontalous voi ajautua velkaongelmiin erittäin nopeasti, jos pankkisektorin velat kaatuvat valtion syliin. Euroalueen velkakriisissä näin kävi Irlannille ja Espanjalle, joiden julkinen velka oli ennen kriisiä euroalueen pienimpiä ja valtiontalous tasapainossa. Samoin kävi myös Suomelle 1990-luvun alun lamassa, jolloin lähes velaton valtio ylivelkaantui parissa vuodessa.

Pankkikriisit aiheuttavat valtion velkaantumista suoraan, kun pankkikriisin yhteydessä kaatuvia pankkeja kansallistetaan tai pääomitetaan julkisin varoin. Pankkien ei yksinkertaisesti uskalleta antaa mennä konkurssiin kriisitilanteessa, koska sen pelättäisiin kaatavan koko pankkijärjestelmän ja sitä kautta romahduttavan myös reaalityalouden. Tällöin valtion ja kansalaisten kustannukset nousisivat huomattavasti korkeammiksi kuin pankkien pääomittamisen kustannukset.

Lisäksi laajamittaiset pankkien konkurssit uhkaisivat tavallisten tallettajien säästöjä. Yksittäisten pankkien konkurssien yhteydessä pankkien itsensä maksamat talletussuojamekanismit takaavat tallettajien saatavat. Monien pankkien yhtäaikaisessa konkurssissa talletussuojarahastot ovat kuitenkin aivan liian pieniä.

Suoraa vaikutusta enemmän valtion velkaa kasvattaa kuitenkin se, että pankkikriisin vaikutuksesta valtion verotulot pienevät ja esimerkiksi työttömyysmenot kasvavat (Reinhart ja Rogoff 2009). Yritysten ja kotitalouksien lainansaanti vaikeutuu ja epävarmuus lisääntyy. Ne reagoivat vähentämällä investointeja ja kulutusta, mikä puolestaan aiheuttaa konkurssia ja työttömyyttä.

Pankkikriisit aiheuttavatkin käytännössä aina valtion velkaantumisen erittäin nopean kasvun. Usein velkataakka kasvaa niin paljon, että valtion kyky hoitaa velkaansa tulee kyseenalaiseksi. Tämä nostaa valtion lainojen

korvoja, mikä pahentaa valtion tilannetta entisestään.

Maan pankit ja muut rahoituslaitokset ovat yleensä myös valtion suurimpia lainanantajia. Jos syntyy epäily valtion kyvystä vastata veloistaan, tarkoittaa se samalla epäilystä pankkien lainasaatavista ja siten pankkien taloudellisesta asemasta.

Pankkisektori ja valtio ovatkin taloudellisesti sidoksissa toisiinsa ja toisen ongelmat heijastuvat myös toisen ongelmiksi. Pahimmassa tapauksessa ajaututaan itseään vahvistavaan kierteseen, jonka katkaiseminen maan omin voimin on hyvin hankalaa.

Tästä syystä yhtenä nykyisen kriisin ratkaisuelementtinä ja pysyvänä osana euroalueen kriisinhallintamenetelmiä on valmisteltu pankkiunionia. Sillä halutaan katkaista pankkien ja valtion taloudellisten ongelmien välinen yhteys.

Euroalueen valtionpäämiehet päättivätkin kesäkuun 2012 kokouksessaan aloittaa yhteisen pankkien valvontamekanismin valmistelun. Yhteisen valvontamekanismin myötä EVM voisi osallistua pankkien pääomittamiseen. Tällöin pankkien ongelmat eivät kaatuisi pelkästään pankkien isäntämaan syliin.

Syyskuun kokouksessa täsmennettiin aikataulua siten, että yhteinen pankkivalvontamekanismi pitäisi saada aikaiseksi vuoden 2013 aikana. Lisäksi kokouksessa ilmaistiin halu yhtenäistää maiden talletussuojarahastoja koskevat säännöt. Komissio haluaisi mennä lisäksi pidemmälle ja siirtyä yhteiseen talletussuojarahastoon.

Pankkiunionin elementtejä ovat siis yhteinen pankkien valvonta, yhteinen pankkikriisien hallinta sekä yhteinen tai yhtenäistetty talletussuoja.

Yhteinen valvontamekanismi on ensimmäinen edellytys minkäänlaiselle pankkiunionille. Kaikki muut elementit sisältävät jossain määrin yhteisvastuuta, joten myös pankkien valvonta täytyy olla yhteisessä kontrollissa, jos yhteisvastuuta halutaan lisätä.

Pankkiunionista on esitetty myös rajoitettua mallia, jossa yhteisen valvonnan piiriin kuuluisivat vain koko pankkijärjestelmän kannalta keskeiset suurimmat pankit. Ongelmana tässä mallissa on se, että iso joukko pieniä pankkeja voi olla pankkijärjestelmän kannalta yhtä suuri ongelma kuin pieni joukko isoja pankkeja. Pankkikriisien ytimessä onkin ollut monesti pieniä poliittisesti kytkeytyneitä säästö- tai osuuspankkeja.

Yhteinen pankkikriisien hallintamekanismi on keskeinen valtion ja

pankkien yhteyden katkaisemisen kannalta. Käytännössä se tarkoittaa pankkien pääomittamista yhteisvastuullisesti. Jos yksittäinen maa ei enää joudu kantamaan pankkisektorinsa koko pääomittamistaakkaa, heikkenee valtiontalouden ja pankkien välinen yhteys.

Yhteisestä pankkikriisien hallintamekanismista syntyy myös suurimmat riskit pankkiunionista. Pankkikriisien hoito on ensi vaiheessa yleensä hyvin kallista. Tällöin muiden maiden pankkien riskeistä syntyisi kustannuksia myös suomalaisille veronmaksajille. Lopulliset kustannukset ovat onneksi yleensä selvästi pienemmät kuin alkuvaiheen kustannukset.

Yhteinen talletussuoja on vähämerkityksellisin osa pankkiunionia. Sillä on merkitystä Eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta ja yksittäisten pankkien ongelmissa. Koko pankkiunionin kannalta talletussuoja täytyy myös vähintään yhtenäistää, sillä talletussuojan koolla on merkitystä sille, kuinka herkästi pankkien ongelmat kaatuvat valtioiden syliin. Talletussuojarahastot eivät ole kuitenkaan keskeisessä osassa koko pankkijärjestelmän kriisien hoidossa.

Talletussuojarahastoilla turvataan tallettajien saatavia pankin maksukyvyttömyystilanteessa. Rahastot ovat pankkien itsensä rahoittamia ja takaamia. Rahastojen varojen määrä on kuitenkin tyypillisesti alle prosentin suojatuista varoista. Ne eivät siis riitä missään tapauksessa hoitamaan laajamittaista pankkikriisiä. Yksittäisten pankkien tai pienten yksittäisten maiden pankkisektorin ongelmien hoitoon yhteinen talletussuojarahasto toisi paremman riskien hajautuksen.

Pankkiunionin hyödyt ja haitat liittyvät koko valuuttaunionin integraation tiivistymiseen. Jos yhteisvastuu ylipäättään lisääntyy, se on järkevä tehdä myös pankkiunionin kautta. Pankkiunionia voisi pitää jopa välttämättömänä edellytyksenä, jos yhteisvastuuta halutaan kasvattaa.

Pankkiunioniin kuuluva yhteinen pankkien valvontamekanismi antaa ainakin periaatteessa mahdollisuuden puuttua riskien kasvuun ja siten pyrkiä ehkäisemään kriisit etukäteen. Voi olla myös järkevää ottaa riskit yhteisesti kannettavaksi jo siinä vaiheessa kuin ne ovat vielä pankkisektorin riskejä. Tällöin voidaan välttää ainakin osa julkisen talouden ongelmien kautta tulevista kerrannaisvaikutuksista ja koko kriisin hoidon kustannukset jäävät pienemmiksi.

Periaatteellisten ongelmien lisäksi pankkiunioniin liittyy paljon myös käytännön ongelmia. Suomen kannalta ehdottomasti suurin ongelma

on euroalueen ulkopuolisten EU-maiden mukaantulo pankkiunioniin. Suurin osa suomalaisista pankeista on euroalueen ulkopuolisten pankkien omistamia. Jos ne jäävät pankkiunionin ulkopuolelle, tästä voi aiheutua kilpailun vääristymiä Suomen pankkimarkkinoille.

### 3.3.3

#### Tulonsiirrot valtioiden välillä



Vero- ja sosiaaliturvamalleilla on euroalueella voimakkaat kansalliset ominaispiirteet. Suuret eroavaisuudet eri maissa tekevät automaattisten vakauttajien yhtenäistämisen hyvin haastavaksi. Bargain ym. (2012) tarkastelevat tilanteen muuttumista tapauksessa, jossa kolmannes vero- ja tulonsiirtojärjestelmistä korvataan euroalueen keskiarvoisella järjestelmällä. Tulosten mukaan Belgiaa, Suomea ja Saksaa lukuun ottamatta automaattisten vakauttajien merkitys kasvaa osittain eurooppalaisessa järjestelmässä. Näissä kolmessa maassa vakauttajien merkitys on kansallisessa järjestelmässä kaikkien suurin.

Tilanteessa, jossa yksittäinen valtio ei pysty hankkimaan rahoitusta kansallisen ohjelman toiminnan tueksi, osittain euroalueen laajuinen järjestelmä takaa noin kymmenestä (Portugali) viiteentoista (Saksa) prosentin suuruisen automaattisen vakauttamisen. Tämä on vähän makrotaloudellisen vakauden näkökulmasta ja verrattuna muutokseen liittyvän poliittiseen epävarmuuteen.

### 3.3.4

#### Keskusvallan budjetin kasvattaminen



Bargain ym. (2012) tutkivat myös tilannetta, jossa kaikissa maissa otetaan käyttöön keskimääräinen vero- ja tulonsiirtojärjestelmä. Järjestelmän kerryttämät nettotulot jaetaan eri maiden kesken siten, että alhaisemman nettotulon maat saavat tulonsiirtoja yhteisestä kassasta. Kun tarkastellaan tässä kehikossa ainoastaan GIIPS-maihin kohdistuvaa 5 prosentin käytettävissä olevien tulojen laskua, huomataan sen saavan aikaan tässä järjestelmässä hyvin suuria tulonsiirtoja euroalueen sisällä. Suomen tekemät tulonsiirrot olisivat suuruusluokaltaan noin 4 prosenttia kansantalouden bruttotuloista.

Jotta verojärjestelmien yhtenäistäminen merkittävästi pienentäisi suhdanneuonteisia vaihteluja tulonmuodostuksessa, integraation asteen pitäisi olla suuruudeltaan huomattavan suuri. Yhdysvaltojen kaltaista suhdannepoliittista järjestelmää, jossa keskusvallan verotusoikeus on järjestelmän ytimessä, on vuorostaan vaikea saavuttaa ilman syvää poliittista unionia.

### 3.4

#### Minimi-integraatio ja liittovaltio



Euroopan unionia voi joillakin kriteereillä jo kutsua liittovaltioksi. Unionilla on sisämarkkinat, yhteinen kauppapolitiikka, rajattu alue, rajapolitiikka, kansalaisuus, kansalaisten vapaa liikkuvuus, maatalouspolitiikka, tuomioistuin. Komissio vastaa lainsäädäntöaloitteista ja toimeenpanosta, neuvosto ja parlamentti päättävät. Kaksi viime mainittua täyttävät osittain kaksikamarisen kansanedustuslaitoksen tunnusmerkit, joka on tyypillinen liittovaltiolle.

Euroalueella komissio on saanut valtuudet kansallisten budjettien tarkastamiseen. Vakausrahastojen ja EKP:n jälkimarkkinatuen hyödyntäminen rajoittaa kansallista itsemääräämisoikeutta.

Yhdysvaltojen kaltaisesta liittovaltiosta EU:n (euroalueen) erottaa ennen kaikkea yhteisen talouspolitiikan puute. EU:n budjetti on noin 120 miljardia euroa (noin 1 % EU:n jäsenvaltioiden yhteenlasketusta BKT:sta) vuodessa, mikä tekee mahdottomaksi yhteistä maatalouspolitiikkaa lukuun ottamatta merkittävät talouspoliittiset toimenpiteet.

Pienin integraatio, jolla vakaus voidaan saavuttaa, pitää sisällään sekä pankkiunionin että valtiontalouden alijäämien yhteisen kontrollin ja tarvittaessa niiden yhteisen rahoituksen. Yhteinen rahoitus voi olla vakuutusluonteista ja apua tarvitseva valtio ensisijainen velan hoidosta vastaava taho. Vakaa euroalue tarvitsee toimijan, jolla on oikeus puuttua varhaisessa vaiheessa siihen, miten jäsenvaltiot sopeuttavat alijäämät, joihin ei ole yhteisesti annettu hyväksyntää.

Minimi-integraation vaatima yhteinen finanssipolitiikka on kuitenkin kaukana tiukasta verouunionista, koska verotuksen ja sosiaaliturvan taso voidaan edelleen päättää kansallisesti, kunhan vain tulot kattavat menot. Suomalainen ja italialainen yhteiskunta voivat siis olla myös tulevaisuu-



nessa monin tavoin erilaisia ilman, että siitä seuraa ongelmia euroalueen vakaudelle.

Rahapolitiikka yksistään ei pysty tuomaan riittävää vakautta euroalueen talouskasvuun. Vaikka vakauden turvaava minimi-integraatio ei edellytä budjetin kasvattamista pysyvien tulonsiirtojen rahoittamiseksi, se edellyttää integraation syventymistä ja yhteisvastuun lisäämistä. Moraalikatko ongelmien ratkaisemiseksi minimi-integraatio edellyttää kansallisen finanssipolitiikan korvaamista ylikansallisella yhdessä sovittavalla suhdanneleonteisella politiikalla.

