

EMU 2.0 - Euroalue uudistusten jälkeen

Seppo Honkapohja

Euroalueen taloudellinen tilanne on parantunut. Kriisimaiden julkinen velkaantuminen on vakautumassa, ja talouskasvu on käynnistynyt. Työttömyyden aleneminen on kuitenkin hidas prosessi, ja korkeiden velkaantumisasteiden merkittävä alentaminen vie ainakin kymmenen vuotta. Korjausprosessit ovat alttiita riskeille, mistä syystä euroalueen tilanne voi uudelleen vaikeutua. Talous- ja rahaliitto on uudistumassa. Talouspolitiikan yhteensovittamista on tiivistetty, ja pankkiunionin rakentaminen on jo pitkällä. EMU:n perusolemus kuitenkin säilyy. EMU pysyy itsenäisten valtioiden liittona eikä muutu näiden muutosten seurauksena liittovaltioksi. Uudet toimintamallit, instituutiot ja säännöt vahvistavat euroalueen taloutta ja talouspoliittista ohjausjärjestelmää. Uudistusten toimivuus nähdään kuitenkin vasta tulevaisuudessa, kun euroalueen talous kohtaa uusia häiriöitä. Uudistuva talous- ja rahaliitto on siten vasta EMU:n versio 2.0.

Tammikuussa 1999 aloittanut talous- ja rahaliitto EMU on pitkän yleis- ja talouspoliittisen yhteistyön lopputulos. Sen varhaisimmat juuret ulottuvat vuoteen 1950, jolloin Euroopan maksu-unioni käynnistyi. Ehkä luontevana lähtöpisteenä voidaan kuitenkin pitää 1960-luvun lopulla kärjistyneitä eurooppalaisia valuuttakurssijärjestelmän ongelmia ja potentiaalista epävakautta. Ne kirvoittivat keskustelua mone-taaraisesta integraatiosta ja johtivat nk. Wernerin raporttiin.

Raportti julkaistiin vuonna 1970 ja siinä asetettiin päämääräksi käynnistää rahaliitto vuonna 1980. Tämä tarkoitti täydellistä ja peruuttamatonta valuuttojen vaihdettavuutta, pääomaliikkeiden vapautta sekä täysin kiinteitä valuuttakursseja joko säilyttämällä kansalli-

set rahasympolit tai Euroopan yhteisön rahayksikön kautta. Raportissa ehdotettiin yhtäältä suhteellisen väljästi Euroopan keskuspankkien järjestelmän perustamista ja toisaalta varsin voimakkaasti muun talouspolitiikan keskittämistä Euroopan parlamentin alaiselle keskuselimelle. Tällä elimellä olisi päätösvaltaa kansallisen budjettipolitiikan (määrä, rahoitus) sekä rakenne- ja aluepolitiikan suhteen.¹ Bretton Woods -järjestelmän romahdettua Euroopan raha- ja valuuttapoliittinen yhteistyö tiivistyi nk. valuuttakäärmeen myötä, ja 1970-luvun lopulla syntyivät Euroopan rahajärjestelmä

¹ *Yksityiskohdista ks. esim. Gros ja Thygesen (1992, luku 1.3). Tämä teos on katsaus Euroopan rahaintegraatiosta 1990-luvun alkupuolelle saakka.*

VTT, professori Seppo Honkapohja (seppo.honkapohja@bof.fi) on Suomen Pankin johtokunnan jäsen. Hän on aikaisemmin toiminut mm. professorina Cambridgen yliopistossa ja Helsingin yliopistossa. Kirjoitus perustuu Taloustieteellisessä yhdistyksessä 23.1.2014 pidettyyn esitelmään. Kiitän Samu Kurria hyödyllisistä kommentteista.

(EMS) ja sen osana valuuttakurssimekanismi (ERM) pitkälti Saksan ja Ranskan sopiman aloitteen pohjalta. EMS oli hyvin Saksa- ja Bundesbank-vetoinen raha- ja valuuttapoliittinen järjestelmä, koska muut valuatat oli ankuroitu Saksan markkaan.

