

## KORONAKRIISI KOETTELEE EUROALUEEN YHTENÄISYYTTÄ

**K**oronaviruksen leviäminen aiheuttaa talouteen tarjontashokin, kun yritykset kärsivät liiketoimintansa rajoituksista, henkilöstönsä poissaoloista ja toimitusketjujen katkeamisista. Seurauksena on myös kysyntäshokki, kun viranomaisten asettamat rajoitukset sekä tulojen ja niitä koskevien odotusten aleneminen supistavat kotitalouksien kulutusta ja yritysten investointeja. Bruttokansantuote vähenee. Kun verokeritymät alenevat ja julkinen valta lisää menojaan, julkisen talouden rahoitusaliijäämä ja velkataakka paisuvat.

Euromaiden valtioiden velkaantuminen tuo helposti mieleen vuosikymmenen takaiset finanssi- ja eurokriisit. Yleinen mielikuva on, että eurokriisi johtui valtioiden holtittomasta taloudenpidosta. Tämä pitikin pitkälti paikkansa yhden kriisimaan, Kreikan kohdalla, joka pimitti asiaa. Toisaalta esimerkiksi Italiassa oli jo entuudestaan paljon julkista velkaa, kun taas Espanjan velkataakka oli verraten alhainen, mutta se joutui finanssikriisissä lisäämään sitä paljon maan asunto-markkinoiden ja -rakentamisen romahdettua. Koronakriisissä valtiot joutuvat jälleen ottamaan runsaasti velkaa terveydenhuoltomenojen kasvaessa, pelastaakseen yksityisen sektorin toimijoita ja estääkseen syvän laman. Voisiko tämä johtaa uuteen eurokriisiin?

Eurokriisissä jotkut rahaliiton jäsenmaista kokivat vaikeuksia rahoittaa julkisen talouden alijäämiään, niiden korkoerot suhteessa Saksaan nousivat, ne tarvitsivat tukipaketteja ja sopeutusohjelmia, ja saatettiin jopa keskustella niiden eroamisesta tai erottamisesta euroalueelta. Useina vuosina ennen koronakriisiä näistä asioista ei juuri keskusteltu, kun talouskehitys oli kohtuullisen hyvää ja talouspolitiikan säännöistä joustettiin aina tarvittaessa. Vain Italian ja etenkin sen pankkisektorin tilanne aiheutti aika ajoin suurempaa huolta.

Euromaiden velkataakat eli julkisten velkojen suhteet bruttokansantuotteeseen ovat yhä varsin eritasoisia, ja monessa tapauksessa tilanne on hyvin samanlainen kuin eurokriisissä. Tuoreimpien, Eurostatin julkaisemien tietojen mukaan viime syyskuun lopussa keskimääräinen velkasuhde oli 86,1 prosenttia. Suomi sijoitui niukasti alle vakauserityksen 60 prosentin velkarajan alle (59,4 prosenttia), Saksa hieman sen

yläpuolelle (61,2) ja aiemmista kriisimaista Irlanti vain vähän korkeammalle tasolle (62,6). Ranska (100,5) ja Belgia (102,5) sijoittuivat lähemmäs neljän muun vanhan eurokriisimaan joukkoa: Espanja (97,9), Portugali (120,5), Italia (137,3) ja Kreikka (178,2). Koronakriisissä nämä lukemat uhkaavat kohota voimakkaasti.

## TILANNE ON NYT ERILAINEN KUIN EUROKRIISISSÄ

**T**ilanne on nyt kuitenkin kolmella tavalla erilainen kuin eurokriisissä. Ensinnäkin koronaviruksen leviäminen ja siihen liittyvät rajoitustoimet koskettavat kaikkia maita yhtäläisesti. Nyt ei ole mahdollista syyttää mitään jäsenmaata itse aiheutetusta kriisistä. On tosin mahdollista, että sormella osoitetaan niitä, jotka eivät ole saaneet velkatasoaan paljoakaan alennetuksi tai laiminlyöneet sote-järjestelmiensä kehittämisen. Tässä on se ristiriita, että velkataakan keventäminen olisi edellyttänyt säästöjä juuri sosiaali- ja terveystalouksista.

