Elämää rahaliitossa

Yhteisestä rahasta kohti valtioiden liittoa?

A: 131 • 2026

Yleistajuiset selvitykset

Juha Kilponen
Jarmo Kontulainen

Juha Kilponen on Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosaston osastopäällikkö, ja Jarmo Kontulainen on osaston emeritus neuvonantaja. Kiitämme Juha Tarkkaa, Vesa Vihriälää, Martti Hetemäkeä, Sami Pakarista, Essi Eerolaa, Meri Obstbaumia, Markku Lehmusta ja Mika Kortelaista arvokkaista kommenteista artikkelin aikaisempiin versioihin ja erinomaisista keskusteluista aiheen tiimoilta. Haluamme kiittää myös Päivi Puontia, Juhana Aunesluomaa ja Jussi Lindgreniä vuoden 2025 Eurooppa foorumin ”Elämää rahaliitossa” -paneelissa käydystä keskustelusta. Kiitämme myös Heli Honkaharjua ja Lauri Vilmiä kuvioiden toteuttamisesta. Tässä esitetyt näkemykset ovat kirjoittajien omia, eivätkä ne välttämättä edusta Suomen Pankin tai eurojärjestelmän kantoja.

ISBN 978-952-323-453-6, verkkojulkaisu
ISSN 1798-1069

Helsinki 2026

Sisällys

Tiivistelmä 4
Johdanto ja yhteenveto 5
Euroopan talous- ja rahaliiton perusteet ja institutionaaliset puitteet 12
Rahaliiton syntyminen
Keskuspankin itsenäisyys ja hintavakaus
Finanssipolitiikan säännöt
Kriisit ja velkaantuminen 21
No bail-out -sääntö ja markkinakuri
Hallittu velkajärjestely
Rahapolitiikan välineistön muuttuminen
Epätavanomaisen rahapolitiikan fiskaalista vaikutuksista jäsenmaiden välillä
Rahapolitiikan ja finanssipolitiikan yhteys 31
Fiskaalinen dominanssi
Optimaalinen raha- ja finanssipolitiikka
Rahaliiton haasteet 37
Talouspolitiikan yhteensovittaminen
Pankki- ja pääomamarkkinaunioni
Turvalliset velkakirjat
Rahaliiton tulevaisuus 48
Yhteiset rahoitusvälineet ja yhteisvelka
Ehdotuksia rahaliiton uudistamiseksi
Kolmas tie – kohti kestävämpää rahaliittoa ja unionia 52
Lopuksi 56

Lähteet 58

Liite 1: Mikä on talous- ja rahaliitto? 65
Liite 2: Kuviot 67

Tiivistelmä

Euroopan talous- ja rahaliiton (EMU) vakaus ja tulevaisuus edellyttävät perustavan laatuisia institutionaalisia uudistuksia nykyiseen unioniin, joka nojaa kansalliseen suvereniteettiin ja jäsenvaltioiden väliseen koordinaatioon. Vaikka rahaliitto toi vakaat hintaolot, se ei ole onnistunut saavuttamaan toivottua talouksien konvergenssia ja kestävää kasvua. Globaalit kriisit ovat paljastaneet unionin finanssipoliittisten välineiden ja tehokkaan riskienjaon riittämättömyyden ja lisänneet painetta uudistaa työnjakoa unionin ja jäsenvaltioiden välillä. Painotamme artikkelissa tarvetta syventää yhteistä finanssipolitiikkaa ja kehittää tehokkaampia riskienjakomekanismeja. Ilman näitä uudistuksia rahaliiton kyky vastata taloudellisiin kriiseihin ja muuntaa hintavakauden hyödyt kestäväksi kasvuksi jää vajavaiseksi. Vahvempi integraatio pääomamarkkinaunionin ja yhteisten rahoitusvälineiden muodossa on myös välttämätöntä unionin tulevaisuuden ja vakauden kannalta. Asetumme tukemaan fiskaalisen unionin ja asteittaisen liittovaltiokehityksen edistämistä.

Asiasanat: Euroopan talous- ja rahaliitto; fiskaalinen unioni; riskienjakomekanismit; turvalliset velkakirjat; fiskaalinen dominanssi; hintavakaus; kriisinhallinta

Johdanto ja yhteenveto

Puitteet euroalueen yhteiselle rahapolitiikalle luotiin talous- ja rahaliittoa perustettaessa. Jo silloin ymmärrettiin, että Euroopan rahaliitto (EMU) ei ole kerralla valmis. Sen perustana oli poliittinen kompromissi, jossa jäsenvaltiot luopuivat itsenäisestä rahapolitiikasta ja kansallisista valuutoista yhteisen edun nimissä. Talous- ja rahaliittoa koskevassa sopimuksessa pyrittiin luomaan sisämarkkinoille yhteiset puitteet ja edistämään talouspolitiikan koordinaatiota jäsenmaiden välillä. Samalla oletettiin, että taloudellinen konvergenssi syvenisi vähitellen yhteisillä markkinoilla. Vaikka yhteinen valuutta ja rahapolitiikka loivat perustan syvemmälle integraatiolle, rahaliitolta puuttuivat monet optimaalisen valuutta-alueen keskeiset piirteet, kuten yhteinen fiskaalinen kapasiteetti ja budjetti, verotusta koskevat säännöt, pankkivalvonta sekä tehokkaat ja riittävät riskienjakomekanismit erityisesti kriisitilanteita varten.

Nostamme tässä artikkelissa esille raha- ja muuhun talouspolitiikkaan vaikuttaneita ja vaikuttavia seikkoja ja haasteita, joiden huomioiminen on tärkeää rahaliiton tulevaisuutta ajatellen. Esitämme, että rahaliiton vakauden ja tulevaisuuden turvaaminen edellyttää perustavanlaatuista muutosta unionin ja jäsenvaltioiden väliseen työnjakoon. Nykyinen kansalliseen suvereniteettiin, jäsenvaltioiden väliseen koordinaatioon ja hallitusten välisiin monimutkaisiin rahoitusjärjestelyihin ja organisaatioihin perustuva malli on mielestämme osoittautunut riittämättömäksi. Se ei ole rahaliiton tulevaisuuden näkökulmasta kestävä. Rahaliitto on tuonut sen jäsenmaihin vakaat hintaolot, mutta muutoin rahaliiton jäsenmaiden talouksien konvergenssi, kasvu ja julkisen talouksien kestävyys eivät ole toteutuneet kuten toivottiin, samalla kun globaalin talouden häiriöt iskevät ja välittyvät rahaliiton talouksiin edelleen epäsymmetrisesti.

Rahaliiton ensimmäiset kymmenen vuotta olivat menestys.[1] Inflaatio oli vakaa, ja euroalueen taloudet kasvoivat kohtuullisen tasaisesti ja nopeasti. Euroalueen talouksien BKT:n erot supistuivat, ja inflaatiovauhdit eri euroalueen talouksissa konvergoituivat. Vaikka aiemmin rahapolitiikan uskottavuusongelmista kärsineet maat tavoittelivatkin rahoitusolojen kevenemistä, se ruokki velkaantumista useissa maissa, mutta rahaliiton ensimmäisten kymmenen vuoden aikana tämä ei ollut ongelma. Rahapolitiikkaa voitiin harjoittaa joidenkin maiden kasvavista alijäämistä ja velkaantumisesta riippumattomasti, kuten oli suunniteltu. Rahapolitiikan toimintaympäristö oli sangen muuttumaton aina globaaliin rahoituskriisiin ja sitä seuranneeseen euromaiden velkakriisiin saakka.

Toimintaympäristöä ovat muokanneet toki globaalin talouden trendit, kuten ikääntyminen, globalisaatio ja ilmaston muutos. Mutta vasta globaali finanssikriisi sekä sitä seuranneet lukuisat euroalueen sisäiset ja globaalit kriisit, kuten velkakriisi ja geopolitiikan kriisi, muuttivat rahapolitiikan toimintaympäristön perustavanlaatuisesti. Samalla ilmeni, että EU:lta ja rahaliitolta puuttuivat tehokkaat talouspolitiikan välineet, joita uudessa ympäristössä olisi tarvittu talouskehityksen stabiloimiseksi. Yhteinen rahapolitiikka yhdistettynä kansallisen finanssipolitiikan rajoitteisiin teki rahaliiton jäsenmaiden tilanteen krii-

[1] ”When we look back over the first ten years of the euro, then we can do this with satisfaction. The sceptical forecasts before its birth have not materialised. The euro is a historic achievement. It’s first ten years have been a success”, totesi EKP:n pääjohtaja Jean-Claude Trichet helmikuussa 2009. Ks. myös European Commission (2008).

seissä tukalaksi. Rahaliittoa perustettaessa siltä puuttuivat myös yhteiset pankkien kriisiytymisen hoitamiseen tarvittavat mekanismit, eikä julkisen talouden velkaantumisen ongelmiin ollut yhteisesti sovittuja menettelytapoja.

Muuttuviin olosuhteisiin on rahaliitossa reagoitu sekä *ad hoc* -välineillä että systemaattisemmin. Merkittävimmät uudistukset, uudet rahapolitiikan instrumentit ja uusien rahoitusvälineiden perustaminen kriisien hallintaa varten ovat liittyneet pääasiassa välittömiin toimiin rahoitus- ja hintavakauden turvaamiseksi haastavissa olosuhteissa. Kriisit ja muiden politiikkavälineiden puute ylikuormittivat rahapolitiikka siinä määrin, että aika ajoin EKP vaikutti olevan ainoa rahaliittoa koossa pitävä taho. Jatkuva kriisinhallinta, jäsenmaiden velkaantuminen ja finanssipoliittisen liikkumavaran puute ovat kasvattaneet finanssipoliittisen dominanssin riskiä, jossa rahapolitiikan itsenäisyys uhkaa vaarantua julkisten talouksien rahoitustarpeiden paineessa.

Nämä samat seikat ovat muokanneet paitsi rahapolitiikkaa myös Euroopan unionia merkittävästi, vaikka perustamissopimuksia ei ole muutettu Lissabonin sopimuksen jälkeen[2]. EU:n ja EMUn taloudellista vakautta ja yhtenäisyyttä on edistetty mm. perustamalla Euroopan vakausmekanismi (EVM)[3], joka voi tarjota rahoitustukea euroalueen jäsenvaltioille, jotka eivät saa rahoitusta markkinoilta kohtuullisin ehdoin, pankkiunioni vuonna 2012 tavoitteena turvata pankkisektorin vakaus, koronakriisin keskellä perustettu EU:n elpymisväline (NGEU) ja aivan viimeksi Euroopan puolustusturvallisuusrahasto (SAFE) yhteisten puolustushankintojen edistämiseksi. On merkillepantavaa, että nämä päätökset on tehty EU-tasolla, jolloin rahoitusohjelmista saatavat hyödyt ja velvoitteet jakautuvat kaikille EU-maille, eivätkä koske yksinomaan rahaliiton jäsenmaita.

Viime aikoina ongelmien ratkaisua on etsitty erityisesti pankkiunionista, pääomamarkkinaunionin kehittämisestä, yhteisen velan otosta ja EU:n budjetin kasvattamisesta. Muun muassa Letta (2024) argumentoi, että ensisijaisena tavoitteena tulisi olla yksityisen pääoman mobilisointi. Lettan (2024) raportissa vaaditaan itse asiassa merkittävää muutosta: säästö- ja investointiunionin perustamista (= pääomamarkkinaunioni). Samaa ajattelua sisältyy myös Draghin (2024) raporttiin ja sittemmin komission vuoden 2025 työohjelmaan[4], jota pyritään nyt toteuttamaan.

Huolimatta finanssipolitiikan säännöistä kaikki jäsenmaat eivät ole kerryttäneet riittäviä julkisen talouden puskureita taantumien varalta. Vaikka perussopimus yksiselittei-

---

[2] Lissabonin sopimus allekirjoitettiin 13. joulukuuta 2007, ja se tuli voimaan 1. joulukuuta 2009.

[3] EVM voi kerätä varoja markkinoilta laskemalla liikkeeseen rahamarkkinavälineitä sekä keskipitkiä ja pitkäaikaisia velkapapereita, joiden maturiteetti voi olla enimmillään 30 vuotta. Se voi myös tehdä sopimuksia jäsentensä, rahoituslaitosten tai muiden osapuolten kanssa ja osallistua pankkien pääomittamiseen joko suoraan tai valtion kautta.

EVM sopimus uudistettiin vuonna 2021. Keskeiset muutokset koskivat ensiksi yhteisen kriisinratkaisurahaston (SRF) varautumisjärjestelyä, joka korvaa suoran pankkien pääomitusvälineen ja mahdollistaa pääomituksen SRB:n kautta. Toiseksi vahvempi mandaatti kriisinhallinnassa, sisältäen uudet kriisiratkaisun pääpiirteet, sekä seuranta- ja sopeutusohjelmissa. Kolmanneksi varotoimiluottomekanismeja yksinkertaistettiin ja hallintoa tehostettiin.

Uuden sopimuksen voimaantulo on kuitenkin viivästynyt, koska Italia on kieltäytynyt toistaiseksi ratifioimasta sitä. Ilman täyttä ratifiointia EVM ei voi tukea yhteisen kriisinratkaisurahaston varautumisjärjestelmää. Italian hylkäämisen tärkeimmät syyt ovat sisäpoliittisia. Pääministeri Giorgia Meloni on luvannut, että Italia ei koskaan hae EVM:n tukea. EVM on leimattu vaarantavan Italian finanssipoliittisen itsemääräämisoikeuden. Taustalla ovat Euroopan velkakriisin aikana voimistunut haluttomuus osallistua minkäänlaisiin ulkoapäin pakotettuihin talouden sopeutumisohjelmiin

[4] European Commission (2025).

sesti kieltää jäsenvaltioiden julkistalouksien keskuspankkirahoituksen, on sitä tosiallisesti jouduttu tulkitsemaan globaalin finanssikriisin jälkeen uudelleen, koska jonkin jäsenvaltion alijäämien paisuminen, velan korkomenojen voimakas kasvu ja mahdollinen maksukyvyttömyys olisivat rahaliiton olemassaololle vakava uhka. Vaikka rahapoliittiset perusteet keskuspankin interventioille kriisitilanteissa ovat kiistattomat ja ne ovat olleet tehokkaita rahoitusmarkkinoiden ja hintakehityksen vakauttamisessa, toimien pysyvyys ja joukkovelkakirjojen haltijoiden odotus keskuspankin viimekätisenä markkinatakaajana toimimisesta ovat voineet heikentää kannustimia kestävän finanssipolitiikan harjoittamiseen, lisätä fiskaalisen dominanssin riskiä ja heikentää kannustimia talousreformeille.

Vakaus- ja kasvusopimuksen tarkoituksena on ollut taata, että jäsenvaltioiden julkiset taloudet ovat kestäviä. Vaikka julkisen talouden kestävyystavoitetta ei olekaan kyseenalaistettu, on sääntöjä pidetty liian monimutkaisina ja niiden soveltamista liian jäykkänä finanssipolitiikan joustavuuden kannalta taantumissa. Säännöt ovat myös johtaneet myötäsykliseen finanssipolitiikkaan ja vähentäneet julkisia investointeja.[5] Sopimusta on yritetty joustavoittaa sarjalla uudistuksia. Sitoutumisen puute, haluttomuus finanssipolitiikan koordinaatioon ja uudet kriisit ovat kuitenkin vesittäneet uudet säännöt kerta toisensa jälkeen.

Jo rahaliittoa perustettaessa ymmärrettiin, että vaikka EU:n tavoitteena on yhtenäinen talousalue, jäsenvaltiot ovat keskenään heterogeenisiä. Sama ulkoinen taloussokki vaikuttaa jäsenmaihin eri tavalla ja eritahtisesti, eivätkä epäsymmetriset sokit ole tietenkään rahaliiton perustamisen myötä hävinneet. Yhteinen rahapolitiikka ei ole paras tapa vastata maakohtaisiin häiriöihin, koska jäsenvaltioiden politiikkatarpeet saattavat erota toisistaan. Jäsenvaltioiden politiikkavirheitä ei voida korjata myöskään yhteisellä rahapolitikalla edes jälkikäteen, eikä koko alueen näkökulmasta muotoiltu yhteinen rahapolitiikka sovi aina kaikille. Yhteinen rahapolitiikka myös välittyy talouksiin eri tavalla ja eritahtisesti ja heijastaa jäsenmaiden talouksien rakenteellisia eroja. Jäsenmaiden kansallisissa politiikkatoimissa ja työmarkkinoilla ei tätä rahaliiton piirrettä ole huomioitu riittävästi. Tämä heterogeenisuus ja epäsymmetrisyys korostuu, kun talouden häiriöt ovat enemmän tarjontaluonteisia ja suuria, kuten pandemian ja geopoliittisten jännitteiden suhteen on havaittu. Siten se, miten jäsenmaiden talouksien heterogeenisuudesta ja talouspolitiikan prioriteettien eroista johtuviin haasteisiin vastataan EU-tasolla riskejä jakamalla (eng. *risk sharing*), ja mikä ehkä vielä tärkeämpää, myös kansallisella tasolla riskejä vähentämällä (eng. *risk reducing*), on osoittautunut rahaliiton vakauden kannalta ennakoituakin keskeisemmäksi kysymykseksi.

[5] Uusia finanssipoliittisia sääntöjä ovat tutkimuslaitokset tarkastelleet laajasti, ks. Darvas ym. (2024) ja Steinberg ja Feás (2024), jotka toteavat, että ”Euroopan unioni tarvitsee finanssipoliittisia sääntöjä – siitä ei ole epäilystäkään – mutta sen on myös rahoitettava pitkän aikavälin investointitarpeitaan, vihreää ja digitaalista siirtymäänsä, ketterää ja kilpailukykyistä teollisuutta, joka pystyy kilpailemaan muiden aggressiivista teollisuuspolitiikkaa harjoittavien blokkien kanssa, sekä puolustuskehystä, joka kykenee vastaamaan kasvaviin globaaleihin uhkiin”.

Rahapolitiikan toimintaympäristö on tullut entistä vaativammaksi mainittujen ulkoisten sokkien, mutta myös EU:n integraatiokehityksen hitauden ja jopa hajaantumisilmiöiden vuoksi. Rahoitusmarkkinoiden integraatio, pankkiunioni ja viime aikoina taloudellisen kasvun kannalta kriittiseksi puheenaiheeksi noussut pääomamarkkinaunioni, ovat edenneet tuskastuttavan hitaasti.[6] Ja laajemmin, finanssikriisin yhteydessä luotu pankkien resoluutiomekanismi ei ole kansainvälisten esimerkkien valossa osoittautunut kaikissa tilanteissa riittävän hyvin toimivaksi. Myös sisämarkkinoiden syventäminen on jäänyt pahasti kesken, eivätkä jäsenmaiden työmarkkinat ole kehittyneet rahaliiton vaatimuksia vastaaviksi.

Koska laajemmat uudistukset ovat jääneet osittain puolitiehen, myös varsinainen rahaliiton alueen talouden potentiaalin kehittäminen on jäänyt tavoitteista. Euroalueen talouskasvu ei ole palautunut aikaisemmalle trendilleen sitten globaalin finanssikriisin ja Euroopan velkakriisin. Euroopan taloudet ovat pääosin Yhdysvaltojen ja Aasian maiden jättiläisten perässä tuottavuuskehityksessään. Talouskehitys on eriytynyt myös jäsenmaiden välillä viime vuosien aikana.

Harjoitettu yhteisöpolitiikka ja kansallinen rakennepolitiikka eivät ole tuottaneet koko unionin alueella toivottua kestävää talouskasvun paranemista finanssikriisin jälkeen ja euroalueen talouksien konvergenssi käytännössä pysähtyi globaaliin finanssikriisiin.[7] Lisäksi jäykät työmarkkinat hidastavat palkka- ja tuottavuuskasvua ja todennäköisesti myötävaikuttavat Euroopan vaatimattomaan menestykseen erityisesti teknologian, tutkimus- ja kehitystoiminnan, disruptiivisten innovaatioiden sekä tietotekniikkaa syvästi soveltavilla aloilla, joilla luova tuho edellyttää resurssien sujuvaa uudelleen kohdentumista.[8]

Talouden ongelmia pahentavat myös mm. ikääntymisen, puolustuksen ja ilmastonmuutoksen sekä muuttuvan teknologian kautta merkittävästi lisääntyneet rahoitustarpeet. Rahaliiton maat ovat varustautuneet hyvin eri tavalla näihin haasteisiin, vaikka huolet ovat pitkälti yhteisiä.

Euroopan talous- ja rahaliitto (EMU) on kehittynyt kuitenkin kriisien saatossa fiskaalisen unionin suuntaan, eivätkä rahaliittoon kuuluvat jäsenmaat ole enää täysin itsenäisiä finanssipolitiikassaan. Tämä näkyy kahdella tavalla: yhteisesti EU-tasolla sovittujen ja yhteisvastuulla rahoitettavien menojen kasvuna ja implisiittisen yhteisvastuun kasvuna jäsenvaltion ajautuessa maksuvaikeuksiin.[9] Järjestelmä on ajautunut myös uusien ja tilapäisiksi tarkoitettujen rahoitusvälineiden vuoksi pidemmälle kohti fiskaalista unionia. Tästä merkittävin esimerkki on EU:n elpymisväline (NGEU), missä jäsenmaiden julkisia

---

[6] Yhtenäisen pääomamarkkinan avulla pyritään parantamaan rahoituksen saatavuutta, tukemaan innovaatiota ja tehostamaan pääoman allokaatiota. Tavoitteena on houkutella lisää investointeja, edistää riskien hajautusta ja viime kädessä vahvistaa talouskasvua ja parantaa EU:n kilpailukykyä ja asemaa globaalissa taloudessa.

[7] Talouden kasvua edistävä rakennepolitiikka ja sen rahoitus on pääosin kansallista. Koheesiopolitiikka rahoitetaan osin yhteisistä varoista ja osin kansallisesti. Sillä tarkoitetaan panostuksia taloudellisen, sosiaalisen ja alueellisen yhtenäisyyden lisäämiseksi. Samoin kestävän kehityksen tukeminen ja työpaikkojen luominen kaikissa maissa ovat myös koheesiopolitiikan tärkeitä elementtejä.

[8] Ks. Schoefer (2025). Lukuun ottamatta lähinnä korkeaan työttömyysasteeseen kohdistettua hienosäätöä, unionin jäsenmaat ovat pääosin säilyttäneet jo 1980-luvulla voimassa olleet työmarkkinainstituutionsa, jotka koostuvat mm. vahvasta irtisanomissuojasta, keskitetyistä tai vain osin hajautetuista työehtosopimusneuvottelujärjestelmistä, runsaista työttömyysvakuutusetuuksista ja kireästä työn verotuksesta.

[9] EU:n budjetti on kuitenkin vielä varsin pieni (n. 200 mrd. ml. MMF:n ja NGEU:n rahoitus) suhteessa EU:n BKT:hen (n. 1,1 %), https://european-union.europa.eu/institutions-law-budget/budget_en.

menoja alettiin rahoittaa perustamissopimusta tulkiten EU:n liikkeeseen laskemalla velalla, mutta jonka takaisinmaksu on viimekädessä jäsenvaltioiden takaama verotuloillaan ja mahdollisella omalla velanotollaan.

Varsinaista pysyvää yhteistä unionitason finanssipolitiikan välinettä ja riittävää yhteistä fiskaalista kapasiteettia, joka toimisi hyvin yhteen yhteisen rahapolitiikan kanssa ja kompensoisi puuttuvaa kansallista rahapolitiikkaa ja valuuttakurssin sopeutumista suuriin epäsymmetrisiin sokkeihin, ei ole kuitenkaan syntynyt. Käytännössä rahaliitosta puuttuvaa fiskaalista perälautaa (eng. *backstop*) on jouduttu paikkaamaan tähän huonosti soveltuvalla yhteisellä rahapolitiikalla jäsenmaiden talouksien vakauttamiseksi. EKP:n epätavanomaisilla toimilla on ollut siten merkittäviä ”fiskaalisia” seurauksia jäsenmaiden välisiin rahoitusvirtoihin.

Vakaus- ja kasvusopimuksen ja ns. no bail-out -säännön uskottavuuden palauttaminen ja kaikkia, myös suuria jäsenmaita koskeva velkajärjestelyjen mahdollisuus voisivat palauttaa ns. markkinakurin rahaliittoon kuuluvien maiden velkapapereiden markkinoille ja sitä kautta turvata makrotaloudellisen tasapainon rahaliitossa.[10] Markkinakurin palauttaminen edellyttäisi myös EKP:n toiminnan rajoittamista jäsenmaiden velkapapereiden ostajana. Näiden toimien toteuttaminen rahaliitossa on periaatteessa mahdollista. Mutta rahaliiton lyhyen historian valossa palaaminen Maastrichtin sopimukseen ei olisi välttämättä edes riittävä toimi markkinakuriin palaamiseksi ja rahaliiton vakaudelle. Tietä rahaliiton vahvistamiseksi on etsittävä EU:n taloudellisen ja poliittisen integraation syventämisestä.

