

SUOMEN EUROVAIHTOEHDOT: JÄSENYYS EUROLIITTOVALTIOSSA TAI FIXIT

EuroThinkTank

Helsinki 08.10.2015

Tämän raportin tuottamiseen ovat osallistuneet EuroThinkTankin tutkijaryhmästä Jukka Ala-Peijari, Elina Berghäll, Vesa Kanninen, Heikki Koskenkylä, Tuomas Malinen, Ilkka Mellin, Sami Miettinen, Peter Nyberg ja Stefan Törnqvist. Toimitustyöstä on vastannut Vesa Kanninen.

Sisällys

1	Johdanto	3
2	Eurojäsenyys – väärä valinta	4
2.1	”Epäonnistunut eurohanke tarvitsee ihmeen”	4
2.2	Suomen talouden taivaalla ei valoa näkyvissä	6
2.3	Puheenvuoroja euron puolesta	8
2.4	Lyhyt arvio keskustelusta	11
2.5	Tämän raportin tehtävä	12
3	Kohden euroliittovaltiota?	13
3.1	Teoriaa: maan optimaalinen koko	13
3.2	Optimaalisen valuutta-alueen teoria	15
3.3	USA ja Sveitsi esikuviksi Euroopan liittovaltiolle?	17
3.4	Tulonsiirtounionin tragedia: pysyvät tuottavuuserot	17
3.5	Kohden euroliittovaltiota: tavoitteena fiskaalinen unioni, pankkiunioni, pääomamarkkinaunioni ja talousunioni	20
3.6	Suomi osaksi euroliittovaltiota?	21
4	Milloin oman valuutan käyttöönotto on perusteltua	23
4.1	Lyhyen aikavälin kustannukset ja pitkän aikavälin hyödyt: hyöty-kustannusanalyysi	23
4.2	Case study: Argentiina vuonna 2002	30
5	Miten erota eurosta?	30
6	Rahapolitiikka uuden valuutan käyttöönoton jälkeen	37
6.1	Valuutan tulee olla kelluva	37
6.2	Oman valuutan makrotaloudelliset vaikutukset	38
6.3	Joustavien valuuttakurssien maailmassa ei devalvoida – tarvittaessa markkinat hoitavat valuutan devalvoitumisen	39
7	Rinnakkaisvaluuttajärjestelmä – kaksi laillista maksuvälinettä	42
8	Miten oman valuutan käyttöönotto onnistunut: kokemuksia maailmalta	43
9	Lopuksi	45
10	Kirjallisuutta:	46

1 Johdanto

Euroalue on vedenjakajalla. Kreikan kolmas tukipaketti edustaa yhteisvastuun vahvistumista euroalueen jäsenmaiden kesken. Tämä oli vieras ajatus euroa luotaessa. Tukipaketin kyky auttaa maata, jonka tuottavuus on pysyvästi alempi kuin tuottavuus rahaliiton muissa jäsenmaissa keskimäärin, on kyseenalainen. Rahaliittoon liittyvät hyvinvointitappiot rahaliiton kansalaisille nostavat paineita siirtymiselle kohden vahvaa euroalueen liittovaltiota. Johtavien europoliitikojen taholla on euroliittovaltioon liittyviä kaavailuja lähdetty ponnekkaasti viemään eteenpäin. Jokainen jäsenmaa joutuu pian ottamaan kantaa siihen, onko se mukana liittovaltiokehityksessä.

Jos liittovaltiohanke etenee, mutta jokin maa katsoo, että se ei voi olla liittovaltiokehityksessä mukana, se joutuu - vaikka vastentahtoisestikin - miettimään paluuta omaan kansalliseen valuuttaan. Jos ja kun Suomen poliittinen johto joutuu jossain vaiheessa näiden valintojen eteen, sillä tulee olla käytettävissään arvioita siitä, mitä liittovaltiokehitys Suomelta edellyttäisi ja mitä sen vaihtoehto – paluu omaan rahaan – Suomelle merkitsisi. Jos euroliittovaltioon ei haluta mennä mukaan, ilmeistä on, että paluu markkaan kuitenkin on vaativampi askel kuin liittyminen aikanaan euroon.

Euron luominen oli poliittinen hanke, johon kuitenkin liittyi taloudellisen menestyksen odotuksia. Niissä on petetty. Mielipiteitä eurokysymyksistä on runsaasti. Vähemmän on tarjolla alan tutkimustyöhön perustuvia analyyttisiä arvioita. EuroThinkTank on ottanut tehtäväkseen arvioida analyyttisesti tässä raportissa seuraavia kysymyksiä:

- (i) Olisiko eurosta irtaantuminen perusteltua ja missä oloissa?
- (ii) Mitkä valmistelut olisivat tarpeellisia, jotta maan taloudelle aiheutuvat kustannukset ylimenokaudella minimoituisivat?
- (iii) Minkä periaatteiden varaan rahapolitiikka tulisi rakentaa, jos maa ottaisi uudelleen käyttöönsä oman valuutan? Miten taloutta tulisi hoitaa, jotta se menestyisi omalla rahalla?

EuroThinkTank toivoo, että tämä raportti palvelee suomalaista eurokeskustelua.

2 Eurojäsenyys – väärä valinta¹

2.1 ”Epäonnistunut eurohanke tarvitsee ihmeen”²

Tänä päivänä lienee vaikeata löytää poliitikkoa, yritysjohtajaa tai valistunutta kansalaista, joka pitäisi euroalueen luomista menestystarinana.³ Euroalueen raju kriisiytyminen ei taloustieteen oppien valossa ole sittenkään yllättävä. Yllättävä se on euroon liittyneiden ylioptimististen odotusten valossa.⁴

Voimme tehdä seuraavat kohtuullisen dramaattiset huomiot:

¹ "En saanut tarpeeksi ponnekkaasti sanottua, että taloudellisessa mielessä omasta rahasta luopuminen on suuri riski, vaikka rahaliiton jäsenyys muista syistä voikin olla perusteltua", Vesa Vihriälä, *Helsingin Sanomat* 22.9.2015.

² Näin kirjoittaa Raimo Sailas, *Helsingin Sanomat* 1.9.2015. Kysymykseen ”Entä jos euroa ei saada rukkua kasvumyönteisempään suuntaan?” Tämä kysymys esitettiin Joseph Stiglitzille, joka vastasi (*Helsingin sanomat* 20.9.2015): ”Silloin teidän kannattaisi harkita eurosta lähtöä. Tiedän, että se kuulostaa radikaalilta, mutta tällä hetkellä kaltaisenne pienet taloudet maksavat siitä liian korkean hinnan”.

³ Paljon matkustavat kansalaiset viittaavat usein siihen, että yhden valuutan euroalueella säästyä aikaa ja vaivaa, kun ei tarvitse vaihtaa valuuttoja. Kun myöhempana arvioimme eurojärjestelmän aiheuttamia hyvinvointitappiota, osoittautuu, että matkavaluuttaan liittyvät hyödyt ovat hyvinvointitappioiden rinnalla mitättömiä. Sitä paitsi pankki- ja luottokortit on keksitty.

⁴ Euron ”isäksi” nimetty Robert Mundell oli optimaalisen valuutta-analyysin teorian vuonna 1961 luodessaan varoittanut epäsymmetristen sokkien riskistä yhteisvaluutta-alueilla. Hän kuitenkin käänsi kelkkansa vuonna 1973 julkaistuissa kahdessa artikkelissaan. Niissä hän näki yhteisvaluutta-alueen luomisen tehostavan taloudellisten riskien hallintaa ja johtavan suotuisaan talouskehitykseen korkotasojen alenemisen ja konvergoitumisen kautta. Muista amerikkalaisista ekonomisteista Milton Friedman oli jo vuonna 1953 puhunut joustavien valuuttakurssien puolesta. Euroa suunniteltaessa Martin Feldstein varoitti rahaliiton riskeistä vuonna 1992 todeten, että euro saattaisi lisätä työttömyyttä ja suhdannesykylien negatiivisia vaikutuksia euroalueen valtioissa. Nämä varoitukset ovat käytännössä käyneet toteen. Euroopan komission omat ekonomistit puolestaan varoittivat, että euroalueella valuuttakurssin riski ei poistuisi, vaan se tulisi muuntumaan valtioiden maksukyvyttömyysriskiksi (Evans-Pitchard (2010)).

- (i) Poliittisella tasolla luottamus jäsenmaiden europoliitikkojen kesken on toistuvasti rakoillut. Kreikan kolmas tukipaketti syntyi julkisesti riidellen.⁵ Saksassa valtiovarainministeri Wolfgang Schäuble kannatti julkisesti Kreikan tilapäistä eroa eurosta, mitä liittokansleri Angela Merkel vastusti. Saksan ja Viron parlamenttien äänestystulos tukipaketista ei ollut etukäteen selvä. Kreikalle myönnettävän 86 mrd euron tukipaketin puolesta äänesti Saksassa 454 parlamentin edustajaa, 113 vastusti lisätukea. Vastustaneiden joukossa oli 60 kansleri Angela Merkelin puolueen edustajaa. Virossa äänestys oli tätäkin tasaisempi ja tuen puolesta äänesti vain 50 kansanedustajaa, kun vastaan äänesti 43.⁶
- (ii) Saksa hyötyy edelleen eurosta ja euro devalvoituisi, jos Saksa irrottautuisi siitä. Samalla Saksan markka vahvistuisi, jos sen omana valuuttana olisi markka.
- (iii) Päättäjien henkilökohtainen kunnia ja paikka historiassa saattavat olleen ratkaisevia tekijöitä tarrautumisessa väärään ratkaisuun, jota mm. Kreikan kolmas tukipaketti EuroThinkTankin mukaan edustaa.⁷
- (iv) Finanssimarkkinoiden normaali toiminta on estynyt: Euroopan keskuspankin ostohjelmasta johtuen markkinahinnat eivät tarjoa riskien hinnoittelua tavalla, joka finanssimarkkinoille kuuluisi. Myös säädöspoliteinen pankkien mahdollisuus kirjata valtionvelkakirjat riskittömiksi saataviksi vaikuttaa samaan suuntaan.
- (v) Euroopan keskuspankki on rahapolitiikassaan joutunut operoimaan välinein, joita sille ei ollut tarkoitettu. Hintavakaus ei ole ollut uhattuna globalisoituneessa maailmassa 20 vuoteen ja EKP onkin joutunut reagoimaan deflaatiopaineisiin. Rahapolitiikka on jouduttu virittämään äärimmäisen keveäksi estämään euron vahvistumista ja vahvistamaan europankkien likviditeettiä, vaikka rahoitettavia investointikohteita Euroopassa on niukalti näköpiirissä. Esim. it-alan yhtiöiden joukossa amerikkalaiset dominoivat, vaikka Lissabonin vuoden 2000 julistuksen mukaan EU:sta

⁵ Saksan liittokansleri Angela Merkelin sanoin: ”Luottamus, tärkein valuutta on tuhoutunut”. Tämä lainaus on napattu TV-uutisista.

⁶ Poliittisissa vaaleissa äänestäjien asenteet ovat kansallisesti polarisoituneet. Useissa maissa euro-oppositio on noussut merkittäväksi poliittiseksi voimaksi.

⁷ On perusteltua ajatella, että kolmas tukipaketti ei pelasta Kreikan taloutta, ks. tarkemmin EuroThinkTank blogi 17.7.2015, ”Kerro minulle Zorbas: pelastaako Kreikan kolmas tukipaketti Kreikan talouden?”. *Helsingin Sanomat* otsikoi 25.7.2015: ”Tuhannet yrittäjät siirtyneet Kreikasta Bulgariaan” (*Helsingin Sanomat* 25.7.2015). AFP:n mukaan 2000-luvulla noin 120 suurta kreikkalaista yritystä on siirtynyt Bulgariaan (toimialat: vähittäismyynti, konepajateollisuus, rakennusteollisuus). Viiden viime vuoden aikana 11 000 pientä ja keskisuurta yritystä on siirtynyt Kreikasta Bulgariaan. Tukipaketit auttavat Kreikan budjettia, mutta eivät saa Kreikan taloutta lentoon, koska hintasuhteet taloudessa ovat väärät.

oli tarkoitus luoda maailman kilpailukykyisin tietotaitopohjainen talousalue ja kuroa kiinni USA:n etumatka tuottavuudessa.

- (vi) Pankkiunioni ei yksinään pelasta euroa, vaan pahimmillaan luo vain uuden moraalikatoa lietsovan ylikansallisen yhteisvelkakanavan 19 euromaan kesken. Markkinatalous on korvattu byrokraattisella keskusjohtoisella taloudella aikakautena, jolloin sellaisen ajateltiin jo jääneen historiaan.
- (vii) Europolitiikat ovat havahtuneet sen tosiasian edessä, jota kirjamme *Euron tulevaisuus - Suomen vaihtoehdot* (2014) käsitteli: heikko liittovaltio ei ole toimiva, vaan tuottaa lisääntyviä hyvinvointitappioita euromaiden kansalaisille. Siksi poliittisella tasolla on käynnistynyt suunnitelma eurohallituksen luomiseksi Brysseliin, mm. verotusoikeuden siirtämiseksi huomattavassa määrin kansallisilta parlamenteilta Brysseliin ja eurobondien luomiseksi euromaiden velkojen kollektiiviseksi sosiaalisoinmiseksi.
- (viii) Kansallisten valtapyrimysten ulottuvuudet euroliittovaltiota suunnitteleville ovat myös tärkeät. Euro oli Ranskan ehto Saksan yhdistymiselle, mikä on edelleen syytä muistaa: euro on nähtävä ennen kaikkea poliittisena projektina. Tavoite edetä liisäintegraation tiellä on siten myös toisaalta yritys sitoa Saksaa muiden ohjaukseen, toisaalta Saksan yritys sitoa euroalueen kehitystä omiin tavoitteisiin. Euroalueen poliittinen integraation keskeinen piirre on, että Saksalla on tehokas talous, mutta Ranskalla ja etelä-eurooppalaisilla on äänten enemmistö. Jälkimmäisille sopisi siten tulonsiirtounioni, heikko euro ja tiukoiksi sovittujen sääntöjen toistuva kiertäminen. Saksa on toistaiseksi taipunut muiden tahtoon viennin, saatavien ja poliittisen yhteistyön nimissä.
- (ix) Edellä mainituissa kohdissa todetut seikat vaikuttavat mahdollisiin euroalueen kehitysvaihtoehtoihin ja siten alueen taloudellisiin näkymiin. Suomen (päättäjien) unelmat reilusta euroalueesta ovat siksi epärealistisia. Suomelle tarjotaan pääosiltaan ota-tai-jätä-pakettia.

2.2 Suomen talouden taivaalla ei valoa näkyvissä

Suomessa on nykyisellään vain noin tuhat kasvuyritystä. Määrä on pieni ja vuosi 2015 tulee olemaan neljäs perättäinen, jolloin Suomen kansantalous ei kokonaisuutena kasva. Kirjassa *Miten Suomi voidaan pelastaa. Talouspoliittinen manifesti* (2015), jonka osa EuroThinkTankin tutkijoista tuotti, yhdyttiin niihin arvioihin, joiden mukaan Suomen teollisuuden kilpailukyvyyn kuulu keskeisiin kilpailijamaihin nähden on revähtänyt noin 15 prosenttiin, mutta on Saksaan

nähdn tätäkin suurempi.⁸ Vaihtotaseemme suuri ylijäämä (8 prosenttia suhteessa BKT:hen) on nollaantunut, mikä kertoo kilpailukyvn heikkenemisestä. Arvioimme myös, että vuosina 2000-2013 Suomen tehdasteollisuuden kannattavuus putosi 12 prosentista kolmeen prosenttiin. Vuonna 2013 Suomen teollisuuden investointiaste suhteessa jalostusarvoon oli 15 prosenttia, kun luku vuonna 1980 oli ollut 22 prosenttia.

Kaikkea tätä ei voi panna euron syyksi, vaan se on jatkumo sille kehitykselle joka aikanaan johti Suomessa toistuviin devalvaatioihin markka-aikana. Tämä olikin eräs peruste sille, että euroon liittyminen eräillä tahoilla nähtiin riskialttiina poliittisena liikkeenä. Se viestittää siitä, että Suomen taloudessa on edelleen pitkään eläneitä perustavaa laatuisia ongelmia. Lisäksi, eurojärjestelmään kuulumisen seurauksena saavutettujen etujen puolustaminen on jäsenmaissa myös aiempaa helpompaa, koska devalvoimalla ei voi saavutettuja etuja enää mitätöidä.

Kirjassamme *Euron tulevaisuus. Suomen vaihtoehdot* (2014) EuroThinkTank esitti laskelman, jonka mukaan euroalueen kansalaisille euron luomisesta aiheutunut kumulatiivinen hyvinvointitappio olisi ollut karkeasti laskien noin 10 prosenttia euroalueen BKT:sta vuoden 2013 loppuun mennessä. EU:n laajentamisella Bulgariaan ja Romaniaan uskottiin näiden maiden nousuvan samalle taloudelliselle tasolle kuin muut euromaat. Seurauksena on kuitenkin ollut muiden euromaiden putoaminen Saksaan lukuunottamatta.⁹

Miksi Suomen talous on menettänyt kasvukykynsä? EuroThinkTankin mukaan vastaus on tiivistettävissä seuraavasti:

Suomen talouden ongelmat johtuvat pääosin kahdesta tekijästä:

- (i) väärästä valuutasta
- (ii) väärästä kustannustasosta¹⁰

Tämä on viesti, jonka EuroThinkTank pyrkii suomalaisille välittämään. Nämä liittyvät yhteen, mutta etenkin ensimmäisen tekijän vaikutus Suomen talouteen on mitä todennäköisemmin ollut

⁸ Arviot vaihtelevat sen mukaan, mikä on vertailun lähtövuosi, mihin maaryhmään verrataan ja puhutaanko teollisuuden vai koko talouden kilpailukyvyistä.

⁹ Törnqvist (2013).

¹⁰ Tätä näkemystä on syytä täsmentää sikäli, että jos valuutta olisi oikea, kustannustaso olisi vähemmän ongelmallinen. Siten kohdat (i) ja (ii) eivät ole riippumattomia.

huomattava.¹¹ Onkin enemmän kuin todennäköistä, että mikäli Suomella olisi oma valuutta, mitään keskustelua sisäisestä devalvaatiosta tai suurista julkisen sektorin leikkauksista ei tarvittaisi. Oma valuutta ei kuitenkaan poistaisi rakenteellisten uudistuksien tarvetta, koska ne määrittelevät talouden kasvukyvyn pidemmällä aikavälillä.

2.3 Puheenvuoroja euron puolesta

Vuonna 2009 paljastui, että Kreikka oli vuosien ajan vääristellyt taloustilastojaan. Eurokriisi käynnistyi. Euromaat ja IMF tulivat Kreikan avuksi vuosien 2010 ja 2012 tukiohjelmilla. Vuonna 2011 kriisi johti epäluottamukseen koko euroaluetta kohtaan ja loppuvuonna 2011 euron hajoamista pidettiin mahdollisena skenaariona.

