

# FEDERALISMIA VAI MARKKINAKURIA?

102

VELKAKRIISI, YHTEISVASTUU JA  
TALOUSPOLITIIKAN KOORDINAATIO EUROALUEELLA

Vesa Vihriälä

FIIA BRIEFING PAPER 102 • Huhtikuu 2012



ULKOPOLIITTINEN INSTITUUTTI  
UTRIKESPOLITISKA INSTITUTET  
THE FINNISH INSTITUTE OF INTERNATIONAL AFFAIRS

# FEDERALISMIA VAI MARKKINAKURIA?

## VELKAKRIISI, YHTEISVASTUU JA TALOUSPOLITIIKAN KOORDINAATIO EUROALUEELLA



Vesa Vihriälä  
Toimitusjohtaja  
Elinkeinoelämän tutkimuslaitos

FIIA Briefing Paper 102  
Huhtikuu 2012

- Meneillään oleva talouskriisi muuttaa merkittävästi talouspolitiikkaa Euroopassa ja erityisesti euroalueella. Kriisi on pakottanut poikkeuksellisiin koordinoituihin toimiin ja johtanut uusien instituutioiden luomiseen.
- Vaikutukset ulottuvat nykyistä kriisiä pidemmälle, sillä Euroopan talouspolitiikan koordinaatio tiivistyy tuntuvasti myös ”normaaliaikoja” silmällä pitäen. Viimekätinen päätösvalta säilyy kuitenkin jäsenmailla.
- Rahoitusmarkkinoiden jännitteet hellittivät vuoden 2012 alussa, ja talouskasvun ennustetaan piristyvän vuoden jälkipuoliskolla. Tällaisissa suotuisissa oloissa tuskin otetaan merkittäviä lisäaskeleita yhteisvastuun ja koordinaation lisäämiseen.
- Jos tilanne kärjistyy uudelleen, myös keskustelu euroalueen luonteesta voimistuu. Perusvaihtoehtoina ovat tällöin yhtäältä iso loikka kohti yhteisvastuullisempaa ja federalistisempaa euroaluetta, toisaalta yhteisvastuun selvä rajoittaminen ja voimakkaampi luottaminen markkinakuriin eli velkasaneerauksen mahdollisuuteen. Päätösprosessista tulee vaikea, eivätkä kaikki euromaat välttämättä ole mukana integraation tiivistämisessä, jos sellainen toteutuu.

Euroopan unioni -tutkimusohjelma  
Ulkopoliittinen instituutti

Finanssikriisin varsinainen alkuräjähdyks oli yhdysvaltalaisen investointipankki Lehman Brothersin kaatumisen syyskuussa 2008. Välittömästi kriisin puhkeamisen jälkeen keskuspankit lisäsivät huomattavasti rahoituksen tarjontaa pankeille, jotka eivät enää luottaneet toisiinsa. Euromaat päättivät kriisikokouksessaan laajoista pankkien takaus- ja pääomitusoperaatioista. Tätä seurasi Euroopan keskuspankin ohjauksorkojen tuntuva alentaminen.

EU:n valtiovarainministerien Ecofin-neuvosto sopi puolestaan marraskuussa 2008 finanssipolitiikan keventämisestä kaikissa EU-maissa. Kaiken kaikkiaan rahoituksen turvaamiseen ja kokonaiskysynnän tukemiseen tähtäävät toimet olivat ennennäkemättömän laajoja ja niille oli tyypillistä tiivis koordinaatio sekä euroalueen sisällä että laajemmin.

Kaikesta huolimatta Eurooppa ajautui muun kehittyneen maailman tavoin syvään taantumaa. EU:n jäsenmaiden kokonaistuotanto supistui vuonna 2009 yli 4 prosenttia. EU:n työttömyysaste nousi 2,5 prosenttiyksikköä 9,7 prosenttiin työvoimasta vuosina 2007–2010. Vaikka talous kääntyi jo vuoden 2009 aikana kasvuun ja kasvua jatkui vuoden 2011 lopulle, tuotannon taso oli vuonna 2011 yhä pienempi kuin ennen taantumaa.

### Taantumasta valtionvelkakriisiin

Tuotannon supistuminen, työllisyyden heikkeneminen sekä finanssipoliittinen elvytys johtivat julkisen talouden alijäämien huomattavaan kasvuun. EU-maiden julkisen velan BKT-osuus nousi vuonna 2011 jo 82 prosenttiin. Euromaissa osuus oli vielä suurempi, 88 prosenttia.

Velkaantumisen seurauksena kehittyneiden maiden luottokelpoisuuteen alettiin kiinnittää selvästi enemmän huomiota kuin aiemmin. Tilanne kärjistyi ensiksi Kreikassa. Syksyllä 2009 kävi ilmi, että Kreikan julkinen talous oli selvästi huonommalla tolalla kuin oli luultu. Vielä edellisenä keväänä EU-komissio oli arvioinut Kreikan julkisen talouden alijäämän suuruudeksi noin viisi prosenttia bruttokansantuotteesta, mutta syksyllä arvio oli 12,7 % ja vuotta myöhemmin alijäämän suuruudeksi osoittautui 15,4 %.

