

Vielä kerran eurosta

Pentti Pikkarainen

John H. Cochrane, Luis Garicano ja Klaus Masuch: *Crisis cycle: challenges, evolution, and the future of the Euro*. Princeton University Press, Princeton ja Oxford 2025, 309 sivua.

Euroalueen kehityksestä ja erilaisista tulevaisuuden suunnitelmista on kirjoitettu monia kirjoja ja artikkeleita sekä pidetty paljon puheita.¹ Tähän ahtaaseen markkinarakoon yrittää kiilata John H. Cochranen, Luis Garicanon ja Klaus Masuchin tuore kirja ”*Crisis cycle: challenges, evolution, and the future of the Euro*”.

Kirjoittajajoukolla on monipuolista osaamista. John H. Cochrane (Hoover-instituutti, Stanfordin yliopisto) on tunnettu raha- ja finanssipolitiikan sekä rahoitusmarkkinoiden tutkija. Hän toimi aikaisemmin professorina Chicagon yliopistossa. Luis Garicano toimii professorina London School of Economics’issa (LSE), ja hän oli Euroopan parlamentin jäsen 2019–22. Klaus Masuch on juuri jäänyt eläkkeelle Euroopan keskuspankista (EKP), missä hän toimi useissa tehtävissä rahapolitiikka- ja makropuolella. Hänellä oli keskeinen rooli koordinaattorina EKP:ssä euroalueen kriisissä erityisesti Kreikan ja Irlannin tapauksissa.²

¹ Hyviä kirjoja aiheesta ovat muun muassa Stiglitz (2016), Brunnermeier, James ja Landau (2016) sekä Mody (2018).

² Kirjassa esitetyt näkemykset edustavat kirjoittajien omia mielipiteitä.

Kirja jakaantuu käytännössä neljään osaan. Kirjan ensimmäinen luku on johdanto ja yhteenveto kirjan sisällöstä. Kirjan toisessa luvussa esitellään relevantteja taloustieteellisiä teorioita. Luvuissa 3–10 käydään läpi euroalueen kehityksen keskeiset vaiheet. Luvussa 11 kirjoittajat esittelevät näkemyksensä tarvittaviksi reformeiksi.

Kirjan keskeinen juoni voidaan tiivistää näkemykseen siitä, kuinka finanssipolitiikan sääntöjä on ajan myötä rikottu ja löysennetty, julkisen sektorin velat ovat kasvaneet ja näiden myötä EKP on ajautunut yhä ahtaammalle. Kirjoittajat pitävät euroa arvokkaana, ja poliitikkojen pitäisi ryhtyä välittömästi tekemään uudistuksia euroalueen pelastamiseksi ja turvaamaan sen nykyistä parempi toiminta. Kirja keskittyy julkisen talouden ja rahapolitiikan välisiin yhteyksiin. Talouden kasvuun liittyvien tekijöiden pohdinta jää taka-alalle.

Kirjan toisessa luvussa kuvataan periaate-
tasolla EKP:n operaatioita velkamarkkinoilla ja tavat ohjata pankkijärjestelmän likviditeettiä. Luvussa kerrataan aikajohdonmukaisuuden teoria, puhutaan kriisien syntymisestä rahoitusmarkkinoilla ja keskuspankkien hätära-

hoituksesta. Lisäksi nostetaan esille, kuinka verotuksessa on järkevää allokoida verot tasaisesti yli ajan huolimatta talouksien kovastakin kasvun vaihtelusta. Suurten ja harvinaisten kriisien seurauksena voi olla perusteltua järjestellä julkista velkaa uudelleen tai jopa inflatoida sitä. Talouspolitiikassa tulee olla johdonmukainen, mutta tarvittaessa on oltava joustava ja luova. Näitä asioita käsitellään kirjassa myöhemmin yksityiskohtaisemmin.