EMS:n alkuvuosina inflaatio hidastui kymmenestä kahteen prosenttiin vuosina 1980–1986. Kun pääomaliikkeet olivat säännösteltyjä, EMS:n kuuluvilla mailla oli mahdollisuus jonkinasteiseen talouspolitiikan autonomiaan. Lisäksi valuuttakursseja oli mahdollista muuttaa. EMS:n alkutaipaleella näitä uudelleenjärjestelyjä (*realignment*) tapahtui useasti, mutta asteittain tilanne vakautui. Toisaalta 1980-luvun kuluessa syntyneet paineet pääomaliikkeiden vapauttamiseen loivat uusia epävarmuuksia Euroopan rahajärjestelmää kohtaan.

Nämä kehityskulut nostivat 1980-luvun lopulla esiin ehdotuksia syvemmästä rahaintegraatiosta ja johtivat Delorsin johtaman komitean asettamiseen vuonna 1988. Komitea ehdotti nopeaa siirtymistä kohti yhteistä rahaa ja Euroopan keskuspankin perustamista. Maastrichtin sopimuksessa vahvistettiin suunnitelma siirtymisestä talous- ja rahaliittoon. 1992 käynnistynyt EMS:n kriisi ei monien yllätykseksi saanut rahaliittohanketta pois raiteiltaan. ERM:n valuuttakurssiputkien leventäminen ja keskuspankkien kurinalainen toiminta rauhoittivat markkinat, jolloin EMU-projekti saattoi jatkaa.²

Tämä kronologinen tiivistelmä EMU:n taustasta ja syntyvaiheista sivuuttaa moninaiset poliittiset linjaukset ja neuvottelut, joissa erityisesti Saksan ja Ranskan yhteisymmärrys on

ollut keskeinen osa. Nämä poliittiset prosessit kertovat, että talous- ja rahaliiton synty ei ollut pelkästään talouspolitiikan tai rahapolitiikan järjestelmän kehittämistä, vaan se oli suuressa määrin yleistä Eurooppa-politiikkaa.

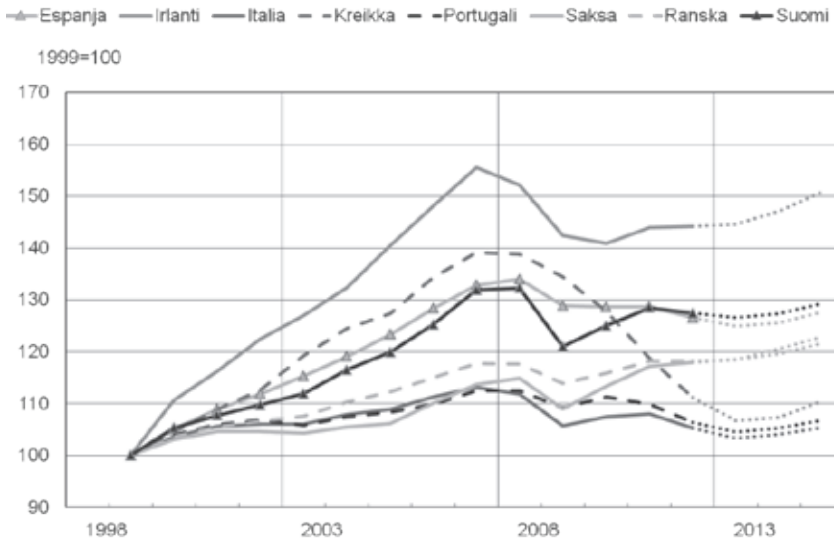
Maastrichtin sopimuksen nojalla käynnistyneen talous- ja rahaliiton ensimmäinen versio EMU 1.0 oli ennen kaikkea rahaliitto, sillä se sai aikaan yhden rahapolitiikan ja keskitetyn rahapoliittisen päätöksenteon euroalueelle. Kansallisten keskuspankkien rooli säilyi kuitenkin merkittävänä esimerkiksi rahapolitiikan suunnittelussa ja toteutuksessa sekä eräillä muilla keskuspankkipolitiikan lohkoilla.

Muussa talouspolitiikassa vastuu säilyi jäsenvaltioilla. Ne vastasivat julkisesta taloudestaan itsenäisesti, joskin vakaus- ja kasvusopimus asetti budjettialijäämää ja julkista velkaa koskevia rajoituksia. Erityisesti on todettava, että pankkivalvonta säilyi kansallisella vastuulla, vaikka yhteisen valvonnan tarpeesta oli esitetty näkemyksiä osana yhteisiä eurooppalaisia rahoitusmarkkinoita. Pankkidirektiivin säätämisen ja rahaliiton muodostamisen yhteydessä käytiin melko paljon keskustelua asiantuntijoiden kesken siitä, vaativatko pankkitoiminnan sisämarkkinat ja rahaliitto myös pankkivalvonnan keskittämistä. Asiassa ei kuitenkaan päästy eteenpäin. Pankkivalvonta jäi pankkien ”kotiin” (toimiluvan myöntäjän) ja siten viime kädessä jäsenmaiden vastuulle.