Eurokriisi on kirvoittanut monia arvioita – ja aiheesta. Tässä katsastamme – valikoiden - niitä puheenvuoroja, joita euron suhteen ja etenkin euron puolesta on esitetty. Esimerkiksi Sixten Korkman oli vielä vuonna 2011 optimistinen euron suhteen. Hän kirjoitti (*Helsingin Sanomat* 24.3.2011): ”Eurooppa on kuin pieni ja tiiviisti rakennettu kylä. Jos missä tahansa kylän osassa syttyy tulipalo, koko kylä voi palaa poroksi” sekä ”Sitten kun lastentaudit on kärsitty, euro voi hyvinkin toimia entistä paremmin. Kaikki, mikä ei ole kuolemaksi, vahvistaa.” Ahkerimmin lausuntoja vuosina 2011-2013 on kuitenkin esittänyt Suomen Pankissa työskennellyt rahoitusneuvos Kari Nars. Esimerkiksi *Arvopaperi*-lehden haastattelussa 2/2011 hän totesi, että hänen oman kokemuksensa perusteella ”markka oli roskavaluutta” ja että ”nykyisenkaltainen korkotaso ei ollut markka-aikana mahdollinen”.

Taloussanomien haastatteli 4.10.2011 Narsin arvioiden johdosta professori Matti Pohjolaa ja Sampo Pankin Lauri Uotilaa. Pohjola arvioi, että ”Suomen elinkeinorakenteen monipuolistuminen olisi tapahtunut ilman euroakin, vaikka EU:hun ja euroon liittyminen sitä vauhdittivat”. Uotilan mukaan ”monipuolistuminen ei liittynyt euroon, vaan teknologiateollisuus oli ehtinyt päästä jo hyvään vauhtiin ennen euroa.” Devalvaatiohyötyjä ei Pohjolan mukaan suomalaiselle teollisuudelle olisi enää samassa mittakaavassa tarjolla kuin aikaisemmin, sillä ”nyt tehtaat ovat ympäri maailmaa ja liikevaihto ja kustannukset ovat monenlaisessa valuutassa”. Uotilan mukaan ”ulkomaankauppaa käyvät yritykset ovat hyötäneet eurosta, koska niiden valuuttariski on vähentynyt”. Hänen mukaansa kuitenkin *on periodeja, jolloin kansallisesta valuutasta ja kansallisesta rahapolitiikasta olisi hyötyä*”.

¹¹ Analyysi- ja ennustetoimisto GnS economics on laskenut, että Suomen vienti olisi IT-sektorin nousun aikaan 2000-luvulla jäänyt noin 6 prosenttia pienemmäksi, mikäli Suomi olisi pitäytynyt markassa. Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen markan huomattava devalvoituminen olisi sen sijaan nopeuttanut Suomen viennin kasvua siten, että vienti olisi vuoden 2011 lopussa ollut noin 15 prosenttia korkeammalla tasolla, kuin mitä se oli.

Pohjolan mukaan ”matalat korot eivät nyt olisi mahdollisia, jos meillä olisi oma valuutta”. Uutilan mukaan ”matala korkotaso olisi tullut muutenkin, niin kuin se tuli Ruotsiin”. Pohjolan mukaan euroaikana ”hinnat ovat pysyneet vakaamina”. Uutilan mukaan ”euromaihin matkaille on hyötyä siitä, että valuutta ei tarvitse vaihtaa”. ”Ruotsiin Suomea ei voi verrata”, Pohjola sanoi ja jatkoi, ”Mahdotonta sanoa, kuinka paljon Suomi on voittanut ja hävinnyt. Mutta aika vaikea on nähdä, että omalla valuutalla olisi pärjätty näin hyvin”. ”Pikkuisen rennompaa ja helpompaa (Suomelle) olisi” Uutilan mukaan, jos maalla olisi oma markka.

Sittemmin Kari Nars totesi *Suomen Kuvalehdessä* 10.2.2011, että ”paluu markkaan maksaisi Suomelle maltaita. Se vahingoittaisi Suomen kansainvälistä arvostusta ja sananvaltaa. Vaarana olisi myös liukuminen populistiseen talouspolitiikkaan, devalvaatioineen ja inflaatioineen.”¹² *Helsingin Sanomissa* 20.1.2012 Nars viittasi Suomen kelvottomaan talouspolitiikkaan, turvallisuusnäkökohtiin, Suomen luottoluokituksen menetykseen ja siihen, että ”pieni markka olisi valuuttakeinottelijoille helppo uhri”. *Helsingin Sanomissa* 15.7.2012 hän lisäsi argumentteja: ”Lähtö eurosta johtaisi kaaokseen Suomen raha- ja valuuttamarkkinoilla, korot kallistuisivat, valuutasta tulisi valuuttakeinottelijoiden pelinappula, kotimaisten sijoittajien pako turvallisempiin euroihin ja dollariin yltyisi miljardeihin, moni ulkomainen sijoittajakin välttäisi investointeja pienellä markka-alueella.” ”Markka-aikana Suomea piinasi korkea inflaatio ja korot hipoivat taivaita. Suomen Pankki joutui uhraamaan miljardeja valuuttakeinottelun vaimentamiseksi”. ”Euron hylkääminen olisi hyppäys tuntemattomaan. Se olisi uhkarohkea ja kivulias prosessi.” ”Pelkään pahoin, että kärsisimme jättimenetyksiä”.

Helsingin Sanomissa 11.7.2013 Nars myös kirjoitti: ”Suomi on hyötynyt EU:sta ja eurosta” ja palautti mieleen, miten ”markka-aikana Suomen korot pyörivät 10 ja 20 prosentin välillä”.¹³

Eurooppa- ja ulkomaankauppaministeri Alexander Stubb kirjoitti *Helsingin Sanomissa* 26.6.2013: ”Ilman euroa Suomen asema olisi paljon huonompi”. Stubb vetosi siihen, että ”euro on ollut kaikkien aikojen vakain valuutta.” Hän totesi: ”Euroaikana Suomi on ollut itse mukana päättämässä, mitä sen valuutalle tapahtuu. Mikään muu järjestely ei antaisi meille yhtä varmaa asemaa ja jalansijaa.” ”Euro on tuonut hintavakauden, joten inflaatio on pysynyt vähäisenä” ”...korot ovat pysyneet pieninä...ihmiset voivat ottaa helpommin ja halvemmalla lainaa. Myös yritykset hyötyvät, koska ne kykenevät investoimaan ja tarjoamaan työtä.”¹⁴

¹² Tämä kirjoitus oli vastaus Elina Berghällin 14.1.2012 *Helsingin Sanomien* mielipidekirjoitukseen kelluvan valuuttakurssin eduista.

¹³ Ralph Jaari ilmaisi olevansa Narsin kanssa eri mieltä; ”Euron haitat ylittävät hyödyt” (*Helsingin Sanomat* 12.7.2013). Myös Vesa Kanninen vastasi Narsille (*Aamulehti* 2013) todeten, että Nars rinnastaa virheellisesti maan, joka on ankkuroitunut ns. kiinteiden valuuttakurssien maailmaan ja maan, jonka valuutta kelluu.

¹⁴ Heikki Niskakangas kritisoi (*Helsingin Sanomat* 28.6.2013) Stubbin kirjoitusta todeten: ”Ministeri Stubb ei tunne euroalueen tilaa”.

Samoilla linjoilla kuin Stubb oli tuolloinen pääministeri Jyrki Katainen. Hän lausui *Uudelle Suomelle* Poliitiikan toimittajat ry:n lounastilaisuudessa 7.5.2014 mm. että ”Euro on ollut Suomen historian vakain valuutta. Markka ei pääse lähellekään samaa vakautta kuin euro.” Hän korosti sitä, että *valuutan vakaudesta on hyötyä tavallisten ihmisten ja yritysten kannalta. Tavallisten ihmisten elämään euron vakaus vaikuttaa asuntolainojen korkojen kautta. Kun valuutta on vakaa, eivät lainojen korotkaan heittelehti kovin rajusti. Julkisuudessa on väläytelty eurosta eroamisen etuna oman valuutan devalvointimahdollisuutta. Kun oma valuutta on muiden maiden valuuttoja heikompi, vienti piristyy. Jos haettaisiin devalvaatiovaihtoehtoa siinä tapauksessa, että ei uskota omaan kykyyn hoitaa taloutta pitkällä jäniteellä. Se taas on kikkailun hakemista. Toivoisin, että Suomi olisi sellainen maa, jossa voitaisiin omalla päätöksillä tehdä ihan linjakasta talouspolitiikkaa. En näe mitään hyötyä siinä, että palattaisiin omaan valuuttaan*”, hän lisäsi.¹⁵

Sixten Korkmanin mukaan (*Iltalehti* 7.5.2014) ”Ero eurosta loisi helvetin” ja ”eurossa pysyminen on järkevää ja Suomen etujen mukaista, koska eroamisesta aiheutuvat käytännölliset, taloudelliset, juridiset ja poliittiset ongelmat olisivat merkittävät. Eroamisesta aiheutuvat ongelmat loisivat juristeille paratiisin ja meille muille helvetin. Miksi lähtisimme? Ei valuutta vaihdeta niin kuin paitaa tai pukua. Sitä paitsi kriisimailla näyttää nyt pahin olevan takana-päin”.

Juhana Vartiaisen kirjoitus ”Takaisin omaan markkaan” (*Suomen Kuvalehti* 12/2014) on kommentti ruotsalaisen kansantaloustieteen professorin Lars Calmforsin kirjoitukseen *Dagens Nyheter*issä 27.2.2014, jonka mukaan Suomen talous kasvaisi nyt nopeammin, jos Suomi olisi säilyttänyt oman markan.¹⁶ Vartiainen ei yhdy Calmforsin näkemykseen mutta esittää kiintoisan vasta-argumentin. Hänen mukaansa ”Suomen markka ei välttämättä olisikaan niin heikko eikä rahapolitiikka niin keveätä kuin euron kriitikot otaksuvat. Suomen Pankki nimittäin olisi nostanut korkoja nähdessään yksikkötyökustannuksen Suomessa nousevan. Tämä olisi pitänyt markan vahvana! Niin Suomen kuin Ruotsinkin alentuvaan säästämisasteeseen liittyisi valuutan vahvistuminen.”

Roger Wessmanin blogi (2015) ”Aivovoimistelua euron hajottamisesta” käsittelee samaa näkökohtaa kuin Nars ja Korkman. Myös Suomen Pankin tohtori Antti Suvanto (24.8.2015 blogi)

¹⁵ Avoimessa blogikirjoituksessaan pääministeri Jyrki Kataiselle Vesa Kannianen (*Uusi Suomi* blogi 12.5.2014) torjui väitetyt hyödyt eurosta Suomen kansantaloudelle: (i) Matala inflaatio ei johdu eurosta vaan globalisaatioprosessista, joka on johtanut kansainvälisen inflaation alenemiseen jo parin vuosikymmenen ajan, (ii) Matala korkotaso euroalueella ei ole ollut siunaus vaan ongelmien lähde; sen johdosta riskien oikea hinnoittelu markkinoilla ei ole ollut mahdollista; matala korkotaso myös johti asuntomarkkinakriisiin sekä Irlannissa että Espanjassa, (iii) Euroalue ei ole Suomelle tärkein vientialue; sen osuus Suomen viennistä on euroaikana supistunut 30 %:iin.

¹⁶ Lars Calmfors oli aikanaan Ruotsin eurokomitean puheenjohtaja ja suositteli Ruotsin jäämistä euroalueen ulkopuolelle.

keskittyy euroeron lyhyen aikavälin haittoihin: ”Markan perään haikailu on turhaa” listaa eurosta luopumiseen liittyviä lyhyen aikavälin haittoja: (i) Valtion ja pankkien velat ovat euro-määräisiä ja velat kasvaisivat markan heiketessä (toisin kuin Vartiainen, Suvanto olettaa markan heikkenevän), (ii) valuutta-regimen muutoksella olisi suuria kielteisiä vaikutuksia reaali-talouteen (hän ei kerro mitä), (iii) kyselytutkimusten enemmistö kannattaa euroa, ja (iv) Suomen vaikutusvalta Eurooppa-asioissa vähenisi.¹⁷

Suomen Pankin Harri Lahdenperä (28.8.2015 blogi) esittää, että Ruotsin parempi kilpailukyky ei ole syntynyt kruunun heikkoudesta, vaan taustalla on Ruotsin maltillisempi palkkakehitys. Lahdenperä näkee, että Suomen työmarkkinajärjestelmä on yhteen sopimaton eurojärjestelmän kanssa. Hän myöntää Ruotsin saaneen etua kruunun heikkennyttä yli 10 prosenttia talouskriisin alkuaikoina mutta pitää tätä tilapäisenä tapahtumana.

2.4 Lyhyt arvio keskustelusta

Huolet maan euroeroon johtavista häiriövaikutuksista on syytä ottaa tosissaan. Puheenvuoron käyttäjät – Kari Nars, Sixten Korkman, Roger Wessman - ovat pitkään rahoitusjärjestelmässä toimineita tai sitä seuranneita. Toinen todettava seikka on, että politiikojen puheet euron eduista Suomelle ovat liturgiaa, eivätkä vastaa todellista asiointilaa. Kolmanneksi, etenkin Kari Narsin kommentteista huokuu epäluottamus Suomen kykyyn hoitaa rahapolitiikkaa oman rahan oloissa. Niiden traumaattisten kokemusten johdosta, joita Suomen devalvaatiosykliin on liittynyt, tämä huoli on aiheellinen. Suomen Pankki teki virheen 1990-luvun kriisissä puolustaes-saan Suomen rahaa ”viimeiseen markkaan” saakka. Narsin huolta oletettavasti kuitenkin lie-vittää Suomen kokemus kelluvasta markasta vuosilta 1992-1998. Voisi kärjistäen sanoa, että koskaan aikaisemmin markan arvo ei ole ollut niin vakaa kuin sen kelluessa. Kellunta ei toki ollut puhdas, vaan Suomen Pankki tasoitti markan vaihteluita hallitulla kelluttamisella, joka ei kuitenkaan antanut aihetta spekulatiivisille hyökkäyksille. Markkinat ilmeisesti tunnustivat, että keskuspankilla ei ole valuutan arvoon liittyvää makrotaloudellista tavoitetta.

Neljänneksi, Nars muistelee arvioissaan ja etenkin korkeiden korkojen osalta sitä lähihistorian kautta, jolloin Suomen markka oli sidottu kiinteäksi oletettuun valuuttakurssiin niiden maiden valuutan kanssa, joiden kanssa Suomi kävi kauppaa. Vertailu on virheellinen: paluuta kiinteään valuuttakurssiin ei enää voisi olla. Jos Suomi ottaisi oman valuutan uudelleen käyttöön, sen arvo määräytyisi markkinoilla Ruotsin kruunun tarjoaman esikuvan mukaisesti. Lukuun otta-matta lyhyttä epävarmuuden kautta omaan rahaan siirryttäessä markkakorot olisivat todennä-köisesti linjassa Ruotsin korkojen kanssa toki riippuen kuitenkin siitä, kuinka uskottava olisi keskuspankin julistama rahapolitiikan linja Suomessa.

¹⁷ Hän ei arvioi, kuinka merkittävä se nyt on.

Viidenneksi, markkaan paluuta huolestuneena käsitelleet puheenvuoron käyttäjät kaikki ovat keskittyneet siirtymävaiheen kustannusvaikutuksiin. Tämä on puutteellinen lähtökohta. Oikea lähtökohta esittää lyhyen aikavälin kustannusten vastapainona ne pitkän tähtäimen hyödyt, joita omaan rahaan liittyy, kuten alempana esitämme.

Rahaliittoon kuulumisesta ei Suomelle ole ollut oleellista taloudellista hyötyä. Jäsenyys on päinvastoin aiheuttanut merkittävät taloudelliset hyvinvoinnin menetykset.¹⁸

2.5 Tämän raportin tehtävä

EuroThinkTank on asettanut tehtäväkseen esittää perustellun arvion siitä, *onko siirtyminen omaan rahaan mahdollista ja miten se tulisi valmistella, jos poliittinen tahto Suomessa joskus tulevaisuudessa joutuisi tämän valinnan eteen.*

EuroThinkTank haluaa osaltaan vahvistaa euro-ongelmasta Suomessa tuotettavaa tutkimusta ja vauhdittaa avointa ja analyttistä keskustelua. EuroThinkTank näkee, että *paluu kansalliseen valuuttaan ei ole elämää suurempi kysymys*. Kautta historian valuuttaunioneita on syntynyt ja hävinnyt, maiden hajotessa on muodostunut uusia valuuttoja ja valuuttakatejärjestelmiä on luotu ja purettu. Valuutta on perimmiltään vain taloudellinen ja talouspoliittinen väline. Mikään kansantalous ei ole tällaisiin muutoksiin kaatunut.

Modernissa Euroopassa erityisesti Tsekkoslovakin yhteisvaluutan jako Tšekin tasavallan ja Slovakian erillisrahoihin onnistui ilman käytännön ongelmia alle kahden kuukauden toteutuksena. Hyvä on muistaa myös että euron käyttöönotto 19 maassa vaati saman määrän valuutan vaihtoja. Voidaan katsoa jopa vuoteen 1860 ja todeta, että Snellmanin toteuttama Suomen ero ruplaunionista ei aiheuttanut talouskriisiä, vaan pikemminkin auttoi Suomen itsenäistymistä edeltävässä kasvussa. Avoimia ruplavastuita- ja velkoja ei mietitty.

Paluu kansalliseen valuuttaan ei ole elämää suurempi kysymys.

¹⁸ Esim. yhteisen kilpailupolitiikan toteutuminen on luettavissa EU:n ansioksi, ei eurovaluutan. Maa-kohtainen valuuttakurssiriski on euroalueella toki poistunut, mutta se on korvautunut luottoriskillä. Pk-sektorin rahoitus on eurojärjestelmässä jossain määrin vahvistunut, mutta pääsääntöisesti rahoitus on edelleen kansallista.

3 Kohden euroliittovaltiota?

3.1 Teoriaa: maan optimaalinen koko

Taloustieteessä on kyetty identifioimaan tekijöitä, jotka määräävät *valtion optimaalisen koon*. Perusmekanismit tunnetaan.¹⁹ Suuren maan mallia optimaalisena ratkaisuna puoltavat julkishyödykkeiden tuotantokustannukset, koska valtion kokoa kasvatettaessa kustannukset voidaan jakaa useamman maksajan kesken (ns. ”Leviathan-ratkaisu”). Ihmisten preferenssien heterogeenisuus kuitenkin vaikuttaa toiseen suuntaan ts. puoltaa pyrkimystä kohden pienempiä maita optimaalisena ratkaisuna. Nämä teorian identifioimat mekanismit ovat keskeisiä myös, kun arvioidaan euroliittovaltion optimaalisuutta.