Yhteinen fiskaalinen kapasiteetti parantaisi rahaliiton kykyä vastata taloudellisiin haasteisiin ja vähentäisi yksittäisten jäsenvaltioiden taakkaa. Se parantaisi riskienjakomekanismia mahdollistaen tulonsiirrot tilapäisistä suhdannevaikeuksista kärsiville jäsenmaille. Yhteinen fiskaalinen kapasiteetti ja sen myötä syntyvä puhtaasti kansallisista intresseistä riippumaton finanssipolitiikka voisi ohjata rahaa koko unionia hyödyttäviin julkishyödykkeisiin, kuten investointeihin tutkimus- ja tuotekehittelyyn ja koulutukseen kestävän kasvun ja kilpailukyvyn edistämiseksi. Yhteisen fiskaalisen kapasiteetin luominen ei kuitenkaan tarjoa näitä ja mahdollisia muita etuja automaattisesti. Näiden tavoitteiden saavuttaminen edellyttää huolellista suunnittelua ja vahvaa poliittista tahtoa ja sitoutumista. Tämä on tuskin mahdollista ilman EU:n sopimusjärjestelmän uudistamista.[11]

Esitämme artikkelissamme, että Euroopan unionin ja rahaliiton kehittäminen edellyttää sisämarkkinoiden loppuunsaattamisen lisäksi resurssien vahvistamista unionin tasolla, yksimielisyyden vaatimuksesta luopumista päätöksenteossa ja toisaalta itsenäisemmän kansallisen päätöksenteon vahvistamista jäsenvaltiotasolla. Periaatteena uudistumiselle tulisi olla, että se taho, joka päättää menoista, hankkii siihen myös tulot. Unionitasolla tämä tapahtuisi parhaiten unionin verotusoikeuden kautta, mikä loisi uskottavan perustan unionin liikkeeseen laskeman velan takaisinmaksulle. Budjetin jousto, eli ylijäämien syklinen vaihtelu, tapahtuisi ennen pitkää pääosin unionitasolla. Kun lisäksi kansallisella tasolla alettaisiin asteittain noudattaa tasapainoisen budjetin periaatetta, EKP:n rooli jäsenvaltioiden kansallisen budjettitalouden perälautana häviäisi.

Tämä kehitys johtaisi fiskaaliseen unioniin ja viime kädessä poliittisen unionin syntymiseen, missä jäsenvaltiot sopisivat tietyn taloudellisen suvereniteetin (ml. siihen liittyvä osittainen EU-tason verotusoikeus) rakentamisesta EU-tason elimille. Se olisi vas-

[10] Ks. Vesa Vihriälä (2024).
[11] European Union (2012).

tine vähemmän säädeltyyn ja vähemmän keskitetysti valvottuun kansalliseen talouspolitiikkaan ja tehokkaampaan ja läpinäkyvämpään yhteisten varojen käyttöön. Samalla osa nyt kansallisista julkisista menoista ja niiden rahoituksesta olisi siirrettävä pois kansallisen vastuun piiristä. Tämä olisi merkittävä askel suhteessa nykyiseen tilanteeseen, missä EU:n toiminta nojaa kansallisvaltioiden suvereniteettiin talouspolitiikassa, mikä saattoikin olla myös EMU-arkkitehtien tavoitteena.[12] Tämä kehitys edistäisi myös Eurooppaan Yhdysvaltain liittovaltion velkapapereita vastaavan instrumentin luomista ja syventäisi merkittävästi eurooppalaisia pääomamarkkinoita. Viimeaikaiset geopolitiikassa tapahtuneet järistykset alleviivaavat edelleen Euroopan unionin ja rahaliiton toimintaan tarvittavien muutosten tärkeyttä.[13]

Tämän federalistisen kehityksen aikaansaaminen edellyttäisi merkittävien askeleiden ottamista Euroopan integraation tiellä. Voimassa olevan EU:n perustamissopimuksen puitteissa esimerkiksi keskitetyn finanssipoliittisen päätöksentekoelimen perustaminen ei liene mahdollista. Kaikenkattava ongelma EU:n päätöksenteossa on, että monissa tärkeissä kysymyksissä siltä edellytetään yksimielisyyttä. Komission poliittisen päätöksentekovallan lisääminen suhteessa jäsenvaltioihin on nähty ongelmalliseksi demokraattisen legitimiteetin näkökulmasta.[14] Komissio voi käyttää merkittävää lainsäädäntö- ja toimeenpanovaltaa olematta suoraan vastuussa äänestäjille. Tämä johtuu mm. monimutkaisesta komissaarien valintaprosessista, johon osallistuvat jäsenvaltioiden hallitukset ja Euroopan parlamentti. Myös lainsäädäntövallan jakautuminen neuvoston (ministerineuvoston) ja Euroopan parlamentin välillä on ongelmallista päätöksenteon tehokkuuden ja vastuunjaon kannalta. Toimeenpanovalta on jossain määrin jakautunut, kun juridisesti EU-lainsäädäntöä koskeva toimeenpanovalta on komissiolla, mutta kansallisten parlamenttien, hallitusten ja viranomaisten vastuulla on merkittävä osa käytännön toimeenpanosta. Komissiolta kuluu resursseja sen valvoessa, että EU:n lainsäädännön ja direktiivien toimeenpano olisi jäsenmaissa yhdenmukaista. Kansallinen ja EU-lainsäädäntö voi muodostaa liki läpipääsemättömän viidakon ja estää yhteismarkkinoiden toiminnan. EU:n ongelma ei olekaan liian suuri budjetti tai hallinnollisen byrokratian koko, vaan pikemminkin monimutkainen ja siksi hahmoton hallinto, päätöksenteon hitaus ja lainsäädännön monimutkaisuus.

---

[12]Ks. H. James (2014) kiinnittää huomiota rahaliiton puutteisiin: "…the monetary side of union was clearly conceived, other prerequisites of stability were beyond the reach of technocratic central bankers." "Issues such as fiscal rules and Europe-wide banking supervision and regulation were thoroughly discussed during planning in the late 1980s and 1990s, but remained in the hands of member states. That omission proved to be a cause of crisis decades later."

[13] Donald Trumpin tulo Yhdysvaltojen presidentiksi tammikuussa 2025 merkitsi epävarmuuden voimakasta kasvua maailmantaloudessa hänen aloittamansa talous- ja ulkopolitiikan ennakoimattomuuden ja rajun suunnanmuutoksen vuoksi. Trumpin hallinnossa lukuisat kansainvälistä kanssakäymistä koskevat totutut pelisäännöt ovat joutuneet muutoksen kouriin. Tämä koskee keskuspankkien näkökulmasta paitsi niiden itsenäisyyttä rahapolitiikassa myös maailmankaupan pelisääntöjä, rahoitusmarkkinoiden säätelyä ja Yhdysvaltojen dollarin asemaa maailman johtavana reservivaluuttana, mutta myös laajemmin kansainvälisiä 2. maailmansodan jälkeen luotuja monenkeskisiä järjestöjä ja niiden toimintakenttiä. Tässä suhteessa myös Kiinan aggressiivinen vientiin perustuva kauppapolitiikka asettaa Euroopalle merkittäviä haasteita. Lisäksi turvallisuustilanne on Euroopassa heikentynyt voimakkaasti Venäjän Ukrainan valloitukseen tähtäävän sodan vuoksi ja Yhdysvaltojen muuttuneen politiikan vuoksi. Euroopan on löydettävä kestävä strategia myös rajojensa turvallisuuden takaamiseksi.

[14] Ks. liite 1. Mikä on talous- ja rahaliitto?

Euroopan unionin ja rahaliiton kehittäminen riippuu lopulta jäsenmaiden poliittisesta tahdosta. Jäsenmaat voivat, niin halutessaan, sopia kansallisen ja unionintason tehtävien jakamisesta uudelleen ja siirtää päätöksentekovaltaa tarkoin rajatuissa tehtävissä yhteiseurooppalaisille elimille yhteisen edun nimissä, mutta välttää keskittämästä valtaa tarpeettomasti. Vaihtoehtona on mielestämme pirstoutumisen jatkuminen, edellä mainittujen demokraattiseen päätöksentekoon liittyvien ongelmien paheneminen ja lopulta EU:n taloudellisen ja poliittisen merkityksen väheneminen. Rahaliitto voi toimia näin jonkin aikaa, mutta menestyäkseen pitkällä aikavälillä sen on oltava vakaa sekä taloudellisesti että poliittisesti, kuten myös taloushistoria osoittaa. On tärkeää huomata, ettei myöskään Yhdysvaltain rahajärjestelmästä tullut menestystarinaa yhdessä yössä huolimatta yhteisestä rahayksiköstä ja osavaltioiden poliittisesta yhdentymisestä jo ennen yhteisen raha- ja talousliiton perusteiden rakentamista. Modernin keskuspankkijärjestelmän kehittyminen ja liittovaltion budjetin asteittainen kasvu otti Yhdysvalloissakin aikaa. [15]

Taloudellisen ja poliittisen integraation merkittävä syventäminen edellyttää EU:n sopimusjärjestelmän uudistamista ja siten perustamissopimuksen avaamista. Liittovaltiorakenne ja yksi valuutta ei ole mitenkään poikkeuksellista maailmassa, mm. Yhdysvallat, Kanada, Sveitsi, Saksan Liittotasavalta, Intia, Brasilia ja Australia ovat liittovaltioita.[16] Liittovaltiojärjestelmässä aluehallituksilla on merkittävä autonomia. Ne voivat tehdä päätöksiä ja säätää lakeja eri asioissa lainkäyttöalueellaan ilman keskushallinnon puuttumista asiaan. Nämä valtaoikeudet on aina jaettu perustuslaillisesti keskushallinnon ja sitä muodostavien poliittisten yksiköiden, kuten osavaltioiden, provinssien, kantonien jne., kesken. Liittovaltiot poikkeavat kuitenkin merkittävästi toisistaan siinä suhteessa, miten valta, tehtävät ja niiden rahoitus on jaettu keskushallinnon ja alueiden kesken. Euroopan unionin liittovaltiota kehitettäessä yhteistyöhön perustuva federalismi lienee käyttökelpoisin (eng. *dual federalism vs. co-operative federalism*).[17]

Esimerkiksi Yhdysvalloissa vallitsee pääosin yhteistyöhön perustuva federalismin malli, jonka katsotaan voimistuneen, mielenkiintoista kyllä, Franklin D. Rooseveltin New Deal -politiikkatoimien myötä 1930-luvun suuren laman aikana. Tässä mallissa liittovaltio ja osavaltioiden hallitukset tekevät yhteistyötä politiikan laatimisessa, tehtävät ovat päällekkäisiä ja ohjelmat toteutetaan usein yhdessä. Tätä yhteistyötä ohjaa suurelta osin liittovaltion hallituksen käyttämät avustusmuotoiset tuet, jotka tarjoavat osavaltioille rahoitusta vastineeksi liittovaltion mandaattien ja poliittisten tavoitteiden noudattamisesta esimerkiksi terveydenhuollon, koulutuksen ja katastrofiavun aloilla. Myös Euroopassa lainsäädäntövalta on perinteisesti kuulunut liittovaltiolle ja toimeenpano osavaltioille.

---

[15] Yhdysvallat julistautui itsenäiseksi Britanniasta vuonna 1776. Ensimmäinen perustuslaki (1781) muodosti löyhän osavaltioiden konfederaation, jolla oli heikko keskushallinto. Vahvempi liittovaltio, jolla oli erilliset toimeenpano-, lainsäädäntö- ja oikeuslaitokset, syntyi vasta vuonna 1789, jolloin nykyinen perustuslaki tuli voimaan. Liittovaltion rahajärjestelmän kehitys Yhdysvalloissa kesti yli sata vuotta. Alexander Hamiltonin vuonna 1791 perustama pankki oli ensimmäinen yritys keskuspankin perustamiseksi. Yhdysvaltojen nykyinen keskuspankkijärjestelmä perustettiin vasta vuoden 1913 keskuspankkilailla.

[16] Maailmassa arvioidaan olevan 33 federalistista tai piirteiltään sellaista valtiota, ks. World Population Review. https://worldpopulationreview.com/country-rankings/federal-states.

[17] Dual Federalism: järjestelmä, jossa liittovaltio ja osavaltioiden hallitukset toimivat erikseen ja itsenäisesti omien vaikutuspiiriensä sisällä. Co-operative Federalism: järjestelmä, jossa liittovaltio ja osavaltioiden hallitukset tekevät yhteistyötä ja jakavat vastuuta monilla aloilla.

Artikkeli koostuu seuraavista osioista. Aluksi tarkastelemme rahaliiton perustamista hintavakauden ja finanssipolitiikan sääntöjen pohjalle. Seuraavaksi keskustelemme hintavakauden mandaatista ja rahapolitiikan välineistön muuttumisesta ja ns. epätavanomaisen rahapolitiikan fiskaalisista vaikutuksista. Pohdimme myös ns. markkinakurin toteutumista ja hallitun velkajärjestelyjen mahdollisuuksia. Seuraavaksi tarkastelemme yhteisen rahapolitiikan haasteita, talouspolitiikan yhteensovittamisen ongelmia ja keskeneräisten pankki- ja päämarkkinaunionin sekä ns. turvallisen velkakirjan problematiikkaa euroalueen talouskehityksen kannalta. Kiinnitämme huomiota erityisesti rahapolitiikan ylikuormittumiseen ja finanssipoliittisen dominanssin riskiin sekä optimaaliseen raha- ja finanssipolitiikkaan rahaliitossa. Perustelemme, mitä välttämättömiä uudistuksia rahaliiton kehittäminen ja vakauden turvaaminen edellyttävät. Seuraavaksi esitämme näkemyksemme rahaliiton tulevaisuudesta, yhteisen rahoituskapasiteetin luomisesta ja fiskaaliunionin syventämisestä. Lopuksi kiteytämme näkemyksemme kolmannesta tiestä kestävämmän rahaliiton ja unionin puolesta. Asetumme fiskaalisen unionin ja asteittaisen liittovaltiokehityksen taakse.

Euroopan talous- ja rahaliiton perusteet ja institutionaaliset puitteet[18]

Rahaliitto on hallitusten välinen sopimus, jossa suvereenit valtiot muodostavat yhteisen valuutta-alueen. Rahapoliittinen integraatio voi vaihdella epävirallisista järjestelyistä pitkälle kehittyneisiin rakenteisiin, kuten Euroopan talous- ja rahaliitto (EMU). Toisin kuin liittovaltioissa, kuten Yhdysvalloissa, EMU ei perustu kuitenkaan yhtenäiseen poliittiseen kokonaisuuteen vaan valtioiden väliseen sopimukseen ja koordinaatioon.

Rahaliiton syntyminen

Euroopan talous- ja rahaliitto eli EMU perustettiin osana Euroopan valtioiden taloudellista yhdentymisprosessia kylmän sodan lopulla. Sen tavoite oli edistää jäsenmaiden talouden vakautta, tasapainoista talouskasvua, korkeaa työllisyysastetta ja julkisen talouden kestävyyttä. Yhteisen valuutta-alueen perustamisen taloudelliset hyödyt (hintavakaus, rahoitusmarkkinoiden integraatio, rahaliikenteen ja kaupankäynnin kustannusten aleneminen, matkustamisen helpottuminen, Euroopan kansainvälisen aseman vahvistuminen) nähtiin suuremmiksi kuin omasta rahapolitiikasta ja valuutasta luopumisen haitat, vaikka laajasti arvioitiinkin, että euroalue ei täytä optimaalisen valuutta-alueen kriteereitä.[19]

Euroopan unionin edeltäjä Euroopan talousyhteisö (ETY, EEC) asetti tavoitteekseen EMUn luomisen, kun se nousi asialistalle vuonna 1969 Haagin valtion- ja hallitusten päämiesten huippukokouksessa, jossa EMUn tavoite hyväksyttiin virallisesti. EMU:n kehittämistä koskeva etenemissuunnitelma esitettiin vuonna 1970 laaditussa Wernerin raportissa (Werner, 1970), jossa ehdotettiin ja arvioitiin talous- ja rahaliiton toteuttamisen välttämättömiä vaiheita Euroopan talousyhteisössä (ETY). Wernerin raportissa ehdotettiin

[18] Kattava esitys Euroopan talousintegraatiosta on Adamski ym. (2023).

[19] Optimaalista valuutta-aluetta koskeva kirjallisuus juontaa juurensa 1960-luvun Mundellin (1961) ja McKinnonin (1963) artikkeleihin. Rahaliittojen toimivuutta voidaan arvioida optimaalisen valuutta-alueen teorian avulla, joka korostaa työvoiman liikkuvuutta, hintojen joustavuutta ja finanssipoliittisia vakausmekanismeja kestävyyden edellytyksinä. Näiden puute voi johtaa merkittäviin taloudellisiin kustannuksiin ja poliittisiin jännitteisiin rahaliiton jäsenmaassa. Ks. myös Kenen (1981).

myös ylikansallisen talouspoliittisen päätöksentekokeskuksen perustamista, jolla olisi "ratkaiseva vaikutusvalta yhteisön yleiseen talouspolitiikkaan". Wernerin raportin ehdotukset otettiin vastaan jossain määrin skeptisesti, kuten Marjolinin raportti (1975) ja MacDougallin raportti (1977) osoittavat. Molemmissa raporteissa viitattiin tarpeeseen syvemmälle taloudelliselle integraatiolle ennen rahaliiton muodostamista; jälkimmäinen korosti mm. EU-tason budjetin tärkeyttä erityisesti alueellisten tulo-, varallisuus ja tuottavuuserojen tasoittamiseksi (ks. myös von Hagen ja Fratianni,1994).

1970-luvun lopulla otettiin institutionaalisia ensiaskeleita kohti rahaliiton luomista, mutta kiinteiden kurssien tavoitetta ei niiden avulla saavutettu.[20] 1980-luvun puolivälissä ja lopulla Euroopan yhtenäisasiakirjan (SEA) aikana asenne rahapoliittista yhdentymistä kohtaan muuttui, mutta vuoden 1988 Hannoverin valtion- ja hallitusten päämiesten huippukokouksessa EMUn tavoite vahvistettiin uudelleen. Kyseisessä huippukokouksessa perustettiin toinen asiantuntijaryhmä, johon kuuluivat keskuspankkien pääjohtajat ja jonka puheenjohtajana toimi silloinen Euroopan komission puheenjohtaja Jacques Delors. Ryhmän työn tuloksena syntynyt Delorsin raportti (Delors, 1989) muovasi suuresti vuoden 1992 Maastrichtin sopimusta, joka oli Euroopan talous- ja rahaliiton perusta. Delorsin raportissa keskityttiin rahapoliittiseen pilariin ja sen ytimenä itsenäiseen Euroopan keskuspankkijärjestelmään, jonka rahapolitiikan tavoitteena on hintavakaus.

Vallitsevaksi näkemykseksi tuli, että yhteisö – tavaroiden, pääoman ja työvoiman vapaalla liikkuvuudella – varmistaisi riittävän kestävän kasvun ja taloudellisen lähentymisen euroalueella, vaikka maiden väliset rakenteelliset erot olivat edelleen olemassa. Ohjaavana periaatteena oli, että rahaolojen ja julkisen talouden vakaus voitaisiin taata erottamalla finanssi- ja rahapoliittinen päätöksenteko perustamalla ”pelkästään” itsenäinen keskuspankki ja antamalla sille vahva hintavakauden mandaatti. Monet merkittävät taloustieteilijät suhtautuivat tähän epäilevästi. Keskeinen kritiikki kohdistui siihen, että vuoden 1992 Maastrichtin sopimukseen sisältyvä yhteisen valuuttajärjestelmän institutionaalinen rakenne oli selkeä riippumattoman keskuspankin tarpeen suhteen, mutta se ei sisältänyt yksityiskohtaista julkisen talouden koordinointirakennetta saatikka ratkaisua usean suvereenin valtion finanssipolitiikan ja yhteisen hintavakaustavoitteen luomaan jännitteeseen (De Grauwe, 1994; Sims, 1999). Bruegelin raportti (Maes, 2024), joka tarkastelee Wernerin ja Delorsin raporttien piirteitä ja merkitystä EMUn synnylle, toteaa EMUsta tuleen järjestelmä, jolla on vahva rahapoliittinen ja heikko finanssipoliittinen (eng. *economic*) pilari.[21] ”Tämä osoittautui merkittäväksi heikkoudeksi, kun euroalue kohtasi vakavia haasteita 2000-luvulla valtioiden velkakriisin muodossa. ”Momentum” kohti ”täyttä” talous- ja rahaliittoa selvästi puuttuu edelleen. Se, miksi tätä heikkoutta ei ole (vielä) korjattu, herättää perustavanlaatuisia poliittis-taloudellisia kysymyksiä vakaan

[20] Euroopan valuuttajärjestelmä (ERM) perustettiin vuonna 1979. Tavoitteena oli vakauttaa valuuttakurssit ja luoda taloudellista vakautta Euroopan yhteisön jäsenvaltioiden välillä. Euroopan valuuttayksikkö (ECU) otettiin käyttöön samassa yhteydessä. ECU oli laskennallinen valuutta, joka perustui jäsenvaltioiden valuuttojen painotettuun keskiarvoon. ERM ajautui kuitenkin kriisiin Saksan jälleenyhdistymisen pyörteissä vuosien 1990–1992 aikana. Saksan talous ylikuumeni, ja inflaation kiihtyminen pakotti Bundesbankin nostamaan korkoja tasolle, joka oli liikaa ensin Isolle-Britannialle, joka oli ajautunut samanaikaisesti taantumaan, mutta myöhemmin myös muille ERM-maille.

[21] Ks. myös esim. Verdun (1996) ja Verdun and Tovias (2013) yhteenveto Euroopan integraatiota koskevasta sen aikaisesta keskustelusta.

talouden ohjauskehyksen suunnittelusta ja toteuttamisesta, raportissa todetaan.[22] Edelleen Giovannini Groupin 2000-luvun alun raporteissa tunnistettiin myös lukuisia rahoitusmarkkinoiden integraation esteitä, jotka vähensivät yhtenäisvaluutta-alueen optimaalisuutta (Xafa, 2017).[23]

EMUa koskeva suunnitelma hyväksyttiin lopullisesti osana Maastrichtin sopimusta, joka allekirjoitettiin helmikuussa 1992 ja tuli voimaan 1.11.1993, jolloin myös Euroopan unioni perustettiin ja talousyhteisö liitettiin siihen. Euron käyttöönotto edellytti EU:n jäsenmaiden täyttävän lähentymiskriteerit. Ne ovat Maastrichtin sopimuksessa vuonna 1992 hyväksytyt taloudelliset ja oikeudelliset edellytykset, ns. Maastrichtin kriteerit.[24]

EMUn toiminta koostuu jäsenvaltioiden talouspolitiikan koordinoinnista, josta vastaa Euroopan unionin komissio yhdessä jäsenvaltioiden kanssa, ja yhteisestä rahapolitiikasta, josta vastaa itsenäinen Euroopan keskuspankki. Eurojärjestelmällä on keskeinen rooli myös finanssivalvonnassa talous- ja rahaliitossa.[25]

EMUn toteutuksesta vastasi European Monetary Institute (EMI), jonka seuraajaksi perustettiin 1.6.1998 Euroopan keskuspankki (EKP). Yhteinen valuutta euro otettiin käyttöön kirjanpitovaluuttana 11 jäsenmaassa 1. tammikuuta 1999, jolloin euroalueeseen osallistuvien maiden valuuttojen väliset muuntokurssit kiinnitettiin lopullisesti. Eurosetelit ja -kolikot laskettiin liikkeeseen 1. tammikuuta 2002.[26]

---

[22] Bruegelin johtaja Jeromin Zettelmeyer toteaa esipuheessaan Maesin (2024) raporttiin, että "The essential insight of the essay is that the leap to the euro was made possible when the economic consensus converged on viewing independent monetary policy as essential and monetary-fiscal coordination as irrelevant, if not outright harmful. At that moment, economists had justified a construct that European politicians were capable of delivering: a common currency without a common fiscal policy. The euro was born because the pillar of EMU that was out of reach – common fiscal policy – was temporarily viewed as unimportant."

[23] Rahaliiton synty ajoittui kansainvälisen talouden ajanjaksolle, jota luonnehti kaksi tekijää, suuri vakauden ajanjakso (eng. *great moderation*) ja globalisaatio. Tätä ajanjaksoa on tutkittu taloustieteellisessä kirjallisuudessa ahkerasti, ja uusia näkökulmia nousee esiin vielä tänä päivänäkin. Ajanjakson katsotaan alkaneen Yhdysvalloista 1980-luvun alkupuolella päättyneestä suuresta inflaatiojaksosta (eng. *great inflation*) ja päättyneen jälleen Yhdysvalloista alkaneeseen finanssikriisiin ja suureen taantumaan (eng. *great recession*) 2000-luvun loppupuolella. Ajanjaksolle oli ominaista hintavakauden tavoitteeseen perustuva rahapolitiikka, vakaa kasvu ja inflaatio, aikaisempaa kehitystä maltillisemmat suhdannevaihtelut, voimakas maailmantalouden yhdentyminen, kansainvälisen kaupan kasvu ja keskinäisten pääomavirtojen lisääntyminen. Tämä kehitys tuki merkittävästi rahaliittoa, hintavakautta ja kasvua, sen alkutaipaleella, mutta peitti alleen kytevät ongelmat, jotka liittyivät mm. rahoitusmarkkinoiden toimintaan, liialliseen velkaantumiseen ja riskinottoon sekä häiriöiden leviämiseen maasta toiseen (ks. Hakkio, 2013; Bernanke, 2022; Borio, 2024).