Vuonna 2007 alkaneen finanssi- ja talouskriisin myötä EMU 1.0 on merkittävästi muuttunut ja muuttuu edelleen. Esitykseni tarkastelee näitä muutoksia. Aluksi on syytä palauttaa mieliin EMU 1.0 ajan talouskehityksen keskeiset piirteet ja kriisiin johtaneet ongelmat.

² Ks. katsauksena Eichengreen (2007), luvut 6-9 ja 11. Laaja esitys EMU:n syntyhistoriasta on teoksessa James (2012).

Kuvio 1. Bruttokansantuote



Lähteet: Eurostat ja komission ennuste (syky 2013)

1. Tie kriisiin

Talous- ja rahaliiton synty merkitsi monille jäsenmaille huomattavaa korkotason laskua. Korkotason lasku käynnistyi osittain jo ennen talous- ja rahaliiton alkamishetkeä ja jatkui vuoden pari sen käynnistyttyä. Tämän kehityksen seurauksena euroalueen jäsenmaiden julkisen velan korkoerot suhteessa Saksaan supistuivat hyvin pieniksi. Korkoerojen suuruus oli käytännössä riippumaton yksittäisten maiden julkisen talouden tilasta.

Osaltaan korkojen laskun seurauksena monien jäsenmaiden talouskasvu kiihtyi, kuten Kuvio 1 on nähtävissä. Kuviossa 1 on esitetty Espanjan, Irlannin, Italian, Kreikan ja Portugalin (GIIPS-maiden) eli sittemmin kriisiin ajautuneiden maiden BKT:n tason kehitys vuodesta 1998 vuoteen 2013.³ Kuviossa ovat myös

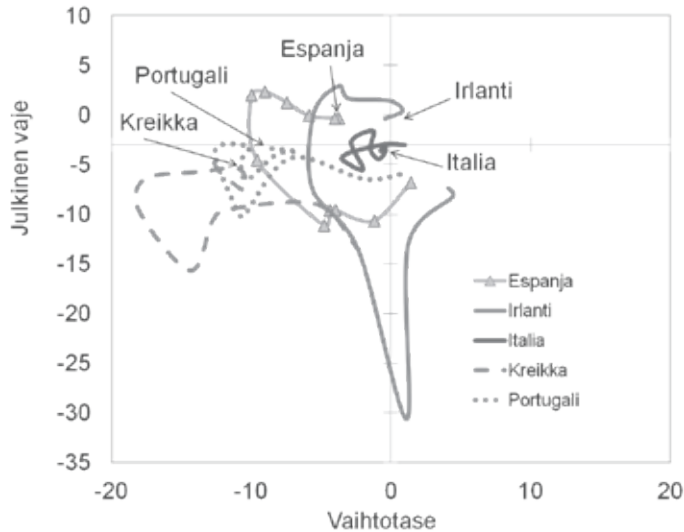
Suomen, Saksan ja Ranskan BKT:n kehitystä kuvaavat aikasarjat.

GIIPS-maiden tiet kriisiin eivät suinkaan olleet samanlaisia. Espanjassa ja Irlannissa kasvun kiihtymisen myötä käynnistyi voimakas kiinteistöbuumi ja kiinteistöhintojen nousu. Kreikan ongelmana oli valtava ylikuumeneminen, joka perustui merkittävässä määrin yksityisen kulutuksen kasvuun. Itse asiassa Italiassa ja Portugalissa talouskasvu ei kiihtynyt juuri lainkaan. Näiden maiden kriisin taustalla olivat yleisempi heikko kehitys, talousuudistusten puute ja velkaongelmat.

Yhteinen piirre GIIPS-maille oli kunkin maan ulkoisen velkaantumisen kasvu, joka näkyy vaihtotaseongelmien syvenemisenä jo EMU:n alkuvuosien aikana. Vaihtotaseen vaijeet olivat selkeä viesti talouskasvun tasapainottomuudesta, mihin ei kuitenkaan kiinnitet-

³ Kypros ei ole mukana kriisimaista.