Varsinainen tapahtumien kuvaus lähtee liikkeelle 3. luvusta alkaen Maastrichtin sopimuksesta ja sen filosofiasta pyrkii pitämään finanssipolitiikka ja rahapolitiikka erillisinä ja pyrki myksenä taata keskuspankin itsenäisyys ja liikumavara. Tässä lähdettiin heti huonolle polulle, kun euroalueeseen hyväksyttiin maita, jotka eivät täyttäneet julkisen velan lähentymiskriteeriä. Seuraava iso rikkomus tapahtui kirjoittajien mielestä 2003, kun Saksa ja Ranska eivät täyttäneet julkisen talouden alijäämäkriteeriä eikä niitä siitä sanktioitu. Tätä polkua on jatkettu, ja viime vuosina tilannetta ovat vaikeuttaneet koronahäiriö ja Venäjän hyökkäys Ukrainaan. Kun julkisen sektorin velat ovat kasvaneet suuriksi ja sen myötä EKP on tehnyt arvopaperiostoja, monessa maassa poliitikot ovat laiminlyöneet pyrki myksen pitää julkiset taloudet kestäväällä uralla.

Kirjoittajat suhtautuvat EKP:n toimintaan hyvin ymmärtäväisesti. Lähes ainoa kritiikki liittyy siihen, että EKP lähti nostamaan korkoja jälkikäteen arvioiden liian myöhään koronahäiriön aiheuttaman inflaation kiihtymisen seurauksena. Toki juuri tässä tilanteessa EKP ja muut talouspolitiikan päättäjät toimivat sankan sumun keskellä navigoiden vaikeiden ilmiöiden meressä. Myös markkinoiden inflaatio-odotukset olivat tällöin maltilliset.

Kirjoittajat arvioivat euroalueen nykyisen tilanteen kestävämmäksi. Heidän mielestään

poliitikkojen pitäisi ryhtyä pikaisesti uudistamaan euroaluetta. Kirjoittajat eivät ota selvää kantaa fiskaalisen unionin suhteen, vaan he jättävät tämän politiikkojen pohdittavaksi mahdolliseksi optioksi. He eivät myöskään toivo tilanteen ratkaisemista korkean inflaation kautta.

Kirjoittajat suosittelevat, että muodostetaan fiskaalinen instituutio, joka voisi antaa jäsenmaille maksutaseapua Kansainvälisen valuutarahaston (IMF) tapaan. Tämä instituutio voisi myös saneerata maiden liian suuria velkoja. Käytännössä instituutio voisi olla valtuuksiltaan laajennettu versio Euroopan vakausmekanismista.

Esitykseen liittyy monia ongelmia. Jos instituutio toimisi EU-instituutioiden ulkopuolella, se toimisi vailla demokratiaan kuuluvaa poliittista valvontaa. Kuten IMF:n sen tulisi asettaa ehtoja taloudelliselle avulleen. Euroopan velkakriisissä nähtiin, kuinka vaikeaa se on poliittisesti. Siihen ei välttämättä suostuttaisi, jos käytännössä taustalla olisivat vaihtoehtona EKP:n arvopaperiostot ilman yhtä tiukkaa ehdollisuutta.

Kirjoittajien mielestä pankit ovat edelleen liian voimakkaasti riippuvaisia oman valtion liikkeeseen laskemasta velasta. Tätä riskiä pitäisi purkaa euroalueen riskittömän velkainstrumentin avulla, ja rahoitusmarkkinoiden sääntelyssä pitäisi tunnustaa valtion velkaan liittyvä luottoriski.

Tämä esitys johtaisi hyvin suurella todennäköisyydellä valtioiden velkapapereiden korkojen kasvuun. Esityksen toteuttamisaikataulun tulisi olla tarpeeksi pitkä sopeutumisen helpottamiseksi, ja onnistuminen edellyttäisi velkatasojen merkittävää laskua äkillisten markkinakriisien välttämiseksi. Tämä on kova urakka esimerkiksi Italian tapauksessa.

Kirjoittajat haluavat rajoittaa eurojärjestelmän kansallisten keskuspankkien mahdollisuuk-

sia luoda eurolikviditeettiä muun muassa siirtämällä vastuu hätärahoitusoperaatioista EKP:lle. Rahapolitiikan toteutuksessa EKP:n tulisi palata alkuperäiseen käytäntöön, missä se keskittyy lyhyiden korkojen ohjaukseen. Pankkiunionia pitäisi täydentää yhteisellä talletussuojalla.