[24] Taloudellisia lähentymiskriteerejä on neljä: 1. Hintavakaus. Inflaatio ei saa olla enempää kuin 1,5 prosenttiyksikköä korkeampi kuin kolmessa parhaiten suoriutuneessa jäsenmaassa. 2. Terve ja kestävä julkinen talous. Maa ei saa olla liiallisen alijäämän menettelyn piirissä. 3. Valuuttakurssivakaus. Maan on osallistuttava uuteen valuuttakurssimekanismiin (ERM II) vähintään kahden vuoden ajan poikkeamatta suuresti ERM II:n keskuskurssista ja devalvoimatta valuuttansa kahdenvälistä keskuskurssia euroon nähden samana ajanjaksona. 4. Pitkän aikavälin korkokannat. Pitkän aikavälin korkokanta ei saisi olla enempää kuin 2 prosenttiyksikköä korkeampi kuin kolmessa hintavakauden osalta parhaiten suoriutuneessa jäsenmaassa.

[25] Pankkivalvonta sisällytettiin eurojärjestelmän ja Euroopan keskuspankin tehtäviin, kun yhteinen valvontamekanismi (SSM) perustettiin marraskuussa 2014. SSM on pankkiunionin ensimmäinen osa eli "pilari", jonka puitteissa Euroopan keskuspankki on euroalueen rahoituslaitosten keskeinen vakavaraisuusvalvoja. Valvontatoimia koordinoidaan Euroopan keskuspankin ja euroalueen kansallisten keskuspankkien välillä (ks. https://finance.ec.europa.eu/banking/banking-union/single-supervisory-mechanism_en).

[26] Kreikka liittyi 12. jäseneksi euroalueeseen vuoden 2001 alusta. Tänä päivänä euro on käytössä 20:ssä Euroopan unionin jäsenvaltiossa.

Rahaliiton perustaminen muutti siihen osallistuneiden maiden kansallisten keskuspankkien asemaa olennaisesti. Kansallinen rahapolitiikka loppui ja vaihtui yhteiseen rahapolitiikkaan, josta päättää EKP:n neuvosto. Eurojärjestelmään kuuluvat euroalueen maiden kansalliset keskuspankit sekä EKP. Eurojärjestelmä vastaa euroalueen yhteisen rahapolitiikan valmistelusta, päätöksenteosta ja toteutuksesta. Rahapoliittisista päätöksistä vastaavan EKP:n neuvoston jäseniä ovat kansallisten keskuspankkien pääjohtajat ja kuusijäseninen EKP:n johtokunta.

Keskuspankin itsenäisyys ja hintavakaus

Eurojärjestelmän rahapolitiikan ensisijaiseksi tehtäväksi annettiin perustamissopimuksessa hintavakaus. EKP:n neuvosto määritteli alun perin hintavakauden toteutuvan, kun euroalueen inflaatio, jota mitataan jäsenmaiden koolla painotetulla yhdenmukaistetulla kuluttajahintaindeksin (YKHI) vuosimuutoksilla, pysyi alle 2 prosentissa keskipitkällä aikavälillä. Hintavakautta vaarantamatta eurojärjestelmän tuli tukea myös muita Euroopan unionin talouspolitiikan tavoitteita, kuten kestävää kasvua ja työllisyyttä.

Euroopan keskuspankki määriteltiin perustamissopimuksessa *de jure* itsenäiseksi sekä kansallisista että EU-tason poliittisista elimistä (TFEU, artikla 130).[27] Keskuspankkien itsenäisyys on muodostunut tavoitelluksi ja hyväksi osoittautuneeksi käytännöksi kehittyneissä maissa 1990-luvun alkupuolelta lähtien. Sen pohjalla on laaja akateeminen kirjallisuus keskuspankin itsenäisyydestä, uskottavuudesta ja sen tärkeydestä hintamakrotaloudelliselle vakaudelle.

Itsenäinen keskuspankki voidaan ymmärtää ratkaisuksi finanssipolitiikan sitoutumistai lyhytnäköisyysongelmaan, josta voi seurata liian ekspansiivinen finanssipolitiikka, pysyvä julkisen talouden alijäämä ja nopea inflaatio. Yksinkertaisimmillaan kysymys on siitä, että hallituksilla on houkutus elvyttää taloutta, erityisesti ennen vaaleja. Luomalla itsenäisen keskuspankin vastaamaan rahapolitiikasta hallitus pyrkii sitoutumaan etukäteen vastuulliseen talouspolitiikkaan. Tätä vahvistetaan kieltämällä erityisesti setelirahoitus eli keskuspankin lainat suoraan valtiolle. Tämä auttaa valtiota sitoutumaan etukäteen velkojen takaisinmaksuun ja siten mahdollistaa sen lainanoton kohtuulliseen hintaan markkinoilta alun alkaen.

Keskuspankin itsenäisyyteen liittyy olennaisesti sen tehtävien kapea mandaatti. Toisaalta on selvää, että keskuspankin mandaatin ja toimien on oltava sopusoinnussa muun yhteiskunnan preferenssien kanssa. Koska keskuspankin mandaatti on tulosta poliittisesta päätöksenteosta, niin muunlaisen rahapolitiikan harjoittaminen tulee pidemmän päälle mahdottomaksi. EKP:n itsenäisyys on poikkeuksellisen voimakasta keskuspankkien joukossa: se on euroalueen maiden hallituksista riippumaton ja Eurooppa-neuvosto

[27] EKP:n pääoman ovat merkinneet sekä euroalueen (eurojärjestelmän) että euroalueen ulkopuolisten EU:n jäsenvaltioiden kansalliset keskuspankit. Pääomaosuuksista laskettu pääoma-avain perustuu jäsenmaiden väestöön ja BKT:hen. Pääoma-avain lasketaan viiden vuoden välein (viimeksi tammikuun 1. 2024). Eurojärjestelmän tulot yhdistetään (vähennettynä EKP:lle menevälle osuudella) ja jaetaan pääoma-avainsuhteiden mukaisesti. Euroalueen ulkopuolisten EU-maiden keskuspankit maksavat vain 3,75 % vasta-arvostaan. Ne eivät osallistu EKP:n rahapoliittiseen päätöksentekoon eivätkä voittojen/tappioiden jakoon, mutta ne osallistuvat kaikista EU-maista koostuvan Euroopan keskuspankkijärjestelmän (EKPJ) hallintoon.

nimittää johtokunnan jäsenet kahdeksaksi vuodeksi. Euroopan unionin yleisen talouspolitiikan huomioiminen EKP:n rahapoliittisessa päätöksenteossa suhteessa hintavakauteen on pitkälti EKP:n oman tulkinnan varassa.[28]

Hintavakauden tulkintaa on ajan saatossa hienosäädetty, kun rahapolitiikan toimintaympäristössä on tapahtunut muutoksia. EKP:n ensimmäisessä strategia-arviossa vuonna 2003 päädyttiin pitämään hintavakauden määritelmä ennallaan alle 2 prosentin hintojen nousuna. Sitä kuitenkin täydennettiin inflaatiotavoitteella, joka oli ”alle 2 %, mutta lähellä sitä”. Tavoitteena oli riittävän etäisyyden pitäminen nollainflaatioon ja näin suuremman puskurin luominen deflaatiota eli alenevien hintojen kierrettä vastaan, jonka arvioitiin olevan vaikeasti hallittavissa, jos sellaiseen jouduttaisiin.

Alkuperäistä strategiaa voidaan perustella hyvin rahaliiton perustamisen oloissa, jolloin rahapolitiikan ensisijainen huoli oli inflaation liiallinen kiihtyminen ja EKP:n piti osoittaa uskottavuuttaan hintavakauden turvaamisessa. Myöhemmissä tutkimuksissa on havaittu, että EKP:n tosiasiallinen inflaatiotavoite on ollut ennen uusinta vuonna 2021 päivitettyä strategiaa selvästi alle 2 % (1,6 % – 1,8 %) ja EKP:n preferenssit inflaation suhteen ovat olleet myös hintavakauden määritelmän mukaan voimakkaan epäsymmetriset: 2 prosentin ylittävää inflaatiota on pidetty selvästi haitallisempana kuin 2 prosentin alittavaa inflaatiota. Kahden prosentin inflaatiokatto toimi hyvin tilanteessa, missä inflaatiopaineet olivat pääasiassa voimistuvaan suuntaan viittaavia ja korkojen nollakorkoraja ei rajoittanut rahapolitiikan toteuttamista, jolloin se ohjasi inflaatio-odotuksia tehokkaasti kohti tavoitetta. (Ks. liite 2: kuvio 1a., Inflaatio ja inflaatioerot euroalueella 1999–2024.)

Vuoden 2008 globaalin rahoituskriisin jälkeen tilanne muuttui, kun inflaatioon kohdistuvat paineet alkoivat olla voittopuolisesti heikentyvään suuntaan viittaavia. Kaksiosainen EKP:n hintavakauden määritelmä osoittautui ongelmalliseksi, koska se salli inflaation hidastuvan tilapäisesti jopa lähelle nollaa. Kahden prosentin inflaatiokatto toimi inflaatio-odotuksia ja inflaatiota hidastavasti, mutta tämä yhdistettynä heikentyviin inflaatiopaineisiin johti inflaation hidastumiseen selvästi alle 2 prosentin ja samalla deflaatioriskin kasvuun.

Globaalin rahoituskriisin jälkeistä aikaa aina koronapandemiaan saakka leimasi euroalueella (ja Yhdysvalloissa) tavoitetta hitaampi inflaatio. Myös pitkän aikavälin reaalisen tasapainokoron eli rahapoliittisesti neutraalin korkotason arvioitiin laskeneen rakenteellisista syistä sekä euroalueella että globaalisti, eikä talouskasvu enää yltänyt rahoituskriisiä edeltävään vauhtiin. Reaalisen tasapainokoron lasku ja talouskasvun hidastuminen kavensivat EKP:n ja muiden keskuspankkien mahdollisuuksia reagoida suhdannekehityksen heikkenemiseen rahapolitiikan tavanomaisilla välineillä (ks. liite 2: kuvio 1b: BKT:n kasvu ja kasvuerot euroalueella 1999–2024). Tähän vastattiin uusilla rahapolitiikan instrumenteilla. Korkojen painuessa kohti efektiivistä alarajaansa, EKP:n neuvosto päätti tammikuussa 2015 laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman käynnistämisestä. Se koostui jo aiemmin käynnistyneistä katettujen ja omaisuusvakuudellisten joukkovelkakirjojen ostoista sekä uutena kohteena kaikkien euroalueeseen kuuluvien valtioiden julkisten organisaatioiden liikkeeseen laskemien velkakirjojen ostoista jälkimarkkinoilta. Ennakoiva viestintä, negatiiviset korot ja jo aiemmin aloitetut pitkäaikaiset luotto-

[28] Oikeudellinen de jure -riippumattomuus ei riitä takaamaan keskuspankin tosiasiallista de facto -itsenäisyyttä. Iannidou ym. (2023) argumentoivat, että keskuspankit ovat vastaanottavaisia poliittiselle paineelle mm. johtokunnan jäsenten nimityksistä päätettäessä. He toteavat, että keskuspankin vallan kasvaessa on todennäköistä, että kannustimet nimittää poliittisia liittolaisia, joilla pyritään vaikuttamaan keskuspankin tulevaan politiikkaan, lisääntyvät. Ks. myös Grilli ym. (1991), Tucker, P. (2029), Adrian, T. ym. (2024).

operaatiot tulivat osaksi rahapolitiikan työkalupakkia. (Ks. liite 2: kuvio 2. EKP:n ohjauskorot ja inflaatio 1999–2025, kuvio 3a., EKP:n osto-ohjelmat ja tase 2015–2025, kuvio 3b., Eurojärjestelmän tase-erät vuosina 2006 ja 2024)

Rahapolitiikan toimintaympäristön muutos johti myös laajaan rahapolitiikan strategia uudistuksen käynnistämiseen vuonna 2020. Se saatiin päätökseen vuoden 2021 kesällä.

EKP:n neuvosto arvio kesäkuussa 2021 päivitetyssä strategiassa, että hintavakauden ylläpitäminen onnistuu parhaiten, kun rahapolitiikan tavoitteena on noin 2 prosentin inflaatiovauhti keskipitkällä aikavälillä. EKP:n neuvosto painotti tavoitteen symmetrisyyttä pitämällä sekä tavoitetta nopeampaa että hitaampaa inflaatiota yhtä kielteisinä. Noin 2 prosentin keskipitkän aikavälin inflaatiopuskurin arvioitiin helpottavan euroalueen maiden sopeutumista makrotaloudellisiin häiriöihin, vaimentavan alaspäin joustamattomista nimellispalkoista aiheutuvaa työttömyyden lisääntymistä ja deflaation vaaraa taantumissa. Puskuri ottaa huomioon myös inflaatioon mahdollisesti liittyvän positiivisen mittaamisharhan, jonka vuoksi inflaatio voi olla tosiasiassa hitaampi kuin mitä viralliset indeksit antavat ymmärtää. Strategian muutos merkitsi siis tosiasiallisesti hieman suurempaa inflaatiotavoitetta kuin mistä rahaliiton syntyessä oli EKP:n neuvostossa päätetty, kun hintavakauden määritelmälle muodostettiin operatiivista määritelmää. Vuoden 2021 strategia-arvioissa huomioitiin myös korkojen nollakorkorajan vaikutus. Korkojen nollakorkorajalle painumisen riski huomioitiin sallimalla poikkeuksellisen elvyttävä rahapolitiikka nollakorkorajan lähestyessä ja antamalla inflaation myös ajoittain ylittää tavoitteensa. Näillä toimilla haluttiin pienentää riskiä inflaatio-odotusten vakiintumisesta tavoitetta alhaisemmiksi, kuten näytti käyneen globaalin finanssikriisin jälkeisinä vuosina.

Uusi rahapolitiikan strategia joutui yllättävään testiin, kun inflaatio kiihtyi nopeasti koronapandemian ja energiakriisin jälkeen. EKP:n pankeille maksama talletuskorko oli laskettu negatiiviseksi kesäkuussa 2014, ja korkojen voitiin katsoa olevan lähellä efektiivistä nollarajaa. Tässä tilanteessa rahapolitiikka tuki kokonaiskysyntää ja inflaatiota laajoilla arvopapereiden osto-ohjelmilla ja pitkäaikaisilla rahoitusoperaatioilla. Ennakoiva viestintä ja osto-ohjelmat varmistivat, että markkinoiden korko-odotukset ja pitkät korot pysyivät alhaisina ja rahoitusolot näin mahdollisimman keveinä. Ennen pandemiaa näkymä oli, että inflaatio pysyisi tavoitetta hitaampana ja että nollakorkoraja tulisi rajoittamaan rahapolitiikan toimintaa pitkäaikaisesti.

Toisin kävi. Ensin pandemia lisäsi häiriöitä globaaleissa tarjontaketjuissa ja nosti rajusti erityisesti tavaroiden hintoja. Sen jälkeen alkanut Venäjän hyökkäyssota Ukrainassa nosti energian ja myös muiden raaka-aineiden ja ruuan hintoja jyrkästi. Hintojen ripeään nousuun vaikutti myös voimakas samanaikainen finanssi- ja rahapoliittinen elvytys, joka tuki kulutuksen kasvua. Elvyttävä finanssipolitiikka ja rahapolitiikka mahdollistivat sen, että kokonaiskysyntä pysyi ennallaan energian ja ruuan hintojen noususta huolimatta. Kevyt finanssipolitiikan ja rahapolitiikan yhdistelmä tuki raaka-aineiden ja energian hintojen nousua myös globaalisti. Nopean inflaation jakson pitkittymiseen erityisesti palveluissa vaikuttivat merkittävästi työmarkkinoiden kiristyminen ja siitä seurannut asteittainen palkkojen nousu, kun kompensaatiovaatimukset palkansaajien ostovoiman heikentyessä lisääntyivät. Nopea inflaatio näkyi lyhyissä inflaatio-odotuksissa ja yritysten hinnoittelukäyttäytymisessä, ja se osaltaan pitkitti nopean inflaation jaksoa. Finanssipolitiikan vaikutuksesta on esitetty myös arvioita, jotka antavat sille korostuneemman merkityksen inflaation kiihtymisessä.

Sittemmin inflaatio on rahapolitiikan voimakkaan kiristämisen, energian hintojen laskun ja kysynnän ja tarjonnan tasapainottumisen myötä hidastunut tätä kirjoitettaessa

EKP:n asettaman 2 prosentin tuntumaan. Inflaatio on hidastunut poikkeuksellisen korkeista hieman yli 10 prosentin lukemista 2 prosentin tuntumaan ilman, että euroalueen talous olisi ajautunut taantumaan tai työttömyys olisi lisääntynyt. Tätä ovat edesauttaneet pidempien inflaatio-odotusten pysymisen ankkurissa ja suhteellisen kevyenä jatkunut finanssipolitiikka. Euroalueen jäsenmaiden talouksien kehityksessä on tosin ollut suuriakin eroja pandemian jälkeen. (ks. liite 2: Kuvio 8: BKT:n kasvukuilu euroalueen maissa 2019–2024.)

Eurojärjestelmä arvioi uudistetun rahapolitiikan strategian toimivuutta jälleen vuonna 2025. Lähtökohdaksi arviossa otettiin, että tarvetta symmetriselle inflaatiotavoitteen muuttamiselle ei ole.

Toisaalta rahapolitiikan toimintaympäristö oli muuttunut epävarmemmaksi, missä korostui sellaisen rahapolitiikan strategian tarve, joka mahdollistaa keskuspankin nopean ja tehokkaan reagoinnin inflaation muutoksiin suuntaan tai toiseen. Muun muassa geopolitiikan, tekoälyn ja ilmaston muutoksen nähtiin uudessa strategia-arviossa pitävän inflaatioympäristön epävarmana ja mahdollisesti entistä epävakaampana tulevaisuudessa. Uudessa strategiassa korostetaan sitä, että hintavakaustavoitteen symmetrian ylläpitämiseksi rahapolitiikan tulee reagoida riittävän voimakkaasti tai pitkäkestoisesti inflaation poikkeamiin 2 prosentin tavoitteesta kumpaan suuntaan tahansa. Tällä halutaan korostaa rahapolitiikan valmiutta reagoida nopeasti ja päättäväisesti sekä voimistuviin että heikkeneviin inflaatiopaineisiin erityisesti tilanteissa, missä häiriöt uhkaavat suistaa pitkän aikavälin inflaatio-odotukset kauas tavoitteesta.

Päivitetty strategia-arvio alleviivaa myös rahoitussektorin kestävyyttä välttämättömänä edellytyksenä hintavakaudelle ja sitä, että EKP:llä on käytössään laaja joukko rahapolitiikan instrumentteja hintavakauden ja rahapolitiikan tasaisen välittymisen varmistamiseksi.

Vuonna 2025 päätetyssä strategia-arviossa pohdinta raha- ja finanssipolitiikan välisestä strategisesta riippuvuudesta kuitenkin sivuutettiin. Päivitetyn strategian pohjana oleva raha- ja finanssipolitiikkaan liittyvä arvioi keskittyi lähinnä vuoden 2021 jälkeiseen aikaan, silloin uudistetun rahapolitiikan strategian toimivuuteen ja finanssipolitiikan suoriin vaikutuksiin inflaatiokehitykseen erityisesti Euroopan energiakriisissä.

Finanssipolitiikan säännöt

Rahaliiton periaatteiden laatijat ymmärsivät, että rahaliitossa on riski julkisen talouden liiallisesta velkaantumisesta. Vakaus- ja kasvusopimuksen tarkoituksena oli, että jäsenmaat harjoittaisivat vastuullista finanssipolitiikkaa ja ylläpitäisivät julkisen talouden vakautta niin, ettei yhden jäsenmaan liiallinen velkaantuminen aiheuta haittaa myöskään muille jäsenmaille.

Yhteisen rahapolitiikan täydentämiseksi Maastrichtin sopimukseen sisällytettiin siksi myös julkisen talouden velkaantumista ja sen rahoittamista koskevia rajoituksia. Ns. no *bail-out -sääntö* (Lissabonin sopimuksen artikla 125) edellyttää, että jäsenvaltiot vastaavat itse omista veloistaan. Yhtäältä unioni ei ole vastuussa jäsenvaltioiden taloudellisista sitoumuksista, ja toisaalta yksittäinen jäsenvaltio ei myöskään vastaa toisen jäsenvaltion

sitoumuksista. Keskuspankkirahoituksen kielto estää keskuspankin luottojärjestelyt jäsenvaltioiden hyväksi.[29] Perustamissopimus on myös yksiselitteinen unionin budjetin tasapainottamisen suhteen.[30]

EU:n perussopimus asettaa jäsenmaille viitearvot julkisen talouden hoitoa varten: Ensiksi julkisen talouden alijäämä saa olla enintään 3 % suhteessa BKT:hen (paitsi jos alijäämärajan ylitys on vähäinen, väliaikainen ja poikkeuksellinen). Toiseksi julkisen talouden velka saa olla enintään 60 % suhteessa BKT:hen (paitsi jos velka vähenee riittävästi ja lähestyy viitearvoa riittävän nopeasti). Perussopimusta täydentää vakaus- ja kasvusopimus, joka on EU-lainsäädäntöön perustuva sääntökehikko, jolla koordinoidaan jäsenmaiden finanssipolitiikkaa. Se solmittiin vuonna 1997, ja sitä on muutettu vuosina 2005 ja 2011 ja jälleen vuonna 2013. Yleisesti ottaen muutosten tavoitteena on ollut löytää parempi tasapaino finanssipolitiikan kestävyyden ja kasvua tukevan finanssipolitiikan välillä ja samalla vahvistaa sääntöjen valvontaa ja niiden noudattamista.

EU:n yhteisten finanssipolitiikan sääntöjen uudistustarpeita alettiin pohtia uudestaan jo vuonna 2019, kun komissio havaitsi tekemässään lainsäädännön arviossa, että sääntökokonaisuus oli muotoutunut monimutkaiseksi ja sääntöjen noudattaminen oli heikentynyt. Mahdollisuuksia ohjata euroalueen jäsenmaiden finanssipolitiikan viritystä on haitannut puskureiden puute, kun korkeasuhdanteessa laiminlyöntiin tarve harjoittaa kireämpää finanssipolitiikkaa. Julkisen talouden tulo- ja menorakenne ei myöskään ollut kehittynyt kasvua edistävämpään suuntaan. Finanssipolitiikan sääntökehikon läpinäkyvyys, sääntöihin sitoutuminen ja niiden ennustettavuus ovat heikentyneet, kun ohjauskehikko on perustunut moniin indikaattoreihin ja havaitsemattomiin tai laskennallisiin muuttujiin, kuten rakenteelliseen jäämään, potentiaaliseen tuotantoon ja tuotantokuiluun. Sääntöjen rikkomisesta ei ole käytännössä aiheutunut jäsenmaille seuraamuksia, mikä on heikentänyt niiden uskottavuutta. Samalla sopimusta on kritisoitu siitä, että se rajoittaa aktiivista, suhdanteita tasaavaa finanssipolitiikkaa.

Koronapandemia keskeytti komission aloittaman julkisen konsultaation keväällä 2020. COVID-19-pandemia johti kasvu- ja vakaussopimukseen sisältyvän yleisen poikkeuslausekkeen aktivointiin vuonna 2020 ja keskeytti väliaikaisesti vakaus- ja kasvusopimuksen finanssipoliittisten sääntöjen noudattamisen. Pandemian aikana kasvanut julkinen velka teki sääntöjen uudistamisesta toimivampaan suuntaan vieläkin ajankohtaisempaa, kun julkistalouksien vakauteen ja kestävään talouskasvuun liittyvät haasteet olivat kasvaneet entistä suuremmiksi. Sääntöjen uudistamista koskeva työ käynnistettiin

[29] EU:n perussopimuksessa ei suljettu ovea kokonaan mahdollisuudelta saada rahoitustukea. Esimerkiksi sopimuksen artiklan 122 mukaan unioni tai muut jäsenvaltiot voivat antaa apua muille jäsenille poikkeuksellisissa olosuhteissa. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) artiklojen 122 ja 123 mukaiseen keskuspankkirahoituksen kieltoon liittyy tapaus (Weiss ja muut (asia C-493/17)), joka koski EKP:n julkisen sektorin osto-ohjelmaa (PSPP). Euroopan unionin tuomioistuin totesi, että PSPP ei rikkonut keskuspankkirahoituksen kieltoa, koska se toteutettiin jälkimarkkinoilla ja sen tarkoituksena oli ylläpitää hintavakautta. Saksan perustuslakituomioistuin Bundesverfassungsgericht (BVerfG) haastoi tämän tulkinnan ultra vires -arviossaan ja totesi, että sekä PSPP-ohjelma että EU-tuomioistuimen tulkinta siitä rikkoivat suhteellisuusvaatimuksia, koska niissä ei tutkittu kattavasti ja perustellusti talouspoliittisia vaikutuksia, joita sen käytännön toteuttaminen väistämättä aiheuttaa. BVerfG:n tulkinnalla ei ollut vaikutusta EKP:n osto-ohjelmiin. Ks. Anagnostaras (2021).