Kuvio 2. Velkadynamiikka GIIPS-maissa: vaihtotase ja julkisen talouden vaje 2002–2013



ty riittävästi huomiota. Kuvio 2 havainnollistaa tätä kehitystä.⁴

Kuvion 2 vaaka-akselilla on vaihtotaseen alijäämä ja pystyakselilla julkisen talouden alijäämä vuosina 2002–2012. Maan nimeen liittyvä nuoli osoittaa ajanjakson lähtövuoden 2002 datapistettä. Käyrien suunta lähtöpisteistä on aluksi pääosin vaakasuoraan vasemmalle eli havaintojakson alkuvuosina vaihtotaseet heikkenivät, kun taas julkisen talouden tila ei kovin paljoa muuttunut. Ajanjakson myöhempinä vuosina käyrien suunta kääntyy osoittamaan melko suoraan alaspäin, mikä tarkoittaa julkisen velkaantumisen kärjistymistä. Tämä käyrien suunnan muutos tapahtui globaalien finanssikriisien käynnistyttyä. Samaan aikaan GIIPS-maiden julkisen velan korot alkoivat nousta

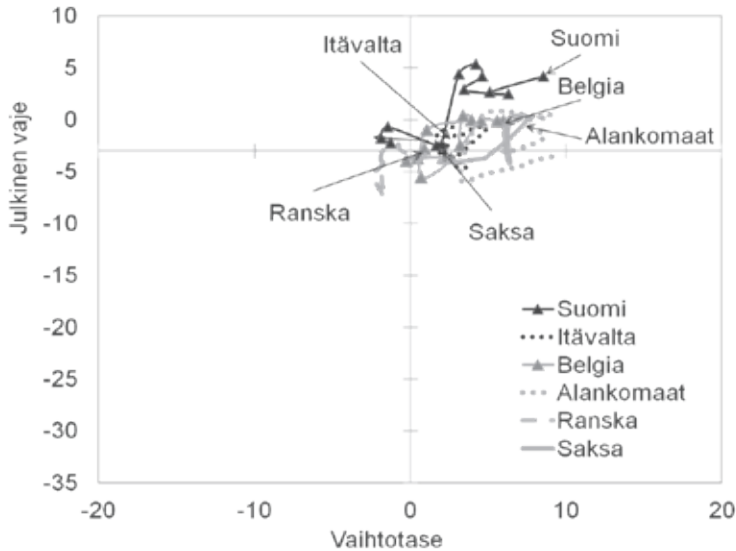
voimakkaasti, kun julkisen talouden velkakriisi näissä maissa toden teolla kärjistyi.

Jakson 2002–2012 viimeisinä vuosina käyrien suunta on kääntynyt oikealle, eli vaihtotaseiden vajeet alkoivat pienentyä. Myös julkiset vajeet ovat pienentyneet. Italia muodostaa jonkinasteisen poikkeuksen tähän dynamiikkaan: sen käyrä on osoittanut useasti eri suuntiin. Todettakoon, että vastaavaa dynamiikkaa ei ole nähtävissä ns. korkean luottoluokituksen euromaissa (Alankomaat, Belgia, Itävalta, Ranska, Saksa, Suomi), kuten kuvioista 3 on nähtävissä.

Eri maiden talouskehityksen heterogeenisuus ja euroajan alkuvuosien ongelmat näkyvät myös eroina GIIPS-maiden ja koko euroalueen erkaantuneessa vientikehityksessä. GIIPS-maissa vienti/BKT-suhde pysyi oleellisesti muuttumattomana euroajan käynnistymisen jälkeen. Tämä suhdeluku alkoi kasvaa vasta vuosien 2008–2009 taantumien jälkeen. Korkean luottoluokituksen euromaissa vienti/BKT

⁴ Aibetta (ml. kuvio 2 ja 3) käsitellään mm. tutkimuksessa Honkapohja (2014).

Kuvio 3. Velkadynamikka korkean luottoluokituksen maissa: vaihtotase ja julkisen talouden vaje 2002-2013



Lähteet: Eurostat ja komission ennuste (syksy 2013)

Kuvio 4. Viennin osuus bruttokansantuotteeseen



Lähteet: Eurostat, Macrobond ja Suomen Pankki.

suhdeluku kasvoi asteittain vuosien 2008–2009 syvään taantumaa saakka, minkä seurauksena viennin osuus supistui. Tämän jälkeen tilanne on jälleen kohentunut.