Luottamus Kreikan luottokelpoisuuteen heikkeni ja Kreikan valtionlainojen korot jälkimarkkinoilla nousivat tuntuvasti kevättalvella 2010. Myös eräiden

muiden euromaiden korot nousivat selvästi ja levottomuus rahoitusmarkkinoilla lisääntyi yleisesti. Sekä euroalueen päämiehet että valtiovarainministerit ilmoittivat toistuvasti, että EU ja euromaat tekevät kaikkensa rahoitusvakauden turvaamiseksi.

Kreikan mahdollisuudet saada lainaa erääntyvien velkojen ja alijäämän rahoittamiseksi hupenivat nopeasti. Sen vuoksi euromaat päättivät toukokuussa 2010 yhteensä 110 miljardin euron rahoitustuen myöntämisestä Kreikalle yhdessä Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) kanssa.

Päätöstä perusteltiin rahoitusvakauden turvaamisella. Arvioitiin, että Kreikan maksukyvyttömyys johtaisi hallitsemattomaan ketjureaktioon, joka muistuttaisi Lehman Brothersin nurinmenon seurauksia. Päätös Kreikan rahoitustuesta ei kuitenkaan rauhoittanut markkinoita, vaan monien maiden korot nousivat tuntuvasti ja osakekurssit laskivat. Sijoittajat arvioivat valtionvelkaongelman laajemmaksi kuin vain Kreikkaa koskevaksi.

Niinpä euromaat päättivät vain viikkoa myöhemmin kolme vuotta voimassa olevista rahoitustukimekanismeista, joilla voitaisiin tarvittaessa varmistaa muidenkin jäsenmaiden kyky maksaa velkansa ja rahoittaa alijäämänsä. Lisäksi Euroopan keskuspankki ryhtyi ostamaan vaikeuksissa olevien maiden velkapapereita jälkimarkkinoilta. EKP perusteli päätöstään tarpeella varmistaa rahapolitiikan välitysmekanismien toimiminen.

Rahoitustukijärjestelmä koostui kolmesta osasta: EU:n budjettikehyksen puitteissa toimivasta Euroopan rahoitusvakaussmekanismista (ERVM, tukivaltuus 60 miljardia euroa), euromaiden takausten turvin toimivasta Euroopan rahoitusvakaussvälineestä (ERVV, tukivaltuus 440 miljardia euroa) ja IMF:n sitoumuksesta myöntää rahoitustukea 50 prosenttia eurooppalaisten mekanismien kokonaisarvosta.<sup>1</sup> Järjestelmän tukikapasiteetti arvioitiin siten yhteensä 750 miljardiksi euroksi. Riittävän vahvan tukimekanismin ajateltiin vakuuttavan markkinat siitä, ettei mikään maa ajautuisi maksukyvyttömäksi, jolloin

---

<sup>1</sup> EU-komissio esitti toukokuussa 2010 käydyissä neuvotteluissa yhtä EU-budjettiin perustuvaa mekanismia, mutta jäsenmaat torjuivat tämän. Ne halusivat pitää rahoitustukipäätökset mahdollisimman pitkälle omissa käsissään ja samalla varmistaa, että kunkin jäsenmaan rahoitusvastuu pysyy selvästi rajattuna.

sijoittajat voisivat jatkaa rahan lainaamista kohtuullisin koroin kaikille maille.

Tilanne markkinoilla rauhoittuikin jossain määrin rahoitustukimekanismien perustamisen ja EKP:n operaatioiden seurauksena. Jäsenmaiden julkisen talouden ongelmat eivät kuitenkaan poistuneet. Irlannissa valtio tuki jättitappioita tehneitä pankkeja vuonna 2010 noin 50 miljardilla eurolla, mikä nosti julkisen talouden alijäämän yli 30 prosenttiin BKT:sta. Marraskuussa 2010 Irlannin hallitus joutui anomaan rahoitustukea, jota myönnettiin yhteensä 67,5 miljardia euroa. Kaksi kolmasosaa tästä tuli Euroopan uusista rahoitusvakausmekanismeista ja loput IMF:ltä. Keväällä 2011 myös Portugali ajautui tilanteeseen, jossa se ei enää kyennyt turvaamaan rahoitustaan markkinoilta. Portugalille päätettiin myöntää 78 miljardin euron rahoitustuki, joka jakautuu tasan IMF:n, ERVM:n ja ERVV:n kesken.

Tukipakettien valmistelu ja niiden toimeenpanon valvonta on EU-komission, EKP:n ja IMF:n muodostaman ”troikan” käsissä. Euroalueen maiden valtiovarainministerien muodostamasta euroryhmästä on tullut keskeinen maiden välinen päätöksentekolin.

Varsinaisen jäsenmaille suunnatun rahoitustuen ohella eurojärjestelmä on kanavoinut keskuspankkien välisen TARGET2-maksujärjestelmän kautta rahoitusta kansantalouksille, jotka kärsivät yksityisen ulkomaisen rahoituksen ehtymisestä. Kreikan ja muiden rahoitusvaikeuksissa olevien maiden keskuspankit velkaantuvat EKP:lle ja vastaavasti Saksan ja rahoituksellisesti vahvojen maiden keskuspankit hankkivat saamia EKP:lta.