[30] Artikla 310(1) TFEU: "All items of revenue and expenditure of the Union shall be included in estimates to be drawn up for each financial year and shall be shown in the budget. The revenue and expenditure shown in the budget shall be in balance." https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:12008E310:EN:HTML.

uudelleen syksyllä 2020 ja uusista finanssipoliittisista säännöistä päätettiin lopulta huhtikuussa 2024.

Uusien sääntöjen mukaan jokainen jäsenmaa tekee finanssipoliittisen ja rakenteellisen suunnitelman 4–5 vuodeksi ja sitoutuu suunnitelmassaan julkisen talouden sopeutusvauhtiin, joka perustuu ensisijaisesti arvioon oman maan velkakestävyydestä. Sopeutusjakson jälkeen julkisen velkasuhteen pitää olla uskottavasti laskevalla uralla tai pysyä alle 60 prosentissa. Alijäämän pitää olla turvallisesti alle 3 % keskipitkällä aikavälillä. Jäsenmaa voi hakea suunnitelmaansa enintään kolmen vuoden lisäsopeutusaikaa, jos se sitoutuu tekemään lisää rakenteellisia uudistuksia ja investointeja. EU valvoo uudistusten ja investointien toimeenpanoa, Euroopan komissio arvioi jäsenmaiden finanssipoliittiset ja rakennepoliittiset suunnitelmat, ja EU:n neuvosto hyväksyy ne.

Uudella sääntökehikolla on pyritty jäsenmaiden velkakestävyyden varmistamiseen yksinkertaisempien finanssipolitiikan sääntöjen, vahvemman kansallisen omistajuuden sekä uskottavamman ja tehokkaamman toimeenpanon kautta. Uudistuksessa painotetaan aiempaa enemmän keskipitkän aikavälin suunnittelua, jäsenmaakohtaisuutta sekä sen osana rakenteellisten uudistusten ja investointien edistämistä. Tavoitteena on aiempaa parempi tasapaino kestävän finanssipolitiikan edellyttämien rajoitteiden ja kasvua tukevan talouspolitiikan välillä. Kaikki nämä tavoitteet ovat hyviä ja perusteltuja. Tämänhetkinen näkemys sääntökokonaisuudesta kuitenkin on, että säännöt eivät lopulta ole yksinkertaisemmat kuin aiemmin mm. uusien turvalausekkeiden vuoksi, mutta niiden toimivuutta on vielä liian aikaista arvioida.[31]

Myös finanssipolitiikan osalta uudet säännöt joutuivat heti testiin. Huhtikuussa 2024 päätetyt finanssipoliittiset säännöt joutuivat koetukselle keväällä 2025, kun Euroopan turvallisuuspolitiikan radikaali muuttuminen ja välitön tarve puolustusinvestointien merkittävään kasvattamiseen käytännössä johtivat jälleen uusien sääntöjen höllentämiseen poikkeuslausekkeen turvin.[32] EU-komissio ilmoitti toukokuussa 2025 mahdollisuudesta aktivoida finanssipolitiikan sääntöjen kansallinen poikkeuslauseke (NEC) puolustusmenojen kasvattamiseksi, jota mahdollisuutta useat maat (Belgia, Saksa, Viro, Kreikka, Kroatia, Latvia, Liettua, Portugali, Slovenia, Slovakia ja Suomi, Bulgaria, Tanska, Tšekki, Unkari ja Puola) jo tätä kirjoitettaessa käyttävät.[33, 34]

---

[31] Ks. esim. Ikonen ja Lehmus (2024) ja Suomen Pankki (2024).

[32] Euroopan komissio julkisti 19.3.2025 tiedonannon säästämis- ja sijoitusunionin toteuttamiseksi (eng. *Savings and Investment Union, SIU*). Tiedonanto sisältää pääomamarkkinaunionia ja pankkiunionin viimeistelyä koskevia toimia. Ne jakautuvat neljään pääalueeseen: kansalaiset ja säästäminen, sijoitukset ja rahoitus, integraatio ja skaalautuminen sekä tehokas ja harmonisoitu valvonta. Tiedonanto on myös osa komission ReArm Europe -suunnitelmaa, jonka tavoitteena on vauhdittaa Euroopan puolustusinvestointeja ja varmistaa entistä riippumattomampi puolustuskyky, https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:52021DC0032.

[33] Ks. Pench (2024).

[34] Jäsenmaiden kansallisista budjeteista tuleva lisärahoitus edellyttää, että EU:n keskipitkän aikavälin kansallisten finanssipoliittisten suunnitelmien mukaiset julkisen talouden vakauttamisjaksot laaditaan pidemmiksi. Vaihtoehtona on myös vakaus- ja kasvusopimuksen kansallisen poikkeuslausekkeen (NEC) käyttö lisävelan liikkeeseen laskemiseksi (vuosina 2025–2028), mikä merkitsee kuitenkin sitoutumista vahvempaan julkisen talouden vakauttamiseen myöhemmin (vuodesta 2029 eteenpäin) EU:n finanssipoliittisten sääntöjen noudattamiseksi.

Kriisit ja velkaantuminen

Finanssipolitiikan sääntöjä on muutettu, koska ne eivät ole toimineet jäsenmaiden eikä koko EU:n näkökulmasta kovin hyvin, kuten edellä on esitetty. Moni jäsenmaa on ajautunut kauas alijäämän ja velan Maastrichtin viitearvoista, ja EU-tason rahoitukseen perustuvat politiikkatoimet ovat olleet välttämättömiä makrotalouden vakauden ylläpitämiseksi kriiseissä. Velkasuhde on monessa euroalueen maassa kasvanut suureksi, ja velkasuhteen tuntuva pieneminen näyttää hyvin vaikealta. Kun verotus on jo monessa maassa lähtökohtaisesti kireää ja kasvu hidasta, tulojen kautta tehtävä julkisen talouden sopeutus tai kasvavien menojen rahoitus verotusta kiristämällä on entistä vaikeampaa. Koska jäsenvaltioiden julkisen talouden rahoitusasemat, kestävyysriskit ja muut haavoittuvuustekijät poikkeavat toisistaan, on myös sääntöjen mukaista finanssipolitiikan ohjausta vaikea eriyttää jäsenvaltiokohtaisesti, vaikka tälle olisi taloudelliset perusteet olemassa ja uudet säännöt antavat siihen mahdollisuuden.

No bail-out -sääntö ja markkinakuri

Vuoden 2008 finanssikriisin ja Kreikasta vuonna 2009 alkaneen euroalueen velkakriisin kokemusten perusteella näyttää myös siltä, että no bail-out -sääntö ja siihen liittyvä ns. ”markkinakuri” eli huoli korkomenojen noususta velkaantumisen kasvaessa liiaksi eivät ole olleet riittäviä uhkia estämään julkisen sektorin velkaantumista.

Velkaantumista kiihdyttivät rahaliiton syntyessä useissa maissa alentuneet valtion joukkovelkakirjojen korot, kun valuuttakurssiriski poistui ja inflaatioriski pienentyi. Julkisen ja yksityisen sektorin velkaantuminen kiihtyi erityisesti niissä maissa, missä korkojen aleneminen oli voimakkainta. Rahoitusbuumin kokeneet jäsenvaltiot näyttivät hyötyvän vaurauden lisääntymisestä. Kannustin harjoittaa ekspansiivista finanssipolitiikkaa oli rahapolitiikan yhdentymisen myötä myös entistä suurempi.

Samaan aikaan hinnat ja palkat nousivat korkojen alenemisesta eniten hyötyneissä maissa, mikä johti lopulta hintakilpailukyvyn menettämiseen ja heikensi näiden maiden vientialojen suorituskykyä. Hintakilpailukyvyn heikkeneminen ei ollut akuutti ongelma niin kauan, kun noususuhdanne voitiin rahoittaa ulkomailta ja markkinat eivät kiinnittäneet huomiota paisuvaan velkakehitykseen.

Rahaliiton syntyessä tapahtuneesta korkotasojen lähentymisestä johtuva rahoitusolojen nopea keventyminen muuttui Euroopan velkakriisissä rajusti. Useiden jäsenvaltioiden velkakirjojen hinnat reagoivat samaan tapaan kuin jos maa olisi sitoutunut hauraasti kiinteään valuuttakurssiin. Velkaantumisasteen nousu ruokki pääomapakoa, pienensi varallisuushintoja ja lisäsi euroalueen maiden korkoeroja. Samaan aikaan talouksien kasvupotentiaali osoittautui odotettua heikommaksi, mikä kasvatti velka-asteita edelleen ja heikensi finanssipolitiikan kestävyyttä. Pääoma, joka oli siihen asti virrannut ylijäämämaista alijäämämaihin, oli mennyt suureksi osaksi kulutukseen, ei tuottavuutta ja talouden kasvupotentiaalia parantaviin investointeihin tai rakenteellisten uudistusten edistämiseen. (Ks. liite 2: kuvio 4. Euroalueen maiden 10 vuoden valtionlainkorkoja 1999–2024).

Julkisen talouden ahdingosta alkanutta ongelmaa syvensivät nopea yritysten ja kotitalouksien taseiden heikkeneminen, pankkien vaikeudet ja lopulta koko talouden kattava talouskriisi. Alun perin rahoitusolojen keventymisestä nauttineet maat kärsivät nyt suuresta vaihtotaseen alijäämästä, mikä heijasti luottovetoista noususuhdannetta, kilpailukyvyn rapautumista ja velkataakan kasvua. Markkinat ymmärsivät pian, että kehitys voi olla kestämätön, ja velkaantuneimpien maiden valtionlainojen hinnat laskivat rajusti valtioiden luottoriskin kasvettua. Kaukaiselta tuntuvasta jäsenmaan maksukyvyttömyyden

mahdollisuudesta, jonka olisi alun perin pitänyt tukea finanssipolitiikan kurinalaisuutta, tuli nyt todellinen uhka. Huoli julkisen talouden kestävyydestä ja suurten pankkien heikkenevästä tasetilanteesta laukaisi pankkien ja valtioiden välille tuhokierteen vuosien 2010–2013 valtionvelkakriisin aikana. Jälkeenpäin on helppo todeta, että finanssipolitiikan säännöt eivät lopulta kyenneet torjumaan liiallista velkaantumiskehitystä eikä yhteinen finanssikriisiä edeltävä verrattain kevyt rahapolitiikka ilmeisestikään sopinut kaikille. Jo ennen eurokriisiä Euroopan keskuspankki painotti usein puheenvuoroissaan rakenteellisten uudistusten ja finanssipolitiikan kestävyyden tärkeyttä vakaalle talouskehitykselle. Jo tämä rahaliiton perustamista seurannut ensimmäisen vuosikymmenen kehityskulku korostaa rahapolitiikan ja finanssipolitiikan vuorovaikutuksen tärkeyttä tasapainoisen makrotaloudellisen kehityksen aikaansaamiseksi.

Finanssi- ja velkakriisi toivat mukanaan merkittäviä uudistuksia ja loivat uusia instituutioita erityisesti rahoitusvakauden parantamiseksi euroalueella (pankkiunioni, Euroopan vakausmekanismi, six-pack- ja two-pack-lainsäädäntö, Euroopan järjestelmäriskikomitea) ja globaalisti. Vaikka velkakriisistä selvittiin siitä kärsineiden maiden, IMF:n, EKP:n ja komission yhteisvoimin, julkisen talouden ongelmat eivät ole euroalueelta hävinneet. Euroopan komission (2024) julkisen talouden kestävyysanalyysin perusteella yhdeksässä EU:n jäsenmaassa julkisen talouden kestävyysriskit ovat suuria ja velkaasteiden odotetaan jäävän suuressa osassa jäsenmaista hyvin korkeiksi. Vain seitsemässä jäsenmaassa keskipitkän aikavälin kestävyysriskit ovat alhaiset.

Lukuisten viimeaikaisten talouskriisien jälkeen euroalueella saatetaan olla samankaltaisessa tilanteessa kuin vuosien 2011–2012 velkakriisiä edeltäneessä vaiheessa. Alijäämistä on tullut useissa euroalueen maissa rakenteellisia. Entistä useamman jäsenmaan suuri velkasuhde yhdistettynä julkisten menojen kasvaviin paineisiin, korkeampaan korkotasoon mutta hitaaseen kasvupotentiaaliin ja ankaraan verotukseen voi johtaa tilanteeseen, jossa maat eivät kykene tai halua tuottaa riittävän suuria perusjäämiä. Julkinen velka suhteessa BKT:hen on myös koko euroalueella kasvanut koronapandemiaa edeltävistä luvuista huolimatta hieman kiristyneestä finanssipolitiikasta ja nimellisen BKT:n kasvusta vuosina 2021–2023. Yhteisen rahapolitiikan alussa nykyisten euroalueen julkistalouksien velka oli noin 70 % suhteessa jäsenmaiden BKT:hen. Velkasuhde oli alimmillaan vuonna 2007, minkä jälkeen velkasuhde on asteittain kasvanut ja yltää nyt jo liki 90 prosenttiin. Viimeisimpien ennusteiden mukaan euroalueen velka suhteessa BKT:hen kasvaa 6 prosenttiyksikköä ja EU:n liikkeeseen laskema velka liki 8,5 prosenttiyksikköä suuremmaksi verrattuna vuoteen 2019. Jopa viidessä euroalueen maassa velkasuhde kasvaa yli sadan prosentin. (Ks. liite 2: kuvio 5. EKP:n tase, euroalueen velka ja budjetin alijäämä 1999–2024 ja kuvio 6. EU-toimielinten velka, % suhteessa BKT:hen 2020–2026)

Velkaantuminen ei tosin ole vain Euroopan maiden ongelma, vaan samantapaista kehitystä havaitaan myös muissa isoissa talouksissa. Yhdysvalloissa julkisen velan suhde verotuloihin alkoi kasvaa voimakkaasti globaalin rahoituskriisin jälkeen, Japanissa vastaava kehitys alkoi jo 1990-luvun alussa.

Hallittu velkajärjestely

Julkisen talouden velkakierteen katkaiseminen on periaatteessa mahdollista toteuttamalla riittävän ajoissa hallittu velkajärjestely (Freystätter, 2018). Tämä tarkoittaisi, että valtio voisi neuvotella velkojiensa kanssa velkojen uudelleenjärjestelyistä tai osittaisesta

anteeksiannosta. Euroalueelta puuttuvat kuitenkin suureksi osaksi valtion hallittua velkajärjestelyä tukevat menettelytavat ja instituutiot.[35] On myös huomattava, että velkajärjestelykeskustelu koskee yleensä matalan ja keskitulotason maita. Korkean tulotason maan velkajärjestelyn pitäisi olla periaatteessa kannattavampaa ja siten helpompaa. Talouden vakauden, poliittisen vakauden ja paremman luottoluokituksen pitäisi helpottaa velkajärjestelyjen toimeenpanoa, mutta samat seikat myös vähentävät poliittista halua siihen turvautumiseen. Vakaammissa oloissa velkaantuminen voi myös jatkua pidempään ja näin ylittää talouden pitkän aikavälin kestokyvyn. Edelleen parempi pääsy kansainvälisille pääomamarkkinoille voi hidastaa tukeutumista velkajärjestelyihin ja helpottaa kasvavienkin velkojen jälleen rahoitusta.

Vakiintuneet oikeudelliset ja institutionaaliset puitteet voisivat kuitenkin tukea velkajärjestelyjen täytäntöönpanoa ajoissa. Toisaalta korkean tulotason maat voivat vastustaa velanhoitopolitiikkansa ulkoista valvontaa, ja markkinoiden reaktiot suurten velkamäärien järjestelyyn voivat olla arvaamattomia ja nostaa rahoituskustannuksia velkajärjestelyjä toteutettaessa. On myös selvää, että koordinointi useampien velkojien kesken on vaikeaa ja monimutkaista.

Onko velkajärjestelyjen koordinointi rahaliitossa helpompaa? Kokemuksia tästä saatiin jonkin verran globaalin rahoituskriisin ja Euroopan maiden velkakriisin yhteydessä vuosina 2008–2012. Vuonna 2012 toteutetussa Kreikan velkajärjestelyssä, joka oli osa suurta talouden tukipakettia, yksityiset sijoittajat menettivät merkittävän osan sijoituksistaan. Gourinchas ym. (2023) arvioivat, että Kreikan velkajärjestely tukipaketteineen vastasi yli 40 prosentin suuruista tulonsiirtoa Kreikalle suhteessa Kreikan vuoden 2010 BKT:hen. Myös Kyprokselle, Irlannille, Portugalille ja Espanjalle annettiin rahoitustukea. Pelastuspaketit muiden maiden kuin Kreikan maksukyvyttömyyden välttämiseksi olivat suhteellisen pieniä, mutta ne edellyttivät kuitenkin näiltä mailta merkittäviä sopeutustoimia ja talouden tervehdyttämisohjelmia.

Euroopan maat sopivat, että tyypillisesti kehittyvissä markkinatalouksissa käytössä olleiden kollektiivisten toimien lausekkeet (eng. *collective action clause*) sisällytetään

[35] Sitovien menettelyjen luominen valtionvelan hallintaan tai mahdollisten velkajärjestelyjen toimeenpanon varalta on haastavaa useiden tekijöiden vuoksi (ks. https://www.imf.org/en/Topics/sovereign-debt):

1. Suvereniteetti: Jokaisella maalla on omat oikeudelliset ja poliittiset järjestelmänsä, mikä vaikeuttaa yhtenäisten sääntöjen täytäntöönpanoa eri lainkäyttöalueilla. Suvereenit valtiot ovat haluttomia luovuttamaan velanhoitopolitiikkansa valvontaa ulkopuolisille tahoille. Mailla on erilaiset taloudelliset olosuhteet, velkataso ja finanssipolitiikka. Yksi koko sopii kaikille -lähestymistapa ei välttämättä sovi kaikille, sillä se, mikä toimii yhdessä maassa, ei välttämättä ole tehokasta toisessa.
2. Luotonantajien koordinointi: Valtion velkaan kuuluu usein useita velkojia, mukaan lukien yksityiset sijoittajat, kansainväliset järjestöt ja muut maat. Näiden erilaisten sidosryhmien koordinointi sitovista menettelyistä sopimiseen voi olla monimutkaista ja aikaa vievää.
3. Poliittiset näkökohdat: Velanhoitopäätöksiin vaikuttavat usein poliittiset näkökohdat sekä kotimaassa että kansainvälisesti. Hallitukset voivat asettaa lyhyen aikavälin poliittiset edut etusijalle pitkän aikavälin rahoitusvakauden sijaan, mikä vaikeuttaa sitovien menettelyjen luomista.
4. Oikeudelliset monimutkaisuudet: Valtionvelkasopimuksia voivat säännellä erilaiset oikeudelliset puitteet sen mukaan, missä velka on liikkeeseen laskettu ja ketkä ovat velkoja. Tämä oikeudellinen monimuotoisuus lisää sitovien menettelyjen luomisen monimutkaisuutta.
5. Geopoliittiset jännitteet: suuret geopoliittiset jännitteet voivat haitata maailmanlaajuista taloudellista yhteistyötä, jolloin on vaikeaa päästä yksimielisyyteen sitovista velanhoitomenettelyistä.

joukkovelkakirjasopimuksiin Euroopan velkakriisin pyörteissä. Syyskuussa 2012 perustetun Euroopan vakausmekanismin eli EVM:n päivitetyn sopimuksen mukaan yhteistoimintalausekkeista tuli pakollisia kaikissa maturiteetiltaan yli vuoden pituisissa euroalueen valtion arvopapereissa, jotka on laskettu liikkeeseen 1.1.2013 jälkeen.[36]

Yhteistoimintalausekkeet mahdollistavat sen, että joukkovelkakirjojen haltijoiden enemmistön suostuessa velkojen uudelleenjärjestelyyn siitä tulee oikeudellisesti sitova kaikille joukkovelkakirjan haltijoille, myös niille, jotka äänestävät velkajärjestelyä vastaan. Näin vältetään tilanne, missä yksittäiset joukkolainojen haltijat voivat estää velkojen uudelleenjärjestelyn, joka hyödyttäisi suurinta osaa velkojista ja velallista maata. Yhteistoimintalausekkeilla Euroopan maat pyrkivät välttämään vastaavia ongelmia ja varmistamaan sujuvamman prosessin mahdollisten velkakriisien ratkaisemiseksi tulevaisuudessa ja yksityisen sektorin osallistumisesta luottoriskin kantamiseen. Yhteistoimintalausekkeiden käyttöönotto eurooppalaisissa joukkovelkakirjoissa oli tärkeä ja hyödyllinen muutos.

Piccarelli ym. (2018) arvioivat yhteistoimintalausekkeiden (CAC) käyttöönoton vaikutusta euroalueella. Havaintojen mukaan euroalueen CAC-lausekkeilla varustetut lainat kävivät kaupaksi keskimäärin pienemmällä preemiolla, mutta eri maiden väliset erot olivat huomattavat. Kun Saksassa ja Alankomaissa vaikutukset eivät olleet merkittäviä, Italiassa ja Espanjassa vaikutus oli huomattava. Näiden maiden yhteistoimintalausekkeet sisältävien valtionlainojen tuotot olivat viidestä kymmeneen peruspistettä alhaisemmat kuin vastaavien yhteistoimintalausekkeita sisältämättömien joukkovelkakirjojen tuotot.

Kysymystä velkajärjestelystä pohdittiin saksalais-ranskalaisessa asiantuntijaryhmässä, jonka raportti julkaistiin tammikuussa 2018. Ryhmän ajatuksena on, että velkajärjestelyn mahdollisuus loisi markkinakurin estämään ennalta velkaongelmien syntyä. Toisaalta se olisi viimeinen ratkaisu, jos valtio on ajautunut maksukyvyttömäksi ja sen velkakestävyys pitää palauttaa.[37] Ryhmä lähtee siitä, että velkajärjestelyn mahdollisuus on uskottava vain, jos sen taloudelliset seuraukset eivät ole velkajärjestelyyn joutuvalle maalle vakavat. Tämä edellyttäisi, että pankkien pitäisi hajauttaa valtioiden velkapapereiden omistukset usean valtion välille yhden, tyypillisesti oman kotimaansa, sijaan. Jos näin ei toimita, velkajärjestelyn tilanteessa kotimaan pankkisektorin taseet heikkenevät, kun pankkien varojen arvosta osa leikkautuu pois. Tämä lisää merkittävästi velkajärjestelyn taloudellisia kustannuksia erityisesti, mutta ei välttämättä pelkästään, velkajärjestelyn kohteena olevalle maalle. Pankkijärjestelmän kautta koituvia kustannuksia lisää se, että julkisia velkapapereita kohdellaan pankkien vakavaraisuusvaatimuksissa nollariskipainolla, mikä on luonut rahaliittoon kuuluvien maiden pankkien ja valtion välille vaikeasti hallittavan kohtalonyhteyden ja merkittävän tartuntariskin.

Nykytilanteessa hallittu velkajärjestely ei ole nähdäksemme todennäköinen. Erityisesti isoissa maissa se ei ole edes pidemmällä aikavälillä realistinen, kun huomioidaan kansallisten etujen turvaaminen kotimaisia merkittäviä finanssi-instituutioita puolustamalla.

Velkajärjestelyn uhka ei ole siten myöskään riittävä pelote pitämään jäsenvaltioiden alijäämiä kestävän suuruisina tai realistinen keino ylivelkaantumisen ratkaisemiseksi isojen maiden tapauksessa. Kriisitilanteessa jo pienikin velkajärjestelyn mahdollisuus lisää epävarmuutta aiheuttaen spekulaatioita ja levottomuutta markkinoilla.

---

[36] Ks. esim. Grund ja Grle (2016).

[37] Bénassy-Quéré (2018).

Rahapolitiikan välineistön muuttuminen

Ehdotukset velkajärjestelyistä eivät ole edenneet kenties myös sen vuoksi, että tarjolla voisi olla muitakin menettelyjä velkaongelmiin. Ensiksi näitä ovat vielä maksukykyisille valtioille koko euroalueen vakautta uhkaavassa rahoituskriisitilanteessa tarjolla oleva EVM:n väliaikaisrahoitus, jonka myöntämisen edellytyksenä on tosin poliittisesti vaikeasti toteutettava taloudellinen sopeutusohjelma ja stigma.