Kaiken kaikkiaan euroalueen vienti suhteessa Bkt:hen on kasvanut euroaikana hyvin,

kuten kuvio 4 osoittaa. Tähän mennessä viennin BKT-osuus on noussut 12 prosentista noin 20 prosenttiin euroajan kuluessa. Tämän kehitys on ollut nopeampaa kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa tai Japanissa, kuten kuvio 4 voidaan havaita.

Talouskehityksen eroja voisi havainnollistaa myös kustannuskilpailukyvyyn (yksikkötyökustannusten) kehityksen erojen kautta. GIIPS-maissa yksikkötyökustannukset nousivat voimakkaasti vuoteen 2008 tai 2009 saakka. Kilpailukyvyyn heikentyminen on yksi osoitus talouksien ylikuumenemisestä. Viime vuosina kilpailukyky on selvästi parantunut sen jälkeen kun sopeutuminen alaspäin käynnistyi. Italia on poikkeus tässä kehityskulussa.⁵

Tällä hetkellä GIIPS-maiden vaihtotaseongelmat ja julkisen talouden alijäämät ovat merkittävästi pienentyneet ja osin poistuneet. Näiden maiden ennustetaan tänä vuonna pääsevän kiinni positiiviseen talouskasvuun. Tämä on nähtävissä Kuviossa 1 esitetyistä EU:n komission ennusteista vuosille 2014 ja 2015. Talouskriisi ei kuitenkaan ole ohi, sillä kriisimaissa velkatasot ja työttömyysasteet ovat korkealla. Ylikuumenemisen ja korkean velkaantumisen edellyttämä alaspäin sopeutuminen on ollut tuskallista ja siitä kumpuavat poliittiset paineet vellovat voimakkaina.⁶

2. EMU 2.0

Taluskriisin myötä Talous- ja rahaliittoa on kehitetty ja kehitetään edelleen monella saralla. Vaikka osa näistä toimenpiteistä on tällä hetkellä keskellä toteutusta, voidaan mielestäni jo puhua EMU:n versiosta 2.0. On syytä huomauttaa, että uusien toimintamallien implementointi ja toimivuus on pääosin vielä testamatta. Siksi versio on 2.0 eikä 2.x, $x > 0$.

Välittömän kriisinhoidon toimintamekanismit ja eri instituutioiden työnjako ovat yksi

⁵ *Yksityiskohdista ks. esim. Honkapohja (2014).*

⁶ *En käy tätä keskustelua pitemmälle. Näkemysni löytyy mm. artikkelista Honkapohja (2014).*

kriisin edessä muotoutunut osa-alue EMU:n toimintatapojen muutoksia. Etusijalla kriisinhoidossa ovat luonnollisesti kriisimaiden omat sopeutustoimet tasapainottomuusilmiöiden korjaamiseksi. Nämä toimet vievät aikaa ja vaativat usein ulkopuolisten julkisten instituutioiden siltarahoitusta, koska markkinoiden tarjoama rahoitus on saattanut tyrehtyä. Siltarahoitus antaa mahdollisuuksia suunnitelmalliseen sopeutumiseen, jota ilman kriisi voisi muuttua kaoottiseksi. Koska ennen finanssikriisin puhkeamista on syntynyt ylikuumenemista, ylivelkaantumista ja hintakuplia, kriisivaiheessa on väistämättä edessä sopeutuminen alaspäin. Siltarahoitus ei voi poistaa tätä sopeutumistarvetta.

Euroalueen kriisin myötä on opittu, että EU:lla on oltava välineet tarjota rahoitustukea. Euroopan vakausmekanismi EVM on nyt olemassa pysyvänä kriisirahoituksen tarjoajana. EVM:n lisäksi myös Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n mukanaolo on osoittautunut hyödylliseksi. IMF:llä on pitkä kokemus ja menettelytavat finanssikriisien hoitoon. Euroopan keskuspankin tehtävä on puolestaan pitää huolta rahoitusjärjestelmän likviditeettitarpeista ja rahapolitiikan välittymisestä jäsenmailhin.

Uudistettu Talous- ja rahaliitto nojaa yhtäältä parempaan markkinakuriin ja toisaalta parempiin sääntöihin, jotka kohdistuvat sekä jäsenvaltioihin että rahoitusjärjestelmään. Taulukossa 1 oleva kaavio havainnollistaa tätä kokonaisuutta.