Ajateltaessa euroalueen kehittämistä liittovaltioksi kollektiivihyödykkeiden (julkishyödykkeet, yhteismarkkinat, kilpailupolitiikka ym.) yhteistuottamisen hyödyt ovat kiistatta olemassa. Eurooppa koostuu kuitenkin kulttuuriltaan hyvin erilaisista kansoista, joiden historia, kieli ja tavat poikkeavat suuresti toisistaan. Hyvin harva identifioituu ensi sijassa ”eurooppalaiseksi”; useimmat osoittavat lojaalisuuttaan omalle maalleen. Tämä preferenssien heterogeenisuus näkyy euroalueen ajaututtua kohden talouskriisejä.

Haluttomuus tunnustaa euroalueen heterogeenisuutta teki mahdolliseksi sen, että osa euromaista ei pystynyt tai aikonutkaan kuroa kiinni Saksan tuottavuuden etumatkaa (moraalikato). Päinvastoin, syntyi odotuksia poliittisesta solidaarisuudesta, joka varmistaisi kaikille eurokansoille suunnilleen samat edut ja saman hyvinvoinnin. Samaan aikaan jäsenmaiden kansalaisille syntyi kannustin ylivelkaantua. EKP varmisti vakuuspolitiikallaan jäsenmaiden valtioille saman tasoiset lainakorot, pumppasi euroalueen ylikäyttöön tilaan ja myötävaikuttanut korkopolitiikallaan pahan asuntomarkkinakuplan syntymiseen Irlannissa ja Espanjassa. Kun saksalaiset ja ranskalaiset europankit joutuivat vaikeuksiin Kreikan lainojensa osalta, ongelma hoidettiin siten, että ne pelastettiin kaikkien euromaiden veronmaksajien toimesta. Tämä vahvisti uskoa tulonsiirtounioniin euroalueen integraatiomallina. EU-sääntöjen noudattamatta jättämisellä ei ole ollut seurauksia, koska tuottavuuserot on solidaarisuuden vaatimuksen nimissä sivuutettu. *Komissaari Jyrki Kataisen työstämä infrarahasto on, niin kuin muutkin taloudellisia riskejä vastikkeettomasti jakavat järjestelmät, vain tämän tyyppisen euroliittovaltion syntymistä edistävä väline.*

¹⁹ Ensimmäisiä analyttisiä töitä olivat Alessina and Spolaore (2003), Spolaore (2009). ”Optimaalisuus”-termi viittaa tehokkaaseen ratkaisuun ts. sellaiseen, joka maksimoi kansalaisten hyvinvoinnin.

Heterogeenisten preferenssien vastakohtaksi tarvittaisiin yhteistuotannon tuottavuusvoittoja eikä vain tulonsiirtoja. Euroliittovaltion hyödyt olisi saatava aikaan korkeammalla reaalkasvulla, jota ei nykyinen nälkä ole näköpiirissä.

Euroalueen kehittämistä kohden euroliittovaltiota ajavat Suomessa aktiivisesti varsin harvat poliitikot. Paljon runsaammin on niitä poliitikoita jotka lopulliseen sinetöitymiseen saakka eivät kehtaa sitä ”juuri nyt” vastustaa. Kansan enemmistö ei sitä missään merkittävässä maassa tue. Viime eurovaalit osoittivat, että monissa euromaissa on kehittynyt myös varsin vahva eurovastainen liike. Näin on esimerkiksi Ranskassa ja Suomessa.

Jos integraatiota syvennetään ja yhteisvastuu kasvaa, EU:n perussopimukset pitäisi muuttaa. Tähän saakka on edetty sopimuksia kiertäen ja rikkoen. Näin on jo syntynyt suuri demokratia- ja legitimititeettivaje. Perussopimusten muuttaminen taas voi olla vaikeaa, mutta sitä pitäisi yrittää, jotta kansalaiset ja maiden parlamentit voisivat ottaa kantaa ”liittovaltiokehitykseen” ja yhteisvastuun kasvattamiseen. Tällöin koko hanke saattaisi kuitenkin kaatua kansalaisten vastustukseen.

Euroliittovaltion luominen ei siten ole kustannukseton ratkaisu. Vapaamatkustajuus ja moraalikato edustavat aitoja kustannuksia kuin myös fiskaalisen federalismin kannustinongelmat.²⁰

Onko yhteisötason talouspolitiikka euroalueella kansalaisille parempi ratkaisu kuin kansallisesti eriytetty talouspolitiikka? Eurokirjassamme näimme euroalueelle kolme mahdollista tulevaisuutta. Nämä olivat kehitys kohden vahvaa liittovaltiota, nykyisenkaltainen heikon liittovaltion malli ja kolmantena vaihtoehtona euron hajoaminen ja palaaminen kansallisiin valuuttoihin. Kolmannen vaihtoehdon variaationa esitimme myös euron rinnakkaisvaluuttamäärittelyä, jossa euro palaisi ECU-korin aikaiseen tilaan (ns. ECUXIT). Saksan ja Ranskan talousministerien keväällä 2015 nostama aloite tähtää euroalueen etenemiseksi vahvaksi liittovaltioksi. Suomessa 2014 vierailut EKP:n pääjohtaja Mario Draghi vaati painokkaasti fiskaalisen unionin toteuttamista euroalueella. Viiden puheenjohtajan kesäkuun 2015 raportissa esitetään myös samankaltaisia ajatuksia.

Valtion optimaalista kokoa koskeva analyysi ei ota kantaa siihen kysymykseen, tulisiko maassa olla oma valuutta, vai tulisiko maan liittyä yhteisvaluutta-alueeseen yhdessä muiden maiden kanssa. Kysymykset *maan optimaalisesta koosta* ja *optimaalisesta valuutta-alueesta* ovat erilisiä.

²⁰ Eurojärjestelmän demokratiavajetta olisi syytä arvioida myös Arrowin mahdottomuusteoreeman (Arrow (1951)) pohjalta: heterogeenisuus on haaste demokraattiselle päätöksenteolle.

3.2 Optimaalisen valuutta-alueen teoria

Taloustieteen näkökulmasta hyödyke- ja työvoimamarkkinoiden vahva integraatio ja kaupan esteiden poistaminen vahvistavat hyvinvointia ja edustavat siten ns. *win-win* tilannetta. Tämä näkemys on ilmeisen kiistaton, mutta olettaa tietenkin, kuten jo edellä on todettu, että kaikissa maissa on valmiutta toteuttaa ja hyväksyä näiden toimien kaikki piirteet omalta osaltaan. Kysymys verotuksen ja muun julkiseen talouteen liittyvän talouspolitiikan integraatiosta poliittisesta unionista puhumattakaan on monimuotoisempi, eikä ole ehdoton taloudellinen edellytys markkinoiden yhdistymiselle. Syvempi poliittinen integraatio ei myöskään ole ehdoton talusteoreettinen edellytys yhteisen valuutan soveltamiselle. Niin kauan kuin yhteisvaluuttaan osallistuvat jäsenmaat itse ehdottomasti kantavat oman talouspolitiikkansa seuraamuksia, finanssittai muuta poliittista integraatiota ei tarvita.

Euron luominen oli poliittinen hanke, johon kuitenkin liittyi taloudellisen menestyksen odotuksia. Euron uskottiin parantavan vakautta ja lisäävän tehokkuutta. Euroalueen teoreettiseksi perustaksi voidaan kuitenkin jäljittää teoria optimaalisesta valuutta-alueesta. Abba Lerner todennäköisesti ensimmäisenä käsitteli tätä kysymystä. Robert Mundell kuitenkin nähdään Nobel-palkintoon johtaneen idean varsinaisena isänä. Hän esitti artikkelissaan ”A Theory of Optimum Currency Areas” vuodelta 1961, että maat, joihin odotetaan kohdistuvan maakohtaisia sokkeja (”*epäsymmetriset sokit*”), selviävät paremmin, jos ne omaksuvat kansallisen valuutan, kansallisen keskuspankin ja joustavan valuuttakurssijärjestelmän. Valuuttaunionissa rahapolitiikkaa ei nimittäin voi virittää palvelemaan yhtä tiettyä aluetta.

Jäsenyys valuuttaunionissa olisi kuitenkin oikea ratkaisu neljän ehdon vallitessa: (i) työvoiman tulisi olla liikkuvaa alueelta toiselle, (ii) hintojen ja palkkojen tulisi olla joustavia, (iii) yhteisötasolla tulisi olla automaattisia tulonsiirtomekanismeja, ja (iv) suhdannekierron tulisi olla samanlainen eri alueilla. Jos Mundellin teoria on oikea, euroalue ei täytä mitään näistä kriteereistä.²¹

Sittemmin Mundell kuitenkin muutti mielensä. Toisin kuin vuoden 1961 artikkelissaan (joka korosti epäsymmetristen sokkien riskejä yhteisvaluuttaa muodostettaessa) hän vuoden 1973 kahdessa artikkelissaan kannatti voimallisesti yhteisvaluuttaa. Hänen mukaansa yhteisvaluutta muodostaa tehokkaan riskin hajauttamismekanismiin, mitä valuuttakurssiltaan joustavat kansalliset valuutat eivät tee. Hänen uudemman näkemyksensä mukaan joustaviin valuuttakursseihin liittyvä valuuttakurssiepävarmuus haittaa riskien hallintaa. Yhteisvaluutta mahdollistaa paremman riskien hajauttamisen, sillä sokin kohteeksi joutunut maa kykenee yhteisvaluutan

²¹ On argumentoitu, että myöskään USA ei edusta optimaalista valuutta-aluetta, ks. Kouparitsas (2001). Hän päätteli, että viisi tarkastellusta kahdeksasta alueesta, joihin hän oli USA:n jakanut, täytti Mundellin kriteerit optimaalisesta valuutta-alueesta.

oloissa jakamaan tappion tehokkaammin kauppakumppaniensa kanssa.²² Joustavan valuuttakurssin oloissa ”periferiamaiden” korot puolestaan pyrkisivät ylittämään keskeisten maiden korkotason. Myös toisessa artikkelissaan vuodelta 1973 Mundell kannatti valuuttakurssin vähäisempää joustavuutta ja Euroopan pääomamarkkinoiden pidemmälle menevää integroitumista.²³

Mundellin teorian mukaan yhteisvaluutta edustaa riskien hallinnan tehostumista yhteisvaluutan oloissa. Mundellin vuoden 1973 artikkeleissaan esittämä argumentti saa tukea korkokehityksestä Euroopan rahaliittoa muodostettaessa: rahaliittoon liittyvien ja liittyneiden maiden korkotasot julkisille velkapapereille konvergoivat vahvasti. Usko tulonsiirtoihin ja EKP:n apuun saivat korot yhtenäistymään eli Mundellin näkemyksen taustatekijät toimivat odotetusti.

Päinvastoin kuin Mundell, useimmat havainnoitsijat pitänevät euroalueen luomiseen liittyntä korkojen konvergoitumista yhtenä euro-ongelmien syynä: maariskin poistuminen loi sairaat kannusteet sekä yksityisten sijoittajien että kansallisten hallitusten velkakehitykselle. Kirjassamme *Euron tulevaisuus. Suomen vaihtoehdot* käsittelemme euroon liittyneitä valuvikoja: työmarkkinoiden joutamattomuus, ylivelkaantumisen kannustin julkisella sektorilla, ylisuurten pankkien syntyminen, inflatoiminen matalan tuottavuuden maissa. Mundell (1973a,1973b) ei nähnyt näitä mekanismeja! *Hänen argumenttinsa oli ilmeisen rajoittunut: se koski vain valuuttakurssiepävarmuuden ongelmaa.* Mundellin uudemmat ajatukset ovat selvästi ristiriidassa hänen optimaalisen valuutta-alueen perusteoriensa kanssa. 1970 – luvulla valuuttakurssiepävarmuuden hallintaan oli vain vähän keinoja. Nykyään tilanne on toinen ja rahoitusmarkkinat tarjoavat laajan kirjon erilaisia suojautumisvälineitä valuuttakurssiriskiä vastaan.

Yhteisvaluutta-alueiden kohtalo historian valossa on myös ollut heikko.²⁴ Laskemamme euron aiheuttama hyvinvointitappio (10 % euroalueen BKT:sta) ja pienten maiden menestyminen omalla valuutallaan viittaavat siihen, että europoliitikkojen suuralueen muodostamista painottava ratkaisu on haastettavissa.

²² Siis tulonsiirtounioni tai täydellinen unioni on Mundellin myöhemmän kannan taustalla oleva poliittinen oletamus.

²³ Hyödyllinen yhteenveto Mundellin töistä löytyy McKinnonin artikkelista (2000). Mundell on sittemmin ehdottanut paitsi Latinalaisen Amerikan maille yhteisvaluuttaa, samoin yhteisvaluuttaa myös Aasian maille (*Kauppalehti* 11.4.2001). Samoihin aikoihin hän oli tehnyt vielä radikaalimman ehdotuksen, valuutta-alueen muodostamista Yhdysvaltain, Japanin ja euroalueen kesken, ts. oikeastaan maailmanvaluuttaa.

²⁴ Sekä latinalainen että skandinaavinen valuuttaunioni, jotka oli luotu 1800-luvulla, kaatuivat ensimmäiseen maailmansotaan mennessä. On perusteltua esittää, että Argentiinan talouskriisi 2001-2002 nimenomaan oli kytköksissä maan ratkaisuun sitoa oma valuuttansa USA:n dollariin valuuttakatejärjestelmän kautta.

3.3 USA ja Sveitsi esikuviksi Euroopan liittovaltiolle?

Menestyneiden federaatioiden USA:n ja Sveitsin esikuvat ovat petolliset. Ne ovat hyvin pitkällisen yhteiskunnallisen kehityksen tulos. Euroalue tarvitsee vuosikymmeniä, jotta siitä kehittyisi vastaava ja toimiva federaatio. Luotiinko eurojärjestelmä siten 50 vuotta liian aikaisin? Oliko marssijärjestys väärä: euro edellä - sisämarkkinat, työmarkkinat, pääomamarkkinat jälkijunassa?

Eräät poliitikot ja heidän neuvojansa näyttävät näkevän euron aikaansaamisen merkinä siitä, etteivät euroalueen kansalaiset tarvitsisi muualla välttämättömäksi osoittautunutta pitkää kehityskaarta eikä heiltä olisi tarve kysyä, miten heidän yhteiskuntaansa hallitaan.

Itse asiassa myöskään USA ei ole optimaalinen valuutta-alue. Sen eroina euroalueeseen nähden on silti mainittava väestön vahva muuttoalttius (bruttomuuttolukuina mitattuna, sillä muutto-liikettä on molempiin suuntiin osavaltioiden välillä) ja liittovaltion budjettitalous, jonka kautta hoidetaan avustuksia osavaltioiden kansalaisille, jos nämä joutuvat vaikeuksiin. Sen sijaan osavaltioiden julkisen talouden osalta apua liittovaltiolta ei tule kongressin 1840 päätöksen jälkeen: osavaltion velkoja ei makseta liittovaltion tai toisten osavaltioiden varoista. Tämä on johtanut eurooppalaisittain katsottuna maltillisiin osavaltioiden velkatasoihin. Jopa kriisiosavaltiona nähty Kalifornia on laskenut liikkeelle vain noin 12% bruttokansantuotteestaan osavaltiovelkaa. Euroopassa ”kriisiosavaltioiden” velkatasot ovat suhteellisesti ottaen kymmenkertaisia. Myös Sveitsin kantoneilla on tasapainotetun budjetin vaatimus (Italiaan rajoittuvalla Ticino-kantonilla jossain määrin rajoitetumpana). USA:ssa on yhteinen kieli, Sveitsissä tullaan toimeen neljällä.

Toteutuuko lisääntyvä integraatio euroalueella vain lisääntyvän yhteisvastuun kautta? Onko eurokirjassamme käsitelty vaihtoehto, paluu Maastricht-sopimukseen mahdollinen? Yksittäisillä euromailla on taloudellisesti voitettavaa, Saksalla sekä siirtojen saajilla, kuten Kreikan halukkuus pysyä eurossa osoittaa. Mutta muilla ei ole. USA:ssa ei tarvita tulonsiirtoja samassa määrin, koska markkinat joustavat enemmän.

3.4 Tulonsiirtounionin tragedia: pysyvät tuottavuuserot

Tuottavuuserot euroalueen sisällä ovat pysyvä ongelma. Ne eivät kuitenkaan välttämättä edellyttäisi tulonsiirtounioniin siirtymistä, jos ansiotaso maassa olisi sopuoinnussa talouden tuottavuuden kanssa. Eurojäsenyys on luonut paineita ja odotuksia yhtenäisen tulostason saavuttamiseksi. Kun EKP:n ylikvivi rahapolitiikka loi keinotekoisen nousukauden ja keinotekoisesti ansiotason, siitä on vaikeata luopua, koska ay-liike ei sitä salli. Esimerkiksi Kreikka ei

halua palata Turkin ansiotasolle, vaikka se palauttaisi kasvun ja parantaisi nopeasti työllisyyttä luomalla uutta kannattavaa yritystoimintaa. Käytännössä suurimittaiset palkkojen laskut eivät enää nykypäivänä ole mahdollisia yhdessäkään taloudellisesti kehittyneessä maassa. Tämän vuoksi tuottavuuserot pakottavat valuutta-alueet kohti tulonsiirtounionia. Tämä on myös euroalueen vääjäämätön kehityssuunta, joka on selkeästi nähtävillä euromaiden talouskehityksen eroissa.

Euroalueen alkuaikoina ansio- ja hintatasot nousivat voimakkaasti myös matalan tuottavuuskasvun maissa. Syynä tähän olivat etenkin valtionlainojen korkojen lähentyminen (*konvergenssi*) euroalueella, jonka vuoksi eteläiset, matalan tuottavuuskasvun maat saivat rahoitusmarkkinoilta lainaa historialliseen alhaiseen hintaan. Halpaa lainarahaa ei kuitenkaan käytetty tuottavuuden parantamiseen, vaan sen avulla lähinnä kasvatettiin valtioiden kulutusmenoja. Tämä näkyy kasvuvauhdeissa. Taulukossa yksi on esitetty euroalueen eteläisten (Espanja, Italia, Kreikka ja Portugali) sekä pohjoisten (Hollanti, Itävalta, Saksa ja Suomi) maiden reaalisin, asukasta kohti mitatun bruttokansantuotteen kasvuvauhti.