Toiseksi EKP perusti Mario Draghin vuonna 2012 antaman kuuluisan "mitä tahansa se vaatiikin" -lausunnon pohjalta uuden rahapoliittisen välineen ja totesi, että sitä osaa riskilisien kasvusta, joka liittyy pelkoon euroalueen hajoamisesta, ei voida hyväksyä ja että eurojärjestelmä puuttuu tarvittaessa voimakkaasti tällaiseen kehitykseen.[38] EKP:n neuvosto korosti, että euro on peruuttamaton. Perustettu rahapoliittisten suorien kauppojen ohjelman (OMT) tavoitteena oli luoda viime käden turvaverkko, perälauta, jonka olemassaolo ehkäisee äärimmäisten skenaarioiden toteutumista jo ennakolta. Ohjelman kautta EKP voi ostaa kohdennetusti yksittäisen valtion velkakirjoja jälkimarkkinoilla ja käytännössä toimia velan markkinatakaajana. Ohjelma on kuitenkin voimakkaan ehdollinen ja sidottu vakausmekanismin tavoin sopeutumisohjelmien noudattamiseen siinä maassa, jonka velkakirjoja ostettaisiin. Sopeutumisohjelmiin liittyvän rahoituksen toteuttajana olisi EVM.

Tukirahoitukseen EVM:n kautta ja rahoitukseen EKP:n kautta liittyy siten sama periaatteellinen ongelma. Rahoituksen ehdollisuutta sopeutumisohjelmien vuoksi on poliittisesti vaikeaa, ellei mahdotonta hyväksyä tukea tarvitsevissa maissa. Toisaalta OMT:n perustamisen käytännön menestys Euroopan velkakriisissä viittaa siihen, että markkinat eivät tuolloin pitäneet tätä ongelmaa ylitsepääsemättömänä.

Kolmanneksi koronakriisin aikana perustettu elpymisväline (NGEU)[39] on myös lisännyt odotuksia siitä, että kriisitilanteessa julkisia menoja ja investointeja voidaankin rahoit-

[38] Draghi (2012).

[39] Joulukuussa 2020 Eurooppa-neuvosto sopi elvytyspaketista (NGEU), jonka avulla Euroopan komissio voi myöntää jäsenvaltioille 750 mrd. euroa (vuoden 2018 hintoina) niiden elvytystoimien rahoittamiseen. NGEU koostuu Recovery and Resilience Facility (RRF) -välineestä, jonka koko on 672,5 mrd. euroa. Tästä määrästä jaetaan 312,5 mrd. euroa avustuksina ja 360 mrd. euroa lainoina. Loput NGEU:sta koostuu kuudesta muusta välineestä, joiden yhteismäärä on 77,5 mrd. euroa. Jäsenvaltiot laativat kansalliset elpymis- palautumissuunnitelmat, joissa ne esittävät, miten rahoitus käytetään vihreän ja digitaalisen siirtymän, taloudellisen elpymisen ja resilienssin tukemiseen. Elpymisväline itsessään perustuu lainoppineiden mukaan monimutkaiseen oikeudelliseen rakenteeseen, jonka tarkoituksena on kiertää perustamissopimuksen säännöt esittämällä ohjelma kertaluonteisena välineenä, joka liittyy nimenomaisesti pandemian aiheuttamaan poikkeukselliseen hätätilaan. Yhtenä merkittävänä piirteenä on EU:n mahdollisuus kerätä rahoitusta pääomamarkkinoilta ja siirtää nämä varat jäsenvaltioille lainojen tai rahoitustuen muodossa. NGEU:n rahoittamiseksi Euroopan komissiolla on siis valtuudet kerätä varoja EU:n puolesta. Joukkovelkakirjat on laskettava liikkeeseen markkinoilla ennen vuoden 2026 loppua, ja lainatut varat on maksettava takaisin ennen vuoden 2058 loppua. Tässä tilanteessa EU-oikeudessa otettiin ensimmäistä kertaa käyttöön velanotto menojen rahoittamiseksi, jolloin EU:sta tuli lopullinen velallinen siltä osin kuin näitä varoja annettiin jäsenmaille suorina avustuksina. Vaikka ohjelmassa määrätään, että kaikki varat kerätään ja käytetään yksinomaan pandemian seurausten torjumiseen, näin ei ole käytännössä tapahtunut. Varat on usein kohdennettu koheesiopolitiikkaan, eikä käytettyjen jakokriteerien yhteys koronaviruskriisin vaikutuksiin ole läheskään aina ilmeinen (Anagnostaras, 2024).

taa yhteisvelalla. Jäsenmaat saavat rahoitusta myös erilaisten EU:n tukipakettien ja rahoitusohjelmien kautta, kun pääosin EU:n jäsenmaksuilla kerättäviä varoja jaetaan uudelleen.[40]

Edellä mainittujen välittömien rahoitusvakauden turvaamiseen liittyvien välineiden perustamisen lisäksi myös EKP otti käyttöön laajat arvopapereiden osto-ohjelman tammikuussa 2015. Se koostui jo aiemmin käynnistyneistä katettujen ja omaisuusvakuudellisten joukkovelkakirjojen ostoista sekä uutena kohteena kaikkien euroalueeseen kuuluvien valtioiden julkisten organisaatioiden liikkeeseen laskemien velkakirjojen ostoista jälkimarkkinoilta. EKP:n omaisuuserien osto-ohjelma (APP) alkoi osana epätavanomaisten rahapoliittisten toimien pakettia, johon sisältyi myös kohdennettuja pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita. Ohjelma käynnistettiin vuoden 2014 puolivälissä tukemaan rahapolitiikan välittymismekanismia ja tarjoamaan hintavakauden varmistamiseksi tarvittavaa rahapolitiikan keventämistä.[41]

Eurojärjestelmä oli siirtynyt jo aikaisemmin likviditeetin hallinnassa ns. täyden jaon politiikkaan, jossa keskuspankki asettaa tarjoamalleen vakuudelliselle luottorahoitukselle kiinteän hinnan ja hyväksyy kaikki pankeilta saamansa tarjoukset tällä korolla. Rahapolitiikan mitoituksessa siirryttiin tuolloin aiempaa korostuneemmin keskuspankkirahan määrän sijasta sen hinnan ohjaukseen. Tätä politiikkaa on sittemmin sovellettu kaikissa rahapolitiikan luotoissa (Kontulainen ja Välimäki, 2015).

Määrällisestä keventämisestä on tullut osa monen keskuspankin rahapolitiikan välineistöä. Sillä edesautettiin siirtymistä lyhyiden korkojen ohjauksesta pidempien korkojen ohjaukseen. Kun lyhyitä korkoja ei voitu laskea merkittävämmin alle nollan, rahapoliittista kevennystä haettiin vaikuttamalla lyhyitä korkoja koskeviin odotuksiin ja alkamalla ostaa markkinoilta pitempimaturiteettisia arvopapereita. Määrällisen keventämisen vaikuttavuutta lisättiin ennakoivalla viestinnällä sitomalla ohjauskorot laajojen arvopapereiden osto-ohjelmien pituuteen.

---

[40] EU:lla on useita tukipaketteja ja rahoitusohjelmia, jotka on suunniteltu tukemaan jäsenvaltioita eri tarpeissa. Näitä ovat mm.

- Euroopan aluekehitysrahasto (EAKR): rahasto tukee taloudellista ja sosiaalista koheesiota vähentämällä alueellisia eroja EU:ssa
- Euroopan sosiaalirahasto (ESR): keskittyy työllisyyden parantamiseen ja sosiaalisen osallisuuden edistämiseen
- Euroopan maaseudun kehittämisen maatalousrahasto (EMR): rahasto tukee maaseutualueiden kehittämistä ja maatalouden kilpailukyvyn parantamista
- Horisontti Eurooppa: EU:n tutkimus- ja innovaatio-ohjelma, joka rahoittaa tieteellistä tutkimusta ja teknologista kehitystä
- Invest EU: ohjelma yhdistää erilaisia EU:n rahoitusvälineitä ja tarjoaa rahoitusta investointeihin, jotka tukevat kestävää kasvua ja työllisyyttä
- EU:n Solidaarisuusrahasto (EUSF): tarjoaa taloudellista tukea jäsenvaltioille suurten luonnonkatastrofien jälkeen
- Erasmus+: tukee koulutusta, nuoriso- ja urheiluohjelmia sekä opiskelijavaihtoa EU:ssa
- Luova Eurooppa: tukee kulttuuri- ja luovia aloja, kuten elokuvaa, musiikkia ja kirjallisuutta
- EU:n Solidaarisuusrahasto (EUSF): tarjoaa taloudellista tukea jäsenvaltioille suurten luonnonkatastrofien jälkeen
- Ukrainan tukipaketti: EU on sopinut 50 mrd. euron tukipaketista Ukrainan jälleenrakentamiseksi ja sodasta toipumiseksi.

[41] Ks. kattava esitys EKP:n arvopapereiden osto-ohjelmista: https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.fi.html.

Laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma merkitsi massiivista rahapolitiikan määrällisen keventämisen aloittamista. Seurauksena oli keskuspankin taseen kasvu ja sen rakenteen muuttuminen, keskuspankkirahan määrän kasvu ja rahoitusolojen pitkäaikainen keveneminen. EKP:n arvioiden mukaan euroalueen kymmenvuotisten valtionlainojen korot ovat yhä noin 60 korkopistettä alempia kuin ne olisivat olleet ilman määrällistä keventämistä. Vuoden 2024 lopussa määrällisen keventämisen myötä hankitut arvopaperit muodostivat vielä yli 70 % EKP:n varoista. Pankkilainojen osuus oli supistunut alle yhden prosentin. EKP:n taseen varojen puolesta tuli näin itsessään rahapolitiikan väline ja siten pääasiallinen tekijä, joka määritteli taseen kokoa.[42] Samalla rahapolitiikka ja finanssipolitiikka alkoivat kytkeytyä toisiinsa entistä voimakkaammin (Ks. Liite 2: Kuvio 3b Eurojärjestelmän taseen erät vuosina 2006 ja 2024).

Euroalueella arvopapereiden jälkimarkkinaostot kohdistuvat lähtökohtaisesti kaikkiin jäsenmaihin pääoma-avaimen mukaan eli kunkin maan velkakirjoja ostetaan suhteessa maan talouden kokoon ja väkilukuun. Vuosien 2010–2014 aikana toteutetussa arvopapereiden osto-ohjelmassa (eng. securities market programme, SMP) ja pandemian aikaisessa PEPP-ohjelmassa (eng. p*andemic emergency purchase program*) ostoja kuitenkin kohdennettiin yksittäisiin jäsenmaihin myös pääoma-avaimesta poiketen. (Ks. liite 2: kuvio 3, EKP:n arvopapereiden osto-ohjelmat.)

Ero Yhdysvaltojen keskuspankin Fedin vastaaviin osto-ohjelmiin on huomattava, sillä Fedin laajat arvopaperiostot on rajattu vain liittovaltion joukkovelkakirjoihin ja omaisuusvakuudellisiin joukkolainoihin. Liittovaltion joukkovelkakirjoja vastaavaa jäsenvaltioiden suhteen neutraalia instrumenttia ei EU:lla ole, vaan rahoitusoloihin vaikuttaminen tapahtuu kohdistamalla ostot euroalueen jäsenmaiden ja julkisten yhteisöjen velkakirjoihin.

Osto-ohjelmien vuoksi hyvin merkittävä osa euroalueen maiden julkisesta velasta on edelleen jäsenmaiden keskuspankkien hallussa – ja euroalueen jäsenvaltioiden osalta EKP:llä laajojen arvopapereiden osto-ohjelmien myötä. Vuoden 2023 loppuun mennessä yli puolessa euroalueen maista vähintään neljännes julkisesta velasta oli kotimaisten keskuspankkien hallussa. Tämä osuus on sittemmin supistunut rahapolitiikan kiristämisen myötä. Tätä kirjoitettaessa eurojärjestelmän tase on noin 30 % pienempi kuin se oli huipussaan kesäkuussa 2022. [43]

Ero puhtaaseen valtioiden menojen rahoitukseen eli setelirahoitukseen ei ole välttämättä suuri. Periaatteessa ero on kuitenkin merkittävä sen suhteen, kuka rahan tarjontaa lisäävistä toimista päättää ja missä tarkoituksessa. Setelirahoituksessa ostojen määrä riippuu valtion alijäämästä, toisin sanoen finanssipolitiikasta. Määrällisessä keventämisessä keskuspankin taseen kokoa taas ohjaavat rahapoliittiset päätökset ja tavoitteet. EKP:n tapauksessa päätösten taustalla oli deflaation riski, törmääminen rahapolitiikan nollakorkorajoitteeseen ja rahoitusvakaushuolet.

---

[43] Keskuspankkiraha (eng. *base money*) koostuu kahdesta pääerästä: seteleistä sekä keskuspankkitalletuksista (eng. *central bank reserves*), joita keskuspankin vastapuolina toimivat liikepankit käyttävät keskinäisten maksujen selvitykseen. Liikkeessä oleva setelistö ja keskuspankkitalletukset ovat keskuspankin keskeinen velkaerä. Normaalioloissa keskuspankkirahan kysyntä määrittää keskuspankin taseen koon. Esimerkiksi euroalueella eurosysteemi tarjoaa keskuspankkitalletuksia liikepankeille pääasiassa vakuudellisten lainojen eli repojen muodossa. Vuoden 2006 lopussa nämä lainat muodostivat lähes 40 % eurojärjestelmän varoista. Tilanne muuttui merkittävästi, kun eurojärjestelmä aloitti määrällisen keventämisen rahapolitiikan välittymisen ja hintavakauden turvaamiseksi (Schnabel, 2025).

Määrälliseen keventämiseen kuuluu oleellisena osana taseen supistaminen, kun sen rahapoliittiset tavoitteet on saavutettu. Setelirahoitukselle on taas ominaista velanoton jatkuminen, valtion jatkuva velkaantuminen ja lopulta inflaatio.

EKP:llä on myös kaksi muuta rahapolitiikan välinettä, joiden kautta se voi ostaa kohdennetusti ennalta määräämättömän määrän yksittäisen jäsenmaan arvopapereita. Nämä välineet ovat edellä mainittu suorien kauppojen ohjelma (eng. *Outright Monetary Transaction, OMT*) ja rahapolitiikan häiriöttömän välittymisen takaamisen liittyvä ohjelma (eng. *Transmission Protection Instrument, TPI*)[44]. Molempien ohjelmien perustaminen vaikutti merkittävästi valtionlainojen hinnoitteluun euroalueella.

Sekä OMT että TPI perustuvat tarpeeseen torjua ”perusteettomia markkinahäiriöitä” valtioiden lainamarkkinoilla, mikä on käsitteenä vaikeasti määriteltävissä ja jättää siksi EKP:n neuvostolle merkittävästi harkinnanvaraa. OMT perustettiin, kun Euroopan velkakriisi ei ottanut laantuakseen ja kärjistyi edelleen vuonna 2012. Velkakriisin keskellä olevien maiden oli pelätty jopa irtoavan rahaliitosta. Jos näin olisi käynyt, se olisi johtanut vakaviin häiriöihin valtioiden lainamarkkinoilla ja rahapolitiikan välittymisessä ja vaarantanut viime kädessä koko rahaliiton olemassaolon.

TPI perustettiin koronakriisin jälkimaineissa vuonna 2022 rahapolitiikan häiriöttömän välittymisen takaamiseksi tilanteessa, missä useiden velkaantuneimpien euroalueen jäsenmaiden valtionlainojen korkoerot kasvoivat jyrkästi ja sijoittajat huolestuivat rahapolitiikan kiristämisen vaikutuksesta talouden kasvuun, valtionlainojen hoitomenoihin ja sitä kautta finanssipolitiikan kestävyyteen. TPI voidaan aktivoida EKP:n neuvoston päätöksellä torjumaan sellaisia perusteettomia häiriötekijöitä markkinadynamiikassa, jotka muodostavat vakavan uhan rahapolitiikan välittymiselle euroalueella. TPI:n mahdollinen aktivoiminen tai sen harkitseminen liittyy rahaliiton maiden korkoerojen ja riskipreemioiden kasvuun. TPI-ostojen suuruus riippuisi rahapolitiikan välittymiseen kohdistuvien riskien vakavuudesta. Ostoja ei ole rajoitettu etukäteen. Maakohtaista kelpoisuutta ostoille EKP arvioi ennalta määritellyn kriteeristön pohjalta.[45]

”Perusteeton markkinahäiriö” voidaan teoreettisesti määritellä markkinoiden heilahteluksi, jota ei voida yhdistää kyseisen maan tai maajoukon talouskehitykseen. Käytännössä tilanne on tietenkin paljon monimutkaisempi, eikä EKP ole siksi antanut esimerkiksi raja-arvoja euroalueen jäsenmaiden pitkien lainojen korkoeroille ohjelman käynnistämiseksi.

Kuten edellä todettiin, OMT-ohjelman käytön aloittaminen on tiukan ehdollinen, koska se edellyttää, että maa noudattaa EVM:n makrotalouden sopeutusohjelmaa, jonka sopimisesta ja suunnittelusta Euroopan komissiolla ja Kansainvälisellä valuuttarahas-

---

[44] Ks. The Transmission Protection Instrument (europa.eu), Monetary policy decisions (europa.eu).

[45] Kriteereitä ovat erityisesti seuraavat: (1) EU:n finanssipolitiikan noudattaminen: liiallisia alijäämiä koskevaan menettelyyn (EDP) ei sovelleta tai sen ei arvioida ryhtyneen tehokkaisiin toimiin vastauksena EU:n neuvoston artiklan 126 mukaiseen suositukseen Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (SEUT) (7) mukaisesti; 2) vakavan makrotalouden epätasapainon puuttuminen: liiallista epätasapainoa koskevaa menettelyä (EIP) ei sovelleta tai sen ei arvioitu jättäneen toteuttamatta suositeltuja korjaavia toimia, jotka liittyvät SEUT-sopimuksen artiklan 121 kohdan 4 mukaiseen EU:n neuvoston suositukseen; (3) julkisen talouden kestävyys: varmistaakseen, että julkisen velan kehitys on kestävää, EKP:n neuvosto ottaa mahdollisuuksien mukaan huomioon Euroopan komission, Euroopan vakausmekanismin, Kansainvälisen valuuttarahaston ja muiden instituutioiden velan kestävyyttä koskevat analyysit yhdessä EKP:n sisäisen analyysin kanssa; 4) terve ja kestävä makrotalouspolitiikka: elvytys- ja selviytymisvälinettä koskevissa elvytys- ja selviytymissuunnitelmissa annettujen sitoumusten sekä Euroopan komission eurooppalaisen ohjausjakson finanssipolitiikan maakohtaisten suositusten noudattaminen.

tolla on keskeinen roolinsa. Euroopan komissio (yhdessä Kansainvälisen valuuttarahaston kanssa) ottaa poliittisen portinvartijan ja valvojan roolin, ja näin varmistetaan, että OMT-ohjelmasta hyötyvä jäsenmaa on matkalla kohti kestävää ja vakaata julkista taloutta.

TPI edellyttää sen sijaan vain, että maan julkisen talouden arvioidaan olevan kestävällä pohjalla ja että se harjoittaa tervettä ja kestävää makrotalouspolitiikkaa. TPI:n soveltamisen kynnys näyttäisi olevan selvästi alempi, ja päätösvalta ostojen aloittamisesta on käytännössä täysin EKP:n neuvostolla. Tämä on pienentänyt OMT:n tarpeellisuutta tai jopa korvannut sen kokonaan.

Paras tukijärjestely (eng. *backstop*) on sellainen, joka vaikuttaa luottamusta lisäävästi, mutta johon ei tarvitse koskaan turvautua. Koska kumpaakaan ohjelmaa ei ole tarvinnut aktivoida, voidaan väittää, että jo mahdollisuus EKP:n interventioon velkamarkkinoilla on rajoittanut tehokkaasti korkoerojen leviämistä.[46] Riskinä kuitenkin on, että paine turvautua keskuspankkirahoitukseen esimerkiksi aktivoimalla TPI liian kevyin perustein on suuri, joka veisi mukanaan myös edellä mainitun kannustinvaikutuksen julkisen talouden hoidossa.

Epätavanomaisen rahapolitiikan fiskaalisista vaikutuksista jäsenmaiden välillä

Kaiken kaikkiaan EKP on joutunut muokkaaman rahapolitiikkaansa mitoitusta ja välineitä, koska rahaliiton jäsenmaihin on kohdistunut epäsymmetrisiä taloudellisia sokkeja ja niiden finanssipolitiikan liikkumavara on niukkaa. EKP on pyrkinyt estämään jäsenmaiden talouskehityksen eriytymisen ja kriisien syventymisen. EKP on onnistunut tässä hyvin, mutta harjoitetulla politiikalla on ollut myös merkittäviä ”fiskaalisia” seurauksia jäsenmaiden välisiin rahoitusvirtoihin.

Ennen epätavanomaisten toimenpiteiden käyttöönottoa rajat ylittävät rahoitusvirrat ydinalueelta reuna-alueille välittyivät pankkien välisen lainanoton ja maiden välisten valtionlainojen omistusten kautta. Ydinmaat siis jo lainasivat reuna-alueille, mutta transaktiot tapahtuivat vallitsevilla markkinakoroilla. Finanssikriisi ja sitä seurannut valtionvelkakriisi sekä siihen liittyvä sekä pankkien että valtioiden maksukyvyttömyysriskin kasvu johtivat pankkien välisten markkinoiden jäätymiseen ja valtionlainojen omistusten kotiuttamiseen.

Kun EKP alkoi harjoittaa epätavanomaista politiikkaa korjatakseen ongelmat rahoituksenvälityksessä, eurojärjestelmän tase alkoi kasvaa. Suurin osa tästä kasvusta on tapahtunut kansallisten keskuspankkien taseiden laajentumisen kautta. Koska EKP rahoittaa omaisuuserien ostonsa pääasiassa laskemalla liikkeeseen pankkireservejä ydinalueilla, ydinmaiden kansalliset keskuspankit ovat keränneet EKP:n välittämiä saatavia reuna-alueiden maiden kansallisilta keskuspankeilta. Näitä euroalueen sisäisiä saatavia kutsutaan eurojärjestelmän sisällä Target2-varoiksi ja -veloiksi. Korvaamalla markkinapohjaisen pankkien välisen lainanoton ja valtion joukkovelkakirjojen maiden välisen omistuksen EKP:stä tuli maiden välisen lainanoton välittäjä.

EKP yhdistää kansallisten keskuspankkien rahapoliittisista operaatioista koituneet nettotulot ja jakaa kertyneet tuotot takaisin kansallisille keskuspankeille niiden pääomaosuuksien perusteella. Poikkeuksen tästä muodostavat kansallisten keskuspankkien kotimaisen valtionvelan omistukset, jotka on vapautettu tästä yhdistelmäjärjestelystä.

[46] Lane (2024).

Koska julkisten yhteisöjen velan ostot ovat kansallisten keskuspankkien tekemiä ja niiden riski, ovat laajamittaiset omaisuuserien ostot johtaneet epäsymmetrisiin vaikutuksiin kansallisten keskuspankkien taseissa. Eurojärjestelmä rahoittaa omaisuuserien ostot luomalla keskuspankkireservejä samalla hinnalla (eli maksamalla reserveille kaikissa kansallisissa keskuspankeissa samaa korkoa). Koska ostettujen omaisuuserien markkinaehtoiset korot ja määrät vaihtelevat eri maissa, luo tämä järjestely implisiittisen tulonsiirron fiskaalisesti vähemmän riskillisistä jäsenmaista (ydinmaat) riskillisempiin (reunamaat). Reunamaiden kansalliset keskuspankit voivat lainata ydinalueelta markkinahintoja alhaisemmalla korolla ja ansaita tuloa omista suuremman tuoton valtionveloista.

Osto-ohjelmien luoma likviditeetti palautuu kansallisiin keskuspankkeihin reservien (eli liikepankkien talletusten) muodossa. Niistä maksetaan EKP:n talletuskorkoa liikepankeille, joiden korkokuluja kuitenkin tasataan jäsenmaiden keskuspankkien kesken sisäisillä siirroilla[47]

Euroalueella vähemmän riskilliset jäsenmaat ottavat myös luottoriskiä, mutta eivät saa siitä kompensaatiota, koska kaikkien jäsenmaiden keskuspankkireservit arvostetaan samalla tavalla. Riskillisemmät jäsenmaat hyötyvät tästä, koska ne voivat rahoittaa alijäämiä markkinoita alhaisemmalla korolla erityisesti kriisitilanteissa.[48] Tätä implisiittistä tulonsiirtomekanismia vahvistaa vielä pitkien rahoitusoperaatioiden aiheuttama pankkijärjestelmän subventio, joka syntyy kansallisten keskuspankkien myöntämistä edullisista luotoista jäsenmaiden pankeille ja jota mahdollisuutta eri jäsenmaiden pankit ovat käyttäneet epäsymmetrisesti. Esimerkiksi italialaiset ja espanjalaiset pankit olivat aktiivisempia pitkissä rahoitusoperaatiossa (LTRO) kuin saksalaispankit. Koska LTRO-operaatiot tehtiin houkuttelevikseksi, mutta niiden kustannukset jaettiin eurojärjestelmässä, merkitsi tämä tulonsiirtoa ydinmaiden keskuspankeilta reunamaiden liikepankeille.

