

Euroalueen velkakriisi ja talouspolitiikka

Juha Tervala
Yliopistonlehtori
Helsingin yliopisto

Tämä artikkeli käsittelee talouspolitiikkaa euroalueen talouskriisissä. Euroalueen talous kärsii samanaikaisesti useista ongelmista. Erot maiden kilpailukyvyssä ovat huomattavat ja osa maista on velka- ja pankkikriisin kourissa. Artikkelissa tarkastellaan ensiksikin julkisten alijäämien vähentämisen, keskeisen talouskriisin ratkaisukeinon, vaikutuksia tuotantoon ja työllisyyteen. Toiseksi kirjoituksessa käsitellään Euroopan keskuspankin (EKP) tarkoituksenmukaista roolia valtionlainojen viimeisenä lainaajana (*lender of last resort*) sekä kriisiajan rahapolitiikan vaikutuksia tuottokäyrään ja laajemmin talouteen. Kolmanneksi kirjoituksessa tarkastellaan erityisesti Kreikan tukipaketteja ja velkasaneerauksen vaikutuksia rahoitusmarkkinoihin. Artikkelin lopussa pohditaan Kreikan eurosta eroamisen mahdollisia vaikutuksia.

1. Talouskriisin vaiheita

Euroalueen talouskriisi voidaan jakaa kolmeen osaan. Ensimmäistä vaihetta voidaan kutsua rahoitusmarkkinoiden kuohunnaksi. Se kesti

elokuusta 2007 syyskuuhun 2008. Vaiheelle oli tyypillistä jännitteet rahamarkkinoilla ja omaisuusvakuudellisten arvopapereiden markkinoilla. Euroalueen BKT kääntyi laskuun vuoden 2008 toisella neljänneksellä joulukuussa 2007 taantumaan ajautuneen Yhdysvaltojen vanavedessä

Toista vaihetta voidaan kutsua rahoituskriisiksi. Se alkoi Lehman Brothersin konkurssista syyskuussa 2008 ja jatkui toukokuuhun 2010. Vaiheelle oli tyypillistä rahoitusmarkkinoiden vakavat ongelmat ja tuotannon jyrkkä lasku vuoden 2008 lopulla ja 2009 alussa.

Talouskriisin kolmas vaihe on velkakriisi. Se alkoi toukokuussa 2010, kun julkiset alijäämät nousivat huomion kohteeksi. Toisaalta interbank-korot palasivat lähelle normaalia tasoa. Artikkelissa tarkastellaan talouspolitiikkaa, jota on toteutettu lähinnä tässä talouskriisin kolmannessa vaiheessa.

Kolmannen vaiheen alussa toukokuussa 2010 euromaat ja Kansainvälinen valuuttarahasto sopivat 110 miljardin tukipaketista Kreikan pelastamiseksi. Marraskuussa 2010 vuorossa oli Irlanti. Sen tukemiseksi Euroopan unioni ja

IMF sopivat 85 miljardin tukipaketista. Touku-
kuussa 2011 euromaat ja IMF sopivat 78 miljar-
din tukipaketista Portugalin pelastamiseksi.

Elokuussa 2011 Espanjan ja Italian valtion-
lainojen korot nousivat nopeasti ja EKP aloitti
niiden ostamisen. Vuoden 2011 viimeisellä
vuosineljänneksellä euroalueen BKT laski, en-
simmäistä kertaa sitten vuoden 2009. Maalis-
kuussa 2012 euromaat ja IMF sopivat Kreikan
toisesta, 130 miljardin, tukipaketista ja samalla
valtio teki velkasaneerauksen. Kesäkuussa
2012 Espanja pyysi euromailta 100 miljardin
apupakettia pankkiensa pelastamiseksi.

2. Finanssipolitiikka

Euroalueen talousongelmat aiheutuvat paljolti
2000-luvun luottoekspansioista ja suurista
eroista maiden hintakilpailukyvyssä. Pelastus-
toimet eivät kuitenkaan ole keskittyneet suu-
rimpaan ongelmaan, eroihin hintakilpailuky-
vyssä. Vaikka suuret julkiset alijäämät ja vel-
kaantumisen nopea kasvu ovat paljolti seuraus-
ta talouskriisistä, ei sen syy, keskeiseksi kriisin
ratkaisukeinoksi on valittu julkisten alijäämien
vähentäminen.

Taluskriisi on korostanut, ettei finanssipo-
litiikka ole tarpeetonta vakauden tavoittelussa,
vaikka raha- ja valuuttakurssipolitiikka ovat
stabilisaatiopolitiikan pääkeinot. Tämä johtuu
automaattisista vakauttajista ja vakavista taan-
tumista. Euromaiden lainsäädäntö ja julkista-
lous on rakennettu niin, että tuotannon laski-
essa verotulot vähenevät ja julkiset menot kas-
vavat. Finanssipolitiikasta tulee taantumassa
oikea-aikaisesti ja automaattisesti elvyttävää.
Valtion budjettien pitäisi olla hyvässä kunnossa
nousukaudella, jotta velkaantuminen pysyy
hallinnassa taantumissa. Aktiivinen finanssipo-
litiikka on tärkeä stabilisaatiopolitiikan keino

vasta vakavissa taantumissa, kun ohjauskorko
on nollassa.

Finanssipolitiikka on kuitenkin pääasiassa
rakenteellinen asia, ei suhdannekysymys. En-
siksikin menot pitää käyttää järkevästi ja vero-
järjestelmän tulee olla toimiva. Toiseksi meno-
jen tulee pitkällä aikavälillä vastata tuloja.

Normaaliaikoina julkisille alijäämille on
kaksi yleistä syytä. Ensimmäinen on kyvyttö-
myys kurinalaiseen finanssipolitiikkaan. Kan-
salaisten halu maksaa veroja ei vastaa haluk-
kuutta saada tulonsiirtoja ja käyttää julkisia
palveluita. Lisäksi poliitikot haluavat jakaa
mannaa kaikille ja välttävät siten vaikeita pää-
töksiä, kuten veronkorotuksia, menoleikkauk-
sia ja eläkeiän pidentämistä.

Toinen syy on heikon talouden ja verotulo-
jen yhteys. Heikko talous hidastaa talouskas-
vua, ja siksi verotuloja kertyy vähän ja julkisia
menoja on paljon. Näin ollen julkinen alijäämä
voi olla suuri ja velka kasvaa. Esimerkiksi Ita-
lian viimeaikaiset ongelmat julkistaloudessa
ovat lähinnä seuraus talouskasvun puutteesta
2000-luvulla.

Alijäämien vähentämisen tarve juontaa juu-
rensa kolmesta tekijästä. Ensiksikin julkiset
alijäämät olivat ennen kriisiä monissa maissa
melko suuria ja taluskriisin myötä ne ovat pai-
suneet lisää. Toiseksi tulevana vuosikymmeninä
väestön ikääntyminen kasvattaa eläke-, tervey-
denhoito- ja hoivamenoja. Kolmanneksi joi-
denkin euromaiden korkea korko kertoo epä-
luottamuksesta julkisen sektorin maksukykyyn.
Euroalueen valtioiden täytyy siis jossakin vai-
heessa vähentää julkisia alijäämiä.

Monet euromaat ovat alkaneet vähentää jul-
kisia alijäämiä keskellä taluskriisiä. Vaikutus-
ten arvioimiseen on kaksi tapaa. Vaikutuksia
voidaan ensiksikin arvioida finanssipolitiikan
kertoimien (*fiscal policy multiplier*) avulla. Ne

kertovat, kuinka paljon ekspansiivinen finanssipolitiikka, menojen lisääminen tai verojen alentaminen, lisää tuotantoa. Mallit ovat kuitenkin tyypillisesti lineaarisia, joten kertoimet ovat samoja niin menoja nostettaessa kuin vähennettäessä. Toinen tapa arvioida finanssipolitiikan vaikutuksia on katsoa, mitä on tapahtunut, kun finanssipolitiikassa on tehty suuria muutoksia esimerkiksi julkisia alijäämiä vähentämällä.

Blanchard ja Perotti (2002) estimoivat veromuutosten kertoimeksi 0,78–1,33 ja menojen lisäämisen kertoimeksi 0,9–1,29. Eli sadan miljoonan euron veronkorotus (menoleikkaus) laskee BKT:tä 78–133 (90–129) miljoonaa. Julkisten alijäämien vähentäminen ei siis ole helppoa lyhyellä ajalla, koska leikkaukset ja veronkorotukset laskevat BKT:tä ja siten verotuloja.

Ramey (2011) käy läpi empiiristä kirjallisuutta julkisten menojen kertomista ja päättellessä sen suuruuskuokaksi 0,8–1,5. IMF (2012) tekee yhteenvedon empiirisestä ja teoreettisesta kirjallisuudesta. Keskimääräinen julkisten menojen finanssikerroin on Euroopassa lyhyellä ajalla (1 vuosi) empiiristen tutkimusten mukaan 0,8. Teoreettisten dynaamisten yleisen tasapainon mallien mukaan keskimääräinen kerroin on Euroopassa 0,6.