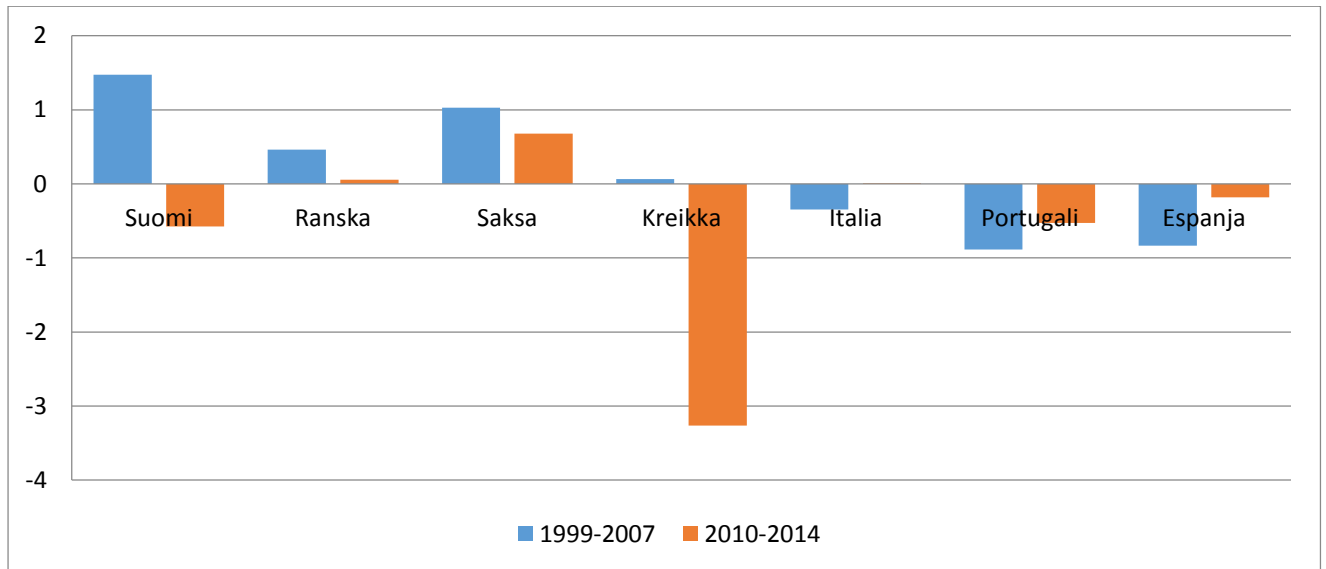
Taulukko 1. Euroalueen eteläisen ja pohjoisten maiden BKT:n vuotuinen kasvuvauhti (%) asukasta kohti. Lähde: Malinen ja Kuusi (2013)

Alue	1999-2012	1999-2007	2008-2012
<u>Nimellinen</u>			
Etelä	2,82 %	4,98 %	-1,08 %
Pohjoinen	2,91 %	3,76 %	1,35 %
<u>Reaalinen</u>			
Etelä	0,47 %	1,99 %	-2,24 %
Pohjoinen	1,37 %	2,22 %	-0,15 %

Taulukosta nähdään, että eteläiset maat eivät reaalisin termein mitattuna saavuttaneet pohjoisia talouksia edes voimakkaan noususuhdanteen aikana. Eteläisiin maihin virranneet pääomat toisin sanoen kiihdyttivät inflaatiota talouskasvua nopeammin.

Vuoden 2008 finanssikriisi oli lähes klassinen esimerkki valuutta-alueeseen kohdistuneesta epäsymmetrisestä sokista. Sen sekä yllä esitettyjen kasvuvauhtien erojen syy on nähtävillä kuviossa 1, jossa on esitetty valikoitujen euromaiden kokonaistuottavuuden keskimääräiset kas-

vuvauhdit. Kokonaistuottavuus mittaa maan organisaatioiden tehokkuutta erilaisten tuotan topanoksien (työvoima, teknologia, ym.) käytössä. Euroalueen eteläisten maiden kokonaistuottavuuden hitaan kasvun taustalla ovat vähäiset tuotekehitysinvestoinnit, lainsäädännölliset ongelmat sekä tuotannollisen tehokkuuden heikko kehitys.²⁵ Vuoden 2008 kriisi aiheutti yksityisen velkarahan vetäytymisen alhaisen tuottavuuden maista ja tämä raha korvattiin julkisella velkarahalla. Se toisin sanoen kohteli euroalueen maita *epäsymmetrisesti* sen mukaan, mikä niiden talouden kestävyys sekä tuotantokyky (tuottavuus) olivat.



Kuvio 1. Kokonaistuottavuuden kasvu (%) valikoiduissa euromaissa. Lähde: GnS Economics (2015)

Maiden väliset tuottavuuserot altistavat heikomman tuottavuuskehityksen maat epäsymmetrisille sokeille yhteisvaluutassa. Jos hitaamman tuottavuuskehityksen mailla olisi oma valuuttakurssi, se joustaisi alaspäin (valuutta devalvoituisi) aina kun talouden tuotanto laskisi. Se myös ehkäisi pääomien liiallista virtausta maahan (jos maahan sijoitettaisiin paljon, valuutta revalvoituisi). Valuutta-alueissa tuottavuuserot kuitenkin aiheuttavat epäsymmetrisiä sokkeja, joita ei pystytä korjaamaan kuin pysyvillä tulonsiirroilla: nopeamman tuottavuuskehityksen maiden on kompensoitava hitaampien tuottavuuskehityksen maiden tappiot vastikkeettomilla tulonsiirroilla.²⁶ Ilman tulonsiirtoja epäsymmetriset sokit johtavat pitkäkestoisiin ja suuriin tuloeroihin yhteisvaluutan maiden välillä.

²⁵ Malinen ja Kuusi (2013)

²⁶ Malinen ja Kuusi (2013).

Maiden pysyvät tuottavuuserot pakottavat euroalueen tulosiirtounioniksi.

3.5 Kohden euroliittovaltiota: tavoitteena fiskaalinen unioni, pankkiunioni, pääoma-markkinaunioni ja talousunioni

Euron synnyttämisestä esitettiin jo alusta saakka runsaasti taloudellisia perusteita sekä puolesta että vastaan²⁷. Yhteisvaluutta ei kuitenkaan, kuten todettua, edellytä syvempää integraatiota tai liittovaltiota. Euroalueen integraatiokehitykselle tärkeimmäksi perusteeksi on siksi muodostunut poliittinen agenda ml. yhteisvastuu, solidaarisuus ja elintasojen taseus tulonsiirroilla.

Keskustelua euron vaikutuksista ovat hämärtäneet puheet eurosta pakollisena osana ”yhä syvenevästä EU-integraatiosta”. Taloudelliset ja poliittiset tavoitteet ovat tältä osin sekoittuneet. Finanssikriisin hoidossa on erityisesti korostettu tarvetta välttää ongelmien tartuntaa maasta ja pankista toiseen. Koska euroalueella velkaantuneisuus on mahdollisessa tartunnassa tärkeä²⁸, on kriisinhoidossa korostettu yhteisvastuuta. Koska velkaantuneisuus myös on tärkeää finanssitalojen vakauden kannalta, on lisäksi korostettu yhteistä valvontaa. Alusta saakka uskottava yhteisvastuun kielto olisi kuitenkin, ehkä oleellisesti, vähentänyt keskinäisen velkaantumisen houkuttelevuutta.

Euroalueelle suunniteltu tulevaisuus on esitetty useissa poliittisissa asiakirjoissa²⁹. Niihin tutustuminen osoittaa selvästi, että tavoitteena on nopea ja vähitellen hyvin laaja integraation

²⁷ Yhteenvedosta ks. esim. Wagner (2001).

²⁸ Tressel (2010) .

²⁹ Tunnetuimmat lienevät ”neljän presidentin raportti” vuodelta 2012 *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*. Sen olivat allekirjoittaneet Euroopan neuvoston presidentti Herman Van Rompuy, Euroopan komission puheenjohtaja Jose Manuel Barroso, Euroryhmän Presidentti Jean-Claude Juncker sekä Euroopan keskuspankin pääjohtaja Mario Draghi (http://ec.europa.eu/economy_finance/crisis/documents/131201_en.pdf) sekä ”viiden presidentin raportti” kuluvalta vuodelta http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_en.pdf. VM:n uusin raportti (1.10.2015): Keskitetyn ohjauksen EMU ja markkinakuri EMU. on vastine viiden presidentin (Jean-Claude Juncker, Donald Tusk, Jeroen Dijsselbloem, Mario Draghi, Martin Schulz) raporttiin kesäkuulta.

lisäys. Kyseessä näyttää ensi vaiheessa olevan jäsenvaltioiden taloudellisen kehityksen parantaminen. Ehdotukset ulottuvat kuitenkin jo yli perinteisen finanssipolitiikan yleisemmille yhteiskuntarakenteille saakka. Ehdotettu yhteinen liittobudjetti ministeriöineen ja yhteisrahoitukseen on vain osa siitä. Lisäksi ehdotetaan siirrettäväksi ”yhteisvastuullisiksi” valtuuksia, jotka tähän saakka on pidetty kansallisina etuoikeuksina kuten talletusvakuus, osa verotusoikeutta ja eräitä työmarkkinakysymyksiä.

Tapa, millä tavoitellaan liittovaltiota, synnyttää osaltaan riskejä sen onnistumiselle. Tämä johtuu siitä, että yhteiset tuottavuushyödyt voivat jäädä saamatta kun taas tulonsiirroista ei voida tinkiä.

Vallansiirto on peruuttamaton ja pakottaminen mahdollista vasta, kun keskusviranomaisilla on pakkokeinojen monopoli (sotaväki, poliisi, tuomioistuimet). Pysyvät talousongelmat hoidetaan siten vielä pitkään keskuspankin tai muiden jäsenmaiden rahoitustuella. Tuen antajien tyynnyttämiseksi sovittaneen tiukoista ehdoista ja uusista keskusviranomaisten ohjeistusvaltuuksista. Välttääkseen poliittisia ongelmia saajamaissa, tiukat ehdot kuitenkin todennäköisesti kiertetään niin kuin usein tähänkin saakka. Tämä varmistaa rahoitustuen, mutta myös poliittisen eripurin ja epävarmuuden jatkumisen euroalueella.

Jatkuvat sopeutumisongelmat ja eripura euroalueen sisällä eivät edistä sen jo nyt suhteellisesti matalaa kasvua. Alhainen korkotaso ja runsas rahoitus tukevat samalla erityisesti taloudellisesti heikkojen pankkien ja yritysten toiminnan jatkamista. Vaatimaton taloudellinen menestys johtaa kysymyksiin euroalueen oikeutuksesta ja lisäävät keskusviranomaisten paineita lisäintegraatioon. Heikon taloudellisen suorituskyvyn ja liittovaltiopyrkimysten legitimititeetti-ongelmien takia euroalue on kuitenkin altis hajoamiseen uuden talouskriisin syntyessä.

3.6 Suomi osaksi euroliittovaltiota?

Suomen vaihtoehtoiksi eurokirjassamme näimme kolme mahdollista kansallista strategiaa. Ajopuuvaihtoehdolla tarkoitimme hiljaista hyväksymistä ja mukanaoloa sellaisessa kehityksessä, johon suuret euromaat euroaluetta vievät. Jopa liittovaltio olisi todennäköisesti hyväksyttävissä, jos suuret euromaat pääsisivät siitä sopuun. Tämä on käytännössä vastannut Suomen eduskunnan politiikkaa tähän saakka.

Peesaus- eli kyttäysvaihtoehtona pidimme aktiivisempaa tilannearviota siinä mielessä, että Suomen eduskunta määritteli sen rajan, johon saakka maamme voi olla kehityksessä mukana, mutta että asioiden niin vaatiessa tuota rajaa ei ylitetä. Tämän mukaan Suomen eduskunta voisi irtaantua euroalueen päätöksistä niin harkitessaan, mutta pysyä euroa käyttävänä maana. Peesaus olisi siten selkeästi perusteltu poliittinen valinta. *Suomen eduskunnan ei tarvitsisi mennä osaksi yhteistä budjettia eikä luopua budjettivallastaan.* Suomea ei voi erottaa eurosta, mutta Suomi voi halutessaan erota eurosta, mikä oli kolmas analysoimamme kehityskulku.

Eurosta Suomea ei voi erottaa ainakaan niin kauan kuin emme olisi muiden euromaiden tuen kohteena. Sen sijaan Suomi voisi vapaaehtoisesti lähteä euroalueesta milloin vain, mikä oli kolmas analysoimamme kehityskulku.

Kansa haluaa pitää euron. EuroThinkTankin mielestä tämä johtuu osittain puutteellisista tiedoista euron seuraamuksista ja olemassa olevista vaihtoehdoista. Yhteisvastuuta on lisätty ja lisätään edelleen salakavalasti ja laittomasti. Kansallisten viranomaisten päätösvalta on siirretty ja siirretään edelleen vähin äänin eurovirkamiehille ja muille euromaille. Jossain tulevaisuudessa hämmöittää käskynhaltijoiden Suomi, jossa muutkin päättäjät kuin Suomen Pankki vain edustavat määräyksiä jakavaa ulkoista valtaa. Kuinka pitkään tässä kehityksessä Suomen hallitus, eduskunta ja kansa haluavat olla mukana?

Kuten jo todettiin, euromaiden mahdollisuus hyötyä yhteisvaluutasta on riippuvainen siitä, ovatko liitosta saatavat hyödyt riittävän suuret, jotta voidaan jättää erilaiset kansalliset preferenssit huomiotta. On avoin kysymys, johtaako euro liittovaltion muodostuminen alueen taloudelliselle kasvu-uralle.³⁰

Koska Suomi ei voi käyttää euroaluetta kansallisten etujen ajamiseen (niin kuin suuret euromaat tekevät), seuraavat vaihtoehdot ovat tarjolla:

- Jos Suomi onnistuu palauttamaan taloutensa suorituskyvyn, liittovaltiotarkaisu on sille epäoptimaalinen – ehdolla, että euroliittovaltio ei osoittaudu menestystarinaksi. Tämä johtuu siitä, että yhteisvastuussa Suomi joutuu maksajan asemaan. Se hyöty, mikä seuraa itse harjoittamastamme hyvästä talouspolitiikasta, jaetaan joka vuosi osittain muualle. Tämä merkitsee, että suomalaisten taloudellinen hyvinvointi kasvaa hitaammin, kuin olisi mahdollista ilman liittovaltiota.
- Jos Suomi ei saisi palautettua taloutensa suorituskykyä, se päättyisi euroalueen ja Kreikasta tunnetun ”troikan” holhoukseen. Suomen talousasioista (ml. työmarkkinoita, eläkkeitä, sosiaaliohjelmaa ja verotusta koskevat asiat) päättäisivät ulkomaiset tahot. Vastapainoksi Suomelle järjestettäisiin tulonsiirtoja jotka estäisivät elintason laskemista liiaksi. Jos tämä olisi pysyvä olotila, jäsenyys liittovaltiossa näyttäytyisi houkuttelevalta riippumatta siitä, miten euroliittovaltio menestyisi.³¹

³⁰ VM:n uudessa raportissa (2015) oletetaan, että euroalue voi menestyä kahdella selvityksen kohteena olleella mallilla, ns. keskitetyn ohjauksen mallilla sekä markkinakurimallilla. Euroliittovaltion menestymistä tai epäonnistumista on kuitenkin mahdotonta etukäteen todistaa. Jos riittävästi annetaan aikaa, ei ole poissuljettu, etteikö euroliittovaltio menestyisi. Mutta kuinka kauan se veisi?

³¹ Tämä vastaa eurokirjaamme sisällytettyä fiktiivistä Nordland-tapausta!

- Oman valuutan arvo vastaa aina maan talouden suoritus- ja kilpailukykyä. Pientä vientivetoista taloutta, kuten Suomea, se auttaisi etenkin taantumissa.

Jos Suomi palauttaisi määrääjän kuluttua taloutensa suorituskykyään, olisivat sekä ulkomainen määräysvalta että tulonsiirrot väliaikaisia. Onnettoman väliajan päätyttyä liittovaltion hyödyllisyys riippuisi saatujen opetusten pysyvyydestä. Jos suomalaiset oppisivat säilyttämään kilpailukykyään ja edistämään vientikelpoista tuotantoaan, liittovaltio näyttäisi jo mainituista syyistä edelleen varsin vähän houkuttelevalta.

Suomalaiset saavat vasta nyt esimakua siitä, mitä euroalueeseen kuuluva joustavuus edellyttää sekä työmarkkinoilla että valtiontaloudessa. Tulevien joustojen ja säästöjen suuruus riippuu oleellisesti siitä, miten kustannustaso muissa euromaissa kehittyy. Ainoat tavat parantaa kilpailukykyä euroalueella on alentaa kustannustasoa tai parantaa tuottavuutta muita jäsenmaita enemmän. Tämä väistämättä vaatii poikkeuksellista joustavuutta tai aikaa.

Toisin kuin Suomi, Ruotsi on ajoittain hyötynyt omasta valuutastaan ja sen talous kasvaa. Myös monet muut eurooppalaiset euroalueen ulkopuoliset maat, kuten Iso-Britannia ja Islanti, ovat hyötäneet omasta valuutastaan.

Miten pitkälle integraation syventämisessä voidaan mennä, että ei mennä liian pitkälle? Onko jo ylitetty ”point of no return” –vaihe? Työvoiman liikkuvuus ja työmarkkinat eroavat USA:n, Sveitsin ja euroalueen välillä. Olisiko siis syvempi rajoja ylittävä integraatio (muuttoavustukset, muuttokoulutus, kielidiskriminaation kieltäminen yms.) työmarkkinoilla vastaus tähän? On syytä muistuttaa eräistä realiteeteista: niitä ovat esimerkiksi suomalaisten Ruotsiin muuttoon liittyneet sopeutumisongelmat ja maaltamuuton aiheuttamat ongelmat Suomessa.

4 Milloin oman valuutan käyttöönotto on perusteltua

4.1 Lyhyen aikavälin kustannukset ja pitkän aikavälin hyödyt: hyöty-kustannusanalyysi

Oman valuutan käyttöönottoon liittyy todennäköisesti lyhyellä aikavälillä *merkittäviä kustannuksia*. Ne on siksi syytä arvioida huolellisesti ja pyrkiä kustannusten minimointiin. Niitä aiheutuu etenkin silloin, jos markkinat ovat epätietoisia siitä,

- onnistuvatko markkinaosapuolet hyödyntämään siirtymäkauden epävarmuutta omissa spekulatiivisissa transaktioissaan ja miten päättävät tahot (virkakunta ja keskuspankki) pystyvät tätä patoamaan?
- miten valuutan käyttöön ottanut maa onnistuu pitämään epävarmuuden hallinnassaan ja toimimaan taloudenpidossaan uskottavasti?

- miten markkinat hinnoittelevat uudessa valuutassa tehtävät sopimukset ja mitä tapahtuu vanhoille eri valuutoissa tehdyille sopimuksille?
- miten hoidetaan valuutan luomiseen liittyvät logistiset kysymykset (uuden seteliston painaminen ja jakelu)?
- syntyykö euroalueella ketjureaktio eli odotuksia siitä, että myös jotkut muut rahaliiton jäsenmaat voivat seurata esimerkkiä, jolloin koko rahaliitto saattaa hajota?

Merkittävin hyöty omasta valuutasta tulee siitä, että maa saa käyttöönsä uuden makrotaloudellisen politiikkainstrumentin, oman rahapolitiikan. Eikä tässä kaikki: maa saa takaisin oman finanssipolitiikan eikä myöskään esim. sosiaalipolitiikasta päätetä muualla. Omalla valuutalla valtiovelkaa maksava suvereeni maa ei voi myöskään joutua sen suhteen maksukyvyttömyys-tilanteeseen. Eurossa maksukyvyttömyys sen sijaan on jo useamman kerran toteutunut mm. Kreikassa ja osittain Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa.