Hätärahoitusoperaatioiden siirtäminen EKP:n vastuulle tuskin onnistuu ilman yhteistä talletussuojaa. Jos EKP turvautuu pelkästään lyhyiden korkojen ohjaukseen, jää avoimeksi, kuinka torjutaan deflaatiokierrettä, jos ajaututaan nollakorkorajalle. Ajatusta, että EKP luopuisi kokonaan epätavanomaisista välineistään, kuten arvopaperiostoista, ei voida pitää perusteltuna.

Kaiken kaikkiaan kirja on varsin hyvin kirjoitettu, vaikkakin se on monissa kohdin hyvin yksityiskohtainen ja vaikea ymmärtää sellaiselle, jolla ei ole näistä asioista ennestään hyviä tietoja. Joissakin kohdin asiat olisi voinut esittää yksinkertaisemmin ja selkeämmin. Euroalueen kriisin kuvaus Kreikan kohdalla on hyvin pitkä ja yksityiskohtainen.³ Kuten kirjoittajat itse toteavat, kirjan talouspoliittiset suositukset eivät ole mitenkään uusia. Kaipaisin kuitenkin enemmän analyysia ehdotusten mahdollisista ongelmista ja miksi ehdotukset eivät ole edenneet. Jos haluaa lukea kirjan, missä käsitellään euroalueen kehitystä erityisesti keskuspankin näkökulmasta, tämä kirja tarjoaa sellaisen näkökulman.

Tässä kirjassa ja muissa kirjoituksissa esitettyjen talouspoliittisten suositusten mahdollisuutta edetä poliittisessa todellisuudessa voi itse kukin arvioida. Erityisesti isojen valtioiden

velkasaneeraukset taitavat olla käytännössä mahdottomia poliittisesti ja rahoitusmarkkina-vaikutusten vuoksi. Pieniä maita toki voidaan kohdella eri tapaa kuin esimerkiksi G7-ryhmän jäseniä (Saksa, Ranska, Italia). Siirtyminen fiskaaliseen unioniin ei ole poliittisesti helppoa, kun jopa keskustelu EU:n ja euroalueen julkis-hyödykkeistä on vaikeaa ja olematonta. EKP:n neuvosto toimii ahtaassa raossa, ja siitä ulospääsy on vaikeaa sinnittelyä. Usein vaikeiden taloudellisten asetelmien ratkaisu on yhdistelmä erilaisista elementeistä, ei tyylipuhdas paketti.

Talouspolitiikan päätöksentekijät, ja myös kansalaiset, joutuvat pohtimaan, mitä euroalueella tulee tapahtumaan ja kuinka vaikea ja herkkä tilanne onnistutaan korjaamaan. Miten toimitaan seuraavassa isossa häiriössä? Tämän hahmottamiseksi ja ymmärtämiseksi tällaiset kirjat ovat tervetulleita ja tarjoavat aineksia aivovoimisteluun. Tämä kirja tarjoaa yhden näkökulman. Jotkut toiset kirjat, kuten Brunnermeier, James ja Landau sekä Mody, tarjoavat hieman toisenlaisia tulkintoja, näkökulmia ja suosituksia. □

Kirjallisuus

- Brunnermeier, M.K., James, H. ja Landau, H. (2016), *The euro and the battle of ideas*, Princeton University Press, Princeton ja Oxford.
- European Stability Mechanism (2019), *Safeguarding the euro in times of crisis: the inside story of the ESM*, Publications Office of the European Union, Luxembourg.
- Mody, A. (2018), *EuroTragedy: a drama in nine acts*, Oxford University Press, Oxford.
- Rehn, O. (2019), *Kuilun partaalta: Näin euro pelastettiin*, Docendo, Jyväskylä.
- Stiglitz, J.E. (2016), *The euro and its threat to the future of Europe*, Allen Lane, Great Britain.

³ Rehn (2019) kuvaa euroalueen kriisiä vastaavan komissaarin näkökulmasta. Erittäin hyvä ja mielenkiintoinen kuvaus euroalueen kriisistä ja Euroopan vakausmekanismin perustamisesta ja toiminnasta on European Stability Mechanism (2019).