Jotta euroalueella olisi edes lähtökohtaisesti mahdollisuus vakaaseen kehitykseen, edellyttää se siis integraation merkittävää syventymistä. Euroopan unionin tasolla se merkitsee hyvin epätahtista integraatiota. Lopulta voidaan päätyä tilanteeseen, jossa integraation epätahtisuus on aivan liian suurta. Euroalueen menestys voisi johtaa jossakin vaiheessa tilanteeseen, että Euroopan unionissa ei ole enää tilaa euroalueen ulkopuolella. Käytännön ensi vaiheen esimerkki tästä on pankkiunionin täytäntöönpanon vaikutukset Ruotsin ja Iso-Britannian pankkisektoriin. Ruotsi, Tanska ja Iso-Britannia ja ehkä jotkut muutkin maat joutuvat siis miettimään suhdettaan EU:hun uudestaan. Päätöksentekoon keskeisesti vaikuttava tekijä on rahaliiton instituutioiden uskottavuus. Niiden pitää uskottavasti perustella rahaliiton peruuttamattomuus. Keskeiseksi asiaksi muodostuu kaikkien jäsenmaiden hyvän työllisyyskehityksen takaava pitkän aikavälin talouskasvu ja suhdannevaihteluista selviäminen ilman suuria työttömyysaaltoja. Kysymys on lopulta poliittisesta harkinnasta, koska kansallisen itsemääräämisoikeuden kaventaminen on välttämätön ehto hyvin toimivan rahaliitolle. Ruotsissa poliittiset esteet ovat varmasti pienemmät kuin Iso-Britanniassa, jonka on vaikea nähdä osallistuvan integraatiotaan syventävän euroalueen toimintaan. Integraation syventäminen riittävälle tasolle vaatii kuitenkin perussopimusten muuttamista, mikä omalta osaltaan lisää tarvittavien päätösten täytäntöönpanoon liittyviä poliittisia riskejä kaikkien jäsenmaiden osalta.

10. Tämän suuntaisia laskelmia ovat esittäneet mm. Sachs ja Sala-i-Martin (1992), Byomi ja Masson (1995) ja Dolls ym. (2012). Hagenin (1992) tulokset osoittavat heikompaan vain noin 10 prosentin vaikutusta.
11. Dollsin ym. (2012) arvio on vain n. 7 %, kun heidän arvionsa automaattisten vakauttajien negatiivista shokkia vähentävästä kokonaisvaikutuksesta on 33 %. Laskelmassa ei huomioida kongressin mahdollisuutta erikseen jatkaa työttömyyskorvausjaksojen pituutta.
12. Poterba ja Ruebenin (2001) mukaan tätä koskevalla lainsäädännöllä on korkea alentava vaikutus.
13. Kalifornian lainsäädäntö sisältää alijäämäkiellon, mutta tosiasiallisesti osavaltioilla on huomattavia julkisen talouden tasapaino-ongelmia. Osavaltiossa on voimassa alijäämäkielto, mutta velan määrää suhteessa BKT:hen ei ole rajoitettu. Kalifornian varsinaiset velat ovat alle 10 % suhteessa BKT:hen (vuonna 7,3 % vuonna 2009). Sillä on myös kuitenkin huomattavia kattamattomia eläkevastuita. Veroja voidaan korottaa ainoastaan määränemmistön tuella (supermajority). Kalifornia on kuitenkin ryhtynyt budjetin tasapainottamistoimenpiteisiin taantumasta huolimatta.
14. Poterba ja Ruebenin (2001) mukaan veronkorotusten mahdollisuus ainoastaan määränemmistön avulla nostaa osavaltioiden velkasitoumusten korkoja. Sitä vastoin julkisen kulutuksen lisäämistä estävät rajoitteet pienentävät korkoja.
15. Dolls ym. (2012) tarkastelevat useita eri shokkeja. Tässä esitetyt tulokset koskevat tilannetta, jossa osa kotitalouksista jää työttömäksi ja menettää kaikki työtulonsa. Kansantalouden kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kokonaismenetyksen oletetaan olevan 5 prosenttia.
16. Analyysi ei ota huomioon vaikutuksia työn tarjontaan.
17. Työnantajan sosiaaliturvamaksujen sopeuttaminen suhdannetilanteen mukaan lisää stabiloinnin astetta euroalueella ja Suomessa lähemmäs 60 prosenttiin. Tällöin kuitenkin käytettävä tulokäsitemalli ei ole enää sama.
18. Vaikutukset kysynnän osalta ovat pienemmät, koska vaikutus rajoittuu ainoastaan likviditeettirajoitteisiin kotitalouksiin.
19. Italian tapauksessa merkittävä osa työttömyysturvasta on piilotettu huomattavan suuriin irtisanomiskustannuksiin.
20. Alijäämäsääntö tulee liittää kansalliseen lainsäädäntöön. Säännön uskottavuuden kannalta olisi olennaista, että säädös olisi perustuslain tasoinen ainakin isoissa jäsenmaissa.
21. Mukana ei ole Luxemburg euroalueelta eikä District of Columbia (Washington) Yhdysvalloista.

# 4

## TALOUDEN SUUNTA RATKAISEE, PYSYKÖ EURO KASASSA

### 4.1

#### **Euroalueen elintasoerot ovat hieman tasoittuneet viimeisen viidentoista vuoden aikana**



EU:n keskeisten periaatteiden – sisämarkkinoiden vahvistamisen sekä työvoiman ja pääoman vapaan liikkuvuuden – arvioitiin yhdenmukaisesti jäsenmaita. Yhteisen rahan käyttöönoton euromaissa ajateltiin tehostavan sisämarkkinoiden toimintaa ja lisäävän ainakin pääoman liikkuvuutta. Pääomien ja tuotannon ohjautuessa keskimääräistä alhaisemman tuottavuuden ja palkkatason muihin, tuottavuus näissä maissa kasvaisi ja palkat nousisivat keskimääräistä enemmän. Näin tuottavuus ja palkkaerot euroalueella tasoittuisivat. Pääomavirrat ja tuotannon kasvu vauhdittaisi talouskasvua näissä maissa.

Miten eri euromaiden talous on kehittynyt viimeisen 15 vuoden aikana? Ovatko eurotaloudet yhentyneet toisiinsa? Ovatko Etelä-Euroopan kriisimaat kyenneet rahoittamaan itse talouskasvunsa? Kuinka talouskriisi on vaikuttanut julkisen talouden tasapainoon? Eri euromaiden talouskehitystä analysoidaan henkeä kohti lasketun bruttokansantuotteen, vaihtotaseen ja julkisen talouden jäämän avulla (kuviot 3).

Euroalueen taloudellista yhdentymistä on analysoitu suhteuttamalla tarkasteltavien maiden henkeä kohden laskettu nimellinen bruttokansantuote (Ruotsin osalta myös euroissa) Saksan henkeä kohden laskettuun bruttokansantuotteeseen. Vuodesta 2000 vuoteen 2012 euroalueella on tapahtunut taloudellista yhdentymistä. Varsinkin Espanja on kyennyt kasvamaan Saksaa nopeammin.

Jos eurokriisi jatkuu vielä muutamia vuosia ja Etelä-Euroopan kansantaloudet edelleen supistuvat, euroalueella ei ole tapahtunut juuri yhdentymistä. Maat ovat taloudellisesti yhtä erilaisia kuin euroon siirryttäessä.

Vuonna 2000 Suomen, Ranskan ja Alankomaiden henkeä kohden

laskettu nimellinen bruttokansantuote (BKT per capita) oli lähes sama kuin Saksan. Vuonna 2012 Alankomaiden BKT per capita oli lähes 20 prosenttiyksikköä, Suomen 10 prosenttiyksikköä ja Ranskan nolla prosenttiyksikköä suurempi kuin Saksan. Alankomaissa henkeä kohden laskettu BKT on kasvanut selvästi nopeammin kuin Saksan ja Suomessa hieman nopeammin. Ranskan ja Saksan henkeä kohden laskettu bruttokansantuote on kasvanut 12 vuoden aikana yhtä nopeasti.

Vuodesta 2000 vuoteen 2010 Ruotsin ja Saksan BKT per capita kasvoi yhtä nopeasti (euroissa). Ruotsin henkeä kohden laskettu kansantuote on ollut 20 prosenttiyksikköä suurempi kuin Saksan. Eurokriisin jälkeen Ruotsin BKT per capita on kasvanut selvästi nopeammin kuin Saksan. Ruotsin BKT per capita oli 20 prosenttiyksikköä suurempi kuin Suomen vuonna 2012.

Vuonna 2000 Espanjan BKT per capita oli 40 prosenttiyksikköä alhaisempi kuin Saksan. Vuonna 2007 maiden välinen ero oli enää 20 prosenttiyksikköä. Eurokriisi on kasvattanut eron lähes 30 prosenttiyksikköön. Kreikan BKT per capita ero Saksaan oli 45 prosenttiyksikköä vuonna 2000. Vuonna 2012 ero on edelleen sama. Myöskään Italia ei ole kyennyt kuroma eroa Saksaan 2000-luvun aikana. Vuosina 2000 ja 2012 Italian BKT per capita on 20 prosenttiyksikköä alle Saksan.

#### 4.2

### Vaihtotaseen kehitys ennakoi julkisen talouden kestävyyttä



Kreikan ja Espanjan talouskehitys havainnollistaa vaihtotaseen vajeen merkityksen maiden kriisin takana. Molempien maiden vaihtotaseet ovat olleet alijäämäisiä useiden vuosien ajan. Molemmissa maissa vaihtotaseen kumulatiivinen vaje alkoi kasvaa vuosituhannen vaihteessa. Vaihtotaseen kumulatiivinen vaje merkitsee kansantalouden velkaantumista. Velkavetoinen talouskasvu jatkui nopeana näissä maissa aina vuoteen 2007; nopeampana kuin Saksan vuoteen 2005 asti.

Taloukasvun johdosta Espanjassa julkisen velan osuus BKT:stä laski vuoteen 2007 asti. Kreikassa julkisen velan BKT-osuus pysyi vakiona, noin 100 prosentissa, vuoteen 2005 asti. Vaihtotaseen pysyvä rakenteellinen alijäämä kertoo, että molempien maiden yksityinen sektori velkaantui

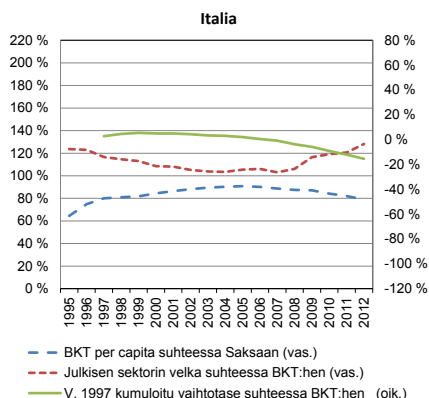
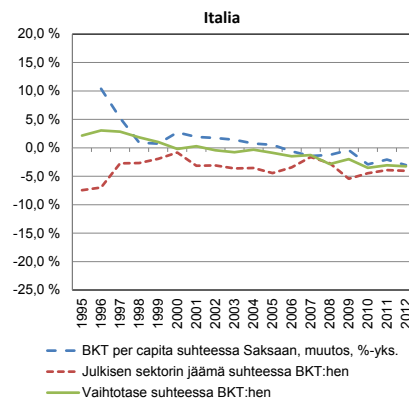
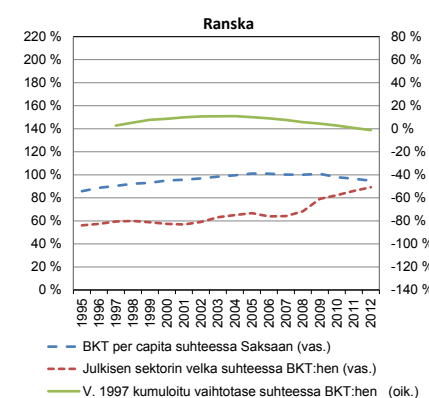
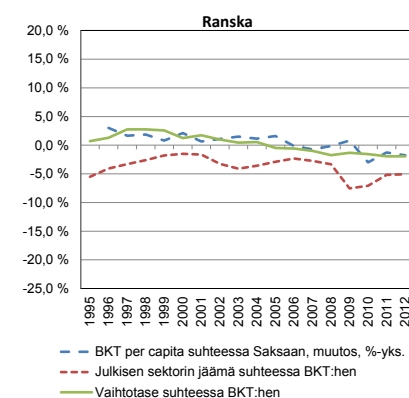
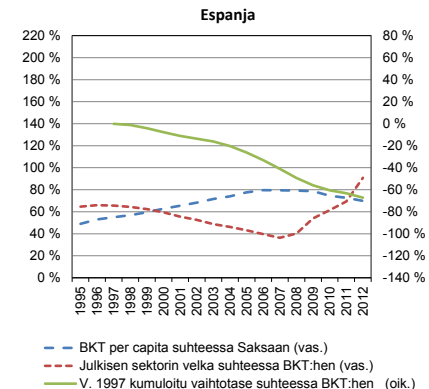
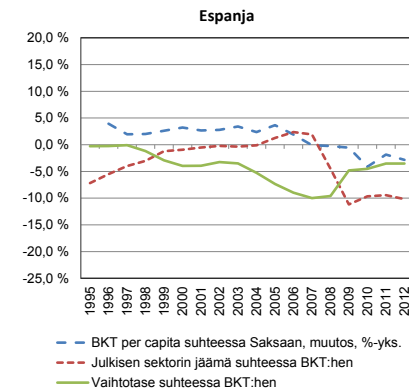
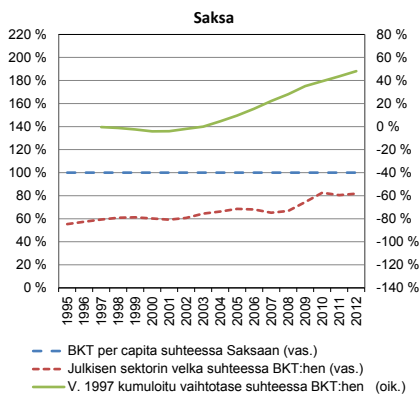
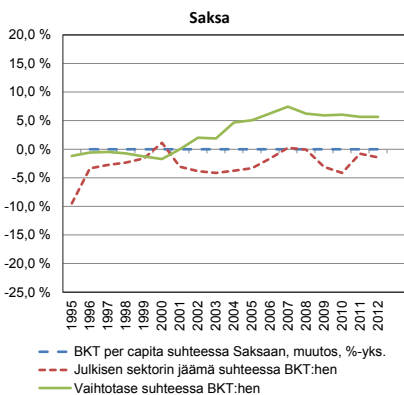
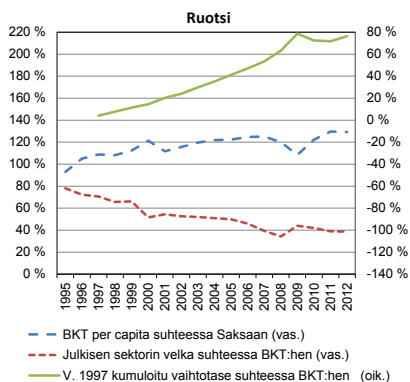
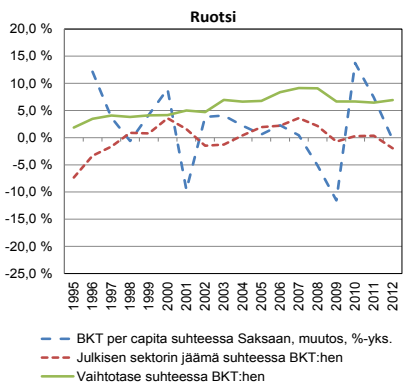
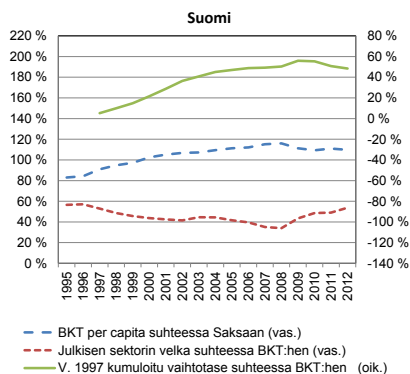
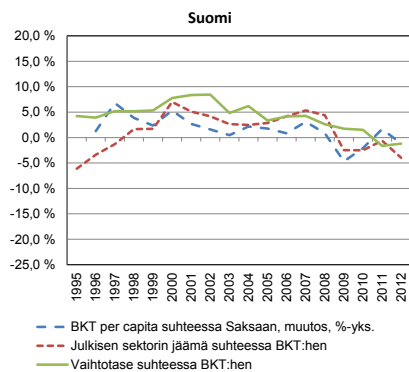
nopeasti. Ennen pitkää velkavetoinen kasvu ja hallinnassa oleva julkinen talous tulee väistämättä tiensä päähän. Eurokriisin laukaiseva tekijä oli vuoden 2007 finanssikriisi. Viime vuosien aikana tapahtunut työllisyyden heikkeneminen, joka on vähentänyt tuontia, ja palkkojen alenemisen kautta syntynyt vientisektorin kilpailukyvyn paraneminen, ovat tasapainottaneet vaihtotasetta. Työllisyyden heikkeneminen on edelleen osaltaan heikentänyt julkisen sektorin velkaantumista.