Toiseksi euroalueen talouspoliittisten sääntöjen noudattamista ei nyt vaadita, koska koronakriisi ymmärretään niin vakavaksi, ettei siinä olisi mitään järkeä. Vakauserityksen ja kasvusopimuksen alijäämä- ja velkarajat saa ylittää eikä muitakaan talouspolitiikan rajoitteita tarvitse kunnioittaa. Euroopan keskuspankki (EKP) voi laajentaa arvopaperien osto-ohjelmiaan ja luotonantoon niin paljon kuin se katsoo olevan tarvetta. Euroalueen taloussäännöt osoittautuvat poliittisiksi päätöksiksi, joista voidaan pahassa kriisissä tinkiä vaikka miten paljon. Ne eivät olleetkaan kiveen hakattuja – ja eihän niiden takaa löydykään mitään vahvoja taloustieteellisiä perusteita.

Kolmanneksi rahoitusmarkkinat eivät näytä välittävän valtioiden velkaantumisen, mikä näkyy siinä, että valtionvelkakirjojen korot pysyvät alhaisina (ks. kuvio kansainvälisen talouden ennusteen lopussa). Siinä ne uskovat EKP:n apuun. Sen sijaan finanssi- ja eurokriisissä valtioiden velkaantumiseen liittyi – samalla kun luottoluokituslaitokset alensivat niiden luokituksia – valtionlainojen korkojen nousu, mikä sai hallitukset kiristämään finanssipolitiikkaa ja siten syventämään taantumaa. Tuolloinhan EKP ei luvannut estää korkojen nousua ennen kuin vuoden 2012 kesällä pääjohtaja Mario Draghi esitti legendaarisen ”whatever it takes”-julistuksensa.

## EKP ON LUVANNUT SUURIA TUKITOIMIA

**E**KP on jo monen vuoden ajan tavoitellut matalalla ohjauksella ja erilaisilla arvopaperien osto-ohjelmilla vajaan kahden prosentin inflaatiota ja pitänyt euroaluetta kasassa. Viime syyskuussa -0,5 prosenttiin alennettua EKP:n talletuskorkoa ei ole enää muutettu. Tuolloin uudelleen aloitettuja arvopaperien kuukausittaisia 20 miljardin euron netto-ostoja





päätettiin koronakriisin puhjettua 12.3.2020 täydentää 120 miljardin ostoilla vuoden loppuun mennessä ja kohdentaa ne yrityslainoihin.

Viikkoa myöhemmin EKP avasi kokonaan uuden pandemiaan liittyvän arvopaperien osto-ohjelman (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Sen tälle vuodelle varattua 750 miljardia euroa voidaan tarvittaessa laajentaa niin kauan kuin pandemia kestää. Lisäksi EKP on valmis joustamaan itse asettamissaan ehdoissa, kuten esimerkiksi siinä, kuinka paljon tietyn valtion velkakirjoja se voi ostaa. Se voisi ehkä vielä asettaa valtionlainojen koroille matalan tavoitteen samaan tapaan kuin esimerkiksi Japani on tehnyt.

Usein esitetty kritiikki EKP:n arvopaperiostojen ja muuta antolainauksista kohtaan on ollut se, että ne rahat ovat menneet suurelta osin pankkien ja yritysten taseisiin eivätkä ole lisänneet kokonaiskysyntää eivätkä inflaatiota. Pankkien luotonanto yksityiselle sektorille on kylläkin kasvanut, mutta se voi olla lähinnä kysyntä- vetoista, ja sitä paitsi sen kasvu on viime aikoina hidastunut. Nyt kuitenkin varsinaisena tavoitteena on tuoda helpotusta velkamarkkinoille, niin valtioille kuin yksityisellekin sektorille. Tämä ei välttämättä poista tarvetta erilaisiin velkajärjestelyihin, jos EKP:n tukitoimet eivät jostain syystä riitä. Tällä hetkellä niiden vastustus sen neuvostossa on kuitenkin vähäistä.