Kansantalouden tasapainoa markkinoilla haettaessa kansallisen valuuttakurssin sopeutuminen tarjoaa mekanismin, jota valuuttaunionissa mukana olo ei voi tarjota. Yhteinenkin valuutta toki markkinoilla sopeutuu suhteessa muihin valuuttoihin, mutta ei kykene heijastamaan rahaliiton jäsenmaiden välille syntyneitä tuottavuus- ja kilpailukykyeroja.

Lähimenneisyyden taloushistorian opetusten valossa yksi asia on selvä: ns. ”*kiinteään*” *valuuttakurssiin ei ole paluuta*. Kokemus (Latalalainen Amerikka, Aasian maat, Suomi, Ruotsi, Norja, Iso-Britannia, ERM I ja II) osoittaa, että pyrkimys kiinteän valuuttakurssin ylläpitämiseen on tuhoon tuomittu strategia ja että joustava valuuttakurssi on siihen liittyvästä vaihtelusta huolimatta taloudellisen kehityksen kannalta perustellumpi ratkaisu.³² Tähän perustuvat oman

³² Tämä johtopäätös on varsin yleisesti hyväksytty tämän päivän makrotalousteoriassa ks. esim. Blanchard, Amighini ja Giavazzi (2010) s. 277. Valinta joustavan ja kiinteän valuuttakurssin välillä on ollut perustavaa laatua oleva kysymys tutkijoille siitä lähtien, kun kiinteiden valuuttakurssien Bretton Woods järjestelmä purettiin vuonna 1971. Obstfeld ja Rogoff (1995) muistuttavat epäonnistuneista pyrkimyksistä kiinnittää valuuttakurssi. Punnan puolustus Englannin Pankin toimesta vuonna 1992 päättyi fiaskoon. EMS, Euroopan valuuttakurssijärjestelmä joutui antautumaan ja laajentamaan valuuttojen vaihteluvälin 30 %:n ”putkeen”, mikä ei juurikaan enää poikennut kellutuksesta. Pohjoismaat Suomi, Ruotsi ja Norja, Mexico, Aasia, Argentiina, Venäjä ovat esimerkkejä maista, joissa pyrkimys kiinteään valuuttakurssiin 1990-luvulla koki haaksirikon. On päätelty, että kiinteää valuuttakurssia on hulluutta ja vaarallista puolustaa. Esimerkkejä riittää. Hyvin harvoissa maissa on kiinteä valuuttakurssi säilynyt siksikin, koska pääomaliikkeet ovat nykyisin niin jättisuuria. Reinhart ja Rogoff (2002), ja Fischer (2008) kuitenkin viestittävät siitä, että täysin kiinteiden ja täysin joustavien valuuttakurssiratkaisujen välillä on lukuisia variaatioita. Kun Reinhart ja Rogoff (2002) vertasivat eri tavalla luokiteltuja valuuttakurssijärjestelmiä, joustava valuuttakurssi oli heidän luokittelunsa perusteella analysoidussa datassa kasvun, kaupan ja inflaation kannalta sotuisin. Täysin puhdas kellunta ei silti

valuutan käyttöön ottoon liittyvät pitkän tähtäimen hyödyt.³³ Poikkeuksen muodostaa tietenkin tapaus, jossa kotimaan keskuspankin kykyyn ei ole luottaminen.

Valuuttakurssin kiinnittäminen tarkoittaa sitä, että maa luopuu kahdesta makrotaloudellisesta politiikkavälineestä, ts. korkopolitiikasta ja valuuttakurssipolitiikasta. Kuten lähiajan taloushistoria osoittaa, seurauksena on jossain vaiheessa korkeiden korkojen säestämä talouskriisi.

Lähihistorian opetus: kiinteään valuuttakurssiin ei ole paluuta.

Omaan valuuttaan siirtymiseen liittyy siis lyhyen tähtäimen siirtymäajan kustannuksia sekä pitkän tähtäimen hyötyjä. Oman valuutan käyttöönottoa arvioitaessa välttämätön analyysiväline on intertemporaalinen hyöty/kustannusanalyysi. Sen avulla oman valuutan käyttöön oton suotavuudelle on analyttisesti ilmaistavissa nykjarvokriteerin avulla seuraavasti:

$$NPV = -C_0 + \sum_{t=0}^{\infty} \left(\frac{1}{1+r} \right)^t B_t \geq 0.$$

Lyhyellä aikavälillä syntyviä kustannuksia olemme merkinneet symbolilla C_0 . Ne kuitenkin voivat kompensoitua pitkän tähtäimen taloudellisilla hyödyillä, joita olemme merkinneet symbolilla B_t . Tulevien hyötyjen taloudellinen arvo riippuu siitä, mikä on talouden yhteiskunnallinen aikapreferenssi. Tätä on merkitty yllä olevassa kaavassa symbolilla r .³⁴

Mitä voivat oman valuutan tulevat hyödyt olla?

- Tulevat hyödyt tarkoittavat sitä, että maa kykenee joustavan valuutan avulla tarvittaessa palauttamaan menetettyä *kilpailukykyään* pienemmin kustannuksin

ole tyypillistä. Myöskään Suomessa vuosina 1992-98 omaksuttu joustava valuuttakurssi ei ollut puhdas joustavan kurssin tapaus: Suomen Pankki intervenoi valuuttamarkkinoilla tasoittaen kurssivaihteluita, mutta ilman, että valuuttakurssilla olisi ollut makrotaloudellista tavoitetta.

³³ Islannin kruunu on kriisin jälkeen devalvoitunut yli 50 prosenttia vuosina 2008-2009, lähde: http://www.cepii.fr/PDF_PUB/lettre/2012/let324ang.pdf. Latvia sen sijaan selvisi matokuuristaan sisäisen devalvaation avulla.

³⁴ Nykjarvokriteeri tarkoittaa sitä, että päätöksiä harkitessa sekä välittömät että myöhemmin tulevat vaikutukset tulevat huomioon otetuiksi niille kuuluvin painoarvoin. Painoarvoja mittaa epäyhtälön nimittäjässä esiintyvä korkokanta (= aikapreferenssi). Kriteeri on tässä mielessä yli ajan ulottuva, "intertemporaalinen".

kuin sopeutumalla tuskallisen sisäisen devalvaation ja siihen liittyvän työttömyyden ja deflaation kautta.

- *Kilpailukykyloikkaa ei Suomi tarvittaisi. Sipilän hallitusohjelmassa ei tarvittaisi sisäisen devalvaation osiota.*
- Pääomaliikkeet ovat herkkiä ja niissä on suuri variaatio. Minkälainen valuuttakurssipolitiikka tällöin on optimaalista maalle, jolla on joustava valuuttakurssi? *Lähihistorian kokemukset ja kansainvälinen tutkimus* puoltavat tulkin-taa, jonka mukaan oikealla tavalla strukturoidussa keskuspankin ohjauksessa kohtuullisen vapaasti joustava valuuttakurssi on parempi ratkaisu kuin kiinteä valuuttakurssi. Ghosh, Ostry ja Qureshi (2014) argumentoivat, että vaikka kiinteiden ja joustavien valuuttakurssien välimuoto, hallittu kelluttaminen, olisi kriisiherkin, sen piiristä löytyy kuitenkin valuuttakurssipoliittinen strate-gia, joka käyttäytyy hyvin paljon siten kuin puhdas kellunta. Ts. sen vallitessa riskit ovat merkittävästi pienempiä ja kriisit harvinaisia. Tämä johtuu keskuspankin interventioiden *epäsymmetriasta*: pyrkimys rajoittaa valuutan yliarvos-tusta vähentää kriisin todennäköisyyttä, kun taas pyrkimys puolustaa yliarvos-tettua valuuttaa kasvattaa kriisin todennäköisyyttä.
- Tulevat hyödyt sisältävät myös *euoliittovaltion epäonnistumista koskevan ris-kin*. Euroalueen lähihistorian valossa on mahdollista ellei jopa todennäköistä, että euoliittovaltioon voi liittyä haitallisia kannustinvaikutuksia. Tällaisia on-gelmia ovat olleet mm. piittaamattomuus sopimuksista, kansallisten intressien ajaminen yhteisötason intressien ohitse, moraalikadon ongelmat, yhteisvastuun toteuttaminen perussopimuksesta piittaamattomasti, kriisinhallinta ad hoc -ratkaisujen kautta (ERVV, EVM) ja EKP:N rahapolitiikan kautta toteutettu bail-out kriisimaissa perussopimuksen vastaisesti.

Oheisissa taulukoissa on kuvattu numeerisia laskelmia oman valuutan käyttöön oton nettohyödyille. Laskelmien oletukset ovat seuraavat:

- Lyhyen aikavälin ”helvettitappiot” on arvioitu laajalla vaihteluvälillä sallien hy-vinkin suuria lyhyen aikavälin tappiota.
- Tappioita voi verrata Suomen lähihistorian kokemuksiin. Suomen sotakorvauk-set Neuvostoliitolle sodan jälkeen olivat nykyrahassa 4,5 mrd € eli noin 2,25 % BKT:sta. Heikki Koskenkylän laskelmien mukaan 1990-luvun pankkikriisin kustannus Suomelle oli nykyrahassa 16 mrd € eli noin 8 % suhteessa BKT:hen. Vuosien 1991-1993 laman kustannus puolestaan oli 12 % suhteessa BKT:hen (nykyrahassa 24 mrd €).
- Kun Suomen BKT on lähes 200 mrd euroa, on laskelmiemme lähtökohdaksi otettu 0 - 20 mrd euron haarukka mahdollisille tappioille.

- Pitkän aikavälin hyötyjen osalta haarukan alarajaksi on Taulukoissa 2 ja 3 oletettu 0,5 %:n ja vaihtoehtoisesti 1 %:n pysyvä vakionousu BKT:n tasossa. *Lasketmat Taulukoissa 2 ja 3 on siten toteutettu niin, että ko. hyöty rahassa mitattuna on vakio yli ajan eli sen osuus BKT:n arvossa vaimenee vuosien myötä.*
- Taulukoissa 4 ja 5 on hyötyanalyysille vaihtoehto: niissä on oletettu, että oman rahan seurauksena tapahtuu 0,5 %:n tai 1 %:n pysyvä vakionousu BKT:n kasvuvauhdissa.
- Diskonttokoroksi on vaihtoehtoisesti oletettu 2 prosenttia ja 10 prosenttia. Mitä korkeampi on diskonttokorko, sitä vähemmän painotetaan kauempana tulevia hyötyjä. Esimerkiksi 10 % prosentin diskonttokorkoon perustuvassa laskelmassa siis oletetaan, että päättäjien suunnitteluhorisontti on kohtalaisen lyhyt ja hyötyjen tulee näkyä jo lähivuosina.

Taulukko 2. NPV:n arvot (mrd €). BKT:n lisäys 0 %, 0,5 % (1 mrd €) tai 1 % (2 mrd €) nykyisen BKT:n tasosta (=vaimeneva hyötyolettamus). Diskonttokorko = 2% (pitkä horisontti).

	Hyöty BKT:n vakiolisäyksellä mitattuna		
Helvettikustannus	0 mrd €	1 mrd €	2 mrd €
0 €	0	50 mrd €	100 mrd €
-1 mrd €	-1 mrd €	49 mrd €	99 mrd €
-5 mrd €	-5 mrd €	45 mrd €	95 mrd €
-10 mrd €	-10 mrd €	40 mrd €	90 mrd €
-20 mrd €	-20 mrd €	30 mrd €	80 mrd €

Taulukko 3. NPV:n arvot (mrd €). BKT:n lisäys 0 %, 0,5 % (1 mrd €) tai 1 % (2 mrd €) nykyisen BKT:n tasosta (=vaimeneva hyötyolettamus). Diskonttokorko = 10% (lyhyt horisontti).

	Hyöty BKT:n vakiolisäyksellä mitattuna		
Helvettikustannus	0 mrd €	1 mrd €	2 mrd €
0 €	0	10 mrd €	20 mrd €
-1 mrd €	-1 mrd €	9 mrd €	19 mrd €
-5 mrd €	-5 mrd €	5 mrd €	14 mrd €
-10 mrd €	-10 mrd €	0 mrd €	10 mrd €
-20 mrd €	-20 mrd €	-10 mrd €	0 mrd €

Taulukoista 2 ja 3 nähdään seuraavaa:

- On hyvin vaikeaa tuottaa laskelmia, joissa nettohyöty omasta valuutasta olisi negatiivinen.
- Jos oman valuutan käyttöönotto aikaansaa kansantalouden BKT:ssa pysyvän 1 %:n vakioisen lisäyksen, oman valuutan käyttöönotto tuottaa merkittävät hyvinvoinnin lisäykset, vaikka ”helvettikustannukset” olisivat 20 mrd €. Hyödyt ovat merkittävät, vaikka vaatimuksena olisi niiden toteutuminen jo muutaman vuoden aikajänteellä.
- Jos oman valuutan käyttöönotto aikaansaa kansantalouden BKT:ssa pysyvän mutta pienemmän 0,5 %:n vakioisen lisäyksen, oman valuutan käyttöönotto edelleen tuottaa merkittävät hyvinvoinnin lisäykset, jos ”helvettikustannukset” rajoittuisivat 10 mrd €:oon. Hyödyt ovat merkittävät, etenkin, jos niiden toteutumista olisi mahdollista odottaa pidemmällä aikajänteellä.
- Vain huono talousosaaminen Suomessa ja vaatimukset pikaisista hyödyistä puoltaisivat sitä, että ”helvettikustannuksia” ei kannattaisi maksaa.

Kysytään seuraavaksi, miten nettohyöty muuttuu, jos vakioisen BKT:n lisäyksen asemesta BKT:n kasvuvauhtiin tulee pysyvä lisäys. Laskelmat on tehty ns. Gordonin mallilla. Kun BKT:n kasvuvauhdin lisäystä merkitään g :llä, yllä esitetty nykyarvoesitys saadaan muotoon

$$NPV = -C_0 + \frac{rBKT_1}{r - g}.$$

Tulokset on raportoitu taulukoissa 4 ja 5.

Taulukko 4. NPV:n arvot (mrd €). BKT:n kasvuvauhdin pysyvä lisäys 0 %, 0.5 % tai 1 % nykyisen BKT:n kasvuvauhdista. Diskonttokorko = 2% (pitkä horisontti).

Helvettikustannus	Hyöty BKT:n kasvuvauhdin lisäyksellä mitattuna		
	0 %	0,5 %	1 %
0 €	0	136 mrd €	204 mrd €
-1 mrd €	-1 mrd €	135 mrd €	203 mrd €
-5 mrd €	-5 mrd €	130 mrd €	199 mrd €
-10 mrd €	-10 mrd €	126 mrd €	194 mrd €
-20 mrd €	-20 mrd €	116 mrd €	184 mrd €

Taulukko 5. NPV:n arvot (mrd €). BKT:n kasvuvauhdin pysyvä lisäys 0 %, 0,5 % tai 1 % nykyisen BKT:n kasvuvauhdista. Diskonttokorko = 10% (lyhyt horisontti).

Helvettikustannus	Hyöty BKT:n kasvuvauhdin lisäyksellä mitattuna		
	0 %	0,5 %	1 %
0 €	0	23,16 mrd €	24 mrd €
-1 mrd €	-1 mrd €	22,16 mrd €	23 mrd €
-5 mrd €	-5 mrd €	18,16 mrd €	19 mrd €
-10 mrd €	-10 mrd €	13,16 mrd €	14 mrd €
-20 mrd €	-20 mrd €	3,16 mrd €	4 mrd €

- Jos oman valuutan käyttöönotto aikaansaa kansantalouden BKT:n kasvuahtiin pysyvän 1 %:n nousun, oman valuutan käyttöönotto tuottaa vielä merkittävämät hyvinvoinnin lisäykset, vaikka ”helvettikustannukset” olisivat 20 mrd €. Hyödyt ovat merkittävät, vaikka vaatimuksena olisi niiden toteutuminen jo muutaman vuoden aikajänteellä.
- Jos oman valuutan käyttöönotto aikaansaa kansantalouden BKT:n kasvuahtiin pysyvän, vaikkakin pienemmän 0,5 %:n nousun, oman valuutan käyttöönotto edelleen tuottaa merkittävät hyvinvoinnin lisäykset, vaikka ”helvettikustannukset” rajoittuisivat 10 mrd €:oon. Hyödyt ovat merkittävät, etenkin, jos niiden toteutumista olisi mahdollista odottaa pidemmällä aikajänteellä.

Kysytään seuraavaksi: mikä on BKT:n kasvuvauhdin lisäyksen vähintään oltava, jotta ”helvettikustannus” ja taloudellinen hyöty olisivat yhtä suuret eli mikä olisi kriittinen raja? Edellisestä kaavasta saadaan ratkaisemalla kriittinen kasvuvauhti,

$$g^c = \frac{rC_0}{BKT(1+r) + C_0}.$$

Taulukko 6. Kriittinen BKT:n kasvuvauhdin lisäys (%), jolla oman rahan hyödyt ylittävät ”helvettikustannuksen”.

Helvettikustannus	Aikapreferenssi	
	0,02	0,10
-1 mrd €	0,009 %	0,045 %
-5 mrd €	0,048 %	0,20 %
-10 mrd €	0,093 %	0,43 %
-20 mrd €	0,017 %	0,83 %

Laskelmien mukaan

- Vaadittava BT:n kasvuvauhdin lisäys, joka riittäisi kompensoimaan lyhyen aikavälin ”helvettikustannuksen” on kohtuullinen etenkin, jos aikapreferenssi on matala. Jos aikapreferenssi on korkea, esim. 10 %, 20 mrd:n helvettikustannus tulisi kompensoiduksi, jos BKT:n kasvuvauhti kiihtyisi nykyisestä 0 prosentista 0,83 prosenttiin.

4.2 Case study: Argentiina vuonna 2002

Argentiinan peson irtaantuminen USA:n dollarista vuonna 2002 johti siihen, että maan talous supistui *vain* yhden vuosineljänneksen, mutta kasvoi 63 % seuraavan 6 vuoden aikana. Argentiina ajautui sittemmin kuitenkin uudelleen vaikeuksiin omasta rahasta huolimatta. Argentiinan tapaus kuitenkin osoittaa sen, että pelkkä rahan vaihto ei tuo pysyvää menestystä, ellei talouspoliittinen päätöksenteon laatu parane.

5 Miten erota eurosta?

Omaan valuuttaan siirtymisen voi nähdä optiona. Eteen voi tulla tilanne, jossa option arvo lähestyy sen lunastamiseen liittyvää kynnyсарvoa. Kynnyсарvoa lähestyttäessä valmistelutöiden tulisi käynnistyä. Jos kynnyсарvo saavutetaan, optio lunastetaan, mikä laukaisee suunnitelmien toimeenpanon.