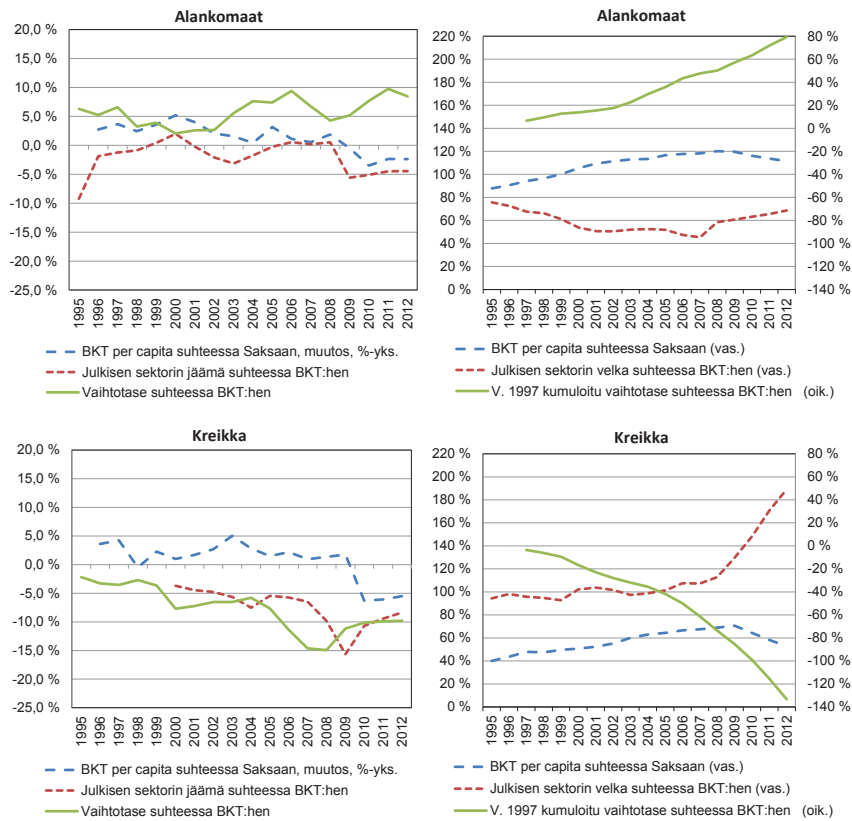
Italiassa ja Ranskassa julkinen talous on ollut alijäämäinen, vuotuinen alijäämä on ollut vajaat viisi prosenttia, koko tarkastelujakson ajan. Näissä maissa vaihtotase on ollut alijäämäinen vasta vuodesta 2006 lähtien. Yksityinen sektori on säästänyt ja julkinen sektori velkaantunut. Näissä maissa on tärkeää tasapainottaa julkista taloutta. Tärkeää on huolehtia myös vientisektorin kilpailukyvästä. Pitkän aikavälin talouskasvua ei voida ylläpitää siirtämällä yksityisen sektorin säästöjä julkisen velan kasvattamiseen. Italian ja Ranskan talouskasvu on ollut viime vuodet hitaampaa kuin Saksan.

Suomessa julkinen sektori on ollut alijäämäinen finanssikriisin jälkeen. Koska Suomen julkisen velan osuus bruttokansantuotteesta on noin 50 prosenttia, julkinen talous on vielä suhteellisen vahvassa kunnossa. Vaihtotaseen kumulatiivinen ylijäämä kasvoi aina vuoteen 2010 asti. Sen jälkeen se on kääntynyt laskuun. Vaihtotase on ollut alijäämäinen vuonna 2011 ja sen arvioidaan olevan alijäämäinen myös vuosina 2012 ja 2013. Suomen haasteena on vahvistaa vientisektorin kilpailukykyä. Ellei tähän kyetä seuraavien kolmen-viiden vuoden aikana, Suomen vahva taloudellinen asema saattaa heiketä merkittävästi.

Ruotsi on ottanut irtioton Suomesta vuoden 2000-luvun jälkipuoliskolla. Molemmissa maissa julkisen velan bruttokansantuoteosuus supistui 2000-luvun alkupuoliskolla ja vaihtotase oli viisi prosenttia ylijäämäinen. Sen jälkeen Ruotsin julkisen velan bruttokansantuoteosuus on edelleen laskenut ja vaihtotaseen ylijäämä kasvanut. Suomessa on käynyt päinvastoin. Vaikka Suomi hyötyy Ruotsin hyvästä talouskehityksestä, koska Ruotsi on Suomelle yksi tärkeimmistä vientimaista, ruotsalaiset yritykset ovat monille suomalaisille yrityksille merkittäviä kilpailijoita kansainvälisillä markkinoilla. Pitkällä aikavälillä ei ole Suomen taloudelle hyväksi, jos jäämme merkittävästi Ruotsin talouskehityksestä jälkeen.

**Kuvio 3. Julkisen sektorin jäämä, vaihtotase ja henkeä kohden laskettu bruttokansantuote Saksaan verrattuna sekä vuosittain että kumulatiivisesti. Lähde: Eurostat.**





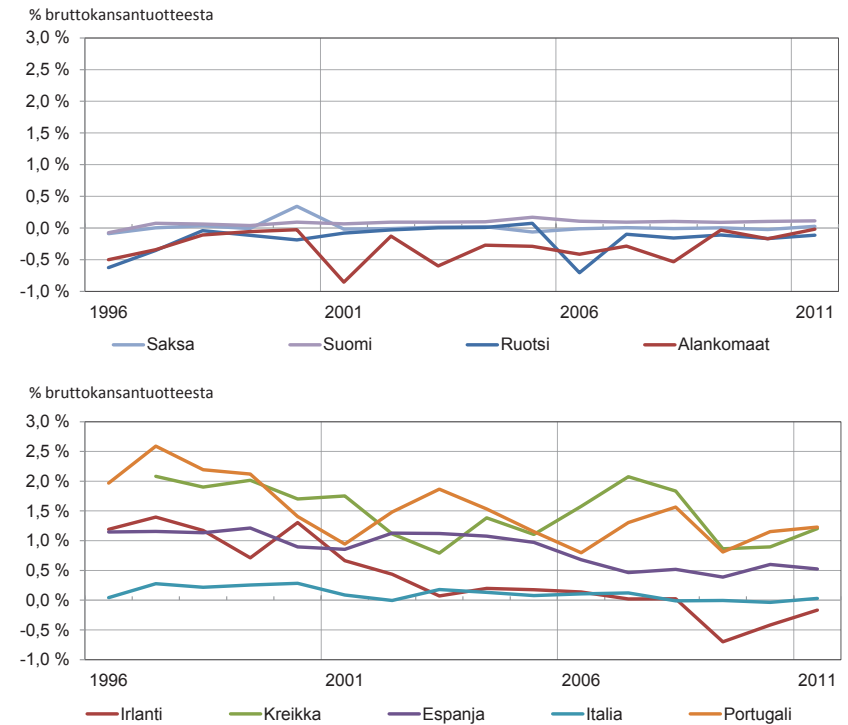
#### 4.3

### Kriisimaihin virtaa edelleen pääomia; euroalueen jäsenmaiden julkinen tuki on korvannut yksityisen pääoman



Portugaliin ja Kreikkaan virtaa edelleen lähes yhtä paljon ulkomaista pääomaa kuin viime vuosikymmenellä (Kuvio 4). Euroalueen jäsenmaiden tuki on korvannut yksityisen pääoman. Espanjassa pääomatase on kriisin aikana puolittunut 2000-luvun tasosta. Ilman euroalueen yhteisvastuuta nämä maat eivät olisi selvinneet ilman maksuvalmiuskriisiä ja velkojen leikkauksia. Kreikassa on tehty kahteen otteeseen yksityisten velkasaamisten leikkauksia.

**Kuvio 4. Pääomatase vertailumaissa. Lähde: Eurostat.**



Irlannin tilanne on pääomavirtojen suhteen rohkaiseva. Irlannin pankkisektori kasvoi 2000-luvulla ylisuureksi kansantalouden kokoon nähden. Pankkisektori keräsi tai sen kautta sijoitettiin pääomia sekä Irlantiin että kansainvälisille markkinoille. Finanssikriisi ajoi ensin Irlannin pankkisektorin vaikeuksiin ja siten Irlannin valtion kriisimaaksi. Asteittain Irlanti on saamassa talouttaan kuntoon. Se ei enää tarvitse niin merkittävästi muiden euromaiden tai Euroopan keskuspankkijärjestelmän tukea kuin Etelä-Euroopan kriisimaat.

Saksan vaihtotaseen ylijäämää mahdollistaa sen sijoitukset ulkomaihin. Koko tarkastelujakson ajan Saksan pääomatase on ollut noin puoli prosenttia alijäämäinen. Italian pääomatase on ollut tarkastelujakson tasapainossa. Italian yksityinen sektori on rahoittanut julkisen sektorin velkaantumisen.

## Muut kriisimaat, paitsi Italia, ovat Euroopan unionin jäsenmaksuissa nettosaajia ja Pohjois-Euroopan maat ovat nettomaksajia

Nykyiset kriisimaat ja Suomi olivat Euroopan unionin jäsenmaksuissa nettosaajia vuonna 2000. Suomen viime vuosikymmenen suotuisan talouskehityksen seurauksena Suomi on muuttunut nettosaajasta nettomaksajaksi. Vuonna 2011 Suomen nettojäsenmaksu Euroopan unionille oli 0,34 prosenttia bruttokansantuotteesta eli noin 660 miljoonaa euroa (taulukko 4).

Pohjois-Euroopan maat ovat Euroopan unionin nettomaksajia. Nettomaksuosuus on keskimäärin noin 0,35 prosenttia bruttokansantuotteesta. Muut kriisimaat paitsi Italia ovat nettosaajia. Kreikan hyöty oli 2,2 prosenttia bruttokansantuotteesta ja Portugalin 1,75 prosenttia bruttokansantuotteesta vuonna 2011. Espanja ja Irlanti hyötävät 0,25 prosenttia bruttokansantuotteesta.

Tulevina vuosina Pohjois-Euroopan maiden nettojäsenmaksu tulee kasvamaan. Syitä on kaksi. Ensiksi, Euroopan unionin budjetti tulee arviomme mukaan kasvamaan. Toiseksi, erot Pohjois-Euroopan ja Etelä-Euroopan talouskasvussa todennäköisesti suurenevät. Tulonsiirrot Euroopan unionin jäsenmaiden välillä tulevat kasvamaan.