### **Talouspolitiikan pelisäännöt uusiksi**

Valtionvelkakriisi osoitti, että Euroopan maiden makrotalouspolitiikkaa koskevat pelisäännöt olivat puutteellisia. Ennen euron käyttöönottoa solmitun vakaus- ja kasvusopimuksen piti huolehtia siitä, että jäsenmaiden julkisen talouden alijäämät pysyvät alle kolmessa prosentissa ja velkataso on alle 60 prosenttia – tai ainakin laskemassa sitä kohti. Vakaus- ja kasvusopimusta vaati erityisesti Saksa; Saksassa pelättiin, että yhteinen raha mahdollistaisi jäsenmaiden liiallisen velkaantumisen ja loisi painetta inflatoriseen rahapolitiikkaan.

Vakaus- ja kasvusopimus epäonnistui surkeasti. Kesällä 2010 EU:n 27 jäsenmaasta 24 oli ylittänyt julkisen talouden alijäämälle asetetun rajan.<sup>2</sup> Alijäämätavoitteiden muodollista rikkomista vakavampi ongelma oli se, että yksittäisten jäsenmaiden velanhoitovaikeudet uhkasivat rahoitusvakautta laajemminkin. Muut jäsenmaat kokivat tämän vuoksi olevansa pakotettuja myöntämään rahoitustukea. Erityisesti Saksa ja muut jäsenmaat, joiden oma rahoitusasema oli vahvin (näiden joukossa Suomi), vaativat tiukempia sääntöjä julkisen talouden hoitoon.

Komission tiedonannoissa toukokuussa ja kesäkuussa 2010 hahmoteltiin erilaisia toimia, joilla yhteisesti sovittuja päätöksiä pystyttäisiin paremmin soveltamaan käytännössä. Tämä johti pyrkimykseen tehostaa koordinaatioprosessia niin sanotun euroopalaisen lukukauden avulla. Vuoden 2011 alusta lähtien budjetti- ja muuta talouspolitiikkaa koskevat EU-tason vuotuiset linjaukset ja niihin perustuvat suositukset jäsenmaille päätetään yhteisessä prosessissa kunkin vuoden ensimmäisellä puoliskolla.

Merkittävämpi muutos on budjetti- ja muuta talouspolitiikkaa koskevien sääntöjen uudistus. Komissio antoi syyskuussa 2010 kuusi lainsäädäntöehdotusta, joita kutsutaan ”six-packiksi”. Ehdotukset tähtäsivät budjettikurin parantamiseen alijäämätavoitteen (3 %) ja velkatavoitteen (60 %) saavuttamiseksi ja noudattamiseksi. Tätä tarkoitusta palvelivat uusi menojen kasvunopeutta koskeva sääntö, täsmällinen sääntö 60 % ylittävän velkatason alentamisesta, budjettikehikkoja koskevat määräykset sekä ennen kaikkea nopeammin ja ”automaattisemmin” sovellettavat sanktiot (sakot), mikäli jokin jäsenmaa ei noudata sääntöjä.

Komissio esitti myös kokonaan uusia säännöksiä, joiden tarkoituksena on torjua kokonaistaloudellisia epätasapainotiloja muutenkin kuin vain julkisen talouden osalta. Tällaisilla epätasapainoilla tarkoitetaan muun muassa suuria vaihtotaseen ali- tai ylijäämiä, kilpailukyvyn heikkoutta, yksityisen sektorin liiallista velkaantumista tai varallisuushintojen liiallista nousua. Eräissä EU-maissa juuri nämä

---

2 Suomi kuului tähän ryhmään sekä komission että kansallisen alijäämäennusteen perusteella. Myöhemmin osoittautui, että Suomen alijäämä jäikin kolmen prosentin rajan alapuolelle, jolloin Suomi vapautui liiallisen alijäämän prosessista.

ilmiöt olivat vaikuttaneet myöhemmin ilmenneisiin julkisen talouden vaikeuksiin.<sup>3</sup>

Komission esitykset hyväksyttiin monien vaiheiden jälkeen syksyllä 2011 ja uudet säännökset astuivat voimaan 13. joulukuuta. Komissio on jo puuttunut jäsenmaiden taloudenpitoon uusien sääntöjen nojalla. Marraskuussa 2011 komissio varoitti viittä jäsenmaata siitä, että elleivät ne ottaisi käyttöön uusia toimia budjettialijäämien supistamiseksi, niitä uhkaisivat sanktiot. Neljä jäsenmaata päätti komissiota tyydyttävistä toimista tammikuun alkuun mennessä, mutta yhden maan (Unkari) osalta komissio on käynnistänyt sanktiomenettelyn. Helmikuussa 2012 komissio puolestaan totesi, että 12:sta maasta – Suomi mukaan lukien – on tehtävä tarkempi analyysi, koska niitä mahdollisesti uhkaa kokonaistaloudellinen epätasapaino.

### Rahoitustukimekanismien ongelmat

Keväällä 2010 päätetyt rahoitustukimekanismit luotiin sen välttämiseksi, että yksittäisen jäsenmaan ajautuminen maksukyvyttömyyden tilaan järkyttäisi koko euroalueen rahoitusvakautta. Tätä tarkoitusta mekanismit palvelevat sitä paremmin, mitä suurempi on niiden rahoituskyky, ja mitä automaattisempaa ja edullisempaa tuki on vaikeuksien kohdatessa.