Chien ym. (2025) arvioivat, että nämä maiden väliset ja maiden sisäiset implisiittiset tulonsiirrot ovat eurojärjestelmässä mittavia. Yhdysvalloissa vastaavaa tilannetta ei synny, koska Fed kohdistaa arvopaperiostot vain liittovaltion velkaan. Toisaalta sielläkin laajat osto-ohjelmat merkitsevät korkoriskin siirtämistä yksityiseltä sektorilta veronmaksajille, kun keskuspankki ottaa taseeseensa pidemmän maturiteetin velkakirjoja ja yksityinen sektori saa vastineeksi keskuspankkireservejä (joiden maturiteetti on lyhyt ja luottoriski olematon).

Eurojärjestelmän viimeaikaiset tappiot johtuvat harjoitetusta epätavanomaisesta rahapolitiikasta: korkojen noususta, määrällisen keventämisen salkkujen supistumisesta ja taseen kustannusrakenteesta. Eurojärjestelmän korkomarginaali kääntyi negatiiviseksi, kun pankkireserveille ja TARGET2-veloille maksetut korot kasvoivat ja määrällisen keventämisen ja pandemiaa koskevan osto-ohjelman aikana hankittujen kiinteäkorkoisten arvopapereiden tuotot pysyivät ennallaan.

---

[47] Esimerkiksi Suomen Pankissa oli kesäkuun 2025 lopussa talletuksia 90 mrd. euroa, vaikka pääoma-avaimen mukaan laskettu määrä olisi 50 mrd. euroa. Suomen Pankki maksaa näille 90 mrd. euron talletuksille EKP:n talletuskorkoa (2 %, kesäkuussa 2025), mutta saa pääoma-avaimeen suhteutetuille 'ylimääräisille' reservitalletuksille (tässä tapauksessa 40 mrd.) hyvitystä, jonka maksavat ne maat, joille talletuksia kertyy pääoma-avainta vähemmän.

[48] Tämä voidaan tulkita fiskaaliseksi repressioksi (eng. *financial repression*), jolla tarkoitetaan yleisesti julkisen vallan harjoittamaa rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja ohjausta, jonka tarkoituksena on helpottaa valtion rahoitusta esimerkiksi pitämällä korot alhaisina ja ohjaamalla rahoitusta valtion velan kattamiseen, ks. esim. McKinnon (1973) ja Shaw (1973) ja Reinhart ym. (2011). Euroalueen jäsenmaissa tämä fiskaalinen repressio kohdistuu jäsenmaihin epäsymmetrisesti.

Eurojärjestelmän tappiot kasvoivat 1,3 miljardin euron tappiosta vuonna 2023 7,944 miljardiin euroon vuonna 2024. Nämä ovat operatiivisia tappioita, jotka jäävät taseeseen ja vähentävät tulevia voitonjakoja. Positiivisen oman pääoman vuoksi pääoman vahvistamista ei ole toistaiseksi tarvittu. Useimmat kansalliset keskuspankit eivät kuitenkaan kyenneet siirtämään varoja hallituksilleen tavalliseen tapaan.

Episodi osoitti, että kansallisten keskuspankkien taseet ovat haavoittuvaisia. Eurojärjestelmää perustettaessa taseiden kestävyyttä ei turvattu. Tämä olisi edellyttänyt Maastrichtin sopimukseen kirjausta kansallisten keskuspankkien voitonjakoa koskevien säädösten harmonisoinnista ja jäsenmaiden velvollisuudesta pääomittaa tarvittaessa kansallisia keskuspankkeja EKP:n rahapolitiikan toimintakyvyn turvaamiseksi.

Rahapolitiikan ja finanssipolitiikan yhteys

Jäsenvaltioiden heterogeenisuus ja julkisen sektorin velkaantuminen vaikuttavat rahapolitiikan harjoittamiseen. Maastrichtin sopimus pohjautuu hintavakaudesta huolehtimiseen ja joustavaan inflaatiotavoitteeseen, ns. monetaarisen dominanssin periaatteeseen: keskuspankki on itsenäinen ja se mitoittaa rahapolitiikkansa riippumattomasti ensisijaisena tavoitteenaan huolehtia hintavakaudesta. Lähtökohtana on, että valtioiden finanssipolitiikka sopeutuu harjoitettuun rahapolitiikkaan eikä päinvastoin.

Joustavuudella inflaatiotavoitteessa tarkoitetaan, että inflaatiotavoitteeseen pyritään keskipitkällä aikavälillä ja inflaatio voi ajoittain poiketa tavoitteesta. Myös rahatalouden ja julkisen talouden asema ja niiden välinen tasapaino voi muuttua joustavasti taloudellisten olosuhteiden ja politiikan painopisteiden mukaan hintavakauden vaarantumatta. Mikäli politiikkaa harjoittavat ymmärtävät vallitsevan regiimin, tämä talouspolitiikan institutionaalinen työnjako ei edellytä eksplisiittistä koordinaatiota raha- ja finanssipolitiikan välillä, vaikka siitä etua onkin erityisesti kriisitilanteissa. Finanssipolitiikan kestävyys on kuitenkin elinehto myös hintavakaudelle: julkisen talouden kestävyyden varmistava finanssipolitiikka vahvistaa lopulta perusjäämiä, kun rahapolitiikka kiristyy, ja päinvastoin, ja tarjoaa näin rahapolitiikalle finanssipoliittisen tuen.[49] [50]

Tämän vallitsevan doktriinin mukaisesti keskuspankit voivat ankkuroida inflaation ja odotetun inflaation tavoitteeseen yksinkertaisesti säätämällä reaalikorkoja kokonaiskysynnän vähentämiseksi tai lisäämiseksi, kun inflaatio ylittää tavoitteen tai päinvastoin.[51] Inflaatio käsitetään rahataloudelliseksi ilmiöksi siinä mielessä, että keskuspankki voi vaikuttaa taloudelliseen aktiviteettiin ja inflaatioon (reaali)korkoa säätelemällä. Esimerkiksi nostamalla nimelliskorkoa ja samalla reaalikorkoa keskuspankki vähentää kokonaiskysyntää (kulutus + investoinnit), mikä supistaa myös työvoiman ja pääoman kysyntää. Kun työvoiman ja pääoman kysyntä alittaa tarjonnan, tuotantokustannukset alenevat ja

[49] Inflaatio voi asettua pitkällä aikavälillä mille tahansa tasolle, mitä taloudenpitäjät odottavat, riippumatta talouden aktiviteetista. Inflaatiotavoitteen ja rahapolitiikan ollessa uskottava taloudenpitäjien inflaatio-odotus, ja siten inflaatio, asettuu pitkällä aikavälillä inflaatiotavoitteen mukaiseksi.

[50] Yksi tuntuva esimerkki finanssipolitiikan ja rahapolitiikan viimeaikaisesta yhteentörmäyksestä löytyy Isosta-Britanniasta. Kun entinen pääministeri Liz Trussin hallitus ilmoitti syyskuussa 2022 mittavasta julkisen talouden elvytyspaketista, se aiheutti nopean negatiivisen reaktion rahoitusmarkkinoilla. Politiikan ytimessä olivat suuret veronalennukset, joiden rahoitusta ei kuitenkaan määritelty selkeästi. Ilmoitus johti punnan arvon jyrkkään heikentymiseen ja Ison-Britannian valtionlainojen riskipreemioiden nopeaan kasvuun. Englannin keskuspankki joutui puuttumaan tilanteeseen ostamalla valtionlainoja markkinoiden vakauttamiseksi ja rahoituskriisin estämiseksi. Uusi valtiovarainministeri Jeremy Hunt kumosi myöhemmin suurimman osan ilmoitetuista veronalennuksista.

[51] Woodford (2003).

inflaatio hidastuu. Korkeammat korot nostavat velanhoidon kustannuksia julkista velkaa liikkeeseen laskevalle valtiolle, mutta tämä ei ole keskuspankin huolenaihe, koska keskuspankilla on finanssipoliittinen tuki: hallitusten odotetaan sopeuttavan tulevia ylijäämiä veroja korottamalla tai menoja vähentämällä vakauttaakseen jäljellä olevan julkisen velan keskuspankin määrittämän hintatason kehityksen mukaisesti.

Pitkällä aikavälillä, kun kokonaiskysyntä ja tarjonta ovat tasapainossa, inflaatio ja inflaatio-odotukset asettuvat keskuspankin määrittämän uskottavan inflaatiotavoitteen mukaisiksi. Tällöin oletetaan, että finanssipoliittiset tarpeet eivät rajoita rahapolitiikan toimintaa, inflaatio on hallinnassa ja talous kehittyy vakaasti. Tämä oletus nostaa esiin rahaliittoon sisältyvän keskeisen ongelman: jos negatiivisen reaalisen sokin seurauksena jonkin jäsenvaltion velkataakka kasvaa velkakestävyyden kannalta liian suureksi, voi koko rahaliiton hintavakauteen yksinomaisesti tähtäävä rahapolitiikka vaarantaa kyseisen jäsenmaan talouden vakauden. Velkasuhteiden kasvaessa on selvää, että tässä regiimissä korkojen muutokset välittyä yhä voimakkaammin finanssipolitiikan kireyteen ja näin rahapolitiikan ja finanssipolitiikan yhteys voimistuu.

Fiskaalinen dominanssi

Mikäli jäsenmaiden velkaantumista ei saada riittävän ajoissa ja uskottavasti alenevalle uralle, vaarana on kierre, missä sekä julkisen talouden että rahoitusjärjestelmän vakaus vaarantuu: Inflaation kiihtyessä keskuspankki nostaa korkoja hintavakauden vaalimiseksi, mikä tekee valtion velan hoidosta kalliimpaa. Toisaalta kevyt finanssipolitiikka lisää kokonaiskysyntää ja kiihdyttää inflaatiota, mikä edellyttää jälleen rahapolitiikan kiristämistä. Lisäksi mitä suurempi velkasuhde on lähtökohtaisesti, sitä enemmän samansuuruinen korkojen nosto lisää valtion velan rahoitusmenoja. Syntyy kierre, missä raha- ja finanssipolitiikka eivät tue toinen toisiaan, ja finanssipolitiikka ottaa lopulta hallitsevan aseman. Tällöin voidaan joutua fiskaalisen dominanssin tyyppiseen tilanteeseen, missä rahapolitiikasta tulee passiivista sen sopeutuessa finanssipolitiikan tarpeisiin. Hintavakaus ei ole tällöin enää taattu. Tällaisessa fiskaalisen dominanssin tilanteessa velanhoitomenot lisääntyvät korkotason vuoksi, syventävät alijäämää ja johtavat inflaation hidastumisen sijasta inflaation kiihtymiseen. Äärimmilleen vietynä talouden hintataso alkaa määräytyä ensisijaisesti valtion finanssipolitiikan, mukaan lukien nykyisen ja tulevan velan, ja menojen ja tulojen perusteella: hintataso sopeutuu niin, että valtionvelan reaaliarvo vastaa valtion tulojen ja menojen erotuksen nykyarvoa, ja rahapolitiikka menettää näin otteensa hintakehityksestä.[52]

Tämän fiskaalisen hintatasoteorian mukaisesti, ja yleisemminkin, viimeaikaisessa taloustieteellisessä kirjallisuudessa on kiinnitetty jälleen huomiota siihen, että julkisen velan kasvu kiihdyttää inflaatiota, jos velan kattamiseksi ei ole uskottavaa fiskaalista suunnitelmaa. Tämä tulos yleistyy myös rahaliiton tapauksessa. Jos rahaliiton yhteinen julkinen velka kasvaa, ilman että sitä katetaan suuremmilla yhteisillä tuloilla tai vähentämällä rahaliiton jäsenvaltioiden velkaa, inflaatio kiihtyy ennen pitkää.

Bianchi, Faccini ja Melosi (2025) arvioivat, että esimerkiksi Yhdysvalloissa 1960-luvulla pitkäaikainen nopea inflaatio oli osittain seurausta elvyttävästä finanssipolitiikassa, jonka tukena oli sen aikainen kevyt rahapolitiikka. Samatapainen ilmiö, vaikkakaan ei

[52] Rahapolitiikan ja finanssipolitiikan interaktiota koskeva kirjallisuus on hyvin laaja, ks. mm. Sargent ja Wallace (1981), Leeper (1991), Sims (1994), Woodford (1994, 1995, 2001), Cochrane (1998, 2001, 2024) ja edellä mainitut Bianchi ym. (2025) ja Barro ja Bianchi (2023) sekä edellä mainituissa artikkeleissa viitatut lukuisat lähteet.

yhtä voimakas, on havaittavissa pandemian jälkeisessä voimakkaassa raha- ja finanssipolitiikan elvytyksessä Yhdysvalloissa.[53]

Barro ja Bianchi (2023) tutkivat, kuinka julkiset menot ovat vaikuttaneet inflaatioon 37 OECD-maassa vuosina 2020–2023. Barro ja Bianchi lähtevät siitä, että hallitusten massiivisesti kasvaneet julkiset menot COVID-19-pandemian aikana olivat odottamattomia ja verrattavissa jopa sotatalouden tapaiseen tilanteeseen, missä menojen kasvun takeena ei ole välittömiä tai tulevia veronkorotuksia tai menoleikkauksia. Lähtökohtana on fiskaalinen hintatasoteoria. Teorian mukaan valtio voi tällaisessa tilanteessa laiminlyödä julkisen velkansa antamalla inflaation heikentää velan reaalista arvoa eli käytännössä rahoittaa osan velasta inflaatiolla. Empiiristien tulosten mukaan inflaatiolla rahoitettiin noin 80 % julkisten menojen lisäyksestä tai kääntäen, merkittävä osa sen aikaisesta inflaation kiihtymisestä liittyi julkisten menojen kasvuun, euroalue mukaan lukien.

Velan nopea kasvu, jonka tukena ei ole julkisen talouden tulevaa sopeutusta (eli tulevia ylijäämiä), voi siis edellyttää hintatason sopeutumista, joka on ristiriidassa keskuspankin hintavakaustavoitteiden kanssa, kun keskuspankki ei kykene enää kompensoimaan ekspansiivisen finanssipolitiikan vaikutusta inflaatioon. Inflaation ja julkisen velan välinen suhde itsessään luo myös noidankehän. Lähtökohtaisesti suurempi velkasuhde lisää fiskaalisen dominanssin riskiä, mikä johtaa nopeampaan inflaatioon. Sama logiikka pätee myös rahaliittoon, missä on yhteinen rahapolitiikka, mutta finanssipolitiikka on eriytetty kansallisille jäsenmaille.[54] Rahaliitossa tämä ongelma voi vielä korostua riittämättömän finanssipolitiikan koordinaation vuoksi.

Negatiivista kierrettä voimistaa pankkien ja velkaantuneiden yritysten ja kotitalouksien sijoitusten pelastaminen julkisella rahalla. Ennen pitkää sijoittajat ymmärtävät, että heidän velkainstrumentteihin sijoittamansa rahojen tuotto uhkaa pienetä tai niiden reaaliarvo vaarantua inflaation kiihtyessä. Markkinakorot alkavat nousta, koska sijoittajat vaativat kompensaatiota kasvaneesta inflaatio- ja/tai luottoriskistä. Rahapolitiikka menettää otteensa inflaatiosta, ja valtio menettää kykynsä rahoittaa menojaan velan korkomenojen noustessa hallitsemattomasti. Rahaliitossa nämä ongelmat voivat levitä nopeasti maasta toiseen. Jos velkaantuneiden maiden koko on tarpeeksi suuri suhteessa rahaliiton ylijäämäisiin maihin, eivät muiden maiden resurssit eikä poliittinen tahto välttämättä riitä velkojen maksamiseen tai maksujen siirtämiseen.

Jos lisäksi yksityisen sektorin säästämisen lisääntyminen ei kompensoi julkisen sektorin alijäämäisyyttä ja velkaantumista, avotaloudet voivat ajautua tilanteeseen, missä myös ulkoinen tasapaino vaarantuu (kaksoisvaje). Kaksoisvajedynamiikka on tutkimusten mukaan todennäköisempää talouksissa, jotka ovat avoimempia ja joissa ekspansiivista finanssipolitiikkaa harjoitetaan pidempiaikaisesti.[55]

Edellä kuvatun negatiivisen kierteen seuraukset voivat periaatteessa vaarantaa rahaliiton olemassaolon. Kysymyksessä on siten vahingollinen talouskehitys, johon ei rahaliitossa ole varaa, ja minkä vuoksi sen toteutuminen on estettävä ajoissa.

---

[53] Ks. myös Barro (2022).

[54] Maćkowiak ja Schmidt (2023), Bergin (2000), Checherita-Westphal ym. (2024).

[55] Corsetti ja Mueller (2006). Ks. myös Afonso ja Coelho (2022), joiden mukaan rakenteellisella alijäämällä on ollut tilastollisesti merkitsevä vaikutus vaihtotaseen alijäämään euroalueen maissa vuosina 1996–2019.

Miksi rahaliitto, missä finanssipolitiikka on jäsenvaltioiden vastuulla, on haavoittuvaisempi verrattuna yksittäisiin isoihin maihin? Rahaliiton jäsenmaiden päättäjät eivät välttämättä sisäistä omaan velanottoonsa liittyvää ulkoisvaikutusta koko unionin hintavakauteen tai rahoitusmarkkinoiden vakauteen. On varsin mahdollista, että yhteisen rahapolitiikan ja kansallisen finanssipolitiikan yhdistelmä johtaa tilanteeseen, missä rahapolitiikalla osin tahtomattaan tuetaan joidenkin maiden ekspansiivista kansallista budjettia tai luottobuumia, jota ei aiotakaan rahoittaa tulevilla kansallisilla ylijäämillä. Jäsenvaltioiden liikkeeseen laskemaa velkaa rahoitetaan epäsuorasti yhteisen keskuspankin kasvavan taseen kautta, kun velan kansallinen rahoituspohja puuttuu. Jos yhteinen keskuspankki kuitenkin samanaikaisesti pyrkii hintavakauteen, vaarana on, että inflaation kiihtyessä ja korkojen noustessa velan korkeammat rahoituskustannukset epävakauttavat talous- ja hintakehityksen: koko rahaliiton hintavakauteen tähtäävä rahapolitiikka ei ole enää sopusoinnussa jäsenmaiden finanssipolitiikan kestävyyden näkökulmasta, ja tasapainoisen kehityksen saavuttaminen tässä tilanteessa edellyttää rahapolitiikan vetäytymistä taka-alalle ja sen passivoitumista. Teoriassa, jopa yksittäinen jäsenmaa voi finanssipolitiikallaan estää rahapolitiikkaa saavuttamasta hintavakautta.[56]

Rahaliitossa ongelmana on tässä tilanteessa myös se, että yksittäisen jäsenmaan fiskaalinen elvytys tai finanssipolitiikan kiristäminen (epäsymmetrinen sokki) vaikuttaa rahaliiton jäsenmaiden välisiin suhteellisiin hintoihin ja reaalitalouden kehitys alkaa eriytyä. Yksittäisen maan finanssipoliittinen elvytys lisää kulutusta ja suhteellista hintatasoa kyseisessä maassa pysyvästi, mutta kulutus ja hinnat muissa maissa voivat laskea ja johtaa maiden välisten varallisuus- ja inflaatioerojen kasvuun. Tämä tapahtuu siitä huolimatta, että rahaliitto ei toimi tulonsiirtounionin tavoin. Myös yhteisen keskuspankin ohjauskoron muutokset välittyvät epäsymmetrisesti suhteellisten hintojen ja kulutusten muutosten kautta.[57]

Syntynyttä epäsymmetrian ongelmaa pohtivat Mackowiak ja Schmidt (2024) mallissa, joka muistuttaa rakenteeltaan fiskaalista unionia. Mallissa rahapolitiikka on passiivista ja kansallisen finanssipolitiikan rinnalla toimii yhteinen viranomainen, joka harjoittaa koko unionia koskevaa aktiivista finanssipolitiikkaa. Se kerää könttäsummaverot symmetrisesti jokaisesta maasta ja laskee liikkeeseen euromääräistä velkaa. Kansallinen finanssipolitiikka on passiivista vakauttaen kunkin maan oman velan reaaliarvon vaihtelut hintojen kehityksestä riippumatta. Yhteinen viranomainen reagoi finanssipolitiikan muutoksiin siten, että kun kansallinen politiikka kiristyy, niin yhteinen politiikka löystyy ja päinvastoin. Finanssipolitiikasta tulee aktiivista koko unionissa, mikä määrittää mallissa hintatason, vaikka kansalliset viranomaiset noudattavatkin passiivista finanssipolitiikan sääntöä. Epäsymmetriset ali- ja ylijäämät tai rahapoliittiset sokit eivät siten tässä kehikossa aiheuta maiden välisiä (pysyviä) varallisuuden muutoksia. Toisaalta inflaatio ei ole riippumatonta koko alueen finanssipolitiikasta.

Sekä rahapolitiikan että finanssipolitiikan näkökulmasta relevantti kysymys on se, miten erilaisten regiimien mahdollisuus tulisi huomioida rahapolitiikan ja finanssipolitiikan strategiassa jatkossa? Millaiset rahapolitiikan ja finanssipolitiikan säännöt ja rahaliiton fiskaalinen rakenne varmistavat inflaation ja talouskehityksen vakauden parhaiten, kun rahapolitiikan liikkumavara on pieni ja jäsenmaiden velkaantuneisuus on suurta?

EKP on onnistunut tasapainoilussa hinta-, rahoitus ja makrotalouden vakauden välillä verrattain hyvin. Ei ole kuitenkaan varmaa, että näin on myös jatkossa. Kasvaneen

[56] McClung (2026).
[57] Maćkowiak ja Schmidt (2024).

velkaantumisen myötä rahapolitiikka on entistä alttiimpi jäsenmaiden fiskaalisille ja jopa poliittisille paineille, samalla kun rajusti lisääntyneet geo- ja kauppapoliittiset jännitteet lisäävät rahapolitiikkaan kohdistuvia odotuksia. Rahapolitiikan odotetaan uuden 2025 päivitetyn strategian mukaisesti reagoivan voimallisesti sekä heikentäviä että voimistavia inflaatiopaineita vastaan tilanteessa, missä tarjontahäiriöt puskevat inflaatiota ja kysyntää vastakkaiseen suuntaan ja kenties vielä korostavat jäsenmaiden välistä heterogeenisuutta. Tällöin tasapainoilu hintavakauden ja makrotalouden vakauttamisen välillä vaikeutuu merkittävästi. Tarve finanssipolitiikan suhdanteita tasoittavalle vastasykliselle politiikalle korostuu. Jäsenmaiden finanssipolitiikan liikkumatilan poiketessa merkittävästi toisistaan talouskehitys jäsenmaiden välillä eriytyy ja paine yhteistä keskuspankkia kohtaan kasvaa entisestään.

Optimaalinen raha- ja finanssipolitiikka

Raha- ja finanssipolitiikan strategiset perusteet luotiin olosuhteissa, missä sekä akateeminen kirjallisuus että kokemukset korostivat itsenäisen rahapolitiikan, (eksaktin) hintavakauden ja finanssipolitiikan sääntöjen merkitystä makrotaloudelliselle vakaudelle. EKP:n neuvosto määritteli sen ensisijaisen hintavakauden tavoitteen alun perin voimakkaan epäsymmetriseksi, alle 2 prosentin vuotuiseksi hintojen nousuksi. Maastrichtin kriteereillä rajoitettiin jäsenmaiden finanssipoliittista liikkumavaraa, ja samalla jäsenmaat luopuivat omasta rahapolitiikasta ja valuuttakurssista. Sittemmin sekä hintavakaustavoitetta että finanssipolitiikan sääntöjä on muokattu, kuten edellä on esitetty. Yhteisen rahapolitiikan, finanssipolitiikan strategian ja keinovalikoiman muutos on kokonaisuudessaan merkinnyt rahaliiton ja unionin keskeisten talouspolitiikkalohkojen suhdannepoliittisen joustavuuden ja politiikan harkinnanvaraisuuden lisäämistä: rahapolitiikka voi toimia voimakkaan ekspansiivisesti heikentäviä inflaatiopaineita tai rahoitusvakaushuolia kohtaan sekä korko- että tasepolitiikan keinoin, finanssipolitiikan sääntöjen joustavuutta on lisätty, ja sekä euroalueen että EU:n uudet rahoitusvälineet ovat käytettävissä makrotalouden vakauttamiseksi erityisesti, mutta ei pelkästään, kriisitilanteessa. Optimistisena ja yhteiskunnan hyvinvoinnin kannalta perusteltuna tavoitteena tällä kaikella on makrotaloudellisen vakauden ja rahaliiton kriisinkestävyyden parantaminen.