Perottin (1999) mukaan kerroin riippuu valtion velan suuruudesta ja alijäämistä. Finanssipoliittinen elvytys toimii, jos alijäämät ja valtion velan taso ovat kohtuullisia. Elvytys ei toimi, jos alijäämä ja velka ovat hyvin korkeita. Tutkimuksen implikaatio on, että julkisten alijäämien vähentämisellä ei välttämättä ole negatiivista vaikutusta ongelmamaissa, joissa on paljon velkaa ja suuret alijäämät. Toisaalta julkisten alijäämien vähentämisellä euroalueen ytimessä on negatiivinen vaikutus tuotantoon.

Auerbachin ja Gorodnichenkon (2012) laskelmien mukaan menojen lisäämisen finanssikerroin on 0–0,5 nousukausina ja 1–1,5 taantumissa. Menojen leikkaaminen julkistalouden tasapainottamiseksi kannattaa siis tehdä nousukaudella, koska sillä on vain hyvin pieni negatiivinen vaikutus tuotantoon. Toisaalta menoleikkaukset taantumassa syventävät sitä, koska tällöin niillä on voimakas negatiivinen vaikutus tuotantoon.

IMF:n finanssipolitiikan seurantaraportissa (IMF 2012) on selvitetty kertoimen suuruutta sellaisen epälineaarisen mallin avulla, jossa kertoimen suuruus riippuu tuotantokuilun koosta. Tuotantokuilulla tarkoitetaan toteutuneen ja potentiaalisen bruttokansantuotteen välistä eroa. Julkisten menojen leikkaamisen kerroin on 0,78 tuotantokuilun ollessa positiivinen ja 1,34 sen ollessa negatiivinen. Näin ollen taantumassa, jolloin tuotantokuilu on yleensä negatiivinen, julkisten menojen leikkaamisella on huomattavasti suurempi negatiivinen vaikutus tuotantoon.

Samassa raportissa on analysoitu finanssikerroimen suuruutta riippuen myös menoleikkausten kohdentamisesta yli ajan. Relevantti tulos on, että etupainotteisten menoleikkausten toteuttaminen negatiivisen tuotantokuilun aikana on kaikkein vahingollisinta tuotannolle. Tutkimuksen talouspoliittinen opetus on, että euroalueella valittu tapa, etupainotteiset julkisten menojen leikkaukset negatiivisen tuotantokuilun aikana, on huonoin mahdollinen tapa tasapainottaa julkista taloutta. Paras tapa olisi vähittäinen julkisten menojen leikkaaminen positiivisen tuotantokuilun aikana.

Toinen keino arvioida valitun talouspolitiikan vaikutuksia on arvioida julkisten alijäämien vähentämisen vaikutuksia. Tässä kirjallisuudessa on tutkimuksia, joiden mukaan julkisten

alijäämien vähentäminen voi olla ekspansiivista, erityisesti jos leikataan menoja (esim. Alesina ja Perotti 1995 ja Alesina ja Ardagna 2010). Taustalla on odotus- tai luottamusnäkemys: alijäämien supistaminen vähentää epävarmuutta, kriisin mahdollisuutta ja tulevia veronkorotuksia ja siksi yksityinen kulutus ja investoinnit kasvavat. Tämä lisää tuotantoa. IMF:n talouskatsauksen mukaan (IMF 2010) edellä mainitut tutkimukset kuitenkin arvioivat alijäämien vähentämisen vaikutukset väärin; julkisten alijäämien vähentäminen laskee aina tuotantoa.

Samassa katsauksessa esitetään tuloksia, joiden mukaan julkisten alijäämien vähentäminen 1 prosentilla BKT:stä laskee tuotantoa 0,5 prosenttia ja kasvattaa työttömyyttä 0,3 prosenttiyksikköä kahden vuoden kuluttua. Tutkimuksen mukaan alijäämien vähentämisen vaikutus riippuu kuitenkin siitä, leikataanko menoja vai nostetaanko veroja. Veronkorotus (menoleikkaus), jonka suuruus on 1 % BKT:stä, laskee tuotantoa 1,3 % (0,3 %) ja lisää työttömyyttä 0,6 (0,2) prosenttiyksikköä. Tutkimuksen keskeinen opetus talouspolitiikalle on, että julkisten alijäämien vähentäminen laskee tuotantoa ja lisää työttömyyttä. Toinen opetus on, että julkisten alijäämien supistaminen kannattaa tehdä menoja leikkaamalla, koska niiden negatiivinen vaikutus tuotantoon ja työllisyyteen on huomattavasti pienempi.

Perotti (2011) havaitsee, että joissakin maissa julkisten alijäämien vähentäminen (ml. Suomi 1992–1998) on ollut yhteydessä tuotannon kasvuun, mutta tämä aiheutui viennin lisääntymisestä. Tämä johtuu siitä, että maat ovat devalvoineet hieman ennen alijäämien vähentämistä. Devalvaatio johti viennin lisääntymiseen ja poisti devalvaatio-odotukset. Vientivetoinen kasvu palautti uskon maahan ja korot laskivat.

Näin ollen ekspansiivinen raha- ja valuuttakurssipolitiikka johtivat tuotannon lisääntymiseen, ei julkisten alijäämien vähentäminen.

Tulokset antavat ymmärtää, että julkisten alijäämien vähentäminen ei voi kasvattaa tuotantoa euroalueella nykyolosuhteissa. Ensiksi devalvoiminen ei ole mahdollista rahaliitos- sa. Toiseksi nettoviennin lisääminen on mahdollista yksittäiselle maalle, ei kaikille samaan aikaan. Kolmanneksi yleinen korkotason aleneminen on epätodennäköistä nykytilanteessa (Perotti 2011.).

Edellä esitetyn nojalla voidaan sanoa, että julkisten alijäämien vähentäminen, erityisesti veronkorotuksin, keskellä taantumaa on haitallista tuotannolle ja työllisyydelle. Julkisten alijäämien vähentämistä on tosin vaikea välttää, sillä julkisten menojen tulee pitkällä aikavälillä vastata tuloja. Monien eurovaltioiden on tasa-painotettava budjetteja ennemmin tai myöhemmin (tosin talouskasvuakin tarvitaan julkisten alijäämien poistamiseksi).

Ongelmamaiden on lähes mahdotonta välttää julkisten alijäämien vähentämistä lyhyen ajan kielteisistä vaikutuksista huolimatta, koska rahoituksen kustannus on noussut kestäättömän korkeaksi tai rahoitusta ei ole lainkaan saatavissa markkinoilta. Tässä mielessä on ymmärrettävää, miksi monien euromaiden 2000-luvun löysä finanssipolitiikka oli virhe: se estää automaattisten vakauttajien käyttämistä ja pakottaa julkisten alijäämien supistamiseen vakavassa taantumassa. Eli supistavaa finanssipolitiikkaa harjoitetaan aikana, jolloin finanssipolitiikan teho on suurin ja kokonaiskysyntä on riittämätön.

3. Rahapolitiikka

3.1. EKP ja valtionlainat

Yksi euroalueen ongelmista on julkinen velkakriisi, joka heijastuu ongelmamaiden valtionlainojen korkeina korkoina. Taulukko 1 kuitenkin kertoo, että kokonaisuutena euroalueen julkinen alijäämä ja velkataso eivät ole mitenkään huolestuttavia, kun ottaa huomioon synkän taloustilanteen ja vertaa niitä muihin teollisuusmaihin. Velkakriisi on kuitenkin euroalueella, ei muissa rikkaissa talouksissa. Euromaat ovat haavoittuvampia kiinteästä valuuttakurssista johtuen ja ns. viimeisen lainaajan (*lender of last resort*) puuttumisesta. Maksukyvyttömyden estämiseksi viimeinen lainaaja voi tarjota rahoitusta pankille tai valtiolle, kun kukaan muu ei sitä tee.

Kuten esimerkiksi De Grauwe (2011a) tuo esiin, keskeinen ero euromaiden ja muiden teollisuusmaiden välillä on, että euromaiden julkinen velka on valuutassa, jota jäsenmaa ei kontrolloi. Oletetaan, että kansainväliset sijoittajat, pelkäävät, surkean taloustilanteen takia, Ison-Britannian lyövän laimi lainojaan. He myyvät valtionlainoja, mikä nostaa korkoa. Luopuminen puntasijoituksista tarkoittaa punttien myyntiä valuuttamarkkinoilla, minkä

vuoksi punta heikkenee, kunnes toinen sijoittaja on valmis ostamaan ne. Toisella sijoittajalla on siis puntia sijoitettavaksi Ison-Britannian rahoitusmarkkinoille ja osa niistä voidaan sijoittaa valtionlainoihin. Lisäksi valuuttakurssin devalvoituminen lisää nettovientä.

Jos valtionlainojen korko ei pysy siedettävänä, Ison-Britannian keskuspankki voi poikkeustilanteessa ostaa lainoja. Tämä takaa, että valtio kykenee lainamaan kohtuullisella korolla. Sijoittavat eivät siis voi käynnistää likviditeettikriisiä, joka ajaisi valtion maksukyvyttömäksi. Tarinan keskeinen opetus on, että keskuspankin toiminta viimeisenä lainaajana suojelee valtiota.