**Taulukko 4. Euroopan unionin nettojäsenmaksu eri vuosina, prosenttia bruttokansantuotteesta. Lähde: Eurostat.**

	BKT 2011, mrd €	2000	2005	2008	2010	2011
<b>Suomi</b>	189,4	0,21	-0,05	-0,17	-0,17	-0,34
<b>Ruotsi</b>	387,9	-0,39	-0,29	-0,44	-0,35	-0,34
<b>Alankomaat</b>	602,0	-0,37	-0,51	-0,45	-0,31	-0,37
<b>Ranska</b>	1 996,6	-0,05	-0,17	-0,20	-0,29	-0,32
<b>Italia</b>	1 579,7	0,10	-0,15	-0,26	-0,29	-0,38
<b>Espanja</b>	1 063,4	0,84	0,66	0,26	0,39	0,28
<b>Portugali</b>	170,9	1,67	1,54	1,57	1,52	1,75
<b>Irlanti</b>	159,0	1,63	0,70	0,32	0,51	0,24
<b>Kreikka</b>	208,5	3,18	2,02	2,69	1,62	2,22
<b>Saksa</b>	2 592,6	-0,40	-0,27	-0,35	-0,37	-0,35

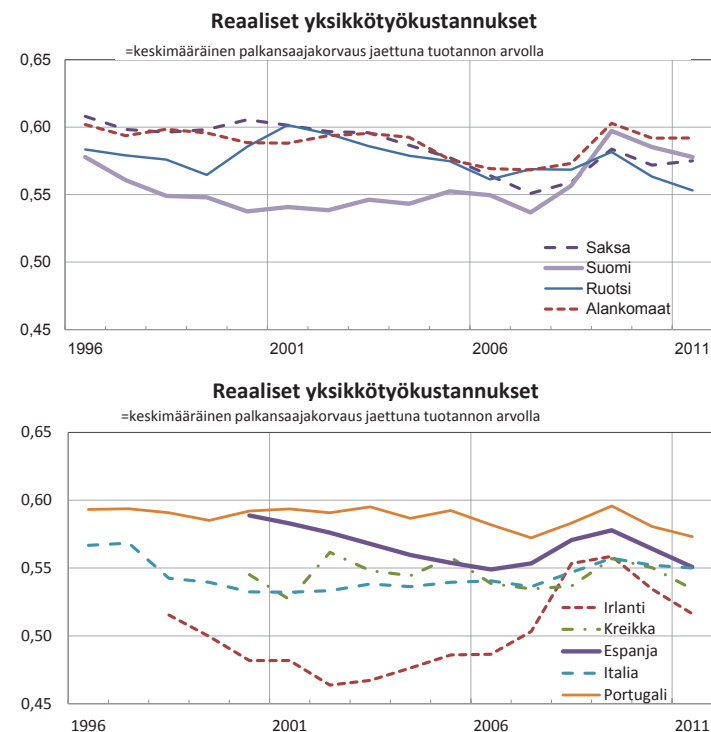
## 4.4

### Kriisimaat ovat pyrkineet parantamaan kansainvälistä kilpailukykyään



Kansantalouden kilpailukykyä arvioidaan perinteisesti nimellisillä tai reaalisilla yksikkötyövoimakustannuksilla. Reaalinen yksikkötyövoimakustannus vastaa käsitteenä läheisesti työvoimakustannusten (tai palkansaajakorvauksen) ja bruttokansantuotteen suhdetta. Mitä alhaisempi on maan työvoimakustannusten osuus bruttokansantuotteesta (eli funktionaalinen tulonjako) verrattuna kilpailijamaihin, sitä parempi on maan kansainvälinen kilpailukyky.

Suomen funktionaalinen tulonjako oli erinomainen 2000-luvulla aina finanssikriisiin asti (kuvio 5). Tällöin vaihtotase oli Suomessa rei-



**Kuvio 5. Tarkasteltavien maiden kilpailukyyn kehitys. Lähde: Eurostat.**

lusti ylijäämäinen ja kansantalous kasvoi keskimäärin kolme prosenttia vuodessa. Suomalaisten elintaso mitattuna henkeä kohden lasketulla bruttokansantuotteella kasvoi Saksan elintasoa nopeammin. Sen jälkeen Suomen kilpailukyky on heikentynyt viisi prosenttiyksikköä. Vaihtotase onkin Suomessa alijäämäinen vuosina 2011 ja 2012. Suomen kilpailukyky on finanssikriisin jälkeen heikentynyt Ruotsiin ja Saksaan verrattuna. Saksassa ja Ruotsissa vaihtotase on edelleen ylijäämäinen. Varsinkin Ruotsiin verrattuna Suomen talouskasvu on jäänyt vaatimattomaksi.

Kriisimaista Irlannin kilpailukyky oli erinomainen; kiitos tehokkaan ja tuottavuudeltaan erinomaisen, mutta kansantalouden kokoon nähden ylisuuren ja riskipitoisen, pankkisektorin. Pankkisektorin supistuminen finanssikriisin jälkeen heikensi nopeasti Irlannin kilpailukykyä. Kilpailukyvyyn heikkeneminen on viime vuosina pysähtynyt. Irlanti onkin saanut talouttaan tasapainotettua. Italian talouden kilpailukyky on ollut koko tarkastelujakson kohtuullinen. Italian ongelmana ei ole ollut julkisen talouden alijäämä eikä vaihtotaseen heikko kehitys. Sen ongelmana on ollut jo vuosikymmenten ajan korkeana pysytellyt julkisen velan bruttokansantuoteosuus.

Kriisimaista Espanja, Portugali ja osin myös Kreikka ovat muutaman viime vuoden aikana onnistuneet parantamaan kilpailukykyään. Valitettavasti tämä ei ole tapahtunut kasvua lisäämällä. Syynä on ollut työllisyyden heikkeneminen ja palkkojen aleneminen. Vaikka tämä on ollut maiden kansalaisten kannalta valitettavaa, se on ollut kuitenkin välttämätöntä talouden pitkän aikavälin kehityksen kannalta. Vaihtotaseen alijäämää on yhteisen rahan oloissa tasapainotettava sisäisen devalvaation, eli palkkojen alenemisen ja/tai työllisyyden heikkenemisen (= työvoimakustannusten) alentamisen, keinoin. Kriisimaiden kilpailukyvyyn parantaminen ei ehkä maiden kansalaisten mielestä ole tuottanut riittäviä tuloksia. Osin tämä johtuu siitä, että monet muutkin Euroopan unionin maat ovat kriisin aikana pyrkineet parantamaan kilpailukykyään.

## Muissa kriisimaissa paitsi Italiassa verotus on kevyempää kuin Pohjois-Euroopassa

Suomessa ja Ruotsissa julkisen talouden verotulojen osuus bruttokansantuotteesta, bruttoveroaste, kasvoi 1990-luvun laman jälkeen, kun julkisen talouden velkaantumista hillittiin. Suomen bruttoveroaste oli 47,2 prosenttia ja Ruotsin 51,4 prosenttia vuonna 2000. Viime vuosikymmenen suotuisan talouskehityksen oloissa bruttoveroaste laski Suomessa 42,5 prosenttiin ja Ruotsissa 45,5 prosenttiin.

Pohjois-Euroopan maissa bruttoveroaste on keskimäärin noin 10 prosenttiyksikköä korkeampi kuin euroalueen nykyisissä kriisimaissa, Italiaa lukuun ottamatta (taulukko 5). Italian bruttoveroaste oli lähes sama kuin Suomen vuonna 2010. Finanssikriisin jälkeen vuodesta 2008 vuoteen 2011 Pohjois-Euroopan maissa bruttoveroaste on pysynyt samalla tasolla tai hieman noussut. Italiassa bruttoveroaste ei ole juuri muuttunut. Espanjassa bruttoveroaste on laskenut 1,5 prosenttiyksikköä ja Kreikassa 0,9 prosenttiyksikköä vastaavana aikana. Portugalissa ja Irlannissa bruttoveroaste on laskenut vuodesta 2008 vuoteen 2010.

**Taulukko 5. Verotulojen osuus bruttokansantuotteesta, bruttoveroaste, %. Lähde: OECD.**

	1995	2000	2005	2008	2010	2011
<b>Suomi</b>	45,7	47,2	43,9	42,9	42,5	43,4
<b>Ruotsi</b>	47,5	51,4	48,9	46,4	45,5	44,5
<b>Alankomaat</b>	41,5	39,6	38,4	39,3	38,7	..
<b>Ranska</b>	42,9	44,4	44,1	43,5	42,9	44,2
<b>Italia</b>	39,9	42,0	40,6	43,0	42,9	42,9
<b>Espanja</b>	32,1	34,3	36,0	33,1	32,3	31,6
<b>Portugali</b>	29,3	30,9	31,1	32,5	31,3	..
<b>Irlanti</b>	32,1	31,0	30,1	29,1	27,6	..
<b>Kreikka</b>	29,1	34,3	32,1	32,1	30,9	31,2
<b>Saksa</b>	37,2	37,5	35,0	36,5	36,1	37,1

## Skenaarioita Suomen ja Ruotsin sekä tarkasteltavien euromaiden elintason kehityksestä



Eurokriisi on vetämässä koko euroalueen taantumaan. Vuonna 2013 kasvu jää ennusteiden mukaan noin puoleen prosenttiin. Suurena talousalueena euroalueen heikko talouskehitys heikentää maailmantalouden kasvua noin prosenttiyksikön. Eurokriisi heikentää maailmantalouden kasvun neljästä prosentista kolmeen prosenttiin.

Yhteisen valuutan aikana 2002–2011 Espanja, Italia, Kreikka ja Portugali eivät ole onnistuneet kasvattamaan elintasoansa saksalaisiin verrattuna, kun elintason mittarina käytetään ostovoimakorjattua henkeä kohden laskettua bruttokansantuotetta (taulukko 6). Ennen finanssikriisiä näiden maiden elintasoero Saksaan supistui.

**Taulukko 6.** Skenaarioissa käytetyt oletukset henkeä kohti lasketun ostovoimakorjatun bruttokansantuotteen vuosittaisesta kasvuvauhdista, %, 2014-2025: Saksa talouskasvu 2 % vuodessa.

	Skenaario A	Skenaario B
<b>Suomi</b>	2,0	1,5
<b>Ruotsi</b>	2,0	1,5
<b>Alankomaat</b>	2,0	2,0
<b>Ranska</b>	2,0	1,0
<b>Italia</b>	2,0	1,0
<b>Espanja</b>	3,0	1,0
<b>Portugali</b>	2,5	0,5
<b>Irlanti</b>	2,5	0,5
<b>Kreikka</b>	2,5	0,5

Finanssikriisin jälkeen elintasoero on nopeasti kasvanut. IMF:n talousennusteen mukaan vuonna 2013 suomalaisten elintaso olisi 7 prosenttia alhaisempi kuin saksalaisten ja 13 prosenttia pienempi kuin ruotsalaisten. IMF ennusteen mukaan espanjalaisten elintaso on neljänneksen pienempi kuin saksalaisten vuonna 2013. Portugalilaisten ja kreikkalaisten elintason ennustetaan olevan 40 prosenttia alhaisempi kuin saksalaisten.

Miten tarkasteltavien maiden elintasoerot – tai tuottavuus ja kasvuerot – kehittyvät vuoteen 2025 mennessä? Suotuisassa skenaariossa (taulukko 6, skenaario A) nykyiset kriisimaat saavat asteittain taloutensa kuntoon vuoden 2014 jälkeen. Keskimääräisen vuosikasvun kriisimaissa oletetaan olevan 0,5 -1,0 prosenttiyksikköä nopeampaa kuin Pohjois-Euroopan maissa. Perusteluja Etelä-Euroopan aika suotuisalle talouskehitykselle on kaksi. Ensiksi, syvästä talousahdingosta noustaessa talouskasvu voi olla keskimääräistä nopeampaa. Toiseksi, näiden maiden sisäisen devalvaation – työvoimakustannusten kansantuoteosuuden laskun – kautta syntynyt kilpailukyvyyn parantuminen lisää talouskasvua.

Epäsuotuisassa skenaariossa Suomen talouskasvu jää 0,5 prosenttiyksikköä vuodessa pienemmäksi kuin Saksan vuosina 2014–2025. Ranskan, Italian ja Espanjan talouskasvu jää prosenttiyksikön alle Saksan kasvuun. Portugalin ja Kreikan talouskasvu jää 1,5 prosenttiyksikköä alle Saksan kasvuun. Ääriskenaario perustuu arvioon siitä, että eurokriisi pitkittyy vuosikymmenen lopulle asti ja kriisimaiden taloudellinen perusta horjuu kriisin seurauksena.

Suotuisassa skenaariossa (A) kreikkalaisten ja portugalilaisten elintaso olisi noin 40 prosenttia alhaisempi kuin saksalaisten vuonna 2025 (taulukko 7). Espanja olisi kyennyt kaventamaan elintasoeronsa samalle

**Taulukko 7.** Tarkasteltavien maiden elintasoerot Saksaan verrattuna ja niiden kehitys, ostovoimakorjattu henkilöä kohden laskettu bruttokansantuote verrattuna Saksan vastaavaan.

Lähde: IMF World Economic Outlook 2/2012 Database ja PTT.

	2000	2005	2011	2013 e	2025 A	2025 B
<b>Suomi</b>	94 %	101 %	94 %	93 %	93 %	88 %
<b>Ruotsi</b>	103 %	111 %	107 %	107 %	107 %	101 %
<b>Alankomaat</b>	114 %	116 %	110 %	107 %	107 %	107 %
<b>Ranska</b>	100 %	101 %	92 %	90 %	90 %	80 %
<b>Italia</b>	95 %	93 %	80 %	75 %	75 %	67 %
<b>Espanja</b>	86 %	90 %	80 %	76 %	85 %	67 %
<b>Portugali</b>	70 %	69 %	61 %	58 %	61 %	48 %
<b>Irlanti</b>	114 %	128 %	107 %	108 %	115 %	91 %
<b>Kreikka</b>	72 %	82 %	69 %	61 %	65 %	51 %



tasolle kuin vuonna 2000. Ranska ja Italia olisivat jääneet pysyvästi jälkeen Saksan elintasosta.

Epäsuotuisassa skenaariossa (B) kreikkalaisten ja portugalilaisten elintaso olisi vuonna 2025 noin puolet saksalaisten elintasosta. Tärkeiden euromaiden Ranskan, Italian ja Espanjan talouskehitys jäisi pysyvästi jälkeen Saksan talouskehityksestä. Tässä skenaariossa euroalueen sisäinen yhtenäisyys olisi kovalla koetuksella. Euron kurssi olisi Etelä-Euroopan maiden näkökulmasta aivan liian korkea. Maiden korkoerot Saksaan verrattuna olisivat suuret ja korot markkinapaineiden kohteena. EKP:hen ja euroalueen keskuspankkijärjestelmään kohdistuu jatkuvaa painetta. Etelä-Euroopan maiden tukemiseen tarvittaisiin lisää yhteisvastuuta.

Etelä-Euroopan maiden sisäinen eripura olisi jatkuvaa. Riski heikkojen maiden poliittisista kriiseistä kasvaisi. Eurojäsenyyden mielekkyyttä kysyttäisiin toistuvasti.

#### 4.6

### Pysykö Suomi vahvana taloutena 2020-luvulla



Suomen tuleva taloudellinen menestys on riippuvainen sekä kansainvälisen talouden kehityksestä että suomalaisen yhteiskunnan kyvystä löytää ratkaisuja talouden sisäisiin haasteisiin.