Tässä jaksossa arvioidaan niitä asioita ja käytännön toimia, jotka tulisi ottaa huomioon, jos maa siirtyisi omaan valuuttaan.³⁵

- (i) Maa säilyy EU:n jäsenenä
 - Suomi jatkaa *EU:n jäsenenä*. Voiko eurosta erota eroamatta EU:sta, on kysymys, joka myös nousisi esiin.
 - Uuden valuutan lähtöarvo: 1 FIM = 1 €.
- (ii) Paluu omaan keskuspankkiin ja vaihdettavaan valuuttaan

³⁵ Oikeastaan tämä tehtävä ei kuulu EuroThinkTankille vaan niille päätöksentekijöille, jotka euroratkaisun aikanaan tekivät. Nordean raportti Lokakuulta 2012 ”Mitä jos euro hajoaisi?” on myös erinomaisen selkeä ja analyttinen kuvaus siitä, mitä mahdollisesti olisi edessä.

- Jos maa ottaa käyttöönsä oman valuutan, tämä tarkoittaa sitä, että maan *keskuspankki* irtaantuu EKP:stä, aktivoituu ja vastaa rahan liikkeelle laskemisesta. Valuutan arvon määräytyy valuuttamarkkinoilla ko. valuutan kysynnän ja tarjonnan mukaan.³⁶
- (iii) Ruotsin keskuspankki esikuvaksi
- Suomi ilmoittaa luovansa *Ruotsin keskuspankin tapaisen keskuspankin*, joka toimii samoilla periaatteilla.
- (iv) Valmistelu ja toimenpiteet
- Fixit-projektin valmistelu olisi suuri projekti, johon osallistuisi kymmeniä ellei satoja henkilöitä.
 - Ei voi olla tietoa, milloin Suomi olisi siinä tilanteessa, että oman rahan käyttöön otto olisi edessä. Päätös oman valuutan käyttöönotosta olisi joka tapauksessa tehtävä *pienessä piirissä*. *Valmistelutyö* olisi tehtävissä julkisuudelta suojassa. Lopullinen päätös olisi tehtävä viikonlopun aikana eduskunnassa, sillä se edellyttäisi eduskuntakäsittelyä. Virkamiesten ja keskuspankin lojaalisuus joka tapauksessa olisi välttämätön.
 - *Tilapäinen pankkien sulkeminen, valuuttakontrolli ja rajavalvonta*. On todennäköistä, että oman valuutan käyttöönotto edellyttää pankkien sulkemista tilapäisesti ja valuuttavirtojen kontrollointia ja rajavalvontaa, kunnes uusi järjestelmä on käytössä. Valuutansäännöstely tarvitaan tiukasti joksikin aikaa, jotta maasta ei viedä euroja muuta kuin hyvin perusteltuihin ja Suomen Pankin hyväksymiin kohteisiin.³⁷
 - Kassajärjestelmät, laskutusjärjestelmät, kirjanpitojärjestelmät ja niitä ylläpitävät ohjelmat täytyisi päivittää. Jos vaihtokurssi olisi alussa 1 €=1 FIM, tämä helpottaisi asiaa.

³⁶ Lähihistoriassa vaikeiden päätösten salaaminen on onnistunut (esimerkkeinä devalvaatiot ja pankkikriisin hoito). On ilmeistä, että merkittävin vastustus kansallisen valuutan käyttöönottoon löytyy sekä Euroopan keskuspankista että kansallisesta keskuspankista. Saumaton yhteistyö Euroopan keskuspankin kanssa olisi kuitenkin oleellinen. Koska eurosta on luotu ”pysyvä”, tämä edellyttää poliittista yhteisymmärrystä siitä, että yhden maan sallitaan siitä halutessaan irtaantua tai että koko eurojärjestelmä on purettava.

³⁷ Valuutta- ja pääomakontrolli eivät ole uusi asia. Sitä on toteutettu Islannissa, Kyproksella, ja Kreikassa. Myös Suomessa oli pitkään valuuttasäännöstely.

- (v) Virkamiesten palkat, talletukset, lainat
- *Virkamiesten palkkojen ja sosiaaliturvan maksaminen markkoissa käynnistyy välittömästi.*
 - Varautuminen pankkien tilapäiseen *vakavaraisuusongelmaan* = pankeille omaan rahaan siirtyminen voi olla suuri mutta tilapäinen vakavaraisuusongelma. Pankit tarvitsevat euroja liiketoimiin ulkomaisten tahojen kanssa. Tällöin voi syntyä ongelma, mistä eurot saadaan. Suomen Pankilla tulee olla velvollisuus luotottaa pankit ylime-nokauden aikana niin, että vakavaraisuusvaatimus ei ole esteenä. Keskuspankilta voidaan edellyttää poikkeuksellisia mutta tilapäisiä toimenpiteitä
 - *Asuntolainat ja talletukset* on konvertoitava markkoiksi – pankeille tämä ei ole suuri ongelma.
 - Uudet valtion lainat lasketaan liikkeelle pääsääntöisesti markkoissa. Mikään ei sinäl-lään estä Suomea laskemasta liikkeelle valtiolainoja muissa valuutoissa, mutta lik-viditeettiriskin poistamiseksi varmintä olisi välttää niitä tai ainakin vaihtaa niistä syntyvät vastuut markkapohjaisiksi johdannaisilla (näiden markkina olisi aluksi ohut).
- (vi) Miten luoda valuutan kysyntä?
- Julkinen sektori (valtio ja kunnat) suorittaa kaikki *maksunsa* (virkamiesten palkat, so-siaaliturva, eläkkeet) uudessa valuutassa.
 - Kansalaiset maksavat *veronsa* omassa valuutassaan, jonka he hankkivat pankeissa ole-vilta markkatalletuksilta tai konvertoimalla eurotalletuksiaan markkoiksi.
 - Koska julkinen sektori tyypillisesti on alijäämäinen, maahan muodostuu markkinat *markkaobligaatioille*, joilla julkista alijäämää rahoitetaan.
 - Koska virkamiesten palkat maksetaan markkoissa, heillä on vahva kannustin ottaa myös *pankkilainansa* markkoina suojakseen itsensä markkaan kohdistuvalta valuuttakurssi-riskiltä. Euromääräisten lainojen kysyntä heikkenee sitä enemmän, mitä useamman työntekijän palkat maksetaan markkoina.³⁸
 - Pankit ottavat *luottonsa* maan keskuspankista markkoina. Ne maksaisivat vanhat luot-tonsa eurokurssin mukaan. Pankit, joilla olisi runsaasti ulkomaisia luottoja, joilla ovat rahoittaneet suomalaista asuntotuotantoa, kärsisivät tappioita.

³⁸ Viitattakoon tässä yhteydessä valuuttalainojen turmiollisuuteen suomalaisille 1990-luvun laman aikana.

(vii) *Yksityisten työntekijöiden palkat*

- Yksityisten työntekijöiden palkat maksetaan markoissa, mutta tämä on sopimuskysymys työntekijöiden ja työnantajien välillä. Kysymys on valuuttariskin jakamisesta yrityksen ja työntekijöiden kesken. Se on arkipäivää kaikissa niissä maissa, joissa valuutta kelluu eikä siihen liity mitään ihmeellistä. Valtion obligaatioiden verottomuus
- Markan kysyntää on mahdollista tukea siirtymävaiheessa kannustimilla: esimerkiksi valtion obligaatioiden tuotto voi olla *verotonta*.

(viii) *Sopimusten kunnioittaminen*

- Oman valuutan käyttöönoton yhteydessä ei saa syntyä epätietoisuutta siitä, missä valuutassa sopimukset noteerataan. Jos tehtyjä sopimuksia kunnioitetaan eli euroissa tehdyt olemassa olevat sopimukset pysyvät euroissa ja markkinaosapuolille jää valinnanvaraa sen suhteen, missä valuutassa uudet sopimukset tehdään, tämän pitäisi sujua periaatteessa ongelmitta.

(ix) *Lex Monetae*

- Kansainvälisesti hyväksytty lakiperiaate Lex Monetae antaa suvereenille valtiolle oikeuden määrittää maassa hyväksytty laillinen maksuväline. Periaatteeseen nojaten olemassa olevat euromääräiset saatavat ja vastuut voidaan määrätä maksettaviksi markoiksi ainakin, mikäli niiden sopimukset viittaavat Suomen lakiin ja Suomen tuomioistuimiin riidanratkaisupaikkana. On myös mahdollista tehdä vaihtotarjouksia esim. velkasitoumusten omistajille, joissa tarjotaan euroilla maksamaisen korvikkeeksi markoilla maksamista, mikäli ei haluta ottaa kansallisesti pakottavaa Lex Monetae-ratkaisua käyttöön.
- Euroopan vakausmekanismin perustamisesta tehdyn sopimuksen mukaan kaikkiin uusiin euroalueen valtioiden joukkovelkakirjoihin, joiden laina-aika on pitempi kuin yksi vuosi, sisällytettiin 1 päivästä tammikuuta 2013 alkaen samanlaiset ja vakiomuotoiset yhteistoimintalausekkeet. Yhteistoimintalausekkeilla varaudutaan valtioiden rahoituskriiseihin tulevaisuudessa. Yhteistoimintalausekkeet mahdollistavat maksuvaikeuksissa olevien valtioiden velkojen uudelleenjärjestelyn. Velkojen kokous voi velallisen suostumuksella määräänemmistö päätöksellä muuttaa kaikkia velkojia sitovasti lainan ehtoja (esimerkiksi laina-ajan pidentäminen, koronalennukset ja velan pääoman alennukset). Yksittäiset velkojat eivät voi estää velkajärjestelyn käynnistämistä velkojien enemmistön tahdon vastaisesti, vaan enemmistö päätös sitoo kaikkia velkojia. Tätä mekanismia voidaan hyödyntää myös velan maksun muuttamisesta euroista markkoihin.³⁹

³⁹ Lisätietoa yhteistoimintalausekkeista on EU:n talous- ja rahoituskomitean verkkosivuilla osoitteessa http://europa.eu/efc/sub_committee/cac/cac_2012/index_en.htm.

(x) Euromääräiset velat ja saatavat Suomessa

- *Valtion obligaatit*: vanhat luotot säilyisivät euroina, jolloin julkinen velka tätä kautta aluksi lisääntyisi, jos uusi valuutta devalvoituisi. Toisaalta vain pieni osa valtion velkannasta erääntyy vuosittain ja erääntymisprofiili on hyvin hallittavissa noin 20 vuoden aikana.
- Suomen valtio ottaa tulo- ja menoarvion mukaan uutta lainaa vuonna 2015 noin 5 miljardia euroa. Kun summaan lisätään kuolettavien lainojen uudelleenrahoittamisen osuus, vuotuisen lainanoton summa nousee noin 17 miljardiin euroon. Suomen valtionlainoista noin 90 prosenttia on ulkomaisten sijoittajien korkosalkuissa. Pääosa Suomen valtion liikkeeseen laskemista lainoista on myyty ulkomaisille ja kotimaisille institutionaalisille sijoittajille. Valtionlainoihin sijoittavat tyypillisesti eläke- ja vakuutuslaitokset, rahastot, pankit sekä keskuspankit. Valtiolla ei ole täydellistä kuvaa valtionvelan sijoittajista eli tahoista, jotka lainaavat Suomelle.
- Paras arvio valtionvelan sijoittajapohjasta saadaan uusien liikkeeseenlaskujen sijoittajajakaumia tarkastelemalla. Esimerkiksi toukokuussa 2015 emittoidun kolmen vuoden dollarilainan sijoittajajakauma koostui 58,7% keskuspankeista, 17,5% pankeista, 15,3% rahastoista, 5,1% eläke- ja vakuutuslaitoksista ja 3,5% yrityksistä. Aasia oli suurin sijoittajaryhmä.⁴⁰
- Suomen Pankki ostaa EKP:n käynnistämän QE-ohjelman perusteella kuukaudessa arviolta 700 miljoonalla eurolla Suomen valtionlainoja jälkimarkkinoilta. Syyskuuhun 2016 mennessä Suomen Pankki on ostanut jälkimarkkinoilta arviolta 13 miljardin edestä Suomen valtion liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjoja. Eurojärjestelmän julkisen velan osto-ohjelma laskee Suomen valtionvelan ulkomaalaisomistuksen alle 80 prosenttiin, jos merkittävä uusi sijoittajataho Suomen Pankki luokitellaan kotimaiseksi sijoittajaksi.
- Kuntien rahoitus ei pääsääntöisesti ole joukkolainapohjaista, vaan kuntien yhteisrahoituslaitos Kuntarahoitus hoitaa valtaosan niiden varainhankinnasta. Kuntarahoituksen joukkolainaohjelma tulisi myös yli ajan muuttaa markkapohjaiseksi.

(xi) Oman valuutan makrotaloudelliset vaikutukset

- FIM – uusi kaupattava valuutta – tasapainottumismekanismien syntyminen
- Uuden valuutan arvon määräytyisi päivittäin valuuttamarkkinoilla. Aluksi on epätietoisuutta ja siitä syystä valuutan arvo todennäköisesti aluksi heikkenisi ja sen korot (talletukset, pankkien väliset tukkumarkkinat) heiluisivat. Jossain vaiheessa sijoittajat

⁴⁰ <http://blogi.treasuryfinland.fi/>

(hedge fundit jne.) kuitenkin kiinnostuvat uudesta valuutasta ja valuutta lähtee vahvistamaan sijoituskysynnän myötä - heikko valuutta ja korot muodostavat markkinoille ostosignaalin.⁴¹ Syntyy tasapainottumismekanismi, kun markkinat kiinnostuvat

Valuutan arvon tasapainottumismekanismi:

Epävarmuudesta aiheutuva valuutan arvon heikkeneminen (overshooting) johtaa tilapäiseen markkinakorkojen heiluntaan. Tämä kääntää sijoitukset heikentyneelle valuutalle suotuisiksi. Markkinat kiinnostuvat. Seurauksena on valuutan arvon palautuminen valuuttamarkkinoilla ja korkomarkkinoiden vakautuminen.

- Jos uusi valuutta devalvoituu, maan kilpailukyky palautuu nopeasti.
- Julkisen velan arvo uudessa valuutassa nousee, jos uuden rahan arvo heikkenee. Velan takaisin maksun voi ajoittaa vaiheeseen, jolloin yllä kuvattu tasapainottumismekanismi on jo toiminut ja maan valuutan arvo on hakeutunut uutta tasapainoa edustavalle tasolle.
- Jos Suomen talouden fundamentit olisivat kohtuullisessa kunnossa, olisi ennustettavissa, että Suomen ja Ruotsin valtionlainojen välille muodostuu kohtuullisen pieni spread; Ruotsin likviditeetti vahvempi, siksi voi syntyä pienehkö korkoero (esimerkiksi 0,1 % tai 0,3 %), joka edustaisi riskipremiota.⁴²
- Tarvittaessa keskuspankki voisi tukea matalan koron politiikkaa siirtymäkautena poikkeuksellisilla toimilla kuten osakeostoilla osakemarkkinoilla.⁴³

⁴¹ Törnqvist (2013): "Jos Kypros olisi suoraan siirtynyt omaan valuuttaan, ei valuutan ulosvirtaustaan sen kriisin yhteydessä olisi tapahtunut!"

⁴² Tällä hetkellä näyttää siltä, että Suomen talouden fundamentit eivät tule olemaan kunnossa mo-
neen vuoteen.

⁴³ Keino on epätavallinen, mutta ei uusi. Kun sijoittaja George Soroksen Quantum rahasto ja sijoittaja Julian Robertsonin Tiger rahasta hyökkäsivät Hongkongin dollaria vastaan Aasian kriisin yhteydessä 1990-luvulla, sen keskuspankki suoritti osakeostoja ja mitätöi spekulanttien toiveet, ks. Krugman (2009).

(xii) Setelistö

- Pankeissa olevat tilit muuttuvat siirtymähetkellä markoiksi. Vaikka setelistön rooli on kaiken aikaa pienentynyt, maassa tarvitaan setelistöä. Optimaalista olisi, että uusi käteisraha olisivat painettu ennen siirtymistä.⁴⁴ Ellei näin olisi pystytty tekemään, pankeissa ja pankkiautomaateissa olevien setelien leimaaminen markoiksi olisi perusteltua ja varmaankin välttämätöntä. Tämä johtuu siitä, että yleisö pitäisi markkaa varmaankin ainakin aluksi ”vähempiarvoisena”. Tällöin jokaisella, jolla on euroja, olisi kannustin ne pitää euroina (eikä suorittaa niillä maksuja) ja nostaa niitä lisää mahdollisimman paljon, mikäli tämä olisi mahdollista. Tästä seuraisi se, että eurot katoaisivat kierrosta.⁴⁵
- Eurosetelistön leimaamisesta markoiksi olisi sovittava EKP:n kanssa eli sovittava, että leimattu Suomeen jäävä setelistö muuttuu leimaamisen hetkellä eurosta markoiksi. Käteistä maa tarvitsee noin 30 mrd, loput maksuista hoituvat korttimaksuina.⁴⁶
- Pidemmällä tähtäimellä setelistö ei lopulta ole oleellinen kysymys.⁴⁷

⁴⁴ Ei ole selvää, mikä taho niiden painamisesta virallisesti päättäisi.

⁴⁵ Ks. viittaus: Bootle (2011)

⁴⁶ Tsekin ja Slovakian ottaessa oman valuutan käyttöön, kierrossa olleen Tsekkoslovakian valuutan leimaaminen kesti 4 vuorokautta (Bootle (2011)). Rahan painaminen olisi suoritettavissa muutamassa viikossa. Esimerkiksi Etelä-Sudanissa setelit painettiin 2 kuukaudessa (Bootle (2011)). Rahanpainoyrityksillä on vahva kannustin pitää painotyö salassa, koska se vaikuttaa suoraan niiden liiketoimintaan.