Euroalueella asiat ovat toisin. Esimerkiksi Espanjan julkistalous on heikoissa kantimissa ja maksukyvyttömyyden riski on kasvanut. Siksi osa kansainvälisistä sijoittajista on myynyt valtionlainoja nostaen korkoa. Sijoittajat voivat sijoittaa rahat turvaan Saksaan, valtionlainoihin tai pankkiin. Tämä ei kuitenkaan devalvoi ongelmamaan valuuttaa nettovientä lisäten. Espanjan valtio voikin kohdata likviditeettikriisin: se ei saa rahoitusta kohtuullisella korolla, vaikka olisi maksukykyinen. Tämä voi ajaa sen maksukyvyttömäksi.

Toisin sanoen rahaliiton maat tulevat alttiiksi epäluottamuksesta johtuville likviditeettiongelmille. Ongelmat voivat toteuttaa itsensä:

Taulukko 1. Julkinen ylijäämä ja julkinen bruttovelka, % BKT:stä

	Julkinen ylijäämä, % BKT:stä					Julkinen bruttovelka, % BKT:stä				
	2008	2009	2010	2011	2012 (ennuste)	2008	2009	2010	2011	2012 (ennuste)
Euroalue	-2,1	-6,4	-6,2	-4,1	-3,2	70,2	79,9	85,7	88,1	90,0
Japani	-4,1	-10,1	-9,4	-10,1	-10,0	191,8	210,2	215,3	229,8	235,8
UK	-4,9	-10,4	-9,9	-8,7	-8,0	52,5	68,4	75,1	82,5	88,4
US	-6,7	-13,0	-10,5	-9,6	-8,1	76,1	89,9	98,5	102,9	106,6

Lähde: IMF (2012).

valtio voi ajautua maksukyvyttömäksi, koska sen maksukyvyttömyyttä pelätään. Siksi EKP:n haluttomuus puuttua yksittäisten jäsenmaiden ongelmiin voi syventää valtioiden ongelmia. Taantumassa ilmenevä epäluottamus johtaa korkojen nousuun ja saattaa pakottaa julkisten alijäämien vähentämiseen keskellä taantumaa.

Rahaliitossa julkinen velkakriisi lisäksi leviää helpommin pankkikriisiksi. Julkinen velkakriisi siis nostaa korkoja eli laskee valtionlainojen arvoa. Euromaiden pankit omistavat runsaasti oman maan valtionlainoja. Näin maan pankit kärsivät tappioita ja julkinen velkakriisi leviää helpommin pankkikriisiksi. Pankkikriisin takia ulkomaiset pankit ovat sulkeneet ongelmamaiden pankkeja interbank-markkinoilta ja ongelmamaiden yritykset ja kotitaloudet ovat siirtäneet rahoja ytimeen.

Euromaat ovat siis haavoittuvaisempia kuin muut teollisuusmaat. Ensiksikin yksittäisen euromaan velkakriisi ei heikennä valuuttaa eikä siten paranna kilpailukykyä ja vientiä. Toiseksi EKP ei välttämättä estä korkojen nousua. Tämä kärjistää ongelmia ja julkisia alijäämiä vähentään keskellä taantumaa. Kolmanneksi velkakriisi leviää helpommin pankkikriisiksi ja talouskriisi syvenee.

Jos EKP ei toimisi viimeisenä lainoittajana valtioille, Italian tai Espanjan valtio voisi ajautua maksuvalmiuskriisiin. Tämä ajaisi euroalueen suureen pankkikriisiin. Valtiot ja EKP (pankkien viimeisenä lainaajana) joutuisivat pelastamaan pankkisektorin. Tämä tulisi paljon kalliimmaksi kuin EKP:n toiminta valtionlainojen viimeisenä lainaajana. Tämä johtuu siitä, että pankkisektorin velat ovat moninkertaiset suhteessa julkiseen velkaan (euroalueen pankkien velat ovat 250 % BKT:stä). (De Grauwe 2011b.)

Euromaat ovat perustaneet vakausrahastoja rahoittamaan (pienempiä) ongelmavaltioita. Rahastot ovat olleet tarpeellisia, mutta niillä ei ole riittävää lainauskapasiteettia estämään suurempien valtioiden maksukyvyttömyyden uhkaa. EKP on ainoa taho, joka voi uskottavasti tehdä tämän. Edellä on käynyt ilmi, että keskuspankki voi puuttua ongelmiin toimimalla viimeisenä lainaajana valtiolle. Toiminnan tulee kuitenkin rajoittua poikkeustilanteisiin. Valtioita tulisi rahoittaa vain, jos ne ovat maksukykyisiä. EKP:n ei kuitenkaan pidä pelastaa maksukyvyttömyyttä valtiota (esimerkiksi Kreikkaa).

Yhtäältä osa ekonomisteista on ollut huolissaan EKP:n haluttomuudesta toimia valtioiden viimeisenä lainaajana talouskriisin aikana. Toisaalta tätä keskuspankin (perinteistä) roolia kuitenkin ajoittain vastustetaan. Yksi argumentti, johon vedotaan vastustettaessa EKP:n roolia valtioiden viimeisenä lainaajana, on pelko tappioista. Vesa Kannianen mukaan ”EKP siirtää riskisaatavia yksityiseltä sektorilta keskuspankin taseeseen [– –] EKP on ajanut itsensä konkurssiin. EKP:llä on omia pääomia vain 11 miljardia euroa” (Suomen Kuvalehti 2011). EKP:n tappiopuskurit ovat kuitenkin 400 miljardia ja osto-ohjelman suuruus oli vuoden 2011 syyskuussa 152,6 miljardia (Kauppalehti 2011).

EKP:n toiminta viimeisenä lainaajana ehkäisi ongelmia, samalla tavalla kuin talletusvakuusjärjestelmä on vähentänyt pankkipakkoja. EKP:n tehtävä on ylläpitää rahoitusmarkkinoiden vakautta ja estää vakavat rahoituskriisit. Mahdolliset EKP:n tappiot ovat parempi ja paljon halvempi vaihtoehto kuin laman myötä menetetty tuotanto tai euroalueen hajoaminen. (De Grauwe 2011c.) Esimerkiksi Yhdysvaltojen talouskriisin ylivoimaisesti suurin kustannus on menetetty tuotanto: yli 5 000 miljardia

dollaria 2008–2013 (Chinn ja Frieden 2011). Keskuspankin mahdolliset pienet tappiot tulevat siis paljon halvemmiksi kuin vakavat talouskriisit.

Toinen argumentti vastustaa EKP:n roolia on moraalikato (*moral hazard*): jos EKP ostaa aina valtionlainat, niin valtiot käyttäytyvät vastuuttomasti ja kerryttävät liikaa velkaa. Tämä on realistinen uhka. Toisaalta pankkitoiminnassakin on aina riski moraalikadosta, silti keskuspankit toimivat (maksukykyisten) pankkien viimeisenä lainaajana. Olisi iso virhe luopua pankkijärjestelmän viimeisen lainaajan roolista. Tilanne (maksukykyisten) valtioiden kohdalla ei ole erilainen, ja siksi olisi virhe luopua viimeisen lainaajan roolista valtionlainojen kohdalla. Siinä missä pankkeja säädellään moraalikadon takia valtioitakin pitää säädellä asettamalla säännöt julkiselle alijäämälle ja velalle. (De Grauwe 2011c.)

Kolmas suosittu argumentti EKP:n roolia viimeisenä rahoittajana vastaan on väittää sen käynnistävän nopean inflaation. EKP on kuitenkin tehnyt sterilisoituja operaatioita: ostaessa valtionlainoja se on myynyt jotain muuta. Näin rahaperusta M0 pysyy muuttumattomana. Vaikka rahaperusta kasvaisikin, sen ja väliaggregaatin (M2) ja lavean rahamäärän (M3) välinen laajenemiskerroin ei ole vakaa varsinkaan kriisin aikana. Kriiseissä M0 voi kasvaa voimakkaasti ilman isoa muutosta laajemmissa raha-aggregaateissa, jotka vaikuttavat inflaatioon. (De Grauwe 2011c.) Esimerkiksi parin viime vuoden aikana rahaperusta on kasvanut nopeasti niin euroalueella, Yhdysvalloissa kuin Englannissakin, mutta kaikilla näillä alueilla lavean rahamäärän kasvu on ollut hidasta.

EKP:n haluttomuus toimia viimeisenä lainaajana valtioille on ollut potentiaalinen uhka euroalueelle. EKP:n tulisi toimia maksukykyis-

ten valtioiden viimeisenä lainaajana. Valtioiden onkin huolehdittava, että ne pysyvät maksukykyisinä. Finanssipolitiikassa on tarve säännöille, jotka takaavat, että EKP:tä tarvitaan viimeisenä rahoittajana tulevaisuudessa *vain poikkeusolosuhteissa*. Jos näin ei ole, poliitikot käyttäytyvät vastuuttomasti, ja EKP voi joutua ostamaan säännöllisesti valtionlainoja. EKP voi tehdä sterilisoituja operaatioita vain rajallisesti ja pidemmän päälle valtionlainojen ostaminen rahaa painamalla johtaisi inflaatioon. Maksukyvyttömien valtioiden rahoittaminen siis muodostaisi hyvin vakavan uhan euroalueelle.