Toisaalta tukikapasiteetin kasvu ja tuen edullisuus ja ehdottomuus lisäävät riskiä, että tukea potentiaalisesti tarvitsevat maat eivät markkinakurin puutteen takia itse huolehdi taloutensa vastuullisesta hoidosta. Jos rahoitustuen olemassaolo poistaa sijoittajilta luottotappioriskin, velan hintaan ei sisälly riskilisää eikä velan määrään tiukkoja rajoituksia.

Mitä suuremmaksi tällainen ”moraalikato” muodostuu, sitä suuremmat ovat rahoitusta myöntävien tai takaavien maiden riskit. Tuki voidaan tulkita myös palkinnoksi huonosta käyttäytymisestä. Tämä

on ollut keskeinen syy siihen ärtymykseen, jota tukimekanismit ovat aiheuttaneet rahoittajamaissa. Myös Suomessa on kysytty, miksi meidän tulisi maksaa ongelmamaiden eläminen yli varojensa. Tuen on myös katsottu perusteettomasti ”pelastavan” ongelmavaltioille rahaa lainanneet sijoittajat, kuten ongelmamaiden velkapapereita ostaneet pankit.

Rahoitustuki on ongelmallinen myös EU:n perussopimuksen kannalta. Perussopimuksen artikla 125, niin sanottu *no bail-out clause*, kieltää unionia ja sen jäsenmaita ottamasta vastuulleen toisten jäsenmaiden velkoja. Tukimekanismeja ei ole todettu oikeudellisesti perussopimuksen vastaisiksi, mutta laajamittaisen rahoitustuen myöntäminen sopii joka tapauksessa huonosti yhteen artiklan 125 hengen kanssa.<sup>4</sup> Artikla 123 puolestaan kieltää Euroopan keskuspankkia rahoittamasta suoraan jäsenvaltioita.

Näistä syistä tukimekanismeja koskevissa päätöksissä on korostettu tuen ehdollisuutta. Ensinnäkin tukea voidaan myöntää vain jos euroalueen rahoitusvakauden katsotaan vaarantuvan ilman sitä. Kaikissa tehdyissä tukipäätöksissä onkin viitattu koko järjestelmää koskevaan rahoitusvakausvaaraan.

Toiseksi saajamaan pitää sitoutua sopeutusohjelmaan, jolla maan julkinen talous saatetaan kestäväälle tolalle ja samalla varmistetaan julkisen tuen takaisinmaksu. Sopeutusohjelmien keskeisiä elementtejä ovat olleet julkisten menojen leikkaus ja verojen korottaminen, talouden kasvukykyä vahvistavat toimet – erityisesti työmarkkinoiden, kilpailun ja eläkejärjestelmän suhteen – sekä pankkisektorin saneeraus.

Kolmanneksi sekä Kreikkaa koskevassa ensimmäisessä tukipäätöksessä että ERVM:n ja ERVV:n alkuperäisissä säännöissä rahoitustuesta perittävä korko pyrittiin asettamaan verraten korkeaksi, jotta tuen saajilla olisi kannustin päästä siitä eroon mahdollisimman nopeasti ja jotta siitä ei aiheutuisi tappioita lainaajille tai takaajille.

3 Tällaisia maita olivat erityisesti Irlanti ja Espanja. Kumpikin maa täytti vakauserä- ja kasvusopimuksen 3 % alijäämäkriteerin ja 60 % velkakriteerin ennen kriisiä, mutta yksityisen sektorin suuri velkaantuminen, kiinteistömarkkinakupla ja kilpailukyvyyn rapautuminen johtivat syvään taantumaa ja Irlannissa jättimäiseen pankkikriisiin, joiden seurauksena myös julkisen talouden rahoitusasema heikkeni rajusti.

4 ERVM:n määrittävä asetus (407/2010) toteaa mekanismin juridiseksi perustaksi Artiklan 122, jonka mukaan neuvosto voi myöntää rahoitustukea jäsenmaalle, joka on poikkeuksellisten ja maasta itsestään riippumattomien tapahtumien takia vaikeuksissa. Kreikalle myönnettyt suorat uudet luotot tai ERVV:n rahoituksen takaukset eivät vallitsevan tulkinnan mukaan riko Artiklan 125 kieltoa vastuun ottamisesta jäsenmaan *olemassa olevista* sitoumuksista.

Tukimekanismit – erityisesti niiden koko ja tuen ehdollisuus – ovat olleet vilkkaan debatin kohteena järjestelmien luomisesta lähtien, ja päätöksiä on jouduttu toistuvasti muuttamaan.

Alkuinnostuksen jälkeen markkinat eivät ole pitäneet tukijärjestelmiä riittävän suurina. Varsin pian ERVV:n perustamisen jälkeen osoittautui myös, ettei euromaiden 440 miljardin takaus turvaa samansuuruisia lainanantokapasiteettia. Tämä johtuu ennen kaikkea siitä, että vain parhaan luottoluokituksen (AAA) maiden takauksilla on merkitystä, jos halutaan varmistaa että ERVV pystyy aina itse saamaan markkinoilta edullista lainaa. Ratkaisua tähän ongelmaan haettiin ”ylitakauksista”: euroalueen päämiehet päättivät kesäkuussa 2011 lisätä takauksien kokonaismäärän 780 miljardiin euroon, minkä on arvioitu riittävän alun perin tavoiteltuun 440 miljardin tukitasoon. Tämäkään ei vielä lopettanut keskustelua tukimekanismien riittävydestä.