⁴⁷ Rogoff (2014) on suositellut käteisestä rahasta luopumista kokonaan, jotta rahapolitiikka välittyisi myös negatiivisten korkojen maailmassa mahdollisimman häiriöttä. Käteisettömässä maailmassa pankki- ja luottokorttien rooli vain korostuu valuutasta riippumattomien maksujen toteutusvälineenä. Samaa on ehdottanut Wahlroos (2015). Käteisrahasta luopuminen olisi isku harmaalle taloudelle. Kuten Woodford (2003) esittänyt, käteisrahasta luopuminen ei tuota ongelmia stabilisaatiopolitiikalle niin kauan, kun keskuspankilla säilyy kyky vaikuttaa pankkien reserveihin, kun verot on maksettava kansallisessa elektronisessa rahassa ja julkisen vallan sopimukset on kirjattu samaisessa rahassa. Käteisestä luopuminen toki heikentää keskuspankin asemaa ja riippumattomuutta, kun se menettää tärkeän tulonlähteensä (käteisen luomiseen liittyvä seigniorage tulo). Yksi argumentti – ehkä kuitenkin tilapäinen - käteisrahan säilymisen käytön puolesta perustuu siihen, että kaikki vanhat ikäluokat yhä käyttävät runsaasti käteistä eivätkä ole siirtyneet korttien käyttöön. Käteisrahasta ei ehkä ole syytä kuitenkaan kokonaan luopua seuraavastakaan syystä: tutkimusten mukaan lasten viikkorahojen maksaminen käteisellä on tehokkaampi tapa opettaa lapselle rahan arvo kuin viikkorahan maksaminen lapsen tilille. Todettakoon, että Suomi on erittäin kehittynyt elektronisissa maksuissa ja käteisen rooli on pieni. Capgeminin World Payments Report 2015:n mukaan Suomi on maailman aktiivisin muuhun kuin käteiseen perustuvien maksujen toteuttajana. Vuonna 2013 Suomessa toteutettiin 451 sähköistä maksutapahtumaa asukasta kohti, kun Saksassa niitä tehtiin 247 ja Kreikassa 17 asukasta kohden. Markan käyttöönotossa sähköisten transaktioiden sujuvuus on ainakin tästä näkökulmasta tärkeämpää kuin fyysiseen rahan perustuvien. Kreikassa päinvastainen olisi totta, ks. <https://www.worldpaymentsreport.com>

(xiii) Milloin Suomi voisi siirtyä markkaan?

- Jos euroalueen talous ei toivu ja hyvinvointitappioita jatkuvasti kumuloituu lisää tai jos Suomi ei halua olla mukana liittovaltiokehityksessä, oman raha käyttöön otto tulee yhä ajankohtaisemmaksi.
- Omaan valuuttaan on sitä helpompi siirtyä, mitä paremmassa kunnossa on maan talous, koska silloin markkinat uskovat Suomen ratkaisuihin ja sen taloudenpidon järkevyyteen. Tällöin valtion luototus ei myöskään voi olla uhattuna. Suurin hyöty omasta valuutasta toisaalta saadaan silloin, kun talous ei ole kunnossa. Päätössääntö ei siten ole yksinkertainen.

6 Rahapolitiikka uuden valuutan käyttöönoton jälkeen

6.1 Valuutan tulee olla kelluva

Oman valuutan käyttöön oton yhteydessä tarvitaan selkeä julistus maan keskuspankilta sen suhteen, minkälaista rahapolitiikkaa maa oman valuutan oloissa tulee noudattamaan. Ruotsin nykyinen rahapolitiikka tarjoaa selkeän esikuvan.

Jos kansalaisilla ja yrityksillä on mahdollisuus tehdä kauppaa ja sopimukset ovat vapaasti määriteltävissä eurossa tai markkoissa, niille on tärkeätä muodostaa odotukset siitä, kuinka paljon keskuspankki laskee markkoja liikkeelle. Epätietoisuus olisi myrkkyä eikä kukaan uskaltaisi tehdä sopimuksia markkoissa, jos olisi pelkona että markkoja lasketaan liikkeelle niin paljon, että rahan arvo kärsii. Keskuspankin tulee siis muodostaa estimaatti sille, mikä on käteisen tarve.

Selvää olisi, että valuutan tulisi olla *vaihdettava* ja *kelluva*. Keskuspankin tulee kyetä tarjoamaan markkamääräistä valuuttaa (setelistöä) kaikille kysyjille, niin rahoituslaitoksille kuin yleisöllekin siinä määrin, kuin ne sitä tarvitsevat. Koska setelistön käyttö on vahvasti supistunut, kysymys setelistöstä ei ole oleellinen.

Kun valuuttamarkkinat avautuvat, ne hinnoittelisivat vapaasti kunkin valuutan. Miten? Avotalousmakroteorian mukaan valuutan arvo on kahden rahan suhteellinen hinta. Valuutan arvon määräävät valuutan kysyntä ja tarjonta. Rahan liiallinen painaminen eli talouden inflatoiminen johtaa kotimaan rahan arvon heikkenemiseen, kilpailukyvyn menetykseen ja sitä kautta myös valuutan ulkomaisen arvon.

6.2 Oman valuutan makrotaloudelliset vaikutukset

Keynesiläisen makrotalousteorian peruselementteihin kuuluu kotimaisen kysynnän hajottaminen osiinsa⁴⁸:

$$Y = C(Y - t) + I(Y, i) + G - IM(Y, e)/e + X(Y^*, e),$$

jossa Y ja Y^* ovat kotimainen ja ulkomainen tuotanto, C = kulutus, t = verotulot verottajalle, i = markkinakorko. e = niin sanottu reaalin valuuttakurssi, joka vaikuttaa tuontiin IM ja vientiin X . Reaalinen valuuttakurssi voidaan määritellä nimellisen valuuttakurssin (E) ja hyödykkeiden kotimaisten hintojen (P) ja ulkomaisten hyödykkeiden ulkomaisten hintojen (P^*) suhteen avulla seuraavasti:

$$e = \frac{EP}{P^*}.$$

Nimellinen valuuttakurssi E tarkoittaa kotimaan valuutan arvoa ulkomaan valuutassa mitattuna. Jos suomalaisen tuotteen hinta kotimaan rahassa on P , on se ulkomaan valuutassa EP . Kun sitä verrataan ulkomaan tuotteen hintaan ulkomaanvaluutassa, saadaan maiden välinen reaalin valuuttakurssi.⁴⁹

Jos Suomi painaa liikaa markkoja aikaansaaden hyödyke- ja työmarkkinoilla ylikysyntää ja inflaatiopaineita eli Suomen taloutta hoidetaan huonosti, sen seurauksena hintataso P nousee, Suomen kilpailukyky heikkenee, mikä heijastuu reaalin valuuttakurssin nousuna. Sen palauttaminen edellyttää, että nimellinen valuuttakurssi E heikkenee eli yhdellä markalla saadaan yhä vähemmän euroja.⁵⁰ Valuutan devalvoituminen ei välttämättä palauta kilpailukykyä lyhyellä tähtäimellä. Voi syntyä ns. J -käyrä-vaikutus.⁵¹

⁴⁸ Ks. Blanchard et al, s. 126.

⁴⁹ Reaalisen valuuttakurssin heikentyminen vahvistaa vientiä ja heikentää tuontia, jos niin sanottu Marshall-Lerner -ehto on voimassa.

⁵⁰ Vaihtoehtona on yrittää pitää valuuttakurssi kiinteänä ja toteuttaa sisäinen devalvaatio tiukalla rahapolitiikalla, ts. nousevien korkojen avulla luodaan työttömyyttä, jonka tehtävänä on alentaa tuotantokustannuksia ja tätä kautta palauttaa kilpailukyky. Kiinan kohtaamat talousvaikeudet kesän 2015 aikana ovat johtaneet siihen, että keskuspankki on devalvoinut Kiinan valuutan tukeakseen maan vientiä.

⁵¹ Blanchard et al sivut 145-146.

Menetetyn hintakilpailukyvyyn palauttaminen valuutan heikkenemisen kautta on huomattavasti helpompaa kuin sen palauttaminen sisäisen devalvaation (työttömyyden) kautta.

6.3 Joustavien valuuttakurssien maailmassa ei devalvoida – tarvittaessa markkinat hoitavat valuutan devalvoitumisen

Maailman siirryttyä joustavien valuuttakurssien aikakauteen Bretton Woods järjestelmän romahdettua vuonna 1971 valuuttojen hinnat ovat vaihdelleet huomattavastikin. Yritykset ovat tähän kuitenkin sopeutuneet, sillä keinoja suojautua valuuttariskeiltä in useita.

Joustavia valuuttakursseja on arvosteltu siksi, että riippumattomat keskuspankit (etenkin suurten maiden kuten USA:n, euroalueen, Japanin ja Kiinan mielellään keventävät rahapolitiikkaa (matalien markkinakorkojen avulla) tukeakseen kotimaista kysyntää kilpailijamaiden kustannuksella. Tähän maailma on kuitenkin jo tottunut. Talouskriiseissä ja –taantumissa oma valuutta ja sen devalvoituminen edesauttavat maan tuotannon toipumista.

Toinen kysymys liittyy siihen, minkälaisia pitkän aikavälin vaikutuksia devalvoitumisella voidaan saada aikaan. Tämä riippuu pääasiassa siitä, kuinka vastuullisesti kotimaiset markkinaosapuolet (vientiteollisuus, työntekijäjärjestöt) kantavat vastuunsa maan talouden tasapainon ja kilpailukyvyyn säilyttämisen puolesta.⁵²

Oleellista on, luotetaanko siihen, että markka voi säilyttää arvonsa. Siirtymäkauden jälkeen markan arvon kehitys riippuu siitä, kuinka uskottava maan talouspolitiikka on. Mitä tiukempi on rahapolitiikka, sitä korkeampi on markan arvo ja päinvastoin. Valuutan arvo tulee luottamuksesta maan talouspolitiikkaan.

⁵² Kun Suomen markka kahdesti devalvoitiin vuosina 1991-1992 ja laskettiin sen jälkeen kellumaan 1992-1998, tämä oli Nokian nousun ohella merkittävin tekijä sille, että Suomen talous lähti elpymään tuottaen hyvinvointia maalle 15 vuodeksi. Se valitettavasti samalla hidasti maan työvoimamarkkinoiden joustavoittamista, missä Suomi on vuosia jäljessä lähimaissa tapahtunutta kehitystä.



Kuvio 2. Suomen rahan ulkoinen arvo 1988-2015 dollareissa *Lähde: EKP ja Federal Reserve Bank of St. Louis. Ennen 1.1.1999 euron käyttöönottoa Suomen markan euroarvo saatu jakamalla FIM kiinnityssuhteella 5,94573*

Kuten edellä on esitetty, paluu kiinteään keskuspankin tai maan hallituksen määräämän valuuttakurssiin on kestävä ratkaisu: valuutan arvon tulee määräytyä markkinoilla vapaasti. Kuten lähiajan taloushistoria osoittaa, kiinteä valuuttakurssi mahdollistaa spekulatiiviset hyökkäykset valuutta vastaan. Keskuspankin pysyessä pois valuuttainterventioista, tällainen ei ole mahdollista. Toki spekulantit voivat pelata toisiaan vastaan, mutta tämä on normaalia lyhytkestoista markkinaprosessia. *Valuutan arvon tulee määräytyä markkinoilla*

Kun Suomen edellisen laman aikana tilanne saatiin rauhoitettua markan 14.11.1991 devalvoinnin ja 7.9.1992 käynnistyneen kellunnan jälkeen, kellunnan todettiin olevan kutakuinkin pysyvä olotila. Seuraava muutos tapahtui, kun siirryttiin ERMiin. Kellunta ei itse asiassa ollut missään vaiheessa täysin puhdas siinä mielessä, etteikö Suomen Pankki olisi ollut lainkaan mukana valuuttamarkkinoilla. Kellunnan aikana valuuttamarkkinoilla intervenointiin jossakin määrin, mutta periaatteena oli tasoittaa "liian suuria" päivittäisiä tai päivästä toiseen muutoksia markan ulkoisessa arvossa. On merkittävää, että kellutusaikana alun heikentymisen jälkeen marka alkoi vahvistua, korot laskivat ja usko Suomen talouteen elpyi varsin nopeasti. On kuitenkin korostettava sitä, että valuuttainterventioilla ei 1990-luvulla ollut makrotaloudellisia tavoitteita eikä se siten luonut mahdollisuutta spekuloida keskuspankkia vastaan.

ERMiin liitettiin tavoitteena Suomen EMU-jäsenyys. Muodollisesti rahapolitiikan päätavoitetta (hintavakaus, matala inflaatio) ei muutettu. Käytännössä kuitenkin jouduttiin toimimaan

siten, että valuuttakurssin painoarvoa rahapolitiikan tavoitteena jouduttiin kuitenkin korostamaan. Tämä johti siihen, että ajoittain jouduttiin intervenoimaan markkinoilla tuntuvastikin.⁵³

Keskuspankit ovat jo pitkään perustaneet rahapoliittisen lähitavoitteensa pankkien välisten tukumarkkinoiden korkojen säätelyyn oman ohjauskorkonsa avulla.⁵⁴ Näin tulee toimia jatkosakin rahapolitiikan virityksen säätelymiseksi.⁵⁵

Edellä kohdassa (i) korostettiin sitä, että maan valuutan tulee kellua, keskuspankin pitäytyä valuuttainterventioista ja korkeintaan tasata päiväkohtaisia vaihteluita valuutan arvossa. Tämän seurauksena markkinakorot rahoitusjärjestelmässä määräytyvät niin sanotun kattamattoman korkopariteetin hengessä. Kun kotimaista korkotasoa merkitään symbolilla i_t ja ulkomaista symbolilla i_t^* , voidaan kirjoittaa.

$$i_t + \frac{E_{t+1}^e - E_t}{E_t} = i_t^*.$$

Sen mukaan kotimaisen korkotason on oltava yhtä suuri kuin ulkomainen korkotaso lisätynä valuutan odotetulla devalvoitumisella.⁵⁶

⁵³ Suomen Pankin vuosikertomukset.

⁵⁴ McLeay, Radia ja Thomas (2014).

⁵⁵ Keskuspankkipolitiikan kaksi keskeistä virhettä 1990-luvulta lähtien niin USA:ssa, Englannissa kuin Euroopan rahaliitossa ovat olleet ensiksikin tulkinta siitä, että matala inflaatio olisi keskuspankkien rahapolitiikan ansiota. Se on tosiasiaa johtunut globalisaatioprosessista ja sen tuomasta palkka- ja hintakurista koko läntisessä maailmassa. Toinen virhe on ollut edelliseen perustuva liian keveä korkopolitiikka, joka johti hallitsemattomaan raha- ja luottoekspansioon 2000-luvulla niin USA:ssa kuin Euroopassa. Seurauksena oli kestävä kysynnän kasvu, osakemarkkinoiden hintakupla sekä asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen USA:ssa ja Euroopan osalta etenkin Irlannissa ja Espanjassa.

⁵⁶ Monet suomalaiset muistelevat kauhulla 1990-luvun lamavuosia ennen devalvaatiota ja markan kellutusta, jolloin korot Suomessa olivat jopa 15 %:n tasolla (vrt. Nars (2013)). On syytä muistuttaa siitä, että tappava korkotaso johtui markan kiinteäksi väitetystä ulkoisesta arvosta. Markkinat eivät siihen uskoneet ja hinnoittelivat siksi markoissa sovittujen luottojen korot pilviin. Suomen Pankki puolusti markkaa siihen asti, kunnes sen valuuttavaranto ehtyi. Jos valuutta kelluu, sen arvon on joka hetki oikea eikä devalvoitumisodotuksia voi olla. Näin olleen kelluvassa valuuttakurssijärjestelmässä kotimaiset korot ja ulkomaiset korot ovat samaa suuruusluokkaa.

7 Rinnakkaisvaluuttajärjestelmä – kaksi laillista maksuvälinettä

Paluu omaan valuuttaan tai siirtyminen ns. rinnakkaisvaluuttaan ovat ratkaisuna erilaiset. Edellisessä kansallinen valuutta (kutsutaan sitä ”markaksi”) olisi maassa ainoa laillinen maksuväline. Rinnakkaisvaluuttajärjestelmässä uuden kansallisen valuutan ohella myös euro jatkaisi laillisenä maksuvälineenä.

Paluu kansalliseen valuuttaan olisi suoraviivaisempaa toteuttaa kuin siirtyminen rinnakkaisvaluuttajärjestelmään. Jälkimmäisen etu kuitenkin olisi siinä, että sen myötä maa ei hylkäisi Euroopan rahaliittoa. Miten suhteet Euroopan keskuspankkiin kehittyisivät, olisi avoin asia.

Rinnakkaisvaluuttamallissa marka ja euro kilpailevat vaihdon välineenä. Rinnakkaisvaluutan tapauksessa ihmisten ja yritysten on vapaaehtoisesti oltava halukkaita pitämään myös markkaa talletuksina ja käteisenä.

On selvää, että oman valuutan käyttöönotto ainoana laillisenä maksuvälineenä on helpompi ratkaisu kuin rinnakkaisvaluuttamalli. Rinnakkaisvaluuttamallin etu voi olla siinä, että se mahdollistaa tavallaan eurossa pysymisen – vaikkakaan ei osana EKP:tä.

Euroopan Unioni koostuu 28 jäsenvaltiosta joista 19 on myös eurojärjestelmässä mukana. ECU-2 on ratkaisu, jota ovat ehdottaneet Miettinen (2011) ja Nordvig (2012). Rinnakkaisvaluuttaan siirtyminen kaikissa rahaliiton maissa palauttaisi kaikki EU:n 28 jäsenmaata samaan tilaan jossa ne olivat 31.12.2008, kuitenkin säilyttäen euron. Euron esiaste ECU, European Currency Unit eli Euroalueen korivaluuttayksikkö muuttui euroiksi 1:1-suhteella 1.1.1999. ECU-2 mallissa 19 Euromaata ottaisivat käyttöönsä kansallisen rinnakkaisvaluutan ja sopivat että olemassa olevat eurot määritellään näiden 19 valuutan summana. Summafunktion painoina käytettäisiin viimeisintä EKP:n pääoma-avainta Euromaille laskettuna.

Eurosta tulisi EKP:n pääoma-avaimen mukainen painotettu korivaluutta. Periaate olisi sama jota IMF:n SDR (Special Drawing Right) noudattaa. Eurot jatkaisivat kaksoisvaluuttana kansallisten valuuttojen rinnalla vähintään niin kauan kuin olemassa olevia vastuuta olisi olemassa eli vuosikymmeniä. Saksan valuutan, DEM, paino on 25,6% ja Italian ITL 17,5%, Suomen FIM:in, markan, ollessa 1,8%. Nämä painot ovat pysyviä, joten euro 2.0:n arvon määrittäminen on mekaaninen yhteenlasku.

Jos kaikki euromaat ottaisivat rinnakkaisvaluutan käyttöön, euro voisi uudelleenmäärittelyn jälkeen jatkaa olemassaoloaan rinnakkais- ja kauppavaluuttana jopa ikuisesti. Myös euroseteleitä ei tarvitsisi poistaa käytöstä, vaan niitä voitaisiin käyttää myös käteisvaluuttana. Kansalliset valuutat aloittaisivat (mikäli niin valitaan) kellumisen 1:1 suhteessa euroon ja toisiinsa, mutta ne alkaisivat erkaantua toisistaan sen mukaan, miten markkinat ne hinnoittelevat. Voidaan olettaa että jotkut valuutat vahvistuisivat (kuten DEM) ja toiset heikentyisivät (kuten ITL), ja kolmannet ehkä pysyvät kohtuullisen vakaana euroon nähden. Korieuron arvo dollariin nähden todennäköisesti ei liikkuisi rajusti, vaan heilahtelisi kuin nykyinenkin euro. Investoin-

tipankki Nomuran ekonomisti Jens Nordvig arvioi vuonna 2014 että kaikkien euromaiden valuutta olisi nykyisen euron arvoon nähden yliarvostettu paitsi Saksan. Tällä hetkellä sijoittajat ovat varmasti epävarmoja siitä, olisivatko esimerkiksi Italian eurovastuut euron hajoamistilanteessa yhä euroja vai voisiko osa niistä muuttua välittömäksi todennäköisesti alempiarvoisiksi liiravastuiksi. Korieuromääritys poistaisi tämän epävarmuuden, mikä voisi näkyä myös Italian kaltaisten euromaiden korkojen riskipremioiden laskemisena.