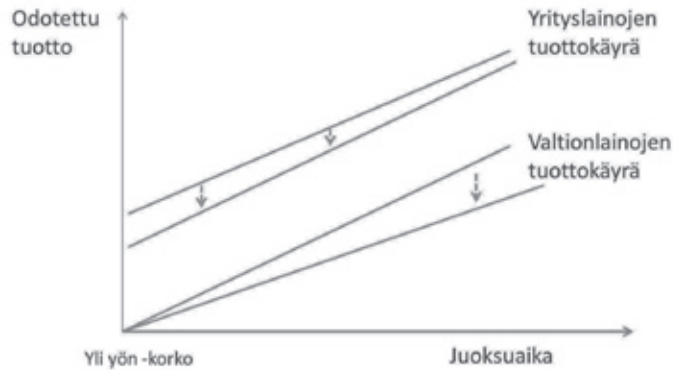
3.2. EKP:n rahapolitiikka ja tuottokäyrä

Seuraavaksi tarkastellaan keskuspankin valtionlainojen ostojen vaikutuksia. Operaatiota voidaan kutsua määrälliseksi keventämiseksi (*quantitative easing*) tai arvopapereiden osto-ohjelmaksi. Esimerkiksi Yhdysvaltojen keskuspankki on laskenut ohjauskoron nolnaan ja harjoittanut määrällistä keventämistä, jossa se ostaa valtionlainoja ”painamalla rahaa” ja antaa siten rahaperustan kasvaa.

Kun ohjauskorko on nollassa, keskuspankin täytyy ottaa käyttöön muita rahapolitiikan keinoja. Määrällisellä keventämisellä pyritään vaikuttamaan tuottokäyrään, aivan samoin kuin ohjauskoron muutoksella. Normaalisti Yhdysvaltojen keskuspankki asettaa tavoitteen yli yön -korolle ja ostaa ja myy lyhyen maturiteetin valtionlainoja saattaakseen korun tavoitellulle tasolle. Näin ollen ohjauskorkoa muuttamalla keskuspankki siirtää tuottokäyrää.

Kun keskuspankki on laskenut ohjauskoron nolnaan, se ei voi vaikuttaa tuottokäyrään lasquemalla sen alkupäätä. Se voi kuitenkin ostaa tai myydä pidemmän maturiteetin valtionlainoja ja näillä kaupoilla vaikuttaa tuottokäyrään.

Kuvio 1. Määrällisen elvyttämisen vaikutus tuottokäyrään



Tämä onkin määrällisen keventämisen ydin: siinä operoidaan pitkän maturiteetin valtionlainoilla lyhyen maturiteetin sijaan.

Määrällisen keventämisen tarkoitus on vaikuttaa tuottokäyrän ja varallisuusesineiden hintojen kautta tuotantoon. Keskeisin vaikutuskanava on portfoliokanava (*portfolio rebalancing channel*). Keskuspankki ostaa sijoittajalta valtionlainoja ”painamalla rahaa” eli kasvattamalla rahaperustaa. Jotta sijoittaja on valmis pitämään vähemmän valtionlainoja, niiden hinnan täytyy nousta. Tämä tarkoittaa valtionlainojen tuottokäyrän siirtymistä alaspäin, kuten kuvio 1 havainnollistaa.

Sijoittaja ei koe saamaansa rahaa täydellisenä substituuttina valtionlainoille. Hän saattaa olla halukas sijoittamaan korvaaviin varallisuusesineisiin, esimerkiksi yrityslainoihin. Niiden kysynnän kasvaminen nostaa hintaa ja siten siirtää yrityslainojen tuottokäyrää alaspäin. Näin ollen yritysten pitäisi saada rahoitusta paremmin ja halvemmalla, millä on myönteinen vaikutus tuotantoon.

Määrällinen keventäminen vaikuttaa myös valuuttakurssiin hyvin samalla tavoin kuin ko-

ronlasku (joka devalvoi valuuttaa). Kun keskuspankki ostaa sijoittajilta valtionlainoja, osa sijoittajista voi nähdä ulkomaiset sijoitukset lähimpänä substituuttina valtionlainoille. Sijoittajat myyvät dollarit valuuttamarkkinoilla ja valuutan täytyy heikentyä, jotta toinen sijoittaja on valmis ostamaan ne. Devalvoituminen kasvattaa nettovientä ja tuotantoa. Määrällisen keventämisen positiivinen vaikutus tuotantoon tapahtuu siis osin valuuttakurssin kautta.

Alustava empiirinen evidenssi tukee väitettä, jonka mukaan valtionlainojen ostaminen laskee sekä valtion- ja yrityslainojen tuottokäyrää ja lisää tuotantoa. Esimerkiksi Joyce, Tong ja Woods (2011) arvioi, että Englannin keskuspankin 200 miljoonan punnan arvopapereiden osto-ohjelma laski valtionlainojen korkoa hieman alle 100 korkopistettä ja pidemmän maturiteetin yrityslainoja melkein saman verran. Lisäksi toimi kasvatti BKT:n tasoa 1,5–2 % ja nopeutti inflaatiota hieman yli prosenttiyksiköllä.

EKP on ollut huomattavasti Yhdysvaltojen tai Ison-Britannian keskuspankkia haluttomampi ostamaan valtionlainoja. Toisaalta se on

omaksunut muita epätavanomaisia rahapolitiikan toimia. Erityisesti se on lainannut hyvin avokätisesti pankeille. Tärkein toimi on ollut tarjota LTRO-ohjelman (*long-term refinancing operation*) puitteissa pankeille rajoittamaton määrä lainoja, aluksi vuodeksi ja myöhemmin jopa kolmeksi, vakuuksia vastaan. Huomattavaa on, että euromaiden valtionlainat kelpaavat vakuudeksi. Esimerkiksi EKP lainoitti pankeja ja kolmivuotisessa rahoitusoperaatiossaan 529,5 miljardilla eurolla 1 prosentin korolla helmikuussa 2012.

Ero EKP:n toimien ja Yhdysvaltojen määrällisen keventämisen välillä on osin merkityksetön. EKP lainaa aktiivisesti pankeille, jotta ne lainaisivat valtiolle ja yrityksille. Kun pankit sijoittavat valtion- ja yrityslainoihin, niiden tuottokäyrä laskee. Vaikutus on sama kuin määrällisen keventämisen tapauksessa. Yksi ero tosin on, että monien euromaiden valtionlainojen korot eivät ole nollakorkorajalla.

EKP:n suurien rahoitusoperaatioiden vaikutukset ovat olleet myönteisiä ja sopuosoinnussa edellä esitetyn näkemyksen kanssa. Rahoitusoperaatioiden jälkeen euroalueen pankkijärjestelmässä on runsaasti likviditeettiä, rahamarkkinakorot ovat laskeneet ja pelko luottolamasta on pienentynyt. Lisäksi niiden euroalueen maiden, joilla ei ole ongelmia, valtionlainojen korot laskivat vuosien 2011 ja 2012 vaihteessa, kun EKP toteutti suuria rahoitusoperaatioita.

EKP:n rahoitusoperaatioiden keskeinen ongelma on kuitenkin ollut, että ne eivät ole onnistuneet painamaan alas suurien ongelmamaiden, Espanjan ja Italian, valtionlainojen korkoja. Siksi EKP ilmoitti elokuussa 2012 aloittavansa valtionlainojen mittavat ostot jälkimarkkinoilta ehdolla, että maat ovat pyytäneet apua EU:n kriisirahastoilta sekä toteutta-

vat tiukkaa finanssipolitiikkaa ja talousoudistuksia. Tämä käytännössä tarkoittaa, että EKP on ottanut valtionlainojen viimeisen lainoittajan roolin.

EKP:n rahoitusoperaatiot ja toiminta valtiolainojen viimeisenä lainoittajana ovat hyödyllisiä ja lähes välttämättömiä. Ne eivät ole kuitenkaan riittäviä: ne eivät korjaa eroja hintakilpailukyvyssä ja vaihtotaseen vajeita. Lisäksi vaarana on, että tarpeellisia ja epäsuosittuja sopeutustoimia vähennetään, kun elvyttävä rahapolitiikka saa tilanteen näyttämään hetkeksi paremmalta.

4. Talouspolitiikka rahoituskriisissä

IMF:n entinen pääekonomisti Simon Johnson (Johnson 2009) on tiivistänyt rahoituskriisissä tarvittavan talouspolitiikan seuraavasti:

- On estettävä kokonaisuuskrysyn romahdaminen.
- On vakautettava keskeinen pankkijärjestelmä.
- On luotava pohja kestäväälle toipumiselle.

Ensimmäisen kohdan osalta ongelmamaiden tilanne on vaikea. Matala korko tukee yksityistä kulutusta ja investointeja, mutta luottolama, synkkä taloustilanne, työttömyys, veronkorotukset ja ennen kriisiä tapahtuneen velkaantumisen purkaminen estävät yksityisen kysynnän elpymistä. Julkisesta kulutuksesta tai investoinneista ei ole täyttämään aukkoa, sillä niitä leikataan. Erityisen ongelmallista on, että heikko kilpailukyky syö mahdollisuuksia kompensoida heikkoa kotimaista kysyntää vientikysynnällä.