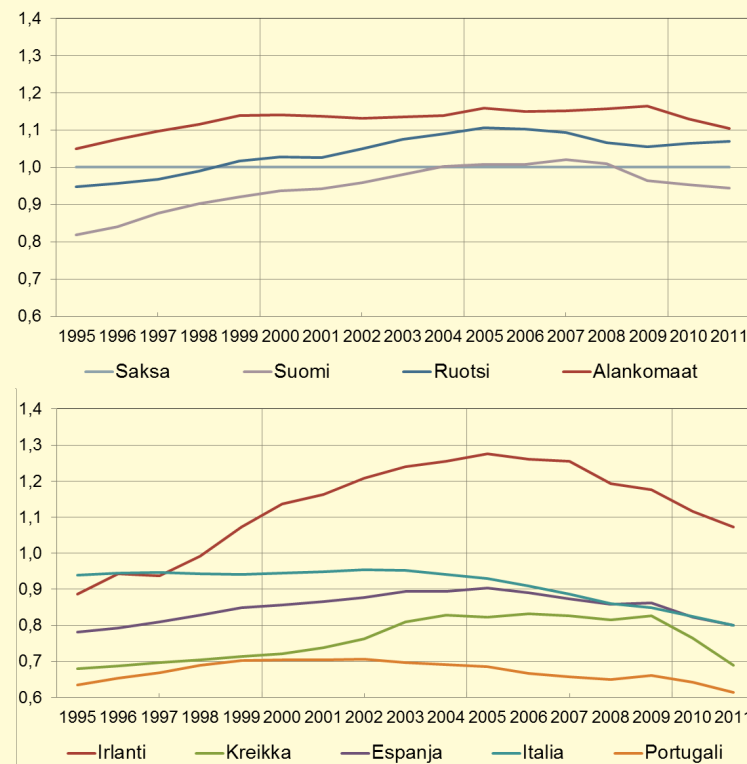
Kansainvälisen toimintaympäristön muutoksesta seuraavan kahden vuosikymmenen aikana määrittää globalisaation syventymisen lisäksi siitä aiheutuvien ongelmien ratkaiseminen. Globalisaation syventyminen mahdollistaa kansainvälisen työnjaon edelleen tehostamisen, mikä ylläpitää globaalia talouskasvua.

Suomen erityisenä haasteena on alati murroksessa olevan kansainvälisen ympäristön lisäksi väestön ikääntymisen vaikutus talouskasvuun. Ilman merkittäviä toimenpiteitä uhkana voi olla julkisen talouden liiallinen velkaantuminen, mikä hidastaisi myös talouskasvua. Tämä ei kuitenkaan ole todennäköinen vaihtoehto. Suomalaisen yhteiskunnan ennakoitua olevan siinä määrin vastuuntuntoinen ja talous perusteiltaan vahva, että ongelmiin reagoidaan ja tehtävät ratkaisut auttavat oikaisemaan kurssin.

### Vertailumaiden elintasoero Saksaan verrattuna vuosina 1997-2011.

Tarkasteltavien maiden elintason kehitystä voidaan tarkentaa ottamalla huomioon ostovoimakorjaus (IMF:n laskema ostovoimapareiteetti). Kuviossa 6 Saksan ostovoimakorjattu bruttokansantuote henkeä kohden on normeerattu ykköseksi. Tarkasteltavien maiden elintaso on verrattu Saksan elintasoon. Suomalaisten elintaso saavutti saksalaisten elintason 2000-luvun alussa. Suomalaisten elintason ero ruotsalaisiin supistui finanssikriisiin asti. Vuodesta 2010 lähtien suomalaisten elintaso on laskenut sekä saksalaisiin että varsinkin ruotsalaisiin verrattuna.

**Kuvio 6. Maiden ostovoimakorjattu henkeä kohden laskettu bruttokansantuote Saksaan verrattuna. Lähde: IMF World Economic Outlook Database.**



Yhteisen valuutan aikana 2002-2011 nykyiset kriisimaat eivät ole kyenneet kuormaan kiinni elintasoeroa Saksaan. Kreikan, Espanjan, Portugalin ja Irlannin elintaso kasvoi Saksan elintaso nopeammin velkavetoisesti finanssikriisiin asti. Sen jälkeen näiden maiden elintaso on pudonnut nopeasti.

#### 4.6.1

### Kataisen hallituksen ohjelman puolivälin tarkistus keväällä 2013, syksyn 2013 palkkaratkaisu ja seuraavan hallituksen ohjelma keskittyy vientiyritysten kilpailukyyn parantamiseen



Toinen uhkatekijä on Suomen kilpailijamaihin verrattuna heikkenevä kilpailukyky. Heikkenevä kilpailukyky on painanut vaihtotaseen alijäämäiseksi. Viennin määrä on vuoden 2012 lopussa 15 prosenttia pienempi kuin vuonna 2008. Kataisen hallituksen oletetaan hallitusohjelman puolivälin tarkistuksessa keväällä 2013 kiinnittävän aikaisempaa enemmän huomiota yritysten toimintaedellytysten parantamiseen. Ruotsin syksyllä 2012 päättämät toimet – yritysverotuksen alentaminen, tie- ja liikenneinfrastruktuurihankkeisiin panostaminen ja pohjoisten kaivosalueiden ja hankkeiden edistäminen pitkäaikaisella ohjelmalla – voisivat olla esimerkkinä.

Syksyn 2013 palkkaratkaisun merkitys on keskeinen yritysten kilpailukyyn parantamisessa. Maltilliset palkankorotukset on määriteltävä vientisektorin talousnäkymien perusteella. Kotimarkkinasektorin palkat pitää sovittaa myös avoimen sektorin palkanmaksuvaran raameihin. Vientisektori on palautettava palkkajohtajan rooliin.

Hallituskaudella 2015-2019 Suomen kilpailukyyn parantamiseen on edelleen panostettava. Samanaikaisesti tarvitaan rakenteellisia toimia, jotka lisäävät työvoiman tarjontaa. Päätöksiä esimerkiksi työttömyysturvan uudistamisesta ja eläkkeelle siirtymisiän nostamisesta ei voida enää siirtää.

#### 4.6.2

### Suomen tuottavuuden arvioidaan kasvavan kilpailijamaita nopeammin

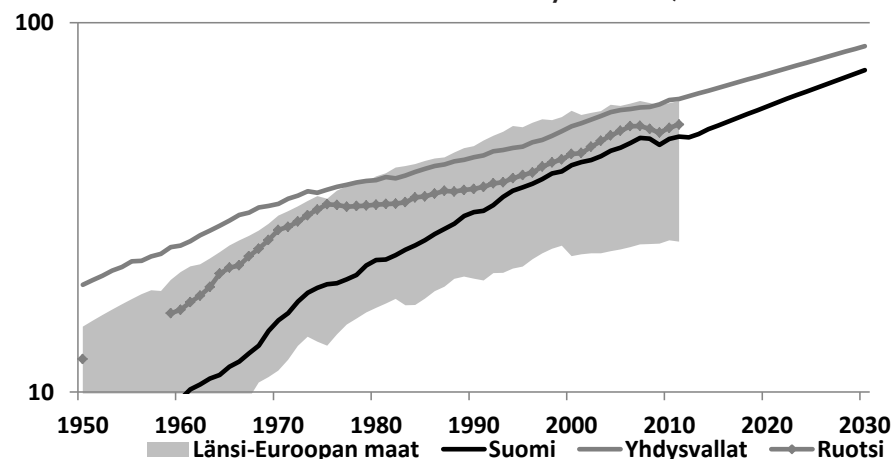


Suomen tuottavuuden kasvu on pitkälti riippuvainen kansainvälisestä tuottavuuden kasvusta. Suurin osa Suomessa käytetystä teknologiasta on peräisin muualta kuin Suomesta. Huonoilla poliittisilla päätöksillä tuottavuuden kasvu voidaan toki saada muuta maailmaa selvästi hitaammaksi, mutta yritysten toimintaympäristön ollessa hyvä, tuottavuuden kasvu on pitkällä aikavälillä kutakuinkin samankaltaisten maiden tuottavuuden kasvun tasolla.

PTT:n ennuste tuottavuuden kasvusta pitkällä aikavälillä perustuu kolmelle tekijälle: kansainvälisen teknologian eturintaman tuottavuuden kasvuvauhdille ja sille, että Suomi kuroo kiinni välimatkaa eturintamaan. Tämän lisäksi nykyisen ja tulevan hallituksen ja seuraavien palkkaratkaisujen on kiinnitettävä huomiota vientisektorin kilpailukyyn parantamiseen.

Suomen talouden tuottavuuden kasvu voi, ja sen pitäisi, olla edelleen nopeampaa kuin teknologian eturintaman tuottavuuden kasvu. Vaikka Suomen teollisuuden tuottavuus on eturintaman tuntumassa, on koko taloudella vielä kurottavaa tulevinakin vuosina (Kuvio 7). Tämä edellyttää kuitenkin palveluiden tuotannon, myös julkisten palveluiden, tuottavuuden selvää parantumista. Vaikka esimerkiksi vanhushoivassa korkea tuottavuus asiakassuhteessa ei ole edes tavoiteltavaa, julkisen sektorin tuottavuudessa on muilta osin paljon kasvun mahdollisuuksia. Hyvin toimiva yhteiskunta pystyy näitä mahdollisuuksia lopulta myös hyödyntämään.

**Kuvio 7. Bkt/työtunnit vuoden 2011 Yhdysvaltojen dollareissa, logaritminen asteikko. (Länsi-Eurooppa pl. Norja ja Luxemburg).  
Lähde: The Conference Board Total Economy Database, skenaario PTT.**



# 5

## VAIHTOEHDOT NYKYISELLE VALUUTTAUNIONILLE

Vaihtoehtoja nykyiselle eurovaluuttaunionille ovat nykyisen kaltainen euroalue, josta on eronnut/erotettu muutamia maita, selvästi nykyistä pienempi vahvojen talouksien valuuttaunioni tai euromaiden paluu takaisin omiin valuuttoihin.

### 5.1

#### **Euroalueen mureneminen**



Euroalueesta voisi erota sekä kriisimaita että vahvoja maita. Kriisimaat voivat itse haluta erota eurosta, jos ne haluavat palauttaa hintakilpailukyvyn ja helpottaa vaihtotaseen alijäämää, alentamalla valuuttansa arvoa. Toisaalta kriisimaat voivat myös joutua eroamaan eurosta, jos maat eivät pysty enää vastaamaan velvoitteistaan ja muut euromaat kieltäytyvät jatkamasta tukirahoitusta ja EKP lopettaa kaiken lainanannon kriisimaiden pankeille.

Valuuttaunionissa markkinat eivät voi samalla tavalla pakottaa maata eroamaan kuin kiinteiden valuuttakurssien järjestelmässä. Valuuttaunionissa ei ole olemassa kansallista valuuttaa, jota voitaisiin spekulatiivisesti myydä markkinoilla. Kriisimaan ero valuutta-alueesta on siis seurausta poliittisesta päätöksestä. Maa voi päättää itse erota tai sen voidaan de facto erottaa muiden euromaiden tai EKP:n päätöksellä.

Pääomapako kriisimaista ei myöskään voi suoraan aiheuttaa euroalueen hajoamista. Euroalueen sisäisissä siirroissa EKP on keskuspankkinä siirron kummallakin puolella ja sillä on periaatteessa mahdollisuus rajattomasti turvata kriisimaiden pankkien pääomatarve. Poliittisesti raja tulee kuitenkin jossain vaiheessa vastaan, sillä pääomapaon korvaaminen EKP:n toimesta kasvattaa vahvojen maiden vastuita kriisimaista EKP-järjestelmän sisällä.

Vahvojen euromaiden ero valuuttaunionista johtuisi todennäköisesti halusta pysäyttää maan vastuiden kasvaminen. Euroalueen sisällä

se on vaikeaa. Vastuiden rajauspyrkimykset euromaiden pystyttämässä rahoitusmekanismeissa johtavat todennäköisesti vastuiden kasvamiseen keskuspankkirahoituksen kautta.

### 5.1.1.

## **Yhdenkin euromaan ero avaisi valuuttaunionin oven**



Keskeinen syy valuuttaunionille ja euron käyttöönotolle oli se, että aikaisemmin käytössä olleet kansallisiin valuuttoihin perustuvat valuuttakurssimekanismit eivät toimineet. Ne eivät olleet uskottavia markkinoilla, koska niistä eroaminen on niin helppoa. Uskottavuusongelma haluttiin ratkaista valuuttaunionilla, sillä siitä eroaminen tai erottaminen on huomattavasti vaikeampaa.

Kiinteiden tai hallittujen valuuttakurssien järjestelmistä eroaminen ja niiden hajoaminen ovat varsin tavallisia. Kannattaa vain muistaa Suomen oma devalvaatiohistoria.

Valuuttaunionit sen sijaan ovat paljon pitkäikäisempiä. Tosin täysin euroalueen kaltaisia itsenäisten valtioiden todellisia valuuttaunioneja ei juuri ole historiassa ollut. Lähinnä vastaavat valuuttaunionit ovat historiassa hajonneet pääasiassa vain yhdessä poliittisen unionin kanssa (Deo, Donovan ja Hatheway 2011).

Toimivan valuuttaunionin tärkein ominaisuus onkin, että se poistaa valuuttakurssiriskin maiden välisestä kaupasta. Jos maat käyttävät yhteistä valuuttaa, niillä on yksi keskuspankki (järjestelmä) ja unionista ei voi erota, markkinoilla toimijoiden ei tarvitse ottaa huomioon valuuttakurssiriskiä. Tästä syystä minkä tahansa maan eroamisella valuuttaunionista olisi vakavat seuraukset valuuttaunionin uskottavuudelle. Eroprosessin myötä avautuisi mahdollisuus erolle, jota myös muut samankaltaisessa tilanteessa olevat maat voisivat käyttää ja tällöin syntyisi helposti odotuksia myös muiden samankaltaisessa tilanteessa olevien maiden erosta. Jos valuuttaunionista voi erota, se ei ole enää toimiva valuuttakurssiriskiton valuuttaunioni.