Rahoitustuen ehtona olevia sopeutusohjelmia on myös kritisoitu paljon. Tuen kohteena olevissa maissa niitä on pidetty kohtuuttoman ankarina. Monet ekonomistit ovat katsoneet julkisten menojen leikkauksiin ja verojen korotuksiin painottuvien ohjelmien syventävän ongelmamaiden taantumia. Toisaalta rahoittajamaissa on turhauduttu Kreikan kyvyttömyyteen panna toimeen sovittuja sopeutustoimia. Lisärahoituksen epäminen Kreikalta on kuitenkin koettu hankalaksi, sillä se saattaisi johtaa vakaviin seurauksiin rahoitusvakaudelle.

Myös vaatimus tukilainojen korkeista koroista on osoittautunut kestävämmäksi. Suuret korkomenot hidastavat tuen saajien julkisen talouden korjautumista. Korkotasoa onkin useassa vaiheessa alennettu, ensin Kreikan lainojen osalta ja sittemmin yleisemmin.

### **Velkasaneeraustabu murtuu**

Kreikkaa ja ERVM:ää sekä ERVV:tä koskevat päätökset perustuivat toukokuussa 2010 käsitykseen, että rahoitusvakauden turvaamiseksi jokaisen euroalueen maan oli välttämätöntä vastata täysimääräisesti veloistaan. Tämä saattoi olla hyvinkin perusteltu arvio tilanteesta, jolloin pankkijärjestelmän pääomien vahvistaminen oli pahoin kesken ja euroalueen tuotannon pohja oli saavutettu vasta puoli vuotta aiemmin.

Yksityisten rahoittajien täydellinen suojaaminen on kuitenkin ongelmallinen ratkaisu edellä todetun moraalikatoilmiön vuoksi. Tämä on johtanut erilaisiin hahmotelmiin mekanismeista, joilla hallittu velkasaneeraus eli valtionvelkojen arvon leikkaus voitaisiin toteuttaa. Uskottava tappioiden uhka pakottaisi sijoittajat arvioimaan huolellisesti eri maiden luottokelpoisuutta ja loisi siten hyödyllistä markkinakuria.

Vaikka velkasaneerauksen mahdollisuutta pidettiin esillä etenkin Saksassa, se hyväksyttiin euromaiden viralliseksi politiikaksi vasta syksyllä 2010. Loka-kuussa liittokansleri Angela Merkel ja presidentti Nicolas Sarkozy antoivat Deauvillessa julkilausuman, jossa asetettiin tavoitteeksi pysyvä kriisinhallintamekanismi, joka mahdollistaa ”yksityisten velkojen asianmukaisen osallistumisen” kriisin ratkaisuun, millä tarkoitetaan nimenomaan velkasaneerausta.

Deauvillen julkilausuma oli Saksan ja Ranskan kauppaa. Ranska sai Saksan hyväksymään rahoitustukimekanismin vakinaistamisen. Saksa myös suostui Ranskan vaatimukseen sanktioiden automaattisuuden vähentämisestä julkisen talouden kurinalaisuutta lisäävissä lainsäädäntöehdotuksissa. Vastaavasti Ranska hyväksyi, että yksityiset sijoittajat voisivat kärsiä tappioita.

Velkasaneerauksen mahdollisuuden esille nostaminen lisäsi tuntuvasti levottomuutta rahoitusmarkkinoilla. Tähän vastattiin kahden politiikan periaatteella: voimassa olevien ERVM- ja ERVV-järjestelmien puitteissa myönnettävään rahoitustukeen ei liity velkasaneerauksen mahdollisuutta, mutta uuteen pysyvään järjestelmään sellainen liitettäisiin.

Alkukesään 2011 mennessä kävi selväksi, ettei Kreikka ollut toteuttanut niitä toimia, joita siltä sopeutusohjelman mukaan vaadittiin. Samalla Kreikan talouden kasvu osoittautui heikommaksi kuin tukipäätöstä tehtäessä arvioitiin. Kreikan valtionvelan BKT-osuus ei korjautuisi ilman uusia merkittäviä sopeutustoimia ja riittävien toimien realiteetti asetettiin yhä laajemmin kyseenalaiseksi. Pelko Kreikan ajautumisesta maksukyvyttömäksi lisääntyi. Epäluottamus myös muita ”haavoittuvia” maita (Irlanti, Portugali, Espanja ja Italia) kohtaan voimistui.

Heinäkuussa EU, EKP ja IMF päätyivät lopulta arviointiin, että Kreikan velkataakkaa on välttämätöntä alentaa, eli osa veloista tulee antaa anteeksi. Päätös rikkoi lopullisesti tabun, jonka mukaan euroalueen maat vastaavat aina täysimääräisesti veloistaan.

Keskeisten velkojien kanssa käydyissä neuvotte- luissa sovittiin velkasaneerauksesta, joka merkit- sivi velkojille 21 prosentin tappiota. Tältä pohjalta euromaiden huippukokous päätti uudesta ohjel- masta, joka velkojen uudelleenjärjestelyn ohella lisäsi Kreikan tukirahoitusta. Samassa yhteydessä sovittiin myös Irlannin ja Portugalin rahoitustuen korkojen alentamisesta sekä ERVV:n tukivälineiden laajentamisesta: luotonannon ohella ERVV voisi jatkossa tietyin ehdoin ostaa valtioiden joukkolai- noja ja myöntää ennakoivaa vain lievästi ehdollista rahoitusta.