Keskeisessä roolissa olevan pankkijärjestelmän vakauttaminen on ollut ongelmamaille vaikeaa. Synkkä taloustilanne ja luottoekspansioon puhkeaminen ovat horjuttaneet vakavasti

pankkijärjestelmää ja maat kärsivät luottolamasta. Pankkijärjestelmän vakauttamista on huomattavasti vaikeuttanut ongelmamaiden julkistalouden surkea tila: pankkien pääomittamiseen ja luottolaman torjumiseen on vähän ammuksia. Lisäksi pankkien pääomittaminen koko euroalueella on ollut hidasta ja pankkien stressitestit ovat olleet epäuskottavia. Toisaalta EKP on laskenut korot alas ja lainannut runsaasti pankeille, ja osa maista ei edes kärsi luottolamasta.

Tärkeä osa kriisiajan talouspolitiikkaa on myös luoda pohja kestäväälle toipumiselle. Tyyppillinen keino toipua rahoituskriisistä on devalvoida ja päästä mukaan vientivetoiseen talouskasvuun. Ongelmamaiden heikko kilpailukyky vaikeuttaa tämän käynnistymistä. Irlantia lukuun ottamatta ongelmamaat eivät ole tehneet juuri mitään sen eteen, että ne palauttaisivat kilpailukyvyn määrätietoisin toimin ja kohtuullisessa ajassa. Toisaalta kaikki maat eivät voi kasvattaa vientiä samanaikaisesti, mutta *ongelmamaiden* tulisi joka tapauksessa huomattavasti parantaa kilpailukykyä ja siten pienentää vaihtotaseen alijäämiä.

Kaiken kaikkiaan euroalueen talouspolitiikka on ollut hapuilevaa. Euroalueen ongelmana ovat erot euromaiden hintakilpailukyvyssä, julkinen velkakriisi ja pankkikriisi. On erittäin ongelmallista, että vielä tänään, vuosia talouskriisin alkamisen jälkeen, euromailta puuttuu kattava ja proaktiivinen suunnitelma talouskriisin voittamiseksi. Pelastussuunnitelmat puuttuvat oireisiin pala palata eivätkä edes kohdistu fundamentaaliseen ongelmaan, eroihin hintakilpailukyvyssä.

Euroalueen talouspolitiikka nojaa liialti julkisten alijäämien vähentämiseen. Tämän positiivisista vaikutuksista ei ole näyttöä. Lisäksi pankkikriisin hoitaminen on ollut hapuilevaa.

Euroalueen kyvyttömyys toteuttaa järkevää talouspolitiikkaa tarkoittaa, että kaunistusta ja pikaista loppua euroalueen ongelmiin on turha odottaa.

Euroalueen talouspolitiikan pitäisi korjata eroja kilpailukyvyssä, ei ainoastaan laskemalla palkkoja ja kasvattamalla tuottavuutta periferiassa, vaan myös korottamalla palkkoja ytimessä. Ytimen pitäisi myös mahdollisuuksien mukaan harjoittaa ekspansiivisempaa talouspolitiikkaa, ja periferian pitäisi panostaa vientisektorin toimintaedellytyksiin. Lisäksi EKP:n pitäisi harjoittaa ekspansiivisempaa rahapolitiikkaa ja pyrkiä siten heikentämään euroa, sillä euroalueen sisäisten epätasapainojen korjaaminen ei ole riittävää. Tämä siirtäisi kansainvälistä kysyntää kohti taantumasta kärsivää euroaluetta, mikä olisi hyvin perusteltua nykyisessä taloustilanteessa. Näin luotaisiin edellytykset vientivetoisen talouskasvun käynnistämiseksi periferiassa ja estettäisiin euroalueen kysyntä romahtamasta. Lisäksi keskeinen pankkijärjestelmä tulisi vakauttaa pääomittamalla ongelma-pankkeja.

5. Tukipaketit ja Kreikan velkasaneeraus

5.1. Kenen tukipaketteja?

Ovatko tukipaketit ongelmavaltioiden vai pankkien pelastuspaketteja? Tukipakettien rahat menevät nykyisten julkisten alijäämien rahoittamiseen ja erääntyvien valtionlainojen takaisinmaksuun. Jälkimmäisen takia usein sanotaan, että kyseessä on Saksan ja Ranskan pankkien pelastuspaketti. Eittämättä tukipaketit ovat mahdollistaneet sen, että sijoittajat (ml. pankit) ovat saaneet rahojaan takaisin. Riskejä

Taulukko 2. Altistuminen ongelmamaiden (pl. Italia) julkiselle velalle ja pankkisektorille (miljardia euroa) vuoden 2010 lopussa

	Kreikka	Irlanti	Portugali	Espanja	Yhteensä
Julkisen velan nimellisarvo	325	153	142	677	1927
joiden haltija:					
Kotimaan pankit	68	11	19	277	336
Muiden euromaiden pankit	52	14	33	49	166
Muut pankit	6	9	5	24	43
Muut kuin pankit	119	97	64	347	627
EKP	50	22	21	0	93
IMF, EU ja muut julk. rahoittajat	32	0	0	0	32
Euroalueen pankkien altistuminen kansalliselle pankkisektorille	6	66	37	154	264
Eurojärjestelmän antolainaus pankeille	95	132	41	65	333

Lähde Darvas ym. (2011).

on siis siirtynyt sijoittajilta veronmaksajille. Toisaalta pienten ongelmavaltioiden velkasaneeraukset tuskin muodostavat merkittävää uhkaa Ranskan ja Saksan pankkijärjestelmälle.

Maksukyvyttömällä valtiolla ei ole muuta vaihtoehtoa kuin toteuttaa velkasaneeraus. Velkasaneerauksen vaihtoehdot ovat:

- vapaaehtoinen velkojen jatkaminen
- velan erääntymispäivän lykkääminen (*reprofiling*)
- (kuponki)koron alentaminen
- lainan nimellisarvon leikkaaminen (*haircut*).

Valtion velkasaneerauksen suorat vaikutukset ovat

- yksityisten sijoittajien (ml. pankit) kärsimät tappiot
- pankkikonkurssien mahdollisuus
- julkisen vallan kärsimät tappiot (tukipakettien saamisten laskiessa)
- EKP:n kärsimät tappiot.

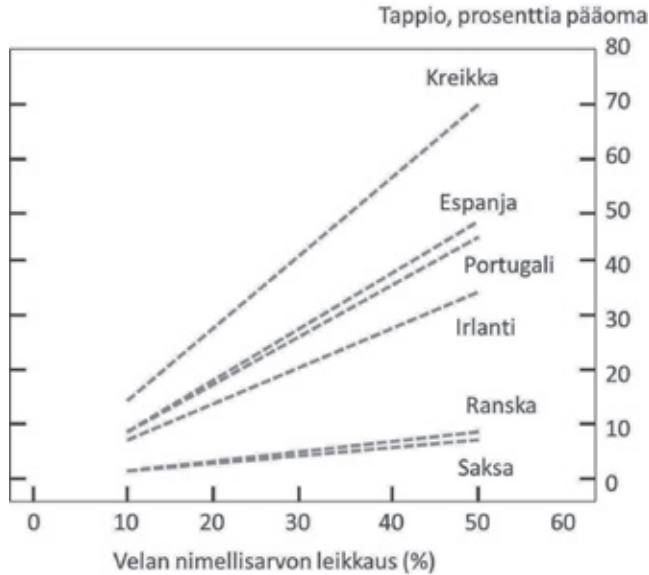
Epäsuoria vaikutuksia ovat ainakin mahdollinen negatiivinen vaikutus interbank-markkinoille, luottamuksen horjuminen euroalueen

kykyyn hoitaa muita ongelmamaita ja luottorisijohdannaisen (CDS) ehdon täyttyminen.

Taulukko 2 kuvaa altistumista ongelmamaiden (pl. Italia) julkiselle velalle ja pankkisektorille. Kuvio 3 kuvaa Kreikan, Portugalin, Irlannin ja Espanjan valtionlainojen nimellisarvon leikkauksesta aiheutuvia tappiota eri maiden pankkijärjestelmälle suhteessa omiin pääomiin. Taulukosta ja kuviosta käy ilmi, että Portugalin, Kreikan, Irlannin ja Espanjan valtionlainojen nimellisarvon huomattava leikkaaminen aiheuttaisi tappiot, joiden suorat vaikutukset eivät ajaisi Saksan ja Ranskan pankkisektoria ongelmiin.

Taulukosta 2 käy ilmi, että muiden euro maiden pankeilla oli vuoden 2010 lopussa ongelmamaiden (pl. Italia) julkista velkaa 166 miljardia euroa, mutta ongelmamaiden pankeilla 336 miljardia. Taulukon mukaan Kreikan valtionlainojen nimellisarvojen leikkaaminen 50 prosentilla olisi aiheuttanut muiden euro maiden pankeille vain 26 miljardin tappiot. Summa on pieni suhteessa euroalueen pankkijärjestelmän omiin pääomiin.

Kuvio 2. Tappiot maiden pankkijärjestelmälle, prosenttia omasta pääomasta, Kreikan, Portugalin, Irlannin ja Espanjan valtionlainojen nimellisarvon leikkauksesta



Lähde: Bank of England (2010).