Yhteisvaluutta ei lopulta voi kestää, jos markkinoilla on odotuksia jonkun tai joidenkin maiden eroamisesta. EKP pystyy periaatteessa korvaamaan massiivisenkin pääomapaon aiheuttaman yhden maan pankkisektorin pääomapulan, mutta käytännössä raja tulee jossain vaiheessa vastaan.

Jotta eurojärjestelmä pystyisi säilyttämään uskottavuuden yksittäisen maan eron yhteydessä, täytyisi maan tilanteen olla poikkeuksellinen. Sen ei saisi luoda odotuksia muiden maiden erosta. Varsinkin heikon maan ero nykyisessä tilanteessa aiheuttaisi varmasti odotuksia myös muiden heikkojen maiden erosta. Pienen vahvan maan eron aiheuttama uskottavuusongelma olisi helpommin hallittavissa.

### 5.1.2.

## **Kreikan eron suorat taloudelliset vaikutukset olisivat rajalliset euroalueen talouskehitykselle**



Todennäköisin eroaja euroalueesta on ilman muuta Kreikka. Tukipaketeista sekä EKP:n että euroalueen keskuspankkijärjestelmän tukitoimista huolimatta Kreikan talous ei ole kestäväällä pohjalla. On hyvin epätodennäköistä, että Kreikka pystyisi vastaamaan kaikista velkasitoumuksistaan korkoineen. Jos muut euromaat ja EKP eivät suostu velanmaksun helpotuksiin ja velan uudelleen järjestelyyn, Kreikka voi yksipuolisesti joutua lopettamaan velan maksun. Tällöin se joutuisi todennäköisesti ottamaan uudelleen käyttöön myös oman valuutan pitääkseen maan pankkijärjestelmän pystyssä, jos EKP kieltäytyy jatkamasta maan pankkien lainottamista.

Kreikan ero merkitsisi kahta asiaa. Kreikan uuden valuutan, uuden drakman, arvo heikkenisi ehkä noin 50 prosenttia (eli valuuttakurssi devalvoituisi 50 prosenttia). Kreikan valtio ja kreikkalaiset yritykset eivät pystyisi mitenkään vastaamaan euromääräisistä velvoitteistaan.

Euroopan rahoitusmarkkinoille suorat vaikutukset olisivat kuitenkin rajalliset. Kriisin aikana yksityisen sektorin Kreikalle myöntämiä velkoja on jo leikattu vapaaehtoisilla sopimuksilla 70 prosenttia. Kansainväliset yksityiset sijoittajat ja yritykset ovat mahdollisuuksien mukaan vähentäneet sijoituksiaan Kreikassa ja alaskirjanneet kreikkasaamisiaan. Kreikan ero eurosta ja samanaikainen velkojen uudelleen järjestely ei oleellisesti enää heikennä rahoitusjärjestelmän asemaa.

Yksityisen sektorin velkojen lisäksi myös euromaiden ja muiden maiden sekä EKP:n saatavat jäisivät ainakin osittain hoitamatta. Nordean arvion mukaan (Nordea markets, lokakuu 2012) Suomen julkisen sektorin saamiset ja vastuut ovat yhteensä noin kuusi miljardia euroa. Kreikan eron myötä tästä koituisi Suomelle väistämättä luottotappioita.

Bertelsman Stiftung (Economic impact of Southern European member states exiting the eurozone, Policy Brief # 2012/06) mukaan Kreikan erolla eurosta on myös reaalityaloudellisia vaikutuksia. Suomen bruttokansantuotteen arvioidaan laskevan yhteensä kumulatiivisesti kaksi prosenttia seuraavan kahdeksan vuoden aikana. Kreikan ero alentaisi Suomen bruttokansantuotetta keksimäärin noin 0,2 prosenttiyksikköä vuodessa. Kaksi prosenttiyksikköä kahdeksan vuoden aikana on noin 3,5 – 4,0 miljardia euroa.

### 5.1.3.

#### **Kreikan eron aiheuttama kriisimaiden erojen ketjureaktio uhkasi kuitenkin koko euroalueen olemassaoloa**



Kreikan euroeron taloudelliset vaikutukset kasvavat merkittävästi, jos se aiheuttaa kasvavaa epävarmuutta rahoitusmarkkinoilla ja johtaa odotuksiin myös muiden kriisimaiden eroon eurosta. Nordean mukaan vaikutukset olisivat: ”Euroalue ajautuu rahoituskriisiin ja lamaan, joka on pahempi ja pitkäkestoisempi kuin vuoden 2009 finanssikriisi” ja ”Suomen tappiot tukipakettien, eurojärjestelmän ja yksityisen sektorin saamisten uudelleenjärjestelystä merkittävät”.

Bertelsman Stiftungen mukaan Kreikan, Portugalin ja Espanjan hallitsemattomat erot euroalueesta laskisivat Suomen kumulatiivista talouskasvua kahdeksan vuoden ajan noin 25 prosenttia. Keskimäärin vuodessa talouskasvu olisi vajaat neljä prosenttiyksikköä perusarviota heikompi. Hallitsemattomasta erojen ketjureaktioista aiheutuisi noin 50 miljardin euron tappiot Suomelle.

Rahoitusmarkkinoiden halvaantuminen, heikkenevä talouskehitys ja odotukset heikkojen maiden erosta, aiheuttaisivat pääomapaon heikoista maista. On pelättävissä, että virrat olisivat niin suuria, ettei EKP pystyisi niitä enää poliittisista syistä kattamaan.

### 5.1.4.

#### **Pienen taloudeltaan vahvan maan ero olisi helpompi**



Taloudeltaan vahva euroalueen kokoon suhteutettuna pieni maa voi erota

eurosta todennäköisesti hallitummin kuin heikko maa. Vahvan maan eroon ei liity samanlaisia odotuksia valuuttakurssin arvosta suuresta laskusta eikä siten pelkoa kyvyttömyydestä vastata veloista.

Kuitenkin myös pienen vahvan maan eroon liittyisi paljon poliittista ja juridista epävarmuutta, joka voisi aiheuttaa epävarmuutta markkinoilla. Pääomaliikkeitä voitaisiin joutua rajoittamaan väliaikaisesti. Eroprosessin sujuminen riippuisi paljolti muiden euromaiden reaktioista sekä uuden talouspoliittisen linjan ja oman keskuspankin uskottavuudesta markkinoilla.

Markkinoiden reaktioita onkin vaikea arvioida etukäteen. Lyhyellä aikavälillä markkinat eivät myöskään aina toimi rationaalisesti. Nordean arvion mukaan Suomen tapauksessa uuden valuutan arvo voisikin heittelehtiä voimakkaasti. Markkinareaktio on paljolti kiinni myös siitä, minkälaisessa taloudellisessa ympäristössä ero tapahtuisi. Suuren markkinaepävarmuuden vallitessa riski kohtuuttomasta markkinareaktiosta on myös suuri.

Muun euroalueen kannalta yksittäisen pienen vahvan maan ero poikkeaisi heikon maan erosta siinä, että ero ei todennäköisesti aiheuttaisi samanlaista hallitsematonta ketjureaktiota. Markkinoiden reaktio ei todennäköisesti olisi sellainen, että se lisäisi myös muiden vahvojen maiden eron todennäköisyyttä.

Kuitenkin myös pienen vahvan maan ero avaisi mahdollisuuden erota eurosta, mikä vaikuttaisi koko valuuttaunionin uskottavuuteen. Siten tämän raportin ulkopuolelle rajatut poliittiset vaikutukset sekä eroavalle maalle että euroalueen yhtenäisyydelle voisivat olla huomattavat.

Pidemmän aikavälin vaikutuksia omaan valuutan uudelleen käyttöön otosta on tarkasteltu luvussa ”Suomen vaihtoehdot”.

### 5.1.5

#### **Suurten maiden ero hajottaisi koko euroalueen**



Jos eurokriisi pahenee niin paljon, että joku suurista euromaista Saksa, Ranska, Italia tai Espanja, eroaa euroalueesta, tarkoittaa se todennäköisesti koko euroalueen hajoamista. Suurten euromaiden keskinäinen riippuvuus on niin suurta, että hallitsematon ketjureaktio olisi luultavasti mahdotonta välttää.

Minkä tahansa suuren euromaan eroaminen aiheuttaisi koko euroalueen rahoitusmarkkinoille niin suuren shokin, että euroalue ei sitä kestäisi.

Vaikka saksalaiset ja ranskalaiset pankit ovatkin vähentäneet vastuutaan Espanjassa ja Italiassa, olisivat suorat ja epäsuorat tappiot näiden maiden eroista erittäin suuret.

### 5.1.6

#### Ero tai erottaminen olisi juridinen sotku



Ensinnäkin eroaminen on tehty laillisesti hankalaksi. Nykyisten sääntöjen puitteissa euroalueesta ei voi erota eikä siitä voida erottaa. Erotilanteessa tuskin olisi myöskään mahdollista saada voimaan täysin lailliset puitteet, vaikka yhteistä tahtoa tähän löytyisikin. Juridisia ongelmia syntyisi myös olemassa olevien euromääräisten sopimusten muuttamisesta uuteen kansalliseen valuuttaan.

Uuden valuutan käyttöönotto olisi hankalaa. Pienen heikon maan (Kreikan tapauksessa) oman valuutan käyttöönotto olisi tehtävä nopeasti ja mahdollisimman suppean piirin valmisteltavana. Koska uuden valuutan (drakman) arvo heikkenisi heti sen käyttöönoton yhteydessä, kaikki nykyisin kreikassa olevat pääomat pyrkisivät pakenemaan Kreikasta heti, kun tieto siitä, että eroa valmistellaan, leviäisi markkinoilla.

Pienen vahvan maan tilanteessa voitaisiin erovalmistelu tehdä avoimemmin. Eroon voisi liittyä siirtymäaika, jolloin kansallista valuuttaa ja euroa käytettäisiin rinnakkain niiden arvot toisiinsa kytkettyinä.

### 5.2.

#### Ovatko vaihtoehtoiset valuuttaunionit mahdollisia



Onko nykyinen 17 maan euroalue paras mahdollinen valuuttaunioni, vai olisiko Euroopan ja Suomen kannalta parempi vaihtoehto selvästi pienempi valuuttaunioni? Ainakin teoreettisia vaihtoehtoja voisivat olla pohjoisten, tällä hetkellä vahvojen, euromaiden valuuttaunioni tai pohjoismaiden valuuttaunioni.

Valuuttaunionin taloudellinen mielekkyys liittyy taloudelliseen ja poliittiseen integraatioon. Pelkän yhteisen valuutan hyödyt ovat pienet. Seuraavassa on tarkastelu mahdollisten vaihtoehtoisten valuuttaunionien taloudellista integraatiota keskinäisen kaupan avulla. Maiden välinen kauppa sisältää sekä tavaroiden että palveluiden kaupan maksutasetilastoista.

### 5.2.1.

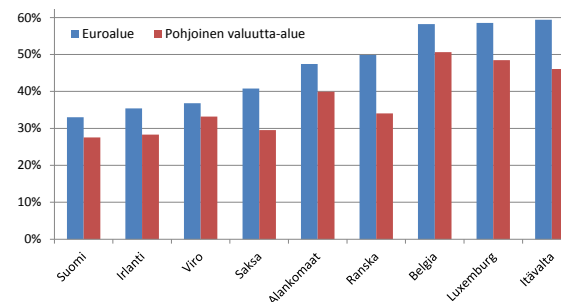
#### Pohjoinen euro olisi liian pieni Saksalle ja Ranskalle



Pohjoiseen euroon on laskettu mukaan nykyiset euromaat lukuun ottamatta Etelä-Euroopan kriisimaita, eli mukana olisivat Suomen lisäksi Alankomaat, Belgia, Irlanti, Itävalta, Luxemburg, Ranska, Saksa ja Viro. Suomen ulkomaankaupasta pohjoinen euro kattaisi lähes yhtä suuren osan kuin nykyinenkin euro (Kuvio 8). Etelä-Euroopan kriisimaiden osuus Suomen ulkomaankaupasta on vain noin 5 %. Suomen kannalta pohjoinen euro voisi siis hyvinkin olla varteenotettava vaihtoehto.

Näin ei kuitenkaan ole valuuttaunionin tärkeimpien jäsenmaiden Saksan ja Ranskan kohdalla. Niille Etelä-Euroopan maiden osuus kaupasta on selvästi suurempi. Varsinkin Ranska menettäisi suuren osan valuuttaunionin kaupan kattavuudesta, jos Etelä-Euroopan maat eivät olisi mukana valuuttaunionissa. Pohjoismaista valuuttaunionia tarkastellaan tarkemmin Suomen kannalta luvussa 6.

**Kuvio 8. Osuus maiden tavara- ja palvelukaupasta 2010, euroalue ja hypoteettinen pohjoisten maiden valuutta-alue. Lähde: Eurostat, PTT:n laskelma.**



### 5.3

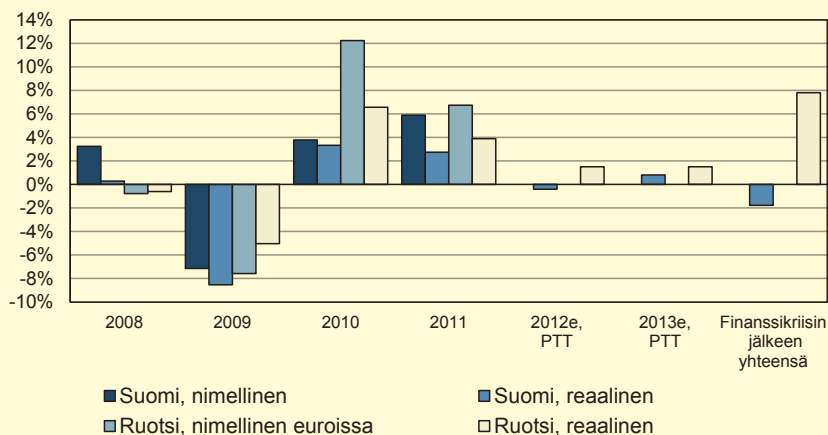
#### Paluu omaan valuuttaan



Ruotsin esimerkki osoittaa, että vahva ja kestävä pienikin kansantalous voi hyvin olla vakaa myös euroalueen ulkopuolella. Vaikka Ruotsin talous on viime vuosina kasvanut Suomea nopeammin ja se on rakenteeltaan Suomen taloutta monipuolisempi, Suomen talouden arvioidaan olevan ja säilyvän vahvana 2020-luvulle asti. Tämä perustuu analyysiin, että Suomessa kyetään parantamaan vientiyriyten kansainvälistä kilpailukykyä ja tekemään tarvittavat julkista taloutta vahvistavat rakenteelliset uudistukset.