Harkinnanvaraisuuden lisäämisessä politiikkaan on kuitenkin myös vaaransa, koska erityisesti finanssipolitiikalle asetut tavoitteet voivat olla sekä ajallisesti että keskenään ristiriitaisia: finanssipolitiikan elvyttäminen velkaantumalla voi näkyä heti nopeampana talouden kasvuna ja työllisyytenä sekä tyytyväisempinä äänestäjinä. Kustannukset näkyvät kuitenkin vasta tulevaisuudessa, kun velkaantuminen edellyttää veronkorotuksia tai menojen alentamista. Tämä hyötyjen ja kustannusten ajallinen epäsymmetria luo finanssipolitiikkaan niin sanotun aikaepäjohdonmukaisuus- tai lyhytnäköisyysongelman: koska nyt harjoitetun politiikan tulevia kustannuksia ei tarvitse tai haluta huomioida täysimääräisesti päätöksenteossa, finanssipolitiikan on vaikea sitoutua rahapolitiikan tavoin johonkin tiettyyn politiikkaan tulevaisuudessa. Kun taloudenpitäjien huomioivat tämän finanssipolitiikan sitoutumis- tai lyhytnäköisyysongelman, finanssipolitiikassa päädytään toimimaan reaktiivisesti. Finanssipolitiikka viritetään sen hetkinen tilanne huomioiden, ja menneet sitoumukset ja tulevat kustannukset painavat päätöksissä vain vähän tai eivät lainkaan.

Gnocchin (2013) artikkeli tarjoaa hyvän teoreettisen viitekehyksen strategisesta raha- ja finanssipolitiikan interaktiosta tilanteessa, jossa keskuspankilla on kyky sitoutua uskottavasti tuleviin toimiinsa, mutta finanssipoliittinen päätöksentekijä toimii lyhytnäköisesti. Täysin sitoutumiskykyinen ja uskottava keskuspankki voi valita strategiansa niin, että se ohjaa myös lyhytnäköisen finanssipolitiikan toimintaa. Optimaalisessa tilanteessa

keskuspankki pystyy asettamaan finanssipolitiikalle sellaiset kannustimet, että lopputulos vastaa tilannetta, jossa molemmat toimijat olisivat sitoutuneita, vaikka finanssipolitiikassa optimoidaan lähtökohtaisesti vain hetkellistä hyötyä. Käytännössä tämä tarkoittaa astetta kireämpää rahapolitiikkaa.

Gnocchin (2013) esittämä paras (eng. *first best*) lopputulos on luonnollisesti herkkä oletukselle keskuspankin täydellisestä sitoutumiskyvystä ja uskottavuudesta. Mikäli keskuspankin kyky sitoutua on epätäydellinen tai rajoitettu, edellä mainitut raha- ja finanssipolitiikan koordinaation hyödyt menetetään. Tällöin finanssipolitiikan lyhytnäköisyys alkaa tuottaa talouteen epävakautta, kuten julkisten menojen liiallista vaihtelua, jota rahapolitiikka ei enää kykene täysin neutraloimaan. Keskuspankin kyvyttömyys ”kurinalaistaa” finanssipolitiikkaa johtaa hyvinvointitappioihin ja kohdentaa rahapolitiikalle suuremman taakan talouden vakauttamisessa. Tämä alleviivaa paitsi keskuspankin riippumattomuutta, myös sen mandaatin laajuuden ja uskottavuuden merkitystä talouspolitiikan kokonaisuuden onnistumisen kannalta. Gnocchi (2013) päättelee, että finanssipolitiikan toimiessa reaktiivisesti rahapolitiikan on lopulta tyydyttävä vähemmän inflaatiota ja taloutta vakauttavaan politiikkaan eli sallittava inflaation ja talouskasvun suurempi vaihtelu kuin mikä olisi optimaalista.

Gnocchin artikkelissa keskitytään ideaaliseen suljetun talouden asetelmaan, mutta perusasetelma on relevantti myös rahaliitossa. Teoriassa myös yhteinen keskuspankki voi huomioida omassa politiikassaan hajautetun finanssipolitiikan sitoutumisongelman ja pyrkiä vaikuttamaan finanssipolitiikkaan niin, että kannustin harjoittaa reaktiivista politiikkaa vähenee merkittävästi. Tämä ei kuitenkaan ole realistista nykyisen eurojärjestelmän kaltaisessa kehikossa, jossa finanssipolitiikka on hajautettu niin vahvasti sen jäsenvaltioille. Strategian toteuttaminen edellyttäisi erittäin hyvää finanssipolitiikan koordinaatiota ja ennakkotietämystä finanssipolitiikan toimista eri jäsenmaissa. Käytäntö osoittaa, että tämä ei ole toteutunut.

Toinen rahaliiton kannalta relevantti näkökulma on talouksien heterogeenisuus. Esimerkiksi Benigno (2004) tarkastelee optimaalisen inflaatiotavoitteen asettamista tilanteessa, missä rahaliittoon kuuluvat jäsenmaat eroavat hintajäykkyyksien suhteen. Tutkimuksen keskeinen tulos on, että yhteisen keskuspankin ei ole optimaalista tavoitella rahaliiton maiden keskimääräistä inflaatiota, jos hinnat sopeutuvat eri nopeudella talouden häiriöihin. Vaikka keskimääräinen inflaatiotavoite on yksinkertainen tavoite, se ei huomioi eri talouksien hintajäykkyyksistä johtuvia eroja. Keskuspankin tulisi yksinkertaisen keskimääräisen inflaation sijaan antaa suurempi paino niiden maiden inflaatiolle, joissa nimelliset jäykkyydet ovat suuremmat.

Cox ym. (2024) analysoivat samaa kysymystä huomioiden raha- ja finanssipolitiikan interaktion. Tutkimuksen keskeinen johtopäätös on, että optimaalinen politiikkayhdistelmä perustuu selkeään työnjakoon: rahapolitiikan tulisi keskittyä koko talouden (tässä tapauksessa rahaliiton) aggregaattitason vakauttamiseen, kun taas finanssipolitiikan välineitä, erityisesti julkisia menoja, tulisi käyttää joustavasti yksittäisiin sektoreihin tai maihin kohdistuvien sokkien ja epätasapainojen korjaamiseen. Samansuuntaisia tuloksia löytyy myös Ferreron (2009) artikkelista: keskitetyn rahapolitiikan viranomaisen (kuten EKP) tulisi keskittyä tiukasti hintavakauteen, kun taas kansallisen finanssipolitiikan tulisi omaksua joustavammat ja aktiivisemmat säännöt, jotka reagoivat voimakkaan vastasyklisesti talouden vaihteluihin.[58]

[58] Arden ym. (2025) arvioivat erityisesti optimaalista finanssi- ja rahapolitiikkaa nollakorkorajatilanteessa. Monetaarisen dominanssin tapaisessa tilanteessa finanssipolitiikan tulisi reagoida voimakkaasti

Cox ym. (2024) perustelevat tätä työnjakoa raha- ja finanssipolitiikan välineiden luontaisilla eroilla. Rahapolitiikka on tehokas aggregaattitason työkalu, mutta se on liian "tylppä" instrumentti yksittäisen sektorin tai jäsenmaan erityistarpeisiin. Sektorikohtaiseen finanssipolitiikkaan ei liity samaa ongelmaa, mutta senkin käyttö edellyttää kompromissia optimaalisen julkisten hyödykkeiden tarjonnan ja yksityisen kulutuksen syrjäytymisvaikutusten välillä. Vaikka politiikan eri roolien eriyttäminen on paras mahdollinen strategia, se ei kuitenkaan johda parhaaseen lopputulokseen juuri näiden välineiden rajoitusten vuoksi.

Rahaliiton haasteet

Talouspolitiikan yhteensovittaminen

EU-maat ml. rahaliiton jäsenmaat tukevat yhteisiä talouspoliittisia tavoitteita ja niiden rahoitusta monella tavalla. Vähemmän kehittyneissä jäsenmaissa tämä tukee julkisten menojen ja ennen kaikkea investointien rahoittamista. Perinteisesti EU:n tukipaketit ja rahoitusohjelmat on rahoitettu jäsenmaksuilla ja EU:n omilla varoilla, mutta finanssi-, velka- ja pandemiakriisin ja aivan viimeksi Venäjän hyökkäyssodan jälkeen yhä enemmän pääomittamalla yhteisiä rahoitusvälineitä ja/tai laskemalla liikkeeseen EU:n tai muiden EU:hun liittyvien julkisyhteisöjen yhteisvastuullista velkaa.[59] [60]

Taloudellisen, sosiaalisen ja alueellisen yhteenkuuluvuuden lujittaminen on yksi EU:n tärkeimmistä tavoitteista. Merkittävä osa unionin toimista ja määrärahoista kohdistetaan alueiden välisten erojen vähentämiseen kiinnittäen erityistä huomiota maaseutuun, teollisuuden muutosprosessissa oleviin alueisiin sekä vakavista ja pysyvistä luontoon tai väestöön liittyvistä haitoista kärsiviin alueisiin. EU tukee näiden tavoitteiden saavuttamista käyttämällä Euroopan rakenne- ja investointirahastoja (ESR ja sen korvannut ESR+, EAKR, koheesiorahasto, Euroopan meri- ja kalatalousrahasto eli EMKR sekä oikeudenmukaisen siirtymän rahasto eli JTF).[61]

Esimerkiksi vuonna 1994 perustettu koheesiorahasto rahoittaa erikseen sovittavia hankkeita jäsenvaltioissa, joiden BKT henkeä kohden on alle 90 % unionin keskiarvosta. Koheesiorahaston tarkoituksena oli unionin taloudellisen, sosiaalisen ja alueellisen yh-

---

inflaation poikkeamiin keskuspankin tavoitteesta. Tämä vähentäisi merkittävästi deflaatioriskiä ja talouden ajautumista nollakorkorajalle ja säilyttäisi samalla velkakestävyyden.

[59] EU:n talouden toipumiseksi Covid-19-pandemiasta sovittu poikkeuksellinen ja väliaikainen 806,9 mrd. euron suuruinen EU:n elpymisväline (*Next Generation EU*) muodostuu avustusmuotoisesta tuesta (421,1 mrd. euroa) sekä lainamuotoisesta osuudesta (385,8 mrd. euroa). Avustusmuotoinen tuki maksetaan EU-budjettiin ja lainamuotoinen katetaan jäsenvaltioiden takauksilla. NGEU-velka on SURE-velan tapaan yhteisvastuullista, mutta periaatteessa jäsenmaakohtainen vastuu on rajoitettu EU-budjetin BKTL-osuuteen. Suomen osalta ks. ”Katsaus valtion taloudellisiin vastuisiin ja riskeihin”, syksy 2023, Valtiovarainministeriön julkaisuja 2023:94, s. 104–113.

[60] EU:n elpymisväline jakautuu seitsemään ohjelmaan, joista yksi on RRF (*Recovery and Resilience Facility*). RRF-rahoituksen tarkoituksena on elvyttää Euroopan taloutta. Se on euromääräisesti suurin Next Generation EU:n elvytysväline. Toinen merkittävä NGEU:n rahoitusväline on hätätilasta aiheutuvien työttömyysriskien lieventämisen tukiväline (*Support to mitigate unemployment risks in an emergency*, SURE).

[61] Nämä eivät ole suoria keskushallinnon/liittovaltion menoja julkisiin hyödykkeisiin perinteisessä mielessä (kuten puolustus tai sosiaaliturva), vaan pääasiassa tulonsiirtoja takaisin jäsenvaltioille, alueille ja tietyille edunsaajille.

teenkuuluvuuden lujittaminen kestävän kehityksen edistämiseksi. Koheesiorahasto sisältyy Euroopan unionin toiminnasta tehtyyn sopimukseen ja on osa sisäistä tulonjakomekanismia.

Erityinen rooli elinkeinopolitiikassa on Euroopan yhteisellä maatalouspolitiikalla, joka sai alkunsa jo Rooman sopimuksesta vuonna 1958. Jotta maataloustuotteet voitiin sisällyttää tavaroiden vapaan liikkuvuuden piiriin ja pitää samalla maatalous edelleen julkisessa ohjauksessa, sisämarkkinoiden kanssa yhteensopimattomat kansalliset ohjausjärjestelmät oli poistettava ja siirryttävä yhteisön yhteisiin järjestelmiin. Tämä oli yhteisen maatalouspolitiikan perustarkoitus. Merkillepantavaa on myös, että EU ja jäsenvaltiot jakavat toimivallan maatalouden alalla.

Euroopan maat ovat viime vuosikymmenen aikana turvautuneet entistä enemmän vanhaan maakohtaiseen teollisuuspolitiikkaan. EU-maissa valtiontuet suhteessa BKT:hen ovat nousseet noin 1,5 % (vuonna 2022) verrattuna noin 0,5 prosenttiin vuosikymmen sitten. Kasvavia valtiontukitoimia on perusteltu vihreällä siirtymällä ja energiatehokkuuden lisäämisellä, joihin uudet tukitoimet ovat myös valtaosin kohdistuneet. Yksipuolinen tai huonosti koordinoitu (uusi) teollisuuspolitiikka, missä tuotannon ulkoisvaikutuksia ei sisäistetä, voi johtaa tuotannon tehottomaan sijoittumiseen ja näin aiheuttaa negatiivisia heijastusvaikutuksia koko unionin alueella. Vaikka toimet olisivatkin hyvin suunniteltu kansallisella tasolla, ei se varmista, että se johtaa optimaaliseen resurssien allokaatioon koko unionin alueella, jos politiikassa ei hyödynnetä eri jäsenmaiden suhteellisia etuja.

Keskeisenä yhteisen kasvupolitiikan haasteena on, että euroalueen talouskasvu ei ole palautunut aikaisemmalle trendilleen sitten globaalin finanssikriisin ja Euroopan velkakriisin. Akuutti kriisi on väistynyt, mutta ikääntyvä väestö ja hidas talous- ja tuottavuuskasvu rasittavat edelleen euroalueen taloutta. Tätä osoittavat arviot potentiaalisen tuotannon kasvusta euroalueella. Esimerkiksi kesäkuun 2024 eurojärjestelmän makrotalouden ennusteessa euroalueen tuottavuuden henkeä kohden arvioitiin kasvavan vain 0,1 % vuonna 2024 ja elpyvän seuraavina vuosina 1,0 prosentin tuntumaan.

Hitaan kasvun seurauksena velka-asteet ovat keskimäärin nousseet, ja tilannetta pahentavat kasvussa olevat geopoliittiset riskit (Yhdysvaltain talous- ja turvallisuuspolitiikka, Venäjä, Lähi-Itä, Kiina). Näyttää myös siltä, että nämä ongelmat eivät ole häviämässä lähiaikoina. (Ks. liite 2: kuvio 7a., BKT, kehitys euroalueella, Yhdysvalloissa, Japanissa ja Kiinassa 1999–2024, Kuvio 7b., BKT per asukas, kehitys euroalueella, Yhdysvalloissa, Japanissa ja Kiinassa 1999–2024.) Suurimmissa euroalueen talouksissa tuotanto on edelleen selvästi pandemiaa edeltävää trendiä heikompaa erityisesti teollisuustuotannosta ja viennistä riippuvissa avoimissa talouksissa. Vuoden 2020 jälkeisenä aikana globaalit sokit ovat välittyneet euroalueen talouksiin hyvin epätasaisesti, johtuen mm. talouksien energiatuotannon ja finanssipolitiikan eroista.

Odotuksia ja totuttua hitaampi ja epätasainen talouskasvu luo talouspoliittisesti haastavan tilanteen, kun paine kasvun edistämiseksi ja kansalaisten tyytymättömyyden lieventämiseksi suhdannepoliittisin toimin lisääntyy. Rahapolitiikan tehokkuudella on rajansa, erityisesti silloin kun epävarmuus on suurta, luottamus on heikkoa ja säästäminen on lisääntynyt. Tällaisessa tilanteessa rakenteelliset talouspolitiikan toimet ovat tehokkaimmillaan edellyttäen, että toimet mitoitetaan ja suunnataan kasvun kannalta oikein. Erityisen vahingollista olisi ajatella, että tinkiminen julkisen talouden kestävyydestä ja hintavakaudesta toisi mukanaan kestävää kasvua.

Ongelmista selviämistä ei edistä lisääntynyt poliittinen hajaantuminen EU-maissa. Yksimielisten päätösten tekeminen elintärkeistä kysymyksistä on vaikeaa. Päätöksentekoa vaikeuttavat erityisesti suurten maiden, Ranskan ja Saksan, mutta myös pienempien maiden sisäiset poliittiset ja taloudelliset ongelmat ja jopa EU-vastaisuus. Positiivista on, että huolimatta edellä mainituista vaikeuksista EU on tiivistämässä otettaan talousuudistuksista. Näitä pyrkimyksiä heijastavat koheesiopolitiikan tulevaisuutta koskeva tarkastelu ja Lettan (2024), Draghin (2024) ja myös komission vuoden 2025 työohjelman raportit integraation syventämiseksi ja talouskasvun edistämiseksi.

Esimerkiksi koheesiopolitiikan roolia ja tulevaisuutta tarkasteltiin korkean tason työryhmässä, joka jätti raporttinsa helmikuussa 2024. Raportin yhteenvedossa todetaan tarve koheesiopolitiikan kehittämiselle, jotta sillä voidaan ”tehokkaasti vastata EU:n kohtaamiin rakenteellisiin haasteisiin ja parantaa edelleen kaikkien eurooppalaisten hyvinvointia.”[62] Koheesiopolitiikan tulisikin lähivuosina suuntautua kasvun edistämiseen ja tukemaan Draghin raportin toimenpideohjelmaa. Panostamalla kasvuun voidaan ennen pitkää ohjata lisää resursseja myös koheesiopolitiikan muihin tavoitteisiin.

Draghin raportti (2024) antaa myös hyvän ja realistisen kuvan Euroopan yhteisen talouspolitiikan ongelmista ja sen tarpeista tuottavuuskasvun ja kilpailukyvyn edistämiseksi. Raportissa rahoituksen osalta koheesioperiaatetta keskeisempään rooliin nousee rahoituksen tehokkaampi allokaatio riskillisempiin sijoituskohteisiin ja koko unionia hyödyntävien yhteisten hankkeiden edistäminen kansallisten sijaan.

EU:n yhteinen kasvua tukeva talouspolitiikka ei ole toisaalta syventynyt perussopimusten uudistamisen kautta, sen sijaan se on syventynyt toistuvien EU-maihin kohdentuneiden taloudellisten kriisien kautta makrotaloudellista lyhyen aikavälin vakautta korostaen. Samalla EU:n budjetin koko on vain noin 1 % suhteessa alueen BKT:hen. Budjetin koko ja sen rakenne merkitsevät, että se ei ole merkittävä talouspolitiikan väline ei yhteisen pitkän aikavälin kasvun eikä suhdannepolitiikankaan näkökulmasta.[63]

Finanssikriisi, velkakriisi ja pandemiakriisi synnyttivät poliittisesti suotuisat olosuhteet luoda varsinaisen budjetin rinnalle periaatteessa tilapäisiä menettelyjä ja rahoitusvälineitä, jotka ovat kuitenkin jääneet osittain pysyviksi tai luoneet ennakkotapauksia helpottaen turvautumista vastaavanlaisiin menettelyihin myöhemmin. Niillä on ollut merkittävä suhdannepoliittinen rooli edellä mainittujen kriisien aikana. Rahojen jakaminen lukuisten eri tarkoituksiin perustettujen rahoitusvälineiden kautta toteutettaville hankkeille on tuskin pidemmän päälle tehokas eikä poliittisesti tai demokraattisesti paras ratkaisu. Toistaiseksi keskustelu EU:ssa on keskittynyt hankkeiden rahoittamiseen ja toteuttamiseen, ei varsinaisesti unionin ja kansallisvaltioiden tehtävien ja velvoitteiden kirkastamiseen ja fiskaalisen unionin tai aidon suhdannepoliittisen välineen luomiseen.

Miten yhteisiä eurooppalaisia hankkeita voitaisiin edistää tehokkaammin? Esimerkiksi Buti ym. (2023) toteavat, että eurooppalaisten julkishyödykkeiden identifiointi on

---

[62] European Union (2024b). Koheesiopolitiikka on Euroopan unionin (EU) ensisijainen investointipolitiikan väline. Sen tarkoituksena on edistää sopusointuista kehitystä ja taloudellista, sosiaalista ja alueellista kehitystä koko unionissa kanavoimalla investointeja alueille, joilla on heikompi talouskehitys tai jatkuvia rakenteellisia haasteita.

[63] Draghin arvion mukaan EU tarvitsee siis yksityistä rahaa noin 800 mrd. euroa vuodessa tukeakseen tuottavuuden kasvua ja vastatakseen strategisiin investointitarpeisiin. Kun tähän lisätään puolustusmenojen kasvutavoite, joka on 5 % suhteessa BKT:hen vuoteen 2035 mennessä, niin strategiset lisärahoitustarpeet ovat EU:n komission mukaan nousseet keskimäärin lähes 1 200 mrd. euroon vuodessa vuosina 2025–2031. Tämän rahoittamiseen tarvittaisiin julkista rahoitusta komission mukaan kaikkiaan 2,7–4,0 % suhteessa EU-maiden BKT:hen vuodessa.

taloustieteeseen nojaava tapa etsiä yhteisiä rahoituksen kohteita. Eurooppalaisessa keskustelussa käyttökelpoisin käsite on ns. globaali julkishyödyketeoria, jonka mukaan julkishyödykkeet (edut, resurssit) eivät ole kilpailevia (yksi käyttäjä ei vähennä hyödykkeen saatavuutta muilta), ne eivät ole poissuljettavissa (vaikea estää ketään käyttämästä kyseistä hyödykettä tai palvelua) ja ne ulottuvat yli rajojen ja väestöryhmien. Yhteisten eurooppalaisten hankkeiden toteuttaminen edellyttää tehokkaista rahoitusmekanismeja, vahvoja instituutioita sekä kansallisten ja globaalien etujen yhdistämistä. Globaalien julkishyödykkeiden tuottaminen edellyttää monen keskistä yhteistyötä mihin Euroopan unionin puitteissa pitäisi olla hyvät edellytykset.

Teoria huomioi myös yli sukupolvien ulottuvan oikeudenmukaisuuden, jonka mukaan nykyiset sukupolvet eivät saa käyttää resursseja heikentäen tulevien sukupolvien elinmahdollisuuksia. Tällaisia hyödykkeitä ovat mm. ilmastonmuutoksen torjunta ja turvallisuus. Julkishyödykkeisiin liitetään ns. vapaamatkustajan ongelma, eli jos kaikki voivat hyötyä niistä, niin kenelläkään ei ole kannustimia vapaaehtoisesti maksaa niiden tarjoamisesta aiheutuvia kustannuksia, mikä piirre supistaa niiden tarjontaa ja heikentää laatua. Globaalien julkishyödykkeiden tapauksessa erityisenä ongelmana ovat rajat ylittävät vaikutukset. Näiden ongelmien välttämiseksi tarvitaan rajat ylittävää yhteistyötä ja koordinointia. . Saattaisi olla hyödyllistä, jos osa yhteisistä menoista kasvaisi automaattisesti matalasuhdanteissa ja toimisi automaattisten vakauttajien tavoin. Toisaalta siinä määrin, kun tavoitteena on kasvu ja tuottavuuden edistäminen, painopisteen tulisi olla pitkävaikutteisissa investointihankkeissa.

Pankki- ja pääomamarkkinaunioni

Velkaantumisen ja hitaan kasvun oloissa rahoitusvakauden säilyttäminen on osoittautunut haastavaksi. Julkisen talouden alijäämiä rahoitetaan mieluummin velalla kuin tasapainottamalla budjettia veroilla tai priorisoimalla menoja. Myös yksityisten investointien rahoittamisessa suositaan velkaa oman pääoman sijasta. Velkarahoituksen suosio perustuu korkomenojen vähennyskelpoisuuteen verotuksessa ja osakepääoman kaksinkertaiseen verotukseen. Valtion tai siihen rinnastettavien instituutioiden velalla on pankkien rahoitusvakaussäätelyssä nollariskipaino, joka tekee sen hallussapidosta houkuttelevampaa.

Valtion rahoitus- ja velka-aseman heikkeneminen on uhka myös pankkien ja koko maan finanssijärjestelmän vakaudelle. Tällainen riski oli ennen euromaiden velkakriisiä yhdistetty lähinnä kehittyviin talouksiin. Euroopan velkakriisi osoitti, että pankkisektorin ja julkisen talouden yhteyksistä johtuvat ongelmat leviävät rahaliitossa nopeasti maasta toiseen. Vakavien häiriöiden kohdistuessa euroalueeseen kaikkien jäsenmaiden voimavarat eivät välttämättä riitä niiden pankkijärjestelmän vakauttamiseen.

Riskin syntymistä ehkäistään pankkien vakavaraisuutta ja likviditeettiä koskevilla säännöksillä, pankkien saatavien hajauttamisella liikkeeseenlaskijakohtaisesti ja maantieteellisesti, julkisen talouden velkakestävyydellä ja hinta- ja rahoitusvakautta tukevalla rahapolitiikalla.

Pankkisäätelyn edistämiseksi ja ongelmien ennaltaehkäisyyn perustettiin pankkiunioni, johon kuuluu yhteinen pankkivalvontamekanismi (eng. *single supervisory mechanism, SSM*). EKP ja valvontaan osallistuvien maiden valvontaviranomaiset toimivat yhteistyössä tässä uudessa EU:n valvontajärjestelmässä. Yhteisen valvontamekanismin tavoite on, että Euroopan pankkijärjestelmä on vakavarainen ja turvallinen, vah-

vistaa rahoitusmarkkinoiden yhtenäisyyttä ja vakautta ja varmistaa pankkien yhdenmukaisen valvonnan. Yhteinen valvontamekanismi muodostaa yhteisen kriisinratkaisumekanismin kanssa EU:n pankkiunionin perustan. Suomessa Finanssivalvonta toimii osana yhteistä pankkivalvontamekanismia ja Rahoitusvakausvirasto osana yhteistä kriisinratkaisumekanismia.