8 Miten oman valuutan käyttöotto onnistunut: kokemuksia maailmalta

Riippumattomien maiden yhteiset valuuttaunionit eivät historiassa ole olleet pysyviä ratkaisuja. Sekä 1800-luvun latinalainen että skandinaavinen valuuttaunioni kaatuivat ensimmäisen maailmansodan alkaessa. Myös muita esimerkkejä omaan valuuttaan siirtymisestä on.

(i) *Neuvostoliiton hajoaminen: ruplaunioni*

Neuvostoliiton hajoamisen jälkeisessä ruplaunionissa, jokaisella keskuspankilla oli oikeus antaa luottoa liikepankeilleen. Jokainen valtio puolestaan sai seigniorage-tuloa luotonannosta. Kyseessä oli klassinen vapaamatkustajan ongelma. Jokainen valtio sai seigniorage-tuloa luomastaan luotosta, mutta kärsi vain osan inflaatiosta, koska rahan määrän lisäys koski koko viidentoista maan rupla-aluetta.

(ii) *Tsekki ja Slovakia*

Tsekkoslovakia hajosi kahdessa vaiheessa.⁵⁷ Ensimmäinen vaihe alkoi kun oikeisto voitti vuoden 1992 kesän parlamenttivaalit Tsekissä ja vasemmisto Slovakiassa. He eivät pystyneet (tai halunneet) muodostaa yhteistä hallitusta. Tämän seurauksena päätettiin muodostaa kaksi erillistä maata, ja ero astui voimaan 1. tammikuuta 1993. Eron vaikutuksien minimoimiseksi maat päättivät säilyttää yhteisen työmarkkinan, tulliliiton ja valuutan.

Valuuttaliitosta huolimatta kumpikin maa perusti oman keskuspankinsa. Sovittiin myös, että kumpikin maa voisi vetäytyä yhteisvaluutasta tiettyjen ehtojen vallitessa.⁵⁸ Näiden ehtojen täyttymiseen ei mennyt kauaa. Valuuttareservit hupenivat kummassakin maassa nopeasti heti

⁵⁷ Fidrmuc ym. (1999).

⁵⁸ Maa saattoi erota unionista jos 1) jommankumman valtion budjettivaje ylittäisi 10 %, 2) jos jommankumman valtion valuuttareservit laskisivat alle maan yhden kuun tuonnin arvo, 3) pääoman siirrot maiden välillä ylittäisivät 5 % tai 4) jos yhteinen Rahapolitiikkakomitea ei pääsisi yksimielisyyteen rahapolitiikasta.

kun maiden jakautumisesta tiedotettiin. Yhteisvaluutan, Tsekkoslovakian kruunun vaihtokurssi nousi huomattavasti yli virallisen valuuttakurssin kansainvälisten pankkien välisillä markkinoilla. Vuosien 1992 ja 1993 vaihteessa sekä vuoden 1993 alussa monet slovakit siirsivät varojaan Tsekin pankkeihin Slovakian valuutan devalvoitumisen pelossa. Myös Tsekin vienti Slovakiaan kasvoi huomattavasti. Samanaikaisesti Slovakian Tshekkeihin tuotteita toimittaneet yritykset pyrkivät maksamaan velkojaan pois niin nopeasti kuin mahdollista, kun taas Tshekin yritykset viivyttivät maksujaan Slovakiaan niin pitkälle kuin mahdollista. Tämä johti hitaaseen valuuttapakoon Slovakiasta Tshekkiin. Tämän vuoksi valuuttojen erottamisesta päätettiin 19. tammikuuta 1993. Salaisissa neuvotteluissa sovittiin, että valuutat erotetaan 8. helmikuuta. Tieto tuli julkiseksi 2. helmikuuta ja 3. päivä kaikki maksut maiden välillä pysäytettiin ja rajatarkastuksia lisättiin valuuttaviennin ehkäisemiseksi. 4. ja 7. päivän välillä Tshekko-slovakian yhteinen valuutta leimattiin uudeksi valuutaksi kummassakin maassa. Kansalaisia myös kannustettiin tallettamaan rahansa pankkeihin ennen eroa säätämällä 4000 CSK:n nostorajoitus (joka vastasi yhden kuun keskimääräistä palkkaa). Kolikot jatkoivat kierrossa normaalisti,⁵⁹ kunnes ne korjattiin uudella valuutalla. Kummankin maan setelistö oli vaihdettu uuteen vuoden 1993 elokuun loppuun mennessä.

(iii) Argentiinan irtoaminen valuuttakatejärjestelmästä

Argentiinan peso oli kytketty USA:n dollariin ns. valuuttakatejärjestelmän hengessä vuodesta 1991 lähtien. Maan kilpailukyky kuitenkin rapautui ja maa velkaantui. Se oli kykenemätön hoitamaan julkista velkaansa vuonna 2001 ja joutui purkamaan dollarisidoksensa vuonna 2002. Se seurauksena valuutta heikkeni dollarisuhteesta 1:1 suhteeseen 1:4 (eli devalvoituminen oli 75 prosenttia). Maa jätti ulkomaisista veloista 2/3 maksamatta mutta on sittemmin maksanut velkansa IMF:lle mutta ei kaikille ulkomaisille sijoittajille. Kriisiin reagoitiin päättämällä talletusten nostorajoitteista. Seurauksena oli levottomuuksia ja työttömyys nousi pahimmillaan 25 prosenttiin.

Kuten yllä totesimme, Argentiinan talous kuitenkin supistui valuuttakatejärjestelmästä luopumisen jälkeen vain yhden vuosineljänneksen ja kasvoi 63 prosenttia seuraavan 6 vuoden aikana. Kolmessa vuodessa se oli päässyt takaisin kriisiä edeltävälle tuotannon tasolle ja köyhyys alkoi vähentyä.⁶⁰

(iv) Suomen markka on kellunut aikaisemminkin

⁵⁹ Niiden osuus kierrossa olevasta rahasta oli hyvin pieni. Vain 3 %.

⁶⁰ Argentine economic crisis (1999-2002) .

Suomen markka erkani ruplaunionista vuonna 1860 kiinteällä vaihtokurssilla 1:4. Venäjän ja Suomen rahapolitiikka erkaantuivat toisistaan ja erosivat pysyvästi Suomen itsenäistyttyä.

Ennen kuin maailma siirtyi kultakantaan, Suomen markka suhteessa ruplaan ja muihin valuuttoihin kellui vuodesta 27.7.1918 lähtien marraskuuhun 1923 saakka (hallittu kellunta). Kultakantaan siirtyminen johti kiinteän kurssin kauteen.

Myös vuosina 1992-1998 markka kellui, jolloin se alkuheikentymisen jälkeen alkoi vahvistua ja samalla korot pienenevät verrattuna kiinteän ECU-kiinnityksen aikaiseen tilanteeseen.

9 Lopuksi

Kun Suomi liittyi euroalueeseen, pelättiin Suomea kohtaavia mahdollisia epäsymmetrisiä sokkeja Mundellin vuonna 1961 esittämän teorian valossa. Suomea onkin kohdannut kaksi epäsymmetristä sokkia:

- (i) Perinteiset vientialat metsäteollisuus ja elektroniikkateollisuus ovat merkittävästi supistuneet. Tämä edustaa toista sokkia.
- (ii) Toinen sokki on tullut eurojärjestelmän sisältä: Suomen kärsimysnäytelmäksi euron osalta on muodostunut 6 mrd. euron vastuut Kreikalle ja karkeasti 15 mrd. euron vastuut koko euroalueelle sen kustannuksen lisäksi, että kansantalous ei kasva.

Euroaluetta luotaessa tiedostettiin, että se ei täytä Mundellin vuonna 1961 määrittelemiä optimaalisen valuutta-alueen kriteereitä. Mukaan tuli maita, joiden kilpailukyky oli muita pysyvästi heikompi. Tästä ei piitattu. Eurosta piti tulla Euroopan integraatiota vauhdittava ja kansoja yhdistävä projekti.

Kriisin myötä euroliittovaltio luominen on tulossa europoliitikkojen ja kansallisten parlamenttien esityslistalle. Onko olemassa selviä rajoja, joiden ylitse mentäessä Suomi ei voi olla mukana vai jatkaako Suomi ajopuuna entiseen malliin? Ketkä päättäjistä ovat federalisteja ja ketkä kannattavat omaa valuuttaa.

Jos euroliittovaltioon ei haluta mennä, on ilmeistä, että paluu markkaan on vaativampi askel kuin meno euroon. On ymmärrettävää pelkoa siitä, että Suomen Pankki ei kykene riittävän laadukkaaseen rahapolitiikkaan. Tähän on kuitenkin todettava, että myöskään EKP ei ole siihen pystynyt. Eurokirjamme viestittää siitä tulkinnasta, jonka mukaan 2000-luvun rahoitusmarkkinakriisi johtui USA:n ja Euroopan keskuspankkien liian keveästä rahapolitiikasta. Saksan ja Ranskan edut ovat olleet ensisijaisia EKP:ssä.

Kansallinen valuutta voi toimia kuitenkin myös sisäisen kehityksen jarruna, jos sen varjolla talouden rakenteita ei uudisteta. Inflaatio-devalvaatiosykli johti Suomessa toistuviin vaihtotaseongelmiin ja epäoikeudenmukaisiin tulonsiirtoihin tallettajilta velallisille 1950-luvulta lähtien. Hyödyt omasta valuutasta voivat siksi jäädä pieneksi, jos Suomen kansalliset instituutiot eivät kehity globalisoituvan talouden vaatimusten mukaisesti. Jos Suomesta tulee Norlandia, liittovaltiotarkaisu on Suomelle hyvä valinta. Suomi joutuu silloin troikan haltuun, mutta se on oma valinta.

On myös mahdollista, että euroliittovaltio ei tule onnistumaan, jos se luodaan vahvistuvan yhteisvastuun hengessä. Markkinoiden tehokkuus kärsii, jos yhteisvastuuta on liikaa. Tällöin oman rahan vaihtoehto on nostettava esiin. Jos ja kun markkinat eivät ole riittävän joustavia, tarvitaan joustava valuuttakurssi.

10 Kirjallisuutta:

Alesina, A., and Spolaore, E., (2003), *The Size of Nations*, MIT Press.

Argentine economic crisis (1999-2002) – Wikipedia

Arrow, K.J., (1951), *Social Choice and Individualistic Values*, John Wiley and Sons.

Blanchard, O., Amighini, A., and Giavazzi, F., (2010), *Macroeconomics. A European Perspective*, Second edition, Pearson.

Bootle, R., (2011). "Leaving the euro: a practical guide." A Submission for the Wolfson Economics Prize MMXII. Capital Economics.

EuroThinkTank: *Euron tulevaisuus. Suomen vaihtoehdot*, 2014.

EuroThinkTank: *Miten Suomi voidaan pelastaa. Talouspoliittinen manifesti* 2015.

Evans-Prichard, A., (2010), "The horrible truth starts to dawn on Europe's leaders", *The Telegraph* 16.11.2010.

Feldstein, M., (1992), "The case against the EMU", *The Economist*, 13.6.1992.

Feldstein, M., (1997), "The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability", NBER WP 6150.

Fidrmuc, J. Horvath, J. and Fidrmuc, J. (1999). The stability of monetary unions: lessons from the breakup of Czechoslovakia. *Journal of Comparative Economics*, 27, 753-781.

Fischer, S., (2008), "Mundell-Fleming Lecture: Exchange Rate Systems, Surveillance, and Advice", IMF Staff Papers, 55(3), 367-383.

Friedman, M., (1953), "The Case for Flexible Exchange Rates", kirjassa *Friedman's Essays in Positive Economics*, University of Chicago Press.

Ghosh, A.R., Ostry, J.D., and Qureshi, M.S., (2014), "Exchange Rate Management and Crisis Susceptibility: A Reassessment", IMF Working Paper N:o 14/11.

Ghosh, A.R., Ostry, J.D., and Qureshi, M.S., (2014), "Managing the exchange rate: It's is not how much, but how", <http://www.voxeu.org/person/jonathan-d-ostry>

GnS Economics. *Q-Review: Maailmantalouden suhdanneanalyysi*, 2/2015.

GnS Economics, Suomi ja EMU: *Euron hyödyt, kustannukset ja tie eteenpäin*, 1/2012.

Jaari, R., (2013) "Ruron haitat ylittävät hyödyt", *Helsingin Sanomat* 12.7.2013.

Jokela, J., Kotilainen, M., Tiilikainen, T., Vihriälä, V., (2014), *EU:n suunta. Kuinka tiivis liitto?*

Kanniainen, V., "Mitä markan paluusta seuraisi?", *Aamulehti* 8.2.2012.

Kanniainen, V., "Avoin kirje Pääministeri Jyrki Kataiselle", *Uusi Suomi* 12.5.2014.

Kanniainen, V., Koskenkylä, H., ja Nyberg, P., Hyväksyykö Suomi liittovaltiokehityksen?, *Helsingin Sanomat* 23.6.2015.

Kanniainen, V., ja Koskenkylä, H., Pääomatulojen verotusta on uudistettava, *Helsingin Sanomat* 1.7.2015.

Korkman, S., (2011), "Kriisien jälkeen euro voi toimia paremmin", *Helsingin Sanomat* 24.3.2011.

Korkman, Sixten, "Ero eurosta loisi helvetin", Haastattelu, *Iltalehti* 7.5.2014.

Koskenkylä, H., (1994), "Pohjoismaiden pankkien tilanne vuonna 1994", *Suomen Pankin keskustelualoitteita* 20/94.

Kouparitsas, Michael A. (2001). "Is the United States an optimum currency area? An Empirical analysis of regional business cycles", Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper. 2001-21.

Kouparitsas, M.A., (2001), "Is the United States an optimum currency area? An empirical analysis of regional business cycles", Federal Reserve Bank of Chicago Working Paper 2001-21.

Krugman, Paul, *Lama, HS kirjat*, 2009.

Malinen, T. ja T. Kuusi (2013). "Miksi euroalue on ongelmissa?", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 109, no. 4, 512-527.

- McKinnon, R., (2000), "Mundell, the Euro, and Optimum Currency Areas", May 22, 2000.
- McLeay, M., Radia, A., and Thomas, R., (2014), Money creation in the modern economy, *Quarterly Bulletin* 2014 Q1.
- Miettinen, Sami, (2013), "The Redefinition of Euro as the Eurozone Basket Currency", Wolfson Economics Prize competition entry.
- Mundell, R.A., (1961), "A Theory of Optimum Currency Areas", *American Economic Review*, 51, No.4.
- Mundell, R., (1973a), "Uncommon Arguments for Common Currencies", in H.G. Johnson and A.K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, 1973. pp.114-32.
- Mundell, R., (1973b), "A Plan for a European Currency", in H.G. Johnson and A.K. Swoboda, *The Economics of Common Currencies*, Allen and Unwin, 1973. pp.114-32.
- Nars, K., (2011), Haastattelu, *Arvopaperi* 9/2011 ("Markka oli roskavaluutta").
- Nars, K., (2011), Haastattelu, *Suomen Kuvalehti* 10.2.2011 ("Paluu markkaan maksaisi Suomelle maltaita.") Nars, K., (2012), "Markkaan paluu olisi vaarallista uhkapeliä", *Helsingin Sanomat* 20.1.2012.
- Nars, K., (2012), "Eurosta luopuminen voisi johtaa kaaokseen rahamarkkinoilla", *Helsingin Sanomat* 15.7.2012.
- Nars, K., (2013), "Suomi on hyötynyt EU:sta ja eurosta", *Helsingin Sanomat* 11.7.2013.
- Nordea, *Mitä jos euroalue hajoo?*, Lokakuu 2012.
- Nordvig, Jens and Firoozye, N., (2014), "Rethinking the European Monetary Union", Wolfson Economics Prize competition entry.
- Obstfeld, M., and Rogoff, K., (1995), "The Mirage of Fixed Exchange Rates", *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 73-96.
- Pomfret, R. (2002). IMF and the ruble zone. *Comparative Economic Studies*, 44(4), 37-47.
- Reinhart, C., and Rogoff, K., (2004), "The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation", *Quarterly Journal of Economics*, 119(1), 1-48.
- Rogoff, K.S., (2014), "Costs and Benefits to Phasing Out Paper Currency", NBER Working Paper 20126.
- Spolaore, E., (2009), "Efficiency and Stability of National Borders", *Review of Business and Economics*, 44, 4-21.
- Stiglitz, J., Haastattelu, *Helsingin Sanomat* 20.9.2015.

Towards a Genuine Economic and Monetary Union. Euroopan neuvoston presidentti Herman Van Rompuy, Euroopan komission puheenjohtaja Jose Manuel Barroso, Euroryhmän Presidentti Jean-Claude Juncker sekä Euroopan keskuspankin pääjohtaja Mario Draghi (http://ec.europa.eu/economy_finance/crisis/documents/131201_en.pdf) sekä ”viiden presidentin raportti” kuluvalta vuodelta http://ec.europa.eu/priorities/economic-monetary-union/docs/5-presidents-report_en.pdf

Tressel, T: ”Financial Contagion through Bank Deleveraging: Stylized Facts and Simulations Applied to the Financial Crisis”, IMF Working Paper wp/10/236, löytyy osoitteesta <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10236.pdf>.

Törnqvist, S., (2013) ”Mihin EU:ssa voi enää luottaa?”, Euro vai ei? *Eurokriisi ja Suomen vaihtoehto*, Suomen Perusta.

Wagner, H.: "Preconditions for the Success of the European Monetary Union", in: M. Haller (ed.), *The Making of the European Union. Contributions of the Social Sciences*, Berlin: Springer 2001.

Wahlroos, B., (2015), *Talouden kymmenen tuhoisinta ajatusta*, Otava.

Wessman, R., (2015) ”Aivovoimistelua euron hajottamisesta”, blogi.

<http://rogerwessman.com/2015/07/28/aivovoimistelua-euron-hajottamisesta/>

Vihriälä, V., (2015), "Olemme pudonneet kelkasta". Suomen huippuekonomisti harmittelee europäätöksiä ja talouskriisin hoitoa, *Helsingin Sanomat* 22.9.2015.

VM 1.10.2015: *Keskitetyn ohjauksen EMU ja markkinakuri EMU*.

Woodford, M., (2003), *Interest and Prices. Foundations of a Theory of Monetary Policy*, Princeton and Oxford: Princeton University Press.

<http://www.hurriyetdailynews.com/european-banks-saved-first-before-greece.aspx?PageID=238&NID=84725&NewsCatID=51>

<https://www.worldpaymentsreport.com>