## Voiko valuuttakurssi auttaa talouden suhdannekriisiin sopeuduttaessa? Ruotsin kokemukset vuosilta 2008-2013.

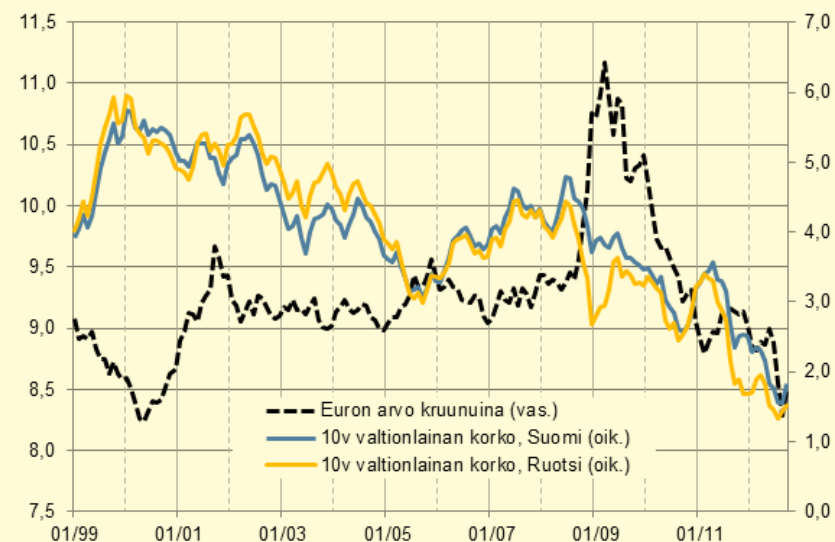
Suomen ja Ruotsin taloudet kasvoivat nopeasti ja varsin yhteneväisesti 2000-luvulla vuoden 2008 finanssikriisiin asti. Nimellinen, eli käypähintainen, bruttokansantuote kasvoi inflaatiouvautia enemmän kuin reaalin, eli kiinteähintainen, bruttokansantuote. Vuonna 2009 Suomen nimellinen BKT supistui 7 prosenttia ja reaalin BKT 8 prosenttia. Ruotsin euroissa arvioitu nimellinen BKT supistui 12 prosenttia. Reaalin BKT supistui 5 prosenttia (kuvio 9).



**Kuvio 9.** Euroossa arvioidun nimellisen ja reaalisin bruttokansantuotteen muutos vuosina 2008-2011 Suomessa ja Ruotsissa sekä näiden maiden reaalin BKT ennuste (PTT). Lähde: Eurostat.

Vuodesta 2008 vuoteen 2013 (PTT:n ennusteet vuosille 2012 ja 2013) Ruotsin reaalin euroissa mitattu BKT kasvaa kokonaisuudessaan lähes kahdeksan prosenttia (kuvio 9). Suomen reaalin BKT supistuu vastaavana ajanjaksona yhteensä lähes kaksi prosenttia. Suomen ja Ruotsin talouskasvun erot eivät tietenkään johdu pelkästään valuuttakurssien kehityksestä. Suomen kansantalous on perinteisesti ollut kapea-alaisempi ja täten alttiimpi häiriöille kuin Ruotsin kansantalous. Metsäteollisuuden sekä sähkö- ja elektroniikkateollisuuden rakennemuutos on viime vuosina heikentänyt Suomen talouden kasvua enemmän kuin Ruotsin.

Ruotsissa osa finanssikriisin vaikutuksista eliminoitui kruunun heikkenemisen myötä (kuvio 10). Kruunun devalvoituminen euroon nähden paransi ruotsalaisten yritysten kansainvälistä kilpailukykyä eurooppalaisiin kilpailijoihinsa nähden. Ruotsalaisyritysten parantunut kilpailukyky heijastui ainakin osittain vuosille 2010 ja 2011. Ruotsin reaalin talouskasvu oli jonkin verran Suomen talouskasvua nopeampaa. Kruunun arvon palautuminen finanssikriisiä edeltäneelle pitkän aikavälin tasolle ei oleellisesti heikentänyt ruotsalaisten yritysten kilpailukykyä.



**Kuvio 10.** Euron arvo kruunuina sekä Suomen ja Ruotsin joukkovelkakirjalainojen korot vuosina 1999-2012. Lähde: Euroopan keskuspankki.

Sattumaa tai ei, kruunun arvo muuttui kriisin aikana oppikirjateorian mukaisesti. Valuuttakurssin jousto vaimensi kansantalouden ulkopuolisen häiriön vaikutuksia. Vahva kansantalous ei näyttäisi kärsivän korkoepävarmuudesta. Ruotsin ja Suomen korot ovat muuttuneet lähes käsi kädessä koko tarkastelujakson ajan. Suomella oli hieman matalammat korot 2000-luvun alkupuoliskolla (kuvio 10). Sen jälkeen Ruotsi on saanut lainaa halvemmalla korolla.

Mielenkiintoinen episodi sattui taantumavuonna 2009. Ruotsin kansantalous hyötyi kruunun arvon heikkenemisestä. Ruotsin valtiontalous hyötyi alhaisista koroista. Vahva talous sai tuplahyödyn. Euroalueen ulkopuolisessa heikossa taloudessa olisi todennäköisesti käynyt siten, että valuutan arvon alenemisen kautta syntynyt hyöty olisi kumoutunut koron nousun vuoksi.

## Islanti ja oma valuutta

Islannin ajautuminen vakavaan talouskriisiin oli ensi sijassa seurausta islantilaisten pankkien riskinotosta, jonka seurauksena pankkisektorin koko oli pahimmillaan kymmenen kertaa kansantalouden kokoa suurempi.

Islantilaisten pankkien ongelmat kärjistyivät finanssikriisin myötä. Islannin valtiolla ei ollut resursseja lähteä pelastamaan kansainvälistyneitä suuria pankkeja vaan pankit oli pääsettävä konkurssiin. Tämä, yhdessä finanssikriisin aikaansaaman pääomien pakenemisen periferisistä talouksista, romautti ensi vaiheessa valuutan arvon vuonna 2008 ja lopulta pakotti ottamaan käyttöön pääomaliikkeiden rajoitukset.

Pankkien konkurssit ja pääomaliikkeiden rajoittaminen oli välttämätön ehto kriisistä selviytymiseen. Nämä toimet yhdessä antoivat julkiselle sektorille myös mahdollisuuden ylläpitää sosiaalisia turvaverkkoja, mikä takasi yhteiskunnan vakauden ja muutuskyvyn. Valuuttakurssin voimakas heikentyminen toi mukanaan suuren inflaation, mutta tuki keskeisten vientihyödykkeiden (kala ja alumiini) vientiä.

Vanhoiden pankkien konkurssien lisäksi julkinen valta kuitenkin samalla sitoutui pääomittamaan uudet pankit turvatakseen pankkijärjestelmän toimivuuden. Vanhojen pankkien ulkoisista vastuista lipeämisellä on ollut kaksinaisia vaikutuksia. Ensinnäkin maan julkisen talouden uskottavuus on säilynyt, mikä on jo mahdollistanut paluun kansainvälisille pääomamarkkinoille. Toisaalta oikeusjutut pankkien ulkomaisten velkojen kanssa aiheuttavat epävarmuutta tulevasta kehityksestä.

Pääomaliikkeiden rajoittamisella on vastaavalla tavalla epävarmuutta luova vaikutus tulevasta kehityksestä. Pääomaliikkeiden rajoituksilla on pitkällä aikavälillä negatiivisia vaikutuksia talouskasvuun mm. investointien rahoittamisen vaikeutuessa. Toisaalta liian aikainen luopuminen rajoituksista käynnistäisi valuuttapaon, joka uhkaisi jo alkanutta elpymistä.

Islanti on pieni kansantalous, jonka oman keskuspankin uskottavuus on vasta rakenteilla. Oman rahapolitiikan sijaan vaihtoehtona talouspoliittisessa keskustelussa on ollut liittyminen EU:hun ja euron käyttöönotto. Euron vakavista ongelmista johtuen esillä on ollut myös valuuttakurssin sitominen Kanadan dollariin perustuen luonnonvarojen suureen merkitykseen kummankin maan taloudessa. Islannissa nähdään merkittävänä ongelmana pienen kansantalouden oman valuutan altistumisen pääomaliikkeiden aiheuttamalle valuuttakurssiturbulenssille. Osin tästä syystä Islanti on edelleen jatkanut pääomaliikkeiden säätelyä, vaikka paikallinen elinkeinoelämä on korostanut niiden haitallista vaikutusta talouskasvuun.

### Taulukko 8. Islannin BKT, työttömyysaste ja inflaatio vuosina 2008-2011.

Lähde: Eurostat.

Islanti	2008	2009	2010	2011
BKT, reaalinen, kasvu, %	1,2 %	-6,6 %	-4,0 %	2,6 %
Työttömyysaste, %	1,6 %	8,0 %	8,1 %	7,4 %
Inflaatio, %	18,1 %	7,5 %	2,5 %	5,3 %



# 6

## SUOMEN VAIHTOEHDOT

Nimellinen valuuttakurssin arvo tai sen määräytymismekanismi ei määritä kansantalouden pitkän aikavälin kasvua. Euron hajoaminen tai yksittäisen jäsenmaan erkaantuminen eurosta on kuitenkin hyppy tuntemattomaan, koska euroalueen kaltaiselle järjestelylle tai toisaalta sen sortumiselle ei taloushistoriasta löydy kovinkaan hyvää vertailukohtaa.

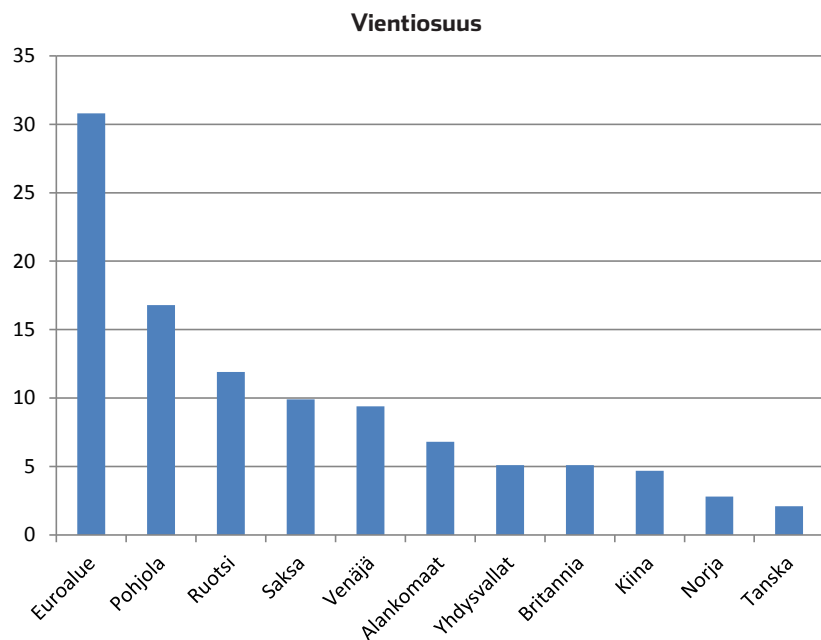
Suomen vaihtoehdot euron ulkopuolella voidaan jakaa kolmeen pääluokkaan: Ensinnäkin supistettu rahaliitto (Alppien pohjoispuolinen euroalue) tai uusi rahaliitto esimerkiksi pohjoismaiden (Norja, Tanska, Ruotsi) kesken tai Ruotsin kanssa, toisekseen kiinteä valuuttakurssiyhteys Saksan markkaan tai euromaiden uusvanhojen valuuttojen koriin (tai euroon, jos se on olemassa) ja lopulta kelluva valuutta. Näitä kolmea vaihtoehtoa arvioitaessa pitää huomata, että rahaliittojen syntyminen lähtee ensisijassa muiden maiden tarpeista. Suomen pitää sitten harkita esitettyjä rahaliitto-vaihtoehtoja omasta näkökulmastaan.

### 6.1.

#### Laajat valuuttaunionit



Kaikissa edellä esille tuoduissa vaihtoehtoisissakin on Suomen kannalta haasteita. Suomen nykyisen euroalueen kanssa käymästä kaupasta valtaosa kohdistuu Alppien pohjoispuolisiin maihin. Pohjoismaisen rahaliiton osuus kaupasta on huomattavasti pienempi ja pääosin Ruotsin kanssa käytävää kauppaa. Valtaosa Suomen koko ulkomaankaupasta käydään kuitenkin muiden kuin mahdollisten rahaliittojen jäsenmaiden kanssa.



**Kuvio 11. Suurimpien kauppakumppanien sekä Norjan ja Tanskan osuudet Suomen viennistä vuonna 2011. Lähde: Tullihallitus.**

Yllä olevassa kuviossa on esitetty tärkeimpien kauppakumppanien osuudet Suomen viennistä vuonna 2011.<sup>22</sup> Euroalueen osuus on reilut 30 prosenttia ja vaihtoehdon Pohjola (Ruotsi, Tanska ja Norja) yhteenlaskettu osuus on noin 17 prosenttia. Suurin vientiosuus on Ruotsilla 12 prosenttia. Suomen ulkomaankauppa on kuitenkin hyvin hajautunut maailmantalouden eri osiin.<sup>23</sup>

Työvoiman liikkuvuus on pohjoismaiden välillä vilkkaampaa kuin muissa rahaliittovaihtoehdoissa, mutta silti kuitenkin liian vähäistä tasoittamaan merkittävästi alueellisesti eritahtisia suhdannevaihteluja. Pohjoismaisen liiton erityinen haaste olisi Norjan merkittävästi muista pohjoismaista poikkeava tuotannonrakenne johtuen öljysektorin suuresta merkityksestä.<sup>24</sup> Taulukossa 9 on kuvattu talouksien samantahtisuutta yksinkertaisilla kasvukorrelaatioilla vuosien 1996 ja 2011 välisestä ajankaksosta laskettuna.<sup>25</sup>

**Taulukko 9. Kasvukorrelaatiot vuosina 1996-2011. Lähde: Eurostat.**

	Euroalue	Tanska	Suomi	Ruotsi	Norja
Euroalue	1,000	0,946	0,964	0,864	0,686
Tanska	0,946	1,000	0,956	0,843	0,816
Suomi	0,964	0,956	1,000	0,846	0,784
Ruotsi	0,864	0,843	0,846	1,000	0,478
Norja	0,686	0,816	0,784	0,478	1,000

Kaikissa kansallisvaltioiden rajat ylittävissä rahaliitoissa tulonsiirrot aiheuttavat ongelmia, koska yhteenkuuluvuus eri jäsenmaiden kansalaisten välillä on paljon pienempää kuin kansallisvaltion sisällä. Pohjoismaiden välillä yhteenkuuluvuus olisi varmaankin kohtuullisen suurta, mutta silti olisi helppo nähdä suuria poliittisia ongelmia merkittävien tulonsiirtojen osalta.