Aluksi on syytä kommentoida markkinoiden roolia uudistuneessa talous- ja rahaliitossa. Markkinoiden toimintatapa on toivottavasti muuttunut kriisin seurauksena. Ennen kriisiä rahoitusmarkkinoiden asettama kuri jäsenmaiden julkisille talouksille oli vakavasti puutteellinen. Korkoerot ennen kriisivuotia eivät lain-

Taulukko 1. Uudistettu talous- ja rahoitus

Jäsenvaltiot	Rahoitusjärjestelmä
Paremmat säännöt – <i>six-pack</i> , <i>two-pack</i> , ... –koko kansantalouden tasapaino tärkeää	Paremmat säännöt –pankkiunioni –yhdenmukainen soveltaminen ja tulkinta
Markkinakuri –maat eivät ole identtisiä –riskit näkyvät hinnassa	Markkinakuri –pankit eivät ole identtisiä –riski näkyy hinnassa

kaan heijastaneet eri maiden julkisen talouden tilaa. Esimerkiksi pahasti velkaantunut ja tasapainottomasti kasvanut Kreikka sai rahoitusta vain hieman korkeammalla korolla kuin Saksa tai Suomi. Markkinoiden kehitys ennen kriisivuosia olikin kupla, vähän samaan tapaan kuin subprime-kriisin johtanut kehitys oli Yhdysvalloissa. Kriisin aikana tapahtunut raju julkisen velan korkojen nousu oli puolestaan osa yleistä riskien uudelleen hinnoittelua, joka tapahtui markkinoiden havahtuessa rahoituskriisiin.

Uudistuva EMU tarvitsee parempaa markkinakuria, ja markkinoiden toimijat toivottavasti seuraavat eri maiden julkisia talouksia aiempaa tarkemmin. EMU:n uusi talouspoliittinen kehikko pyrkii tarjoamaan tähän aikaisempaa parempaa informaatiota.

Talouspolitiikan sääntöjä ja yhteensovittamista on uudistettu. Tavoitteena on ohjata jäsenvaltioiden talouspolitiikkaa ja talouskehitystä aikaisempaa monipuolisemmin. Vakaus- ja kasvusopimusta on uudistettu monilla tavoilla, ja uusia talouspoliittisia paketteja ja sopimuksia on kehitetty. Taulukko 2 kuvaa talouspolitiikan uuden säännösten, jossa on kolme keskeistä osaa: kaikkia jäsenmaita koskeva kuuden kohdan paketti (*six-pack*), euromaita koskeva

kahden kohdan paketti (*two-pack*) ja ns. talousunionia vahvistava sopimus (*fiscal compact*).⁷

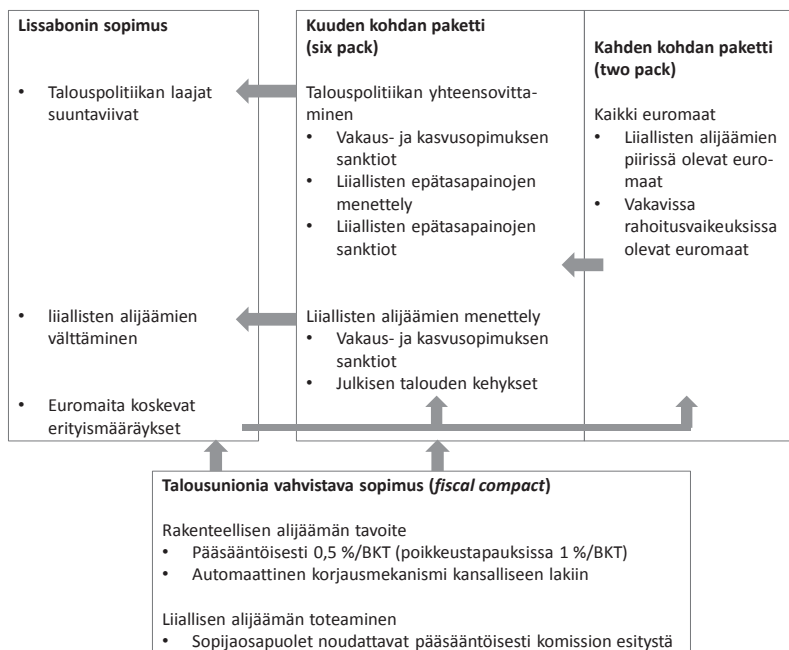
En mene tässä yksityiskohtiin. Haluan kuitenkin huomauttaa, että uudessa kehikossa koko kansantalous ja erityisesti sen vaihtotaseen tila otetaan kriittiseen tarkasteluun. Tämä tehdään nk. makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn avulla. On myös hyvä todeta, että voimassa olevia sääntöjä on tiukennettu käänteisen äänestysmenettelyn avulla.