## EUROALUEEN YHTEISET TOIMET VIIPYVÄT

**M**yös euroalueen jäsenvaltiot ovat keskustelleet yhteisistä tukitoimista. Huippukokouksessa 25.3. ei kuitenkaan päästy yhteisymmärrykseen, ja asia annettiin uudelleen euroryhmän eli valtionvarainministerien valmisteltavaksi kahden viikon kuluessa. Esillä on ollut Euroopan vakausmekanismin (EVM) markkinoilta lainaamien varojen ohjaaminen jäsenmaille koronakriisin aiheuttamiin menoihin. Tällä hetkellä näitä varoja voitaisiin saada noin 410 miljardia euroa, mutta niitä tarvittaisiin paljon enemmän. EKP voisi ostaa velkakirjat jälkimarkkinoilta. Erityisesti Italia ja Espanja kuitenkin vastustivat EVM:n käyttöön ottoa, koska siihen liittyisi tiukka makrotaloudellinen sopeutusohjelma.

Euroalueen huippukokouksen alla yhdeksän jäsenmaan joukko (Italia, Ranska, Espanja, Portugali, Irlanti,

Kreikka, Slovenia, Belgia ja Luxemburg) elvytti aiemmin pitkään esillä olleen ja torjutun idean yhteisistä velkakirjoista, ns. eurobondeista. Nyt ns. koronabondeilla, joita joku ”eurooppalainen instituutio” laskisi liikkeelle, rahoitettaisiin tilapäisesti jäsenmaiden terveydenhuoltomenoja. Myös EKP:n pääjohtaja Christine Lagarden kerrotaan ehdottaneen koronabondeja. Jos joku ”instituutio” – vaikkapa EU:n komissio tai Euroopan investointipankki – olisi liikkeellelaskija, niin valtioiden velkataakat eivät kasvaisi.

Saksa ja Hollanti kuitenkin vastustavat koronabondeja nimenomaan siksi, että ne pelkäävät niiden johtavan holtittomaan julkisen talouden hoitoon, kuten ne väittävät finanssi- ja eurokriiseissä tapahtuneen. Olisi myös mahdollista, että halukkaat maat perustaisivat koronabondit keskinäisellä sopimuksella, mikä toisaalta voimistaisi rahaliiton fragmentoitumista, ellei peräti sen hajoamisriskiä. Tämä uhka saattaisi saada koronabondien vastustajat joustamaan.

EU:n komissio on torjunut sekä koronabondit että tuen työttömyyskorvauksille. Sen sijaan se esittää jaettavaksi jäsenmaille edullisin ehdoin yhteensä 100 miljardin euron lainoja, joihin se kerää varat markkinoilta. Lainoille haetaan jäsenmaiden takaus. Järjestelyllä tuetaan työajan lyhentämijärjestelyjen laajentamista ja pyritään vähentämään työntekijöiden irtisanomisia.

Koronakriisin kielteiset talousvaikutukset tulevat nopeasti. Sinänsä rahoitusmarkkinoilta ei saattaisi tulla voimakasta vastareaktiota velkaantumiseen, jos EKP:n uskotaan jatkossakin tulevan apuun tarvittaessa velkakirjojen ostoillaan eikä sen odoteta ajavan osto-ohjelmiaan alas kovin nopealla aikataululla. Jos se ei tekisi sitä koskaan tai jopa mitätöisi hallussaan pitämät arvopaperit, kyse olisi ns. helikopterirahan erästä versiosta.

EKP ei kuitenkaan voi mandaattinsa puitteissa rahoittaa jäsenvaltioiden rahoitusaliäämiä suoraan. Jos ei keksitä juridista keinoa kiertää tämä rajoite, on EKP:n ostettava jälkimarkkinoilta velkakirjoja, joita ovat laskeneet liikkeelle joko jäsenvaltiot yksin tai jokin yhteisvastuullinen instituutio. Pahimmassa pulassa olevan Italian poliittinen johto on viime aikoina koventanut puheitaan, mutta jos se lähtee euroalueesta, niin se menettää EKP:n tuen. ■

*Heikki Taimio  
erikoistutkija*

*Palkansaajien tutkimuslaitos*