Kuviosta 2 käy ilmi, että kaikkien ongelmavaltioiden (pl. Italia) lainojen nimellisarvon leikkaus 50 prosentilla aiheuttaisi tappiot, jotka olisivat vain noin 10 % Saksan ja Ranskan pankkijärjestelmän omista pääomista. Näin olen Kreikan ja Portugalin velkasaneeraukset eivät uhkaa Saksan ja Ranskan pankkijärjestelmiä. Ongelmamaiden pelastuspaketeissa on siis tuskin ensisijaisesti kyse Saksan ja Ranskan pankkijärjestelmän pelastamisesta.

Kuvio 2 korostaa, että valtionlainojen nimellisarvon huomattava leikkaus ajaisi ongelmamaiden pankkisektorin maksukyvyttömäksi. Ongelmavaltioiden (pl. Italia) lainojen nimellisarvon leikkaaminen 50 prosentilla pyyhkisi Irlannin pankkisektorin pääomista noin 35 %, Portugalin ja Espanjan pankkisektorin pääomista melkein 50 % ja Kreikan pankkien pää-

omista noin 70 %. Ongelmavaltion velkasaneeraus siis ajaisi maan pankkisektorin maksukyvyttömäksi, ja juuri tästä syystä Kreikan velkasaneerauksen yhteydessä sen pankkeja pääomitettiin. *Pienempien* euromaiden julkiset velkasaneeraukset eivät ole siis suoranainen uhka muiden euromaiden pankkijärjestelmille. Vasta ongelmamaiden pankkisektorin kaatuminen velkasaneerauksen yhteydessä olisi merkittävä ongelma muulle Euroopalle.

Kenet tukipaketit pelastavat? Ilman Kreikan pelastuspakettia valtiolla ei ole varaa sosiaaliturvaan, eläkkeisiin, kouluihin, terveydenhoitoon jne. Kuinka moni eurooppalainen olisi valmis jättämään pienellä sosiaaliturvalla elävän kreikkalaisen lapsiperheen ilman ruokaa? Kuinka moni on valmis jättämään raskaana olevat kreikkalaiset ilman terveydenhoitoa?

Kuinka moni on valmis jättämään kreikkalaislapset ilman kouluruokaa ja -kirjoja? Olisiko oikein panna pankkien, poliitikkojen ja ammattiliitojen virheiden maksajiksi kaikkein heikoimmassa osassa olevat ihmiset?

Ei ole oikein laittaa tavallista kansaa ja kaikkein heikoimmassa osassa olevia ihmisiä talouspolitiikan toteuttajien ja pankkien virheiden maksajiksi. Siksi on olemassa IMF, jottei tavallinen kansa kärsisi kohtuuttomasti talouspolitiikan toteuttajien tekemistä virheistä. Kansainvälinen yhteisö on siis kauan aikaa tunnustanut, että tarvitaan auttava taho, joka antaa valtiolle lainaa hätätilanteessa ja tukipaketien ehtona pakottaa sen ryhdistäytymään.

IMF on tuskin oikea auttaja euroalueelle. Ensiksikin IMF on nykyisin lähinnä kehittyviä talouksia varten ja sen lainanantokapasiteetti heijastaa tätä. Toiseksi Yhdysvaltojen ja kehittyvien talouksien tehtävä ei ole rahoittaa maailman suurinta talousaluetta. Kolmanneksi ongelmamaiden ongelmat ovat suuri julkinen alijäämä ja menetetty kilpailukyky. IMF voi ratkoa julkistalouden ongelmia, muttei voi korjata eroja euromaiden kilpailukyvyssä. Euromaat sen sijaan voivat korjata erot kilpailukyvyssä. Oikea auttaja euroalueen ongelmamaille ei siis ole IMF, vaan toiset jäsenmaat.

5.2. Kreikan velkasaneeraus

Seuraavaksi analysoidaan Kreikan valtion helmikuussa 2012 toteutettaman velkasaneerauksen vaikutuksia. Velkasaneeraus muodostui kolmesta osasta. Ensiksikin velkojen erääntymispäiviä lykättiin ja kuponkikorkoja alennettiin. Toiseksi yksityisten sijoittajien hallussa pitämien lainojen nimellisarvoa leikattiin 53,5 %. Tämän vaikutus oli noin 100 miljardia euroa. Yhdessä ensimmäisen kohdan kanssa si-

joittavat menettivät noin 73–75 %. Kolmanneksi eurojärjestelmän saamat voitot Kreikan valtiolainojen ostosta palautetaan kansallisten keskuspankkien kautta hallituksille, jotka palauttavat rahat Kreikalle.

Velkasaneeraus siis koski sekä yksityisiä että julkisia velkoja. Suomen valtio menetti saataviaan, koska korko laski puoleentoista prosenttiin. Velkasaneerauksen yhteydessä sovittiin Kreikan toisesta tukipaketista, jonka suuruus on 130 miljardia. Tukipaketista käytettiin 23 miljardia Kreikan pankkien pääomittamiseen. Velkasaneerauksen tavoite on painaa julkinen velka nykyisestä noin 160 prosentista noin 120 prosenttiin vuoteen 2020 mennessä. Tukipaketin koko perustuu oletukseen, että valtio pystyy hankkimaan rahoitusta markkinoilta 2015.

Velkasaneerauksen suorat vaikutukset ovat olleet suhteellisen pieniä. Ensiksikin sijoittajien (ml. pankit) kärsimät tappiot ovat suhteellisen pieniä ja Kreikan pankeja pääomitettiin. Näin ollen pankkikonkurssien mahdollisuus jäi pieneksi. Toiseksi julkisen vallan kärsimät tappiot kuponkikoron laskemisesta olivat pieniä. Kolmanneksi EKP kärsi pienen tulonmenetyksen, kun se palauttaa voitot, jotka se olisi tehnyt Kreikan valtionlainojen ostosta Kreikalle.

Myös velkasaneerauksen epäsuorat vaikutukset ovat olleet hyvin maltillisia. Vaikutus interbank-markkinoille oli hyvin pieni. Luottamus euroalueen kykyyn hoitaa muita ongelmaita ei voinut vakavasti horjua, koska se oli jo aiemminkin hyvin alhainen. Lisäksi luottoriskijohdannaisenehdon täytyminen laukaisi nettoarvoltaan vain 3,2 miljardin euron suorituset (Reuters 2012).

Huolimatta Kreikan valtion maksukyvyttömyydestä ja velkasaneerauksen hallittavista vaikutuksista, EKP ja EU vastustivat pitkään Kreikan velkasaneerausta. Yksi tärkeimmistä argu-

menteista oli verrata niitä Lehman Brothersin konkurssiin. Olli Rehnin mukaan ”velkasaneeraus avaisi portit Lehman Brothers -pankin kaatumisen kaltaiselle rahoituskriisille Euroopassa” (Helsingin Sanomat 2011a). Lisäksi Rehn argumentoi, että ”Lehman Brothers -pankin kaatumista seurannut finanssikriisi pudotti Suomen kansantuotetta 8 prosenttia pelkästään vuonna 2009” (Helsingin Sanomat 2011b).

Väitteet ovat harhaanjohtavia. Kuten Rogoff (2009) sanoo, Lehmanin konkurssista on usein vedetty johtopäätös, että konkurssi oli kaiken pahan alku ja juuri: jos Lehman olisi pelastettu, niin talouskriisiltä olisi vältytty. Opetuksen johdosta ajatellaan, ettei isoja pankkeja saa koskaan päästää kaatumaan. Riippumatta siitä, kuinka huonosti pankki on toiminut, se ja sen lainoittajat pitää aina pelastaa. Argumentti kuuluu: muuten luottamus menee ja kaaos alkaa. Tämän takia valtiot ovat antaneet pankeille, veronmaksajien rahoilla, suuren turvaveron. On kuitenkin toiveajattelua, että suuren luottoekspansion ja asuntohintakuplan jälkeen kaikki menee hyvin, kunhan pankkikonkurssit vältetään.

Lehmanin konkurssin vaikutusta rahoitusjärjestelmään ei voi kiistää, mutta se oli kuitenkin seuraus ongelmista, ei niiden syy. Konkurssi oli seurausta asuntokuplan puhkeamisesta, holtittomasta lainauksesta, liiallisesta velkavivun käytöstä, liiallisesta riskin ottamisesta ja liiallisesta luottamuksesta lyhyen maturiteetin rahoitukseen.

Lehmanin konkurssi herätti rahoitusmarkkinat vakavien ongelmien maailmaan ja sillä oli huomattava vaikutus muihin investointipankeihin, rahamarkkina- ja hedgerahastoihin ja interbank-markkinoihin. Pienen valtion velkasaneerauksella ei ole samanlaista vaikutusta rahoitusmarkkinoihin. Lehmanin velka oli yli

700 miljardia dollaria, Kreikan velka yksityiselle sektorille oli velkasaneerauksen aikaan vain noin 215 miljardia. *Pienen* valtion velkasaneerausta ei siis voi verrata Lehmanin konkurssiin. Hyvin toteutetut valtionlainojen velkasaneeraukset tuskin aiheuttavat systeemikriisiä rahoitusjärjestelmässä, koska niiden suorat vaikutukset ovat paremmin mitattavissa ja osapuolet tiedossa.