Parhailtaan rakenteilla oleva pankkiunioni on toinen suurten uudistusten kokonaisuus. Pankkiunioni on tarpeellinen, koska EU:n rahoitusmarkkinat ovat pitkälle integroituneet ja isoimmat pankit toimivat monissa jäsenmaissa. Kriisin myötä havaittiin, että on tarpeen pyrkiä heikentämään maiden julkisten talouksien ja pankkien tiukkoja kytkentöjä. Monet kriisimaiden pankit omistavat merkittävästi valtion obligaatioita ja toisaalta valtion vastuulla on vaikeuksiin ajautuvan pankin saneeraus tai alarajo, mikä saattaa vaatia merkittäviä varoja.

Pankkiunionin pääpiirteet on kuvattu taulukossa 3. Siinä on kolme pääosaa, yhteinen rahoitusvalvonta, yhteinen kriisinhallintamekanismi ja talletusvakuutusjärjestelmä. Yhteinen sääntökirja on hyvin tärkeä osa pankkiunionia,

⁷ Yleisesityksenä ks. esim. Kurri (2012).

Taulukko 2. Talouspolitiikan sääntöjä on tiivistetty



sillä sen avulla saadaan EU-maihin aiempaa yhtenäisemmät sääntelyvaatimukset. On korostettava, että pankkiunioni ei sisällä kuviossa erillisellä laatikolla kuvattua pankkitukea, jonka avulla on pelastettu pankkeja systeemissä pankkikriiseissä. Pankkiunionin tarkoituksena on minimoida todennäköisyys sille, että pankkitukeen joudutaan turvautumaan.

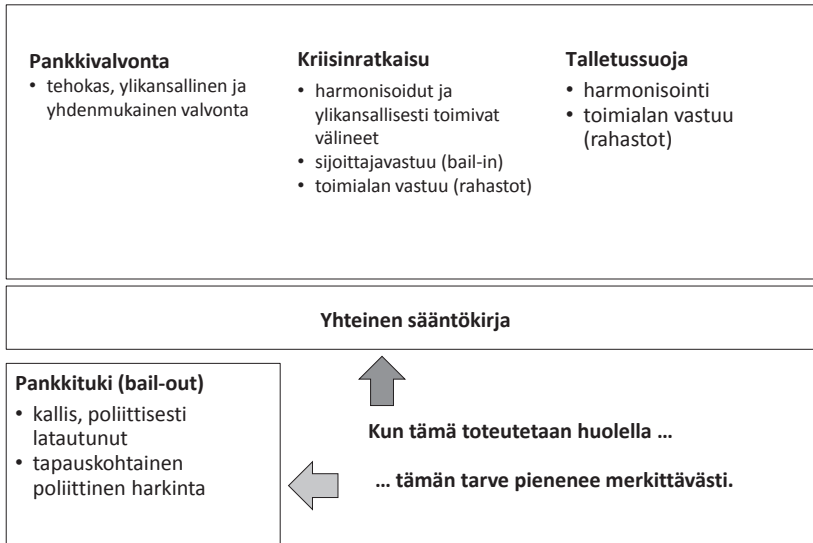
Yhteinen valvontamekanismi (SSM) on jo ylösajovaiheessa ja sen on määrä aloittaa toimintansa tämän vuoden marraskuussa. Ennen yhteisen valvonnan käynnistymistä suoritetaan ns. kattava arvio, jossa EKP:n suorassa valvontaan siirtyvien suurten pankkien taseet arvioidaan kattavasti ja yhtenäisiä kriteerejä käyttäen. Arvion avulla varmistetaan, että EKP aloittaa tehtävänsä valvontaviranomaisena ”puhtaalta pöydältä”. Tämä arviointi kohdistetaan

vajaaseen 130 pankkiryhmään. Taseella mitaten ryhmät kattavat noin 85 % euroalueen pankkisektorista. Arvioinnissa on kolme osaa: riskiarviointi, saamisten laadun arviointi ja stressitestit.