Rahaliiton ehdottomasti merkittävin etu kiinteisiin valuuttakurssi-järjestelmiin on devalvaatiosyklin katkeaminen ja rahapolitiikan uskottavuuden paraneminen niissä maissa, joissa ei ole omasta takaa valmiiksi uskottavaa keskuspankkia. Lisäksi ylikansallisten finanssialan toimijoiden valvonta on tehokkainta tehdä kansallisvaltiota laajemmassa kokonaisuudessa. Näiden hyötyjen osalta euroalue on mielekkäin kokonaisuus, mutta jo pohjoismaisessa liitossa esimerkiksi pankkien valvonta ja säätely olisi merkittävästi yksinomaan kansallista säätelyä parempi vaihtoehto Suomelle, jonka pankkimarkkinoilla pohjoismaisilla toimijoilla on merkittävä markkinaosuus.

## 6.2

### Suomen ja Ruotsin valuuttaunioni



Pohjoismaisen valuuttaunionin taloussyörien epätahtisuutta voidaan pyrkiä minimoimaan Suomen ja Ruotsin yhteisellä valuuttaunionilla. Näiden maiden suhdannevaihtelut ovat jo lähtökohtaisesti hyvin samankaltaiset.<sup>26</sup> Valuuttaunionissa talouksien yhtenäisyys saattaisi kasvaa edelleen. Maiden välinen kauppa myös kasvaisi taloudellisen integraation syntyessä ja valuuttakurssiriskin poistuessa. Suomi hyötyisi myös jo alun perin toimin-

takulttuuriltaan uskottavasta keskuspankista. Finanssipolitiikkaa leimaa kummassakin maassa fiskaalinen konservatismi, jossa julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyys on päätöksenteon keskeinen elementti.

Valuuttaunioni olisi riittävän suuri, jotta normaalitilanteessa valtion velkakirjat voitaisiin määrittää omassa valuutassa. Pankkivalvonta ja rahoitusmarkkinasäätely olisi Ruotsin kanssa yhdessä helpompi organisoida vaikuttavasti kuin vain kansalliselta pohjalta, mutta tilanne olisi tältä osin huonompi kuin pohjoismaisessa unionissa. Lopulta myös yhteisöllisyyden kokemus olisi suurinta ainakin Suomen näkökulmasta näiden kahden maan välillä.

Suomen ja Ruotsin muodostama valuutta-alue olisi kuitenkin pieni ja altis kansainvälisten pääomaliikkeiden häiriöille. Vaikka kauppa kasvaisi, Ruotsin kanssa käytävä kauppa muodostaisi edelleen vain pienen osan Suomen koko ulkomaankaupasta. Muuttoliike maiden välillä on makrotaloudelliselta vaikutukseltaan pientä ja syyt tähän liittyvät hyvin pysyviin asioihin kuten kieli. Vakauden kannalta merkittävät tulonsiirrot Suomen ja Ruotsin välillä olisivat helpompia kuin euroalueella, mutta silti huomattavasti vaikeampia kuin kummankaan kansallisvaltion alueiden väliset sisäiset tulonsiirrot.

### 6.3

#### Kiinteä vai kelluva vaihtoehto?



Kiinteiden valuuttakurssien järjestelmässä kytkös Saksan markkaan olisi Suomelle hyvin vaikea, koska sitoutuminen olisi yksipuolista ja Saksan politiikka ei millään muotoa ottaisi huomioon mahdollisia kilpailukykyeroja eikä suhdannekierron eritahtisuutta. Finanssialan säätely ja valvonta olisi lisäksi pääosin kansallista, mikä olisi nykyisissä olosuhteissa haasteellista. Suurin haitta olisi kuitenkin devalvaatiosyklin uudelleen syntyminen, koska kiinteän valuuttakurssijärjestelmän uskottavuutta on hyvin vaikea rakentaa vahvaksi ilman talouden suurta joustavuutta mm. palkkojen osalta. Devalvaation palaaminen yhtenä vaihtoehtona työkalupakkiin vaikeuttaa merkittävästi keskuspankin pyrkimystä lisätä inflaationvastaista uskottavuutta. Seurauksena reaalikorot nousisivat ja valuuttakurs-

siepävarmuus pienentäisi kauppaa entisten euromaiden välillä. Selkeä etu olisi yhteisvastuusta vapautuminen, mutta haitat olisivat kaikkinaensa tässä järjestelmässä hyvin suuret.

Kiinteää valuuttakurssia parempi vaihtoehto euroalueelle olisi kelluva valuuttakurssijärjestelmä, jossa keskuspankilla olisi inflaatiotavoite. Hyötyinä olisi uskottavasti riippumattoman keskuspankin tapauksessa finanssipolitiikan ja rahapolitiikan hyödyllisen koordinaation mahdollisuus sekä rahaliittoon liittyvien tulonsiirtojen aiheuttamien kustannusten poistuminen.

Kelluvassa valuuttakurssijärjestelmässä rahapolitiikkaa ei myöskään tarvitsisi kiristää puhtaasti valuutanarvon puolustamiseksi irrallaan talouden yleisestä kehityksestä. Siltä osin kuin valuuttakurssi määräytyisi talouden perustekijöiden (fundamenttien) mukaan, valuuttakurssi omalta osaltaan helpottaisi talouden sopeutumista muuttuviin suhdanteisiin. On kuitenkin tärkeä huomata, että Suomen taloudessa valuuttakurssin vientiä tukeva vaikutus on tuotantorakenteen muutoksen ja globalisaation seurauksena pienentynyt verrattuna menneisiin vuosikymmeneihin. Tuontikomponenttien käyttö on kasvanut nopeasti tuotannon osittumisen seurauksena.

Haittana tässä mallissa olisi nimenomaan valuuttakurssien määrittäminen lyhyellä aikavälillä useimmiten rahoitusmarkkinoiden omista allokaatiotarpeista ja irrallaan talouden perustekijöiden määrittämistä tarpeista.<sup>27</sup> Valuuttakurssi ei kuitenkaan muodostuisi vapaasti markkinoilla määräytyessäänkään täysin satunnaiseksi muuttujaksi. Vaikka keskuspankilla ei olisi varsinaista valuuttakurssitavoitetta, valuuttakurssi tulee mukaan keskuspankin päätöksentekoon, koska suurilla valuuttakurssimuutoksilla on vaikutuksia inflaatioon. Mikäli keskuspankki on toiminnassaan uskottava, tällä on valuuttakurssia vakauttava vaikutus.<sup>28</sup>

Valuuttakurssien muutosten suuruuteen vaikuttaisi siis normaalitilanteessa keskuspankin toiminnan uskottavuus. Uskottavan keskuspankin tapauksessa lyhytaikainen vaihtelu olisi suhteellisen pientä Saksan markan ja Ruotsin kruunun suhteen. Kauppa kelluvien valuuttakurssien vaihtoehdossa asettuisi kuitenkin jonkin verran alhaisemmaksi kuin arvoltaan täysin vakaan valuuttakurssin vaihtoehdossa. Kansainvälisen rahoituskriisin

vaikutukset olisivat lisäksi haastavia hallita pienelle valuutta-alueelle.

Keskeinen haaste olisi uskottavan keskuspankin luominen Suomeen, jossa ei ole vastaavaa uskottavan keskuspankin traditiota kuin esimerkiksi Ruotsin Riksbankenilla. Ensi vaiheessa uskottavuuden synnyttäminen edellyttäisi todennäköisesti erittäin kireää rahapolitiikka riippumatta siitä olisiko tavoitemuuttuja inflaatio vai nimellinen BKT. Pitkällä aikavälillä korkotaso voisi asettua talouden tehokkaan toiminnan turvaavalle tasolle.

22. Tärkeimmät tuontimaat ovat valtaosin samoja, mutta erityisesti Venäjän merkitys korostuu tuonnissa.
23. Alankomaihin menevästä viennistä osa suuntautuu tosiasiallisesti muualle (Kiinaan) ja Alankomaat tarjoavat tällöin ainoastaan satamapalveluja.
24. Ruotsilla, Norjalla ja Tanskalla oli valuuttaunioni vuosina 1873-1924. Järjestelmä perustui kultakantaan eikä sillä ollut omaa keskuspankkia.
25. Tanskan ja Suomen korrelaation suuruus on osin seurausta Tanskan kruunun valuuttakurssikytköksestä euroon.
26. Suomen ja euroalueen talouden vaihtelut ovat vielä samantahtisemmat.
27. Tätä on korostanut jo Mundell (1973). Suhde talouden perustekijöihin voi olla mm. epäjatkuva ajassa Bacchetta ja Wincoop (2009) tai riippuvainen etäisyydessä pitkän aikavälin tasapainosta (Kilian ja Taylor, 2003).
28. Sarno ja Taylor (2001) ja Lahtinen (2006).

## LÄHTEET

- Bacchetta, P. ja Wincoop, E. (2009). On the Unstable Relationship between Exchange Rates and Macroeconomic Fundamentals. NBER Working Papers 15008,
- Baldwin, R. (2006). In Or Out: Does it Matter? Publisher: Centre for Economic Policy Research.
- Bargain, O., Dolls, M., Fuest, C., Neumann, D., Peichl, A., Pestel, N. ja Sieglöcher, S. (2012). Fiscal Union in Europe? Redistributive and Stabilising Effects of an EU Tax-Benefit System.
- Bayoumi, T. and Masson, P. (1995). Fiscal Flows in the United States and Canada: Lessons for monetary union in Europe, *European Economic Review* 39: 253–
- Bordo, M., Markiewicz, A. ja Jonung, L. (2011). A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History. NBER Working Paper no: 17380.
- Briffault, R. (1996). *Balancing Acts: The Reality Behind State Balanced Budget Requirements*. New York: Twentieth Century Foundation.
- Dixit, A., ja Lambertin, L. (2001). “Monetary–Fiscal Policy Interactions and Commitment versus Discretion in a Monetary Union.” *European Economic Review*, 45(4–6): 977–87.
- Dolls, M., Fuest, C. ja Peichl, A. (2012). Automatic stabilizers and economic crisis: US vs. Europe. *Journal of Public Economics*, 96(3), 279–294.
- Economic impact of Southern European member states exiting the eurozone. *Future Social Market Economy, Policy Brief 2012/06*. Bertelsmann Stiftung.
- Eichengreen, B. (1993). European Monetary Unification. *Journal of Economic Literature*, 31(3), 1321–57, September.
- Frankel, J. (2010). The Estimated Trade Effects of the Euro: Why Are They Below Those from Historical Monetary Unions among Smaller Countries? In Alesina, A. & Giavazzi, F. (edit.) *Europe and the Euro*. Chicago: University of Chicago Press, 169 – 218.
- Gakova, Z. ja Dijkstra, L. (2008). Labour mobility between the regions of the EU-27 and a Comparison with the USA. *EU regional Policy* 2/2008.
- Henning, C. R. ja Kessler, M. (2012). *Fiscal Federalism: US History for Architects of Europe’s Fiscal Union*. Peterson Institute for International Economics Working Paper 12-1.
- Hou, Y., and Smith, D. (2009). Do State Balanced Budget Requirements Matter? Testing Two Explanatory Frameworks. *Public Choice* 145: 57–79.
- Kasperek, A. (2011). *Fiscal Policy in US States*. Deutsche Bank Research, Current Issues, December. Available at [www.dbresearch.com](http://www.dbresearch.com).

Kilian, L. ja Taylor, M. (2003). Why is it so difficult to beat the random walk forecast of exchange rates?, *Journal of International Economics*, 60(1), 85-107.

Lahtinen, M. (2006), The Purchasing Power Parity Puzzle: A Sudden Nonlinear Perspective. *Applied Financial Economics*, 16, 119-125.

Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review* 51 (4): 657-665.

Mundell, R. A. (1973). Uncommon Arguments for Common Currencies”, in H.G. Johnson and A.K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, 114-32.

Nordea Markets. Mitä jos euroalue hajoaa? Lokakuu 2012.

Poterba, J. ja K. Rueben, S. (2001). Fiscal News, State Budget Rules, and Tax-Exempt Bond Yields. *Journal of Urban Economics* 50: 537-62.

Reinhart, C. ja Rogoff, K. (2009). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press.

Sachs, J. and Sala-i Martin, X. (1992). Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States, in M. B. Canzoneri, V. Grilli and P. R. Masson editors, "Establishing a Central Bank: Issues in Europe and Lessons from the U.S.", Cambridge University Press.

Sarno, L. ja Taylor, M. (2001). Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work? *Journal of Economic Literature*, American Economic Association, 39(3), 839-868, September.

Vihriälä, V. (2012). EU:n ajolähtö – Kriisiunionista yhteisvastuun unioniin?. EVA Analyysi No 23. Elinkeinoelämän valtuuskunta EVA.

Wallis, J. ja Weingast, B. (2008). Dysfunctional or Optimal Institutions: State Debt Limitations, the Structure of State and Local Governments, and the Finance of American Infrastructure. In *Fiscal Challenges: An Interdisciplinary Approach to Budget Policy*, ed. Elizabeth Garrett, Elizabeth Graddy, and Howell Jackson. Cambridge, UK: Cambridge University Press.