Ajoittain virheellisesti väitetään, että velkasaneeraus olisi ollut vaihtoehto tukipaketeille. Tukipaketin ja velkasaneerauksen järkevä järjestys on seuraava: Ensinnäkin sovitaan vakausrahastosta, joka myöntää tarvittaessa ongelmamaille etuoikeutettuja lainoja (*preferred debt*). Seuraavaksi varaudutaan velkasaneerauksen tappioihin tekemällä kunnolliset pankkien stressitestit, jotta ongelmapankit voidaan järjestellä uudelleen tai pääomittaa. Lopuksi maksukyvytön valtio saa, tiukkojen ehtojen vallitessa, hakeutua velkasaneeraukseen.

Tukipaketteja tarvitaan velkasaneerauksista huolimatta. Valtioiden, jotka ovat maksukyvyttömiä ja ajautuvat velkasaneeraukseen, eivät saa lainaa markkinoilta. Kreikan kohtalo olisi karu, jos tukipaketteja ei olisi. Julkisiin menoihin ei riittäisi rahaa ja yhteiskunta ajautuisi kaaokseen. Siksi vakausrahasto pitää olla olemassa ennen velkasaneerausta. Muiden euromaiden antamien lainojen täytyy olla etuoikeutettuja, jotta veronmaksajat saavat rahat suuremmalla todennäköisyydellä takaisin.

Kreikan velkasaneeraus olisi pitänyt tehdä huomattavasti aiemmin (vaikka syksyllä 2010) ja yksityisiä lainoja leikata huomattavasti enemmän kuin mitä 2012 tehtiin. Se olisi leikannut julkisen velan riittävän matalalle tasolle. Tämä olisi taannut, että tukipakettien rahat olisi saatu suurella todennäköisyydellä täysimääräisesti takaisin.

Nykyisten tukipakettien lainoista suurin osa on mennyt vanhojen velkojen takaisinmaksuun. Riskejä on siis *perusteettomasti* siirtynyt sijoittajilta veronmaksajille. Nyt Kreikan julkinen velka on iso ja paljolti euromaiden käsissä tai takaamaa. Tämä yhdessä synkän taloustilanteen takia tarkoittaa, että on lähes varmaa, että tukipakettien rahoja ei saada täysimääräisesti takaisin. Velkasaneerauksen viivyttely on siis tullut veronmaksajille kalliiksi.

Kreikan velkasaneerauksen vaikutuksia on hyvä arvioida myös empiirisen evidenssin avulla (ongelmana kuitenkin on, että velkasaneeraukset ovat olleet harvinaisia ja pieniä). Talouskasvu on tyypillisesti ollut hidasta ennen velkasaneerausta, mutta kasvu toipuu sen jälkeen. Sen vaikutus on kuitenkin pysyvä lovi tuotantoon, eikä tuotanto palaa edelliselle kasvu-uralle. Velkasaneerauksella ei ole negatiivista vaikutusta vientiin. Vienti on tyypillisesti ollut hieman yli trendin velkasaneerauksen jälkeen. (Panizza, Sturzenegger ja Zettelmeyer 2009.)

Kreikan valtion maksukyvykkyyttä arvioitaessa on syytä pitää mielessä maan synkkä taloustilanne. Ensiksikin kilpailukyky on pahasti rapautunut ja se korjaantuu rahaliitossa hitaasti. Vientivetoista kasvua on turha odottaa pian. Toiseksi suuri julkinen velka hidastaa talouskasvua. Kolmanneksi maan suuri ulkoinen velka, olipa se yksityistä tai julkista, hidastaa kasvua. Neljänneksi julkisten alijäämien leikkaaminen laskee tuotantoa. Viidenneksi luottolama syventää lamaa ja hidastaa siitä toipumista. Äsken kävi ilmi, että velkasaneerauksen positiivinen vaikutus tuotantoon on varsin pieni. On siis kaikki syyt olettaa, että Kreikan talous on ongelmissa vuosia.

Toinen tukipaketti ei edes korjaa suurimpia ongelmia, kuten kilpailukykyongelmaa ja vaih-

totaseen vajetta. Tukipaketti vain rahoittaa julkisia alijäämiä ja ostaa lisää aikaa. Edellisen perusteella on lisäksi epärealistista olettaa, että Kreikan valtio voisi saada pitkäaikaista rahoitusta markkinoilta 2015, niin kuin toinen tukipaketti olettaa. Lisää tukipaketteja ja uusi velkasaneeraus on siis odotettavissa.

Ajoittain argumentoidaan, että Kreikka on euroalueen ongelmien syy. Olli Rehn on toistuvasti puhunut palomuurin rakentamisesta Kreikan ympärille, jotta ongelmat eivät tartu muihin maihin. Mari Kiviniemi väitti, että ”Kreikasta on tullut kiviriippa, joka uhkaa saastuttaa muun Euroopan” (YLE 2012a).

Väitteet ovat harhaanjohtavia: Kreikka on pieni talous eikä yksistään keikuta euroaluetta. Muiden ongelmamaiden ongelmien taustalla ei ole Kreikka, vaan yhteiset tekijät: luottoekspansio 2000-luvulla, heikko kilpailukyky, vaihtotaseen vaje, julkinen velkakriisi ja rahoitussektorin ongelmat. Tärkeämpää euroalueen kannalta on, miten suuret ongelmataloudet Italia ja Espanja onnistuvat parantamaan kilpailukykyä, luomaan talouskasvua ja pitämään julkisen velan hallittavana.

6. Kreikan ero eurosta

Kreikan mahdollinen ero euroalueesta on ollut paljon esillä. Esimerkiksi ”Vesa Kanniaisen mukaan pahaan velkakriisiin ajautuneen Kreikan on erottava euroalueesta” [– –] Ero eurosta toisi Kreikalle oman valuutan, jota voitaisiin devalvoida niin paljon kuin sielu sietää”. Ero eurosta on Kanniaisen mukaan ”yhden yön päätös” (Taloussanomien 2011). Mari Kiviniemen ”mielestä paras ratkaisu olisi Kreikan irtautuminen eurosta, jotta se voisi hyödyntää devalvaation tuomat edut” (YLE 2012a). Stefan Törnqvist argumentoi, että euroalue hajoaa 80

prosentin todennäköisyydellä parin vuoden sisällä, mutta elämä jatkuu (Yle 2012b).

Seuraavaksi käsitellään Kreikan euroalueesta eroamisen mahdollisia vaikutuksia. Potentiaalinen syy erota eurosta on devalvoida oma valuutta, ja siksi irtaantuminen eurosta aiheuttaisi luonnollisesti huomattavan devalvaation. Se ei kuitenkaan poistaisi budjettivajetta. Nykyiset ohjelmat ja niihin liittyvä tukirahoitus eivät olisi enää voimassa. Näin ollen keskuspankki joutuisi painamaan rahaa julkisen alijäämän kattamiseksi. Tämä johtaisi nopeaan inflaatioon. Maa siis saisi devalvaation lisäksi nopean inflaation, eli valuutan johon ei olisi minkäänlaista luottamusta.

Kansallisen valuutan käyttöönotto vaatii, että kaikki sopimukset: palkat, pankkitalletukset, lainat, verot ja kaikki muu täytyy muuttaa kansalliseksi valuutaksi. Ensin valtion pitäisi säätää lakeja, jotka tekevät tämän mahdolliseksi. Demokraattisessa maassa tämä vaatii myös harkintaa. Uuden valuutan käyttöönotto vaatisi myös huolellisen suunnittelun ja toteutuksen. Esimerkiksi euron käyttöönotto vaati vuosien suunnittelun (Eichengreen 2010). Euro eurosta ei siis ole ”yhden yön päätös”, niin kuin Vesa Kannianen on väittänyt.

Kreikan potentiaalinen syy erota eurosta on siis devalvoida oma valuutta. Kaikki tietävät tämän, joten yritykset ja kotitaloudet haluaisivat siirtää rahat pian arvonsa menettävästä drakhmasta euroalueen pankkeihin. Ero eurosta siis käynnistäisi Kreikassa suuren pankkipaon. EKP tuskin toimisi Kreikan pankkien viimeisenä lainaajana, joten ne menisivät nurin tai jouduttaisiin sulkemaan. Näin pankkisektori halvaantuisi ja talous ajautuisi todella syviin ongelmiin. (Eichengreen 2010.)

Asioiden mennessä huonosti Kreikan ero euroalueesta saattaisi herättää myös epäilyn

jonkun toisen ongelmamaan eroamisesta eurosta ja koko rahaliiton tulevaisuudesta. Tämä saattaisi käynnistää huomattavan pankkipaon muissa ongelmamaissa, joiden epäiltäisiin erovan eurosta. Lisäksi ongelmamaiden julkisille veloille ei välttämättä riittäisi ostajia ja valtiot voisivat ajautua maksukyvyttömiksi. Pankkipaot ja maksukyvyttömyydet saattaisivat uhata koko euroaluetta ja tuloksena voisi olla hyvin vakava rahoituskriisi. (Eichengreen 2010.)

Kreikalla on ulkoista, yksityistä ja julkista, bruttovelkaa yli 600 miljardia euroa. Drakhman iso devalvaatio tarkoittaisi, että sen ulkoinen velka omassa valuutassa mitattuna kasvaisi huomattavasti. Siksi suuri osa ulkoisista veloista jäisi maksamatta, mikä tarkoittaisi huomattavia tappioita muille maille. Tosin sisäinen devalvaatiokin kasvattaa reaalista velkaa samalla tavalla ja osa ulkoisista veloista jää joka tapauksessa maksamatta. Tappiota on siis joka tapauksessa tiedossa.