Maaliskuussa päästiin yksimielisyyteen myös yhteisestä kriisinratkaisumekanismista (SRM), jota käytetään elvytettäessä tai ajettaessa hallitusti alas ongelmiin joutunut pankki.⁸ Kriisinratkaisun keskeinen periaate on sijoittajavastuu (*bail-in*), jolloin kriisipankin alasajon rahoitusvastuu kohdistetaan ensisijaisesti omistajille ja sijoittajille. Sijoittajavastuu tulee voimaan viimeistään vuodesta 2016 alkaen. Myös yhteisestä kriisinratkaisurahastosta on päästy

⁸ Ongelmapankki saatetaan myös järjestellä uudelleen, mikäli sen nähdään olevan elinkelpoinen.

Taulukko 3. Pankkiunionin rakennusosat



sopuun. Rahasto on esitetty rakennettavaksi asteittain seuraavan kahdeksan vuoden aikana.

Pankkiunionin kolmas osa, talletussuojan kehittäminen, on tällä hetkellä direktiiviasestella. Direktiivin mukaan eri maiden talletussuojat tullaan harmonisoimaan, mutta järjestelmät jäävät kansallisiksi.

3. Talous- ja rahaliiton näkymät

Euroalueen taloudellinen tilanne näyttää tällä hetkellä paremmalta kuin vuosi sitten. Vaihdotaseen ja julkisen talouden alijäämät ovat poistumassa tai ainakin ne ovat pienentyneet merkittävästi. Ennusteiden mukaan julkinen velkaantuminen on vakautumassa monissa GIIPS-maissa ja se alkaa asteittain kääntyä laskevalle uralle. GIIPS-maiden talouskasvu on käynnistynyt tai se on käynnistymässä. Tehdyt ratkaisut kriisimaissa ja EU-tasolla sekä EKP:n rahapoliittinen OMT-ohjelma ovat kaikki myötävaikuttaneet tähän tilanteeseen.

Kriisin seuraukset GIIPS-maissa ovat tunnetusti hyvin vakavat. Laajalle levinneen työttömyyden alentaminen on hidas prosessi, ja korkeiden velkaantumisasteiden merkittävä alentaminen vie ainakin kymmenen vuotta riippuen tulevasta talouskehityksestä ja velkatoimille asetettavista tavoitteista. Nämä korjausprosessit ovat alttiita erilaisille riskeille. Mikäli nämä riskit toteutuvat laajalti monissa maissa, euroalueen tilanne voi vaikeutua uudelleen.

Näkymien yhteenvedon on siis todettava, että tilanne on edelleen hauras ja riskialtis. Olemme vasta elpymisen alussa. Jo kuudetta vuotta jatkuva talouskriisi ei ole ohitse.

Talous- ja rahaliitto on muutosten kourissa. Talouspolitiikan yhteensovittamista on tiivistetty, ja pankkiunionin rakentaminen on jo pitkällä. On rakennettu uudet toimintamallit, instituutit ja säännöt. Näiden päätösten ja toimenpiteiden myötä talous- ja rahaliitto on uudistumassa. On kuitenkin korostettava, että EMU:n perusolemus on ennallaan. Uudistuva talous- ja

rahaliitto on edelleen itsenäisten valtioiden liitto eikä mikään liittovaltio.

Näiden muutosten avulla korjataan kriisin kautta havaittuja isoja heikkouksia. Uudet toimintamallit ja instituutiot tulevat epäilemättä vahvistamaan euroalueen taloutta ja talouspoliittista ohjausjärjestelmää. Uudistusten toimivuus nähdään kuitenkin vasta tulevaisuudessa, kun eurojärjestelmä kohtaa uusia häiriöitä ja haasteita. Uudistuva talous- ja rahaliitto on siten vasta EMU:n versio 2.0. □

Kirjallisuus

- Eichengreen B. (2007), *The European Economy Since 1945*, Princeton University Press, Princeton.
- Gros D. ja Thygesen, N. (1992), *European Monetary Integration*, St. Martins Press.
- Honkapohja, S. (2014), "The Euro Area Crisis: a View from the North", *Journal of Macroeconomics* (tulossa) (Bank of Finland Research Discussion Papers 12/2013).
- James H. (2012), *Making the European Monetary Union*, Harvard University Press, Cambridge MA..
- Kurri S. (2012), "Euroalueen talouspoliittinen koordinaatio: mitä on tehty ja miksi?", *Euro & Talous* 1/2012: 39–51