### Uutta kokonaisvaltaista ratkaisua etsimässä

Markkinoiden välitön reaktio heinäkuun päätöksiin oli positiivinen. Seuraavien viikkojen aikana kävi kuitenkin ilmeiseksi, ettei uusikaan rahoituspaketti ollut uskottava. Velkojen arvon 21 prosentin leikka- usta pidettiin selvästi riittämättömänä. Seurauksena oli sekä Kreikan että useiden maiden korkojen tun- tuva nousu.

Uudelleen herännyt rahoitusmarkkinoiden levotto- muus yhdistettynä muihin ongelmiin, kuten öljyn hinnan nousuun ja Japanin tsunamiin, heikensi olennaisesti euroalueen kasvunäkymiä. Syntyi nega- tiivinen kierre: lisääntyvä levottomuus rahoitus- markkinoilla, pysähtyvä kasvu, edelleen heikkenevä julkinen talous. Oli ilmeistä, etteivät tehdyt päätök- set riittäneet. Kysymys ei enää ollut vain Kreikasta, Irlannista tai Portugalista, vaan yhä useampien mie- lestä koko euroalueen koossapysymisestä.

Keskustelu vaihtoehtoista kiihtyi. Monet pitivät ainoana vaihtoehtona euroalueen hajoamiselle yhteisvastuun olennaista laajentamista eurooppa- laisten yhteislainojen eli eurobondien kautta, toisin sanoen korvamaalla kansalliset valtionvelat täysin tai osittain euroalueen yhteisvastuullisilla velkakirjoilla. Eurobondit olisivat laadullisesti merkittävä muutos yhteisvastuussa. Kun rahoitusvakausmekanismin rahoitustuki on ehdollista ja suuruudestaan huoli- matta lähtökohtaisesti rajallista, eurobondeihin ei vastaavaa ehdollisuutta sisälly ja mittaluokka voisi

olla olennaisesti suurempi, periaatteessa jopa raja- ton.<sup>5</sup>

Saksassa ja muissa vahvemman julkisen talouden maissa yhteisvastuun kasvattamista pidettiin kui- tenkin mahdottomana. Nämä maat korostivat sen sijaan entistäkin voimakkaammin sitä, että vaikeuk- sissa olevien jäsenmaiden on itse pantava taloutensa kuntoon ja että budjettikuria olisi vahvistettava siitä, mihin viimeistelyvaiheessa oleva six-pack-lainsää- däntö antaisi mahdollisuuden.

EU:n komissio pyrki patoamaan levottomuutta kolmella uudella politiikka-aloitteella lokakuussa 2011: aikaistetulla vuotuisella kasvuselvityksellä, kahdella uudella asetusehdotuksella ("two-pack") talouspolitiikan koordinaation tiivistämisestä sekä niin sanotulla vihreällä paperilla eurooppalaisista yhteislainoista.

Yhteisvastuun laadullisen laajentamisen sijasta EU:n vastaus velkakriisiin on ollut tehtyjen linjau- ten terävöittäminen. Lokakuussa 2011 euroalueen huippukokous päätti uudesta Kreikka-paketista. Uutta rahoitusta luvattiin 130 miljardia euroa, ja yksityisten velkojen nimellisarvoa päätettiin leikata 50 prosenttia. Uusien velkojen alemman korkotason takia todellinen arvonmenetyks on tätäkin suurempi.

Kriisin kärjistymisen johti Italiassa ja Espanjassa marraskuussa 2011 poliittisiin muutoksiin, jotka tukivat julkisen talouden kurinalaisuutta ja talouden uudistamista. Italiassa pääministeri Silvio Berlusconi erosi ja Espanjassa Mariano Rajoy'n johtama oikeisto voitti parlamenttivaalit. Kreikassa pääministeri Georgios Papandreun ehdotus alistaa lokakuussa sovittu tukipaketti kansanäänestykseen johti hänen syrjäyttämiseensä ja kaikkien avainpuolueiden sitoutumiseen paketin tukemiseen.

---

<sup>5</sup> Saksan hallituksen riippumaton taloudellinen asiantuntija- neuvosto esitti marraskuussa 2011 mielenkiintoisen version yhteislainoista. Sen mukaan pahoin velkaantuneet euromaat ra- hoittaisivat 60 prosenttia BKT:sta ylittävän velkamäärän yhteis- vastuullisesta velanlyhennysrahastosta (*debt redemption fund*) eli yhteisellä vastuulla liikkeelle lasketuin velkakirjoin. Rahaston vakuutena olisi muun muassa osa jäsenmaan valuuttavarantoa. Samalla maat sitoutuisivat lainsäädännössään velkatason asteit- taiseen alentamiseen 60 prosentin tasolle.