Kreikkaa verrataan usein Argentiinaan, joka oli 2000-luvun vaihteessa kilpailukyvytön omaksuttuaan kestävämmän valuuttakatejärjestelmän (dollarisidonnaisuuden). Dollarin voimakas vahvistuminen tuhosi Argentiinan kilpailukyyn ja ajoi maan taantumaan. Vuosien rimpuilun jälkeen maa vihdoinkin devalvoi valuuttansa. Tämä pelasti talouden. (Krugman 2009.)

Kreikan ja Argentiinan vertaaminen on harhaanjohtavaa. Argentiinalla oli aina oma valuutta, jonka pystyi devalvoimaan yhdessä yössä. Lisäksi valuuttakurssikiinnitys oli yksipuolinen päätös, johon ei liittynyt kansainvälisiä sopimuksia. Kilpailukyyn parantaminen devalvaatiolla on usein talouskriisistä kärsivälle maalle, jolla on oma valuutta, paras lääke.

Kreikan valuutta on kuitenkin euro, joka perustuu kansainväliseen sopimukseen. Lisäk-

si edellä on käynyt ilmi, että ero eurosta ei olisi nopea, helppo tai kivuton – ei Kreikalle eikä muulle euroalueelle. Näkemyksissä, joiden mukaan Kreikan pitäisi erota eurosta devalvoidakseen valuuttansa, esitetään vain yksi tekijä (devalvaation myönteinen vaikutus kilpailukykyyn) ja jätetään huomiotta kaikki eroamisen esteet ja kustannukset. Jäsenyys eurossa saattaa kuitenkin olla peruuttamaton, edellä esitetyistä syistä johtuen. Tietysti on mahdollista, että josakin vaiheessa Kreikan hallitus tahtoo kaikesta huolimatta erota euroalueesta.

7. Johtopäätös

Euroalueen talouskriisissä ei ole ensisijaisesti kyse julkisesta velka- ja pankkikriisistä, vaan suurin syy ongelmiin on erot maiden kilpailukyvyssä. Euroalue on kuitenkin käynyt taistoon ikään kuin julkinen velkakriisi olisi ongelmien perimmäinen syy. Väärä uskomus on tarkoittanut, että talouspolitiikka on keskittynyt lähinnä velkaongelmaan. Velka- ja pankkikriisin ratkominen on eittämättä tarpeellista, mutta niiden ratkaiseminen ei voi kuitenkaan ratkaista talouskriisiä, koska suurin ongelma on erot maiden kilpailukyvyssä.

Euroalueen talouspolitiikka nojaa paljolti julkisten alijäämien vähentämiseen kriisin ratkaisemiseksi. Keinon positiivisista vaikutuksista ei ole näyttöä, päinvastaista kylläkin. Lisäksi pankkikriisin hoitaminen on ollut hapuilevaa. Euroalueen kyvyttömyys toteuttaa järkevää talouspolitiikkaa, joka lisäksi keskittyisi myös suurimpaan ongelmaan eli eroihin kilpailukyvyssä, tarkoittaa, että pikaista ja kaunista loppua euroalueen ongelmiin on turha odottaa. □

Kirjallisuus

- Auerbach, A. ja Gorodnichenko, Y. (2012), “Measuring the Output Responses to Fiscal Policy”, *American Economic Journal: Economic Policy* 4: 1–27.
- Alberto F.A. ja Ardagna, S. (2010), “Large changes in fiscal policy: Taxes versus spending”, *Tax Policy and the Economy* 24: 35–68.
- Alesina, A. ja Perotti, R. (1995), “Fiscal adjustments in OECD countries: Composition and macroeconomic Effects”, NBER Working Paper No. 5730. Bank of England (2010), *Financial Stability Report*, Bank of England, Lontoo.
- Blanchard, O. ja Perotti, R. (2002), “An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output”, *Quarterly Journal of Economics* 117: 1329–1368.
- Chinn, M.D. ja Frieden, F. (2011), “Lost Decades: The Making of America’s Debt Crisis and the Long Recovery”, esitelmä, International Monetary Fund 14.10.2011.
- Darvas, Z., Gouardo, C., Pisani-Ferry, J. ja Sapir, A. (2011), “A comprehensive approach to the euro-area debt crisis: Background calculations”, Bruegel Working Paper no. 2011:15.
- De Grauwe, P. (2011a), “The Governance of a Fragile Eurozone”, CEPS Working Document.
- De Grauwe, P. (2011b), “The European Central Bank as a lender of last resort”, <http://www.voxeu.org/article/european-central-bank-lender-last-resort> (viitattu 31.7.2012).
- De Grauwe, P. (2011c), “Only a more active ECB can solve the euro crisis”, CEPS Policy Briefing, No.250.
- Eichengreen, B. (2010), “The euro: love it or leave it?”, <http://www.voxeu.org/article/eurozone-breakup-would-trigger-mother-all-financial-crises> (viitattu 8.8.2012).

- Helsingin Sanomat (2011a), #Rehn tyrmää puheet Portugalin hallitusta velkajärjestelystä”, <http://www.hs.fi/talous/artikkeli/Rehn+tyrm%C3%A4%C3%A4+puheet+Portugalin+hallitusta+velkaj%C3%A4rjestelyst%C3%A4/1135265270211> (viitattu 2.8.2012).
- Helsingin Sanomat (2011b), ”Rehn: Kriisimaiden velkajärjestely olisi kuin krapalaryppy”, <http://www.hs.fi/talous/artikkeli/Rehn+Kriisimaiden+velkaj%C3%A4rjestely+olisi+kuin+krapalaryppy/1135265663218> (viitattu 2.8.2012).
- IMF (2012), Fiscal monitor: Balancing fiscal policy risks, International Monetary Fund, Washington, DC.
- IMF (2010), *World economic outlook: Recovery, risk, and rebalancing*, International Monetary Fund, Washington, DC.
- Kauppalehti (2012), ”Holmström: Eurokriisi ratkeaa vain pankkirakenteen muutoksilla”, <http://www.kauppalehti.fi/etusivu/holmstrom+eurokriisi+ratkeaa+vain+pankkirakenteen+muutoksilla/201201114109> (viitattu 8.8.2012).
- Kauppalehti (2011), ”Suomen Pankki: EKP ei ole konkurssissa”, <http://www.kauppalehti.fi/etusivu/suomen+pankki+ekp+ei+ole+konkurssissa/20110993945> (viitattu 8.8.2012).
- Krugman, P. (2009), *Lama*, HS-kirjat, Porvoo.
- Johnson, S. (2009), ”Written testimony submitted to the congressional oversight panel”, <http://baselinescenario.com/2009/11/19/written-testimony-submitted-to-the-congressional-oversight-panel/> (viitattu 8.8.2012).
- Joyce, M., Tong, M. ja Woods, R. (2011), ”The United Kingdom’s quantitative easing policy: design, operation and impact”, *Bank of England Quarterly Bulletin* 51: 200–212.
- Panizza, U., Sturzenegger, F. ja Zettelmeyer, J. (2009), ”The Economics and Law of Sovereign Debt and Default”, *Journal of Economic Literature* 47: 651–698.
- Perotti, R. (1999), ”Fiscal policy in good times and bad”, *Quarterly Journal of Economics* 114: 1399–1436.
- Roberto P., (2011). ”The “austerity myth”: Gain without Pain?”, NBER Working Paper 17571.
- Ramey, V.A. (2011), ”Can Government Purchases Stimulate the Economy?”, *Journal of Economic Literature* 49: 673–685.
- Reuters (2012), ”ISDA declares Greek credit event, CDS payments triggered”, <http://www.reuters.com/article/2012/03/09/us-greece-cds-isda-trigger-idUSBRE82817B20120309> (viitattu 7.9.2012).
- Rogoff, K. (2009), ”The Confidence Game”, <http://www.project-syndicate.org/commentary/rogoff59/English> (viitattu 17.5.2011).
- Suomen Kuvalehti (2011), ”EKP:n uhkapeli: Tuleeko Euroopan keskuspankista maailman suurin roskalainapankki?”, <http://suomenkuvalehti.fi/jutut/talous/ekpn-uhkapeli-tuleeko-euroopan-keskuspankista-maailman-suurin-roskalainapankki> (viitattu 8.8.2012).
- Taloussanomat (2012), ”Professori vaatii: Kreikka ulos eurosta”, <http://www.taloussanomat.fi/kansantalous/2011/09/08/professori-vaatii-kreikka-ulos-eurosta/201112654/12> (viitattu 2.8.2012).
- Yle (2012a), ”Kiviniemi: Kreikka on kiviriippa, mutta ratkaisut eivät ole helppoja”, http://yle.fi/uutiset/kiviniemi_kreikka_on_kiviriippa_mutta_ratkaisut_eivat_ole_helppoja/5056151 (viitattu 2.8.2012).
- Yle (2012b), ”Asiantuntija: Euro menee - markka tulee”, http://yle.fi/uutiset/kiviniemi_kreikka_on_kiviriippa_mutta_ratkaisut_eivat_ole_helppoja/5056151 (viitattu 2.8.2012).