Joulukuussa EU-maiden huippukokous päätti uudesta budjettikuria koskevasta sopimuksesta. Britannia ja myöhemmin Tšekki jättäytyivät kuitenkin sopimuksen ulkopuolelle, jolloin se voitiin solmia vain hallitusten välisenä sopimuksena. Sopimuksen keskeinen lisä six-packiin on niin sanotun velkajarrun kirjaaminen kansalliseen lainsäädäntöön ja mieluummin kunkin maan perustuslakiin. Säännön mukaan julkisen talouden rakenteellinen alijäämä saa olla enintään 0,5 prosenttia bruttokansantuotteesta. Tämä rajoitus on useimmissa tapauksissa tiukempi kuin six-packiin sisältyvä velan alennusvaatimus 1/20:lla vuodessa. Sen sijaan uusi vaatimus ei ole suuri muutos vakaus- ja kasvusopimukseen jo aiemmin sisältyneeseen vaatimukseen keskipitkän aikavälin tavoitteesta (rakenteellinen alijäämä enintään 1 % BKT:sta). Sopimus edellyttää, että kansallisessa lainsäädännössä määritellään automaattinen korjausmekanismi. Euroopan unionin tuomioistuin ratkaisee tarpeen vaatiessa, onko kansallisen lainsäädännön sisältö sopusoinnussa näiden vaatimusten kanssa.

Budjettikurisopimus sisältää myös euroalueen maita koskevan sitoumuksen noudattaa komission suosituksia liiallisen alijäämän korjaamisessa, ellei määränemmistö niitä vastusta. Lisäksi sopimuksessa todetaan, että pysyvästä vakausmekanismista voidaan myöntää rahoitustukea vain niille euromaille, jotka ovat ratifioineet uuden sopimuksen.

Euromaiden osalta budjettikurisopimuksen keskeiset elementit pyritään saattamaan osaksi yhteisöläisäädäntöä muokkaamalla olemassa aiemmin mainittuja kahta asetusluonnosta.

Budjettikuria koskevan sopimuksen lisäksi euromaat päättivät samassa yhteydessä myös tehdä muutoksia pysyvään vakausmekanismiin. Ensinnäkin mekanismi pyritään saamaan toimintaan jo vuoden 2012 puolivälissä eli vuotta aiemmin kuin oli suunniteltu. Toiseksi vaatimusta yksityisen sektorin osallistumisesta velkakestävyuden saavuttamiseen lievennettiin. Alkuperäisessä sopimusluonnoksessa valtion edellytettiin tietyissä oloissa ryhtyvän neuvotteluihin velkasaneerauksesta. Tämä artikla kuitenkin poistettiin ja ainoaksi viittaukseksi mahdolliseen velkasaneeraukseen jäi johdannon toteamus, että ”IMF:n käytännön mukaisesti” poikkeustapauksissa harkitaan yksityisen sektorin osallistumisesta velkakestävyuden saavuttamiseen. Kolmanneksi luotiin mahdollisuus tehdä kiireellisissä tapauksissa

tukipäätös 85 prosentin määränemmistöllä, kun aiemmin lähtökohtana oli, että tuen antamisesta päätetään aina yksimielisesti.

Kenties merkittävimmän päätöksen – ainakin lyhyen ajan vaikutusten näkökulmasta – teki Euroopan keskuspankki, joka ilmoitti joulukuussa tarjoavansa pankeille rajoittamattomasti kolmen vuoden rahoitusta. Tämä merkitsee yhteensä noin 1 000 miljardin rahoitusta, josta huomattava osa suuntautui Välimeren maihin. Tämän rahoituksen turvin pankit ovat monissa maissa lisänneet valtionvelkakirjojen ostoja. Näin EKP on epäsuorasti tukenut vaikeuksissa olevien valtioiden rahoitusta.

Näiden päätösten lisäksi pyrkimyksenä on ollut laajentaa varsinaisia rahoitustukimekanismeja eri tavoin. Maaliskuun lopulla varmistui, että laajentaminen tapahtuu rajatusti siten, että ERVV ja pysyvä mekanismi EVM voivat toimia jonkin aikaa rinnakkain ja että IMF:n voimavaroja lisätään.

### **Miten tästä eteenpäin?**

Kriisin seurauksena keskinäinen yhteisvastuu on tosiasiallisesti lisääntynyt rahoitustukimekanismien sekä EKP:n likviditeettioperaatioiden ja euroalueen maksujärjestelmän automaattisen toiminnan myötä. Viimeksi mainittua lukuun ottamatta yhteisvastuu on harkinnanvaraista ja ehdollista. Muut jäsenmaat eivät automaattisesti tai ehdoitta kanna riskiä toisten jäsenmaiden tai niiden pankkien vastuista. Varsinaiset rahoitustukijärjestelmät ovat suhteellisen pieniä: pysyvän vakausmekanismin 500 miljardia euroa vastaa noin kuutta prosenttia euroalueen valtionlainojen kannasta.

Myös talouspolitiikan koordinaatio on tiivistynyt. Jäsenmaiden finanssipolitiikalle asetetaan aiempaa tiukempia rajoituksia ja sovittujen pelisääntöjen valvontaa pyritään tehostamaan. Myös muuta talouspolitiikan koordinaatiota vahvistetaan. Talouspoliittinen valta on silti viime kädessä jäsenmailla, ellei maa ajaudu tilanteeseen, jossa se tarvitsee ehdollista rahoitustukea. Tällöin maan suvereenisuuteen kohdistuu enemmän rajoituksia. Tiivistynyt talouspolitiikan koordinaatio asettaa siis rajoituksia erityisesti asiansa huonosti hoitaneille maille.

Vaikka euroalueen talouspolitiikkaan on tullut uudenlaisen yhteisvastuun elementtejä, se on



kuitenkin vielä kaukana keskitetystä, federalistisesta rakenteesta.

Rahoitusmarkkinoiden jännitteet hellittivät kuluvan vuoden alussa. Talouskasvun ennustetaan tämän perusteella piristyvän vuoden jälkipuoliskolla. Jos näin käy, voi olettaa, että paineet entistä laajempaan yhteisvastuuseen ja talouspolitiikan koordinaation tiivistämiseen vähenevät.

Tällaisessakin skenaariossa jäljellä on monia jännitteitä.

Ensimmäinen liittyy kysymykseen siitä, kuinka tiukasti six-packin ja tulevan two-packin antamia uusia mahdollisuuksia puuttua jäsenmaiden taloudenpitoon sovelletaan käytännössä. Espanjan liiallisen alijäämän supistamistavoitetta koskeva keskustelu on tästä ensimmäinen esimerkki.

Toiseksi Kreikka on yhä syvissä vaikeuksissa. Maalta vaaditaan suuria ponnistuksia alennetustakin velkataakasta selviämiseen. Talouden suorituskyvyn pitäisi kohentua tavalla, jota monet pitävät epärealistisena. Tämä pitää jatkuvasti yllä jännitettä velkojamaiden ja Kreikan välillä, erityisesti koska julkisten velkojen osuus Kreikan veloista kasvaa nopeasti. Tappioiden tunnustaminen on velkojaille kuitenkin poliittisesti vaikeaa.

Kolmanneksi, vaikka kriisi talttuisikin, EU-maiden väliset kehityserot kasvavat uudelleen. Velanhoito- vaikeuksien kanssa painivissa maissa sekä julkinen että yksityinen sektori joutuvat lähivuosina säästämään paljon. Tämä heikentää niiden kasvuedellytyksiä. Rakennemuutosten hyödyt toteutuvat vasta pitkällä aikavälillä. Eritahtinen kasvu ja siihen liittyvät erilaiset inflaationäkymät asettavat huomattavia paineita rahapolitiikalle.

Neljänneksi pankkikriisinhallinta on edelleen kansallisella pohjalla huolimatta siitä, että rahoitusmarkkinoiden sääntely on unionin laajuista ja valvonnassa on vahvistettu ylikansallisia elementtejä. Tämän vuoksi pankkien riskien ja niiden kotimaiden julkisen talouden välillä on vahva kohtalonyhteys, joka voi osoittautua keskeiseksi uusien valtionvelkaongelmien lähteeksi. Pankkeja koskevien riskien uudelleenjako ei kuitenkaan ole helppoa.

Viidenneksi EKP:n tosiasiallinen rooli valtioiden rahoittajana ja ehtojen asettajana on ongelmallinen

perussopimuksen valtionrahoituskiellon ja keskuspankin autonomisen aseman näkökulmasta.

On myös mahdollista, että markkinatilanne kärjistyy nopeastikin uudelleen. Espanjan ja Italian korkojen nousu maaliskuun loppupuolelta alkaen saattaa olla tällaisen uuden vaiheen alku. Uusien tasapainotustoimien ja rakennemuutosten kiihdyttämisen ohella todennäköisin reaktio tähän on EKP:n likviditeetin tarjonnan lisääminen, rahoitustukiohjelma Espanjalle ja mahdollisesti EMV:n tai ERVV:n kapasiteetin jonkinasteinen lisälaajennus.

Jos tilanne ei tällaisin toimin rauhoittuisi ja esimerkiksi Italian pääsy markkinoille tukkeutuisi, keskustelu euroalueen luonteesta voimistuisi uudelleen. Perusvaihtoehtoina olisivat tällöin yhtäältä iso loikka kohti selvästi yhteisvastuullisempaa ja federalistisempaa euroaluetta ja toisaalta yhteisvastuun selvä rajoittaminen ja voimakkaampi luottaminen markkinakuriin eli velkasaneerauksen mahdollisuuteen.

Koska seurausvaikutukset isojen maiden velkasaneerauksista ovat potentiaalisesti katastrofaaliset, tätä vaihtoehtoa pyritään välttämään viimeiseen saakka. Mutta kuinka pitkälle rahoitukselliset vahvat maat ovat valmiit laajentamaan yhteisvastuuta ja tinkimään omasta suvereenisuudestaan ja mitä maita ne ovat valmiit kelpuuttamaan yhteisvastuun piiriin? Vastaukset ovat todennäköisesti erilaisia eri maissa, ja päätöksenteosta voi odottaa hyvin vaikeaa prosessia. Mahdollinen uusi integraatioloikka saattaisikin koskea vain osaa euromaista.

Ulkopoliittinen instituutti  
Puh. (09) 432 7000  
Fax: (09) 432 7799  
[www.fiia.fi](http://www.fiia.fi)

ISBN 978-951-769-339-4  
ISSN 1795-8059  
Kansikuva: slurv / Flickr.com

Ulkopoliittinen instituutti on eduskunnan yhteydessä toimiva, riippumaton tutkimuslaitos. Instituutti tuottaa korkeatasoista tutkimusta, joka tukee poliittista päätöksentekoa ja avointa keskustelua niin kotimaassa kuin kansainvälisestikin. Instituutin julkaisut käyvät läpi sisäisen editointiprosessin, mutta julkaistavat näkemykset ovat kirjoittajien omia.