Rahoitusvakauden vaarantuessa ensi vaiheen vastuunkantaja on usein keskuspankki. Valvoja toimii tiukoissa juridisissa puitteissa, kun taas keskuspankilla on tehokkaampia instrumentteja vaikuttaa rahoitusoloihin nopeasti. Keskuspankille lankeaa siten merkittävä vastuu rahoitusvakaudesta kriisin keskellä. Rahoitusmarkkinahäiriön oloissa hintavakauteen pyrkivä rahapolitiikka ylläpitää ensisijaisesti rahoitusjärjestelmän likviditeettiä, mutta se pyrkii myös tukemaan rahapolitiikan välittymistä ja estämään pankkien taseiden ja luotonantokyvyn heikentymistä ja velkadeflaatiota. Tämän ajatuksen kanssa sopusoinnussa on EKP:n vuoden 2021 ja 2025 strategiauudistukseen sisältyvä linjaus, jonka mukaan rahapolitiikassa otetaan huomioon rahoitusmarkkinoiden tila ja ilman rahoitusvakautta ei voida saavuttaa hintavakautta.[64]

Toisaalta on tärkeää, että pankkivalvonta ja rahapolitiikan päätöksenteko toimivat riittävän itsenäisesti, koska niillä on eri tavoitteet. Mutta mitä paremmin pankkivalvonta toimii ja rahoitusvakaus toteutuu, sitä vähemmän pankkivalvonnan ja rahoitusvakauden kysymykset vaikuttavat rahapolitiikan ensisijaisen mandaatin toteuttamiseen.

Uskottava pankkien resoluutiomekanismi ja yhteinen talletussuoja ovat myös merkittäviä keinoja riskien vähentämiseksi osana pankkiunionia.[65]

Ongelmana on kuitenkin suurten pankkien alasajon toteuttaminen, mikä näyttää olevan sekä poliittisesti vaikeaa että markkinavakauden näkökulmasta erittäin riskipitoista. Tähän vaikuttavat mm. pankkien väliset riippuvuudet ja pelko ongelmien leviämisestä laajemmalle pankkijärjestelmään sekä ns. liian suuri kaatumaan (eng. *too big to fail*) -syndrooma, joka houkuttelee pankkeja ottamaan liiallisia riskejä olettaen, että ne merkittävyytensä vuoksi kuitenkin pelastetaan. Pankkien riskienhallinnan puutteellisuus ja omistajien ja johdon mahdollisesta epätäydellisestä vastuusta (eng. *incomplete liability*) aiheutuvien kustannusten kattaminen julkisilla varoilla on siten edelleen yhteinen ongelma. EU:n luottolaitosten vakavaraisuusvaatimuksia koskevan asetuksen mukaan jäsenvaltioiden ja valtiosidonnaisten organisaatioiden joukkovelkakirjoille on usein asetettu nollariskipaino. Pankkien ei siten tarvitse pitää hallussaan pääomaa näitä vastuita varten, vaan niitä pidetään riskittöminä.[66] Kotimaisten pankkien omistukset kotimaisesta valtionvelasta ovat edelleen yleisiä useimmissa EU-maissa, mikä herättää huolta hallitusten kannustimista velan konsolidointiin ja lisää pankkijärjestelmän haavoittuvuutta.[67]

---

[64] Vaikka rahapolitiikan vaikutukset rahoitusvakauteen huomioidaan rahapolitiikkapäätöksissä, rahapolitiikka ei ole päävastuussa rahoitusvakaudesta eikä rahapolitiikka reagoi systemaattisesti rahoitusvakauteen: rahapolitiikkaa ei kiristetä automaattisesti rahoitusvakautta uhkaavien riskien lisääntyessä tai vastaavasti sitä ei välttämättä löysätä rahoitusvakausriskien materialisoituessa.

[65] Ks. mm. Hakkarainen ja Jokivuolle (2024).

[66] EU:n säännökset eivät aseta myöskään tiukkoja keskittymisrajoja valtion vastuille. EU-maiden pankit voivat siten pitää hallussaan julkista velkaa ilman lisäpääomavaatimuksia. Yhdysvalloissa osavaltioiden joukkovelkakirjalainoihin sovelletaan riskipainotusta niiden luottokelpoisuuden perusteella. Yhdysvaltain liittovaltion velkapaperit ovat kuitenkin toistaiseksi nollariskipainolla. Lisäksi Yhdysvalloissa pankkien on hajautettava tarvittaessa omistuksensa riskikeskittyminen välttämiseksi (ks. https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2013/575).

[67] Motivaatio kotimaisten pankkien valtionpapereiden omistusten kannustamiselle on varmistaa niiden häiriötön markkinakysyntä. Valtioiden velkaantumisen kasvu on lisännyt tämän rahoitusmarkkinoiden

Yhteisen talletussuojan rakentaminen euroalueella on toistaiseksi törmännyt perintövelka (eng. *legacy debt)* -ongelmaan. Perintövelka-ongelma käsittää menneiden finanssi- ja velkakriisin perintönä pankkien taseissa olevat järjestämättömät lainat (NPL), valtion velkapapereiden velkariskit ja pääomavajeen. Pankkisektorin lisäkonsolidaatiota hidastavat myös institutionaaliset kitkat ja poliittinen vastustus. Kaiken kaikkiaan pankkiunionin puutteet vaikeuttavat rahoituksenvälityksen tehostamisesta ja rahapolitiikan yhdenmukaisemmasta välittymisestä saatavien potentiaalisten hyötyjen saavuttamisen.

Pääomamarkkinaunioni (eng. *Capital Markets Union, CMU*) on EU:n aloite, jolla pyritään luomaan yhtenäiset pääoman sisämarkkinat koko EU:ssa[68] Ensisijaisena tavoitteena on taata yrityksille yhdenvertaiset rahoitusehdot riippumatta siitä, missä maassa ne sijaitsevat. Toinen tavoite on laajentaa EU:n alueella toimivien yritysten käytettävissä olevia rahoitusvaroja ja monipuolistaa rahoituksen lähteitä mahdollistamalla myös yritysten ristiinomistus.

Empiiriset tutkimukset osoittavat, että riskien jakaminen on Yhdysvalloissa huomattavasti paremmin järjestetty kuin euroalueella. Alcidin ym. (2023) mukaan 85 % sokeista tasattiin Yhdysvaltojen osavaltioiden välillä vuosina 1998–2016, kun taas euroalueella vastaava luku oli vain 27 %. Ero on valtava. Vertailu paljastaa myös, että Yhdysvalloissa riskienjako tapahtuu pääasiassa pääomamarkkinoiden kautta, euroalueella puolestaan kotitalouksien säästämisen ja jossain määrin kansallisen vastasyklisen finanssipolitiikan kautta, mikä osaltaan selittää euroalueen kroonisesti kasvaneen velkaongelman.

Martinez, Philippon ja Sihvonen (2019) arvioivat, että pankkiunionin keskeinen hyöty syntyy rahoitusmarkkinoiden pirstoutumisen välttämisestä. Martinin ja Philipponin (2017) sekä Gourinchasin ym. (2016) mukaan korkoerojen kasvu itsessään oli yksi keskeisistä tekijöistä, jotka voimistivat velkavivun purkamisen aiheuttamaa talouskasvun rajua supistumista Euroopan velkakriisin aikana. Toisaalta pääomamarkkinaunionin (CMU) hyödyt nousevat esille erityisesti tilanteessa, missä tarjontahäiriöt ovat merkittävässä asemassa. Näillä sokeilla on keskeinen vaikutus varallisuuserien markkina-arvoihin, ja siksi riskejä voidaan jakaa tehokkaasti vain rajat ylittävien yksityisten pääoman vaateiden kautta eli käytännössä niin, että yritysten omistus on hajautettu läpi euroalueen. Siinä määrin kuin tällaiset sokit ovat merkittäviä suhdannevaihteluiden ajureita valuuttaunionissa, pääomamarkkinaunionin perustamisen hyvinvointihyödyt ovat merkittäviä.

Pääomamarkkinaunionille asetetut tavoitteet ovat myös osa laajempaa pyrkimystä tukea talouskasvua, innovointia ja työpaikkojen luomista kaikkialla EU:ssa. Euroalueen kotitaloudet pitävät hallussaan runsaasti käteistä ja talletuksia, jotka sopivat hyvin lyhyen aikavälin säästämiseen ja kotitalouksien päivittäisestä maksuvalmiudesta huolehtimiseen. Erilaisten sijoitusrahastojen, vakuutustuotteiden ja eläkerahastojen suoraan tai välillisesti hallinnoimat osakkeet ja velat voivat puolestaan tarjota selvästi suurempaa tuottoa ja kerryttää varallisuutta, kunhan sijoitushorisontit ovat riittävän pitkät. Pitämällä suoraan tai rahoitusmarkkinoilla toimivien välittäjien kautta hallussa enemmän erilaisia pääomamarkkinoilla tarjolla olevia instrumentteja kotitaloudet voivat siis saada suuremman pitkän aikavälin tuoton verrattuna pankkitalletuksiin. Tämä voisi edesauttaa myös sijoi-

toiminnalle keskeisen markkinasegmentin häiriöalttiutta. Ongelmista kärsineiden maiden lista on merkittävä: Argentiina, Venezuela, Japani, Euroalue, Kiina, Iso-Britannia ja Yhdysvallat. Häiriöitä laukaisevia tekijöitä on lukuisia, mutta pääsääntöisesti ongelmat välittyvät markkinoille likviditeetin katoamisena ja korkojen vaihtelun äkillisenä kasvuna.

[68] European Parliament (2024).

tusten hajauttamisessa ja riskien tehokkaammassa jakamisessa unionin sisällä. Suuremmat pitkän aikavälin tuotot auttaisivat myös kattamaan työikäisen väestön pienentymisestä aiheutuvia kustannuksia, kun taas sijoitustoiminnalla aikaansaatavat alhaisemmat kotimaiset pääomakustannukset lisäisivät EU:n kasvupotentiaalia. Tämän tavoitteen toteuttamisessa pääomamarkkinaunionin kehittäminen olisi keskeistä.[69]

Vuoden 2011 finanssikriisin jälkeen Euroopan komissio esitti ensimmäisen pääomamarkkinaunionia koskevan toimintasuunnitelmansa vuonna 2015. Komissio julkaisi vuonna 2020 uuden toimintasuunnitelman, jolla pyrittiin saamaan vauhtia pääomamarkkinaunionin toteuttamiseen. Tavoitteeksi asetettiin tukea vihreää, digitaalista, osallistavaa ja sopeutumiskykyistä talouden elpymistä parantamalla eurooppalaisten yritysten mahdollisuuksia saada rahoitusta, tehdä EU:sta paikka, jossa kansalaisten on entistäkin turvallisempi säästää ja sijoittaa pitkällä aikavälillä, sekä yhdistää kansalliset pääomamarkkinat todellisiksi sisämarkkinoiksi.

Euroopan parlamentin raportissa vuodelta 2024 todetaan, että pääomamarkkinaunioni on EU:n tasoinen poliittinen toimi, jonka tarkoituksena on yhtenäistää EU:n pääomamarkkinat. Sen tavoitteena on helpottaa rajat ylittäviä pääomavirtoja EU:ssa ja varmistaa, että yrityksillä, joilla on samanlaiset ominaisuudet (koon ja riskialtistuksen osalta), on myös samanlaiset rahoitusehdot (erityisesti kustannukset ja määrät) riippumatta siitä, missä jäsenvaltiosta ne sijaitsevat.

Lettan (2024) raportin keskeinen osa koskee pääomamarkkinaunionin kehittämistä suuntaan, joka nimetään säästö- ja sijoitusunioniksi (*eng. Savings and Investments Union*) ja jonka tavoitteena on paitsi pitää eurooppalaiset yksityiset säästöt EU:ssa, myös houkutella lisäresursseja ulkomailta. Taustalla on usein Suomessakin kuultu väite talletusten makaamisesta toimettomina pankkien taseissa: ” – – koska Euroopan unionissa on 33 biljoonaa euroa yksityisiä säästöjä, jotka ovat pääasiassa käteisrahaa ja talletuksia – – ja vuosittain säästöjä ohjautuu noin 300 mrd. euroa ulkomaille, pääasiassa Yhdysvaltojen talouteen – –.” Syyksi säästäjien käyttäytymiseen esitetään EU:n rahoitusmarkkinoiden pirstoutuminen.

Toisaalta väite, että pankkijärjestelmäkeskeisyys on pääasiallinen syy Euroopan rahoitusjärjestelmän ongelmiin, lienee turhan kärjistetty. Voi olla, että pankkijärjestelmä on saanut liian suuren roolin Euroopan rahoitusmarkkinoilla ja sen uudistuminen on välttämätöntä. Tavoite pankkikeskeisen järjestelmän korvaamisella riskisijoituksilla EU:n pääomamarkkinoille on kuitenkin kunnianhimoinen. Yhtä painavin syin voi esittää, että sijoittajat ovat EU:ssa riskinkarttajia, jotka haluavat pitää säästönsä turvalliseksi kokemissaan sijoituskohteissa. Samaan hengenvetoon voi todeta, että eurooppalaiset riskisijoittajat haluavat hajauttaa sijoitusriskejään ja etsivät tuottoja parhaista yrityksistä, joiden sijainti tai kotipaikka ei ole heille merkittävä seikka. Pääomamarkkinaunionioakin kehitettäessä on hyvä pitää mielessä, että sijoitusten ohjautuminen riskillisimpiin kohteisiin Euroopassa edellyttää ennen kaikkea dynaamisempaa yhteismarkkinataloutta, merkittävien globaalien eurooppalaisten yrityskonsernien syntymistä ja toivottavasti tätä kautta eurooppalaisiin yrityksiin suuntautuvien sijoitusten ja niiden tuottojen kasvua. Pitkällä aikavälillä sijoitukset kuitenkin suuntautuvat sinne, missä niiden tuotto-odotukset ovat suurimmat.

[69] ELEC(2024).

Letta toteaa, että ”Tämä ilmiö korostaa EU:n taloudellisten voimavarojen käytön huomattavaa tehottomuutta, joka, jos se ohjataan tehokkaasti uudelleen sen omiin talouksiin, voisi merkittävästi auttaa EU:n strategisten tavoitteiden saavuttamisessa”.[70] Eurooppalaisten yritysten suorat ulkomaiset sijoitukset tai kotitalouksien ja eläkerahastojen sijoitusten globaali allokaatio eivät kuitenkaan välttämättä merkitse tehottomuutta. Pääoma-allokaation tehostaminen on toki paikallaan, mutta on hyvin todennäköistä, että EU: talous tulee kasvamaan joka tapauksessa hitaammin kuin muun maailman, kun Aasian ja Kiinan talouksien kasvupotentiaali on sitä parempi ja ne säilyvät näin houkuttelevina sijoitusten ja riskien hajautuksen kohteina. EU:n haasteena on pysyä mukana globaalissa kilpailussa ja olla houkutteleva sijoituskohde. Voimakkaasti lisääntynyt sääntely on myös saattanut heikentää pankkien kykyä välittää rahoitusta tehokkaasti säästäjiltä investoijille.[71] Pääomamarkkinoiden yhtenäistäminen EU:ssa on edennyt hitaasti, ja uudistukset ovat jääneet tyypillisesti puolitiehen. Etenemistä ovat hidastaneet poliittisen halun puute, erilaiset kansalliset säädökset, määräykset ja intressit, verotukseen ja hajanaiseen konkurssilainsäädäntöön liittyvät kysymykset ja yleensä lukuisat yrityskulttuurin ja markkinakäytäntöjen erot. EKP:n pääjohtaja Christine Lagarde onkin peräänkuuluttanut kunnianhimoisempaa lähestymistapaa pääomamarkkinaunionin kehittämiseksi.[72]

Turvalliset velkakirjat

Rahaliiton toiminnan parantamiseksi keskustelu ns. turvallisesta velkakirjasta (eng. *safe asset*) on jatkunut velkakriisistä alkaen. Turvalainalta vaadittavat ominaisuudet ovat selkeät: se on korkeimman laatutason laina, jonka maksukyvyttömyysriski on alhainen, se

[70] Ks. myös Lagarde, C. (2025): “Our weaker performance compared with the United States largely reflects internal barriers of our own making: including fragmented regulations, tax regimes, bankruptcy rules and incomplete capital markets. Structural challenges such as high energy costs, low productivity and reluctance to finance common projects are also, to a large extent, within our own control.”

[71] Ks. Eerola, ym. (2024), liite: Pankkien vakavaraisuussäätely ja talouskasvu. ”Pankit ovat keskeinen osa rahoituksenvälitystä ja rahapolitiikan transmissiota. Pankkien tehtävänä on tarjota asiakkailleen maksu- ja sijoituspalveluja, ottaa vastaan talletuksia ja myöntää luottoja. Pankkivalvoja säätelee pankkien toimintaa monella tavalla. Säätelyn tavoitteena on varmistaa niiden toiminnan vakaus ja luotettavuus. Pankeille asetetaan vakavaraisuusvaatimuksia, jotka koskevat niiltä vaadittavia pääomia suhteessa toiminnan riskeihin ja tappioiden varalta, likviditeettivaatimuksia, jotta ne voivat täyttää lyhytaikaiset velvoitteensa. Niiltä edellytetään luottoriskien hallintaa ja laajaa raportointia, ja niiden liiketoimintamalleja voidaan rajoittaa. Säätelyn yhteisvaikutuksista on tarjolla vain vähän kvantitatiivisia tutkimustuloksia. Vastakkain ovat lyhyt ja pitkä aikaväli. Lyhyellä aikavälillä pankkien mahdollisuudet myöntää luottoja ja ottaa toiminnassaan riskejä saattaisivat edistää taloudellista kasvua. Pitkällä aikavälillä kasvun turvaaminen saattaisi kuitenkin edellyttää tiukempaa luottopolitiikan säätelyä ja riskien karttamisen takia syvien finanssikriisien pitkäkestoisista negatiivisista kasvuvaikutuksista. Suurin osa tutkimuksista osoittaa kuitenkin, että pääomavaatimusten korottaminen vähentää kriisien todennäköisyyttä ja kasvattaa lainanannon kasvua pitkällä aikavälillä, vaikka se vähentää lainanantoa lyhyellä aikavälillä. Keskeinen kysymys on, nostavatko pankit pääomasuhteitaan kasvattamalla pääomaa vai vähentämällä varoja ja lainoja taseessaan. Jos iso osa pankeista toimii jälkimmäisellä tavalla, rahoituksenvälitys supistuu ja todennäköisesti myös taloudellinen toiminta vähenee.
On kuitenkin mahdollista, että hyvinvointitappio liian suurista pääomavaatimuksista suhteessa optimaaliseen tasoon on pienempi kuin hyvinvointitappio liian alhaisista pääomavaatimuksista. Tätä näkemystä tukee myös empiirinen tutkimus. Tämä viittaisi siihen, että finanssikriisejä kannattaa välttää kasvun turvaamiseksi pitkällä tähtäimellä ja finanssikriisin riskin yliarvioimisesta koituva haitta sääntelyä mitoitettaessa on pienempi kuin sen aliarvioimisesta.”

[72] Lagarde (2023).

säilyttää arvonsa ja on likvidi huonoissakin markkinaolosuhteissa. Esimerkiksi Yhdysvaltojen liittovaltion valtionvelkakirjat ovat pitkään täyttäneet tällaisen turvallisen sijoituskohteen määritelmän ehdot. Vaikeampaa on sen sijaan ollut määritellä, miten usean jäsenmaan finanssipoliittisesti löyhässä rahaliitossa tämänkaltainen velkakirja olisi mahdollista luoda.

Tarve liki luottoriskittömälle euromääräiselle arvopaperille sai alkunsa pankkien ja valtioiden riskien välisen yhteyden kasvusta (eng. *bank-government nexus*). Tutkijat ovat vuosien varrella esittäneet erilaisia EU- tai euroalueen valtionlainoihin perustuvia rahoitusinstrumentteja, joissa pyritään tyypillisesti kansallisia valtionvelkakirjoja ”paketoimalla” luomaan turvallinen sijoituskohde Eurooppaan: jos pankit sijoittaisivat oman valtion velkakirjojen sijaan näin luotuun turvalliseen sijoituskohteeseen, sekä pankkien että valtioiden luottoriskit vähenisivät.

Myös ranskalais-saksalainen asiantuntijaryhmä esitti, että samaan aikaan kun pankkien valtionlainojen kansallista keskittymistä rajattaisiin, tulisi euroalueella luoda vähäriskinen velkakirja ja yhteinen talletussuoja rahoitusjärjestelmän vakauden lisäämiseksi edelleen. Yksi motiivi turvalainoille liittyy pankkien vakavaraisuusvaatimuksiin, sillä likviditeettimääräysten noudattamiseksi pankeilla on oltava taseessaan sellaisia helposti myytävissä olevia turvallisia varoja oman pääoman lisäksi, joita ne voivat täyttää rahoitustarpeensa kattamiseen stressiskenaariossa.

Rahaliitossa turvallista velkakirjaa on pidetty jopa sen olemassaoloon liittyvänä kysymyksenä. Sen olemassaolon on katsottu poistavan edellä mainitun pankkeja ja valtiota koskevien riskien yhteyden, edistävän rahoitusmarkkinoiden integraatiota, lisäävän pääomamarkkinoiden syvyyttä ja rahapolitiikan tehokkuutta, helpottavan sen toteuttamista, tehostavan riskien hajauttamista jäsenmaiden välillä ja tukevan euron kansainvälistä roolia.

Tarve turvalliselle velkakirjalle näyttää siis ilmeiseltä ja kiistattomalta. Miksi sellaista ei sitten ole jo syntynyt? Syy on yksinkertaisesti se, että hajautetussa rahaliitossa kyseiset edut tarjoavan velkakirjan luominen on osoittautunut vaikeaksi, ellei jopa mahdottomaksi ilman voimakasta poliittista tahtoa ja sitoutumista sen mukana tuleviin velvoitteisiin.

Mitä ns. turvallinen velkakirja tarkoittaa ylipäätään? Voidaan ajatella, että markkinoilla on aina jokin turvallisin mahdollinen velkakirja, jonka suhteen muut riskillisemmät paperit hinnoitellaan. Yhdysvalloissa se on liittovaltion liikkeeseen laskema velkakirja, joka on taattu liittovaltion veronkanto-oikeudella ja jonka keskeisiä kysyntää lisääviä tekijöitä ovat sen tunnettuus ja runsas tarjonta (likviditeetti). Toisaalta voidaan myös todeta, että sitä mukaa kun maan julkinen velka kasvaa suhteessa talouden kokoon, veroaste nousee ja kasvu hidastuu, turvallisinkin liikkeeseen laskettu velkakirja hinnoitellaan markkinoilla ennen pitkää vähemmän turvalliseksi. Turvallisuus on siten suhteellista, minkä vuoksi ei ole välttämättä paras mahdollinen käytäntö, että pankkien hallussa olevat kaikkien jäsenvaltioiden ja jopa alueellisten ja joidenkin muiden julkisyhteisöllisten organisaatioiden velkapaperit rinnastetaan luottoriskittömiksi.

Vastaavalla tavalla rahaliitossa EU-instituutioiden velka on hintavakauden ja velkakestävyyden kannalta ongelmatonta vain, jos velan takaisinmaksuun tarvittavista tulovirroista on riittävä varmuus. Paras tapa tämän varmistamiseksi on yhteisötason verotusoikeus.

Nykyinen EU:n instituutionaalinen rakenne edellyttäisi merkittäviä muutoksia näiden ehtojen täyttämiseksi. Finanssipolitiikka on perussopimusten mukaan kansallista. Tämä rajoittaa olennaisesti sekä EU:n tulojen hallintaa että euroalueen/EU:n mahdollisuuksia

muodostaa uskottavaa suunnitelmaa velan hoidosta tulevaisuudessa saatavien suurempien julkisten verotulojen muodossa. Lisäksi EU:n jäsenmaksujen kasvattaminen tai EU:n budjetin uudelleenallokointi laajassa mitassa on vaikeaa nykyisellä rakenteella. Toki uusien varojen luominen on mahdollista, esimerkiksi yhteisövero-osuus jäsenmailta EU:lle, mutta kokonaisuutena uusien omien varojen potentiaali ei vaikuta tässä vaiheessa kovin suurelta. Esimerkiksi NGEU-velan tapauksessa EU:n budjetin omien varojen kattoa nostettiin runsaasta prosentista 2 prosenttiin, eli jäsenmaat sitoutuivat maksamaan tuon verran enemmän tarvittaessa. Yksiselitteistä suunnitelmaa velan lyhentämisen rahoituksesta vuosien 2028–2058 aikana ei vielä ole.

Toistaiseksi liikkeeseen lasketuissa EU:n yhteisissä SURE- ja NGEU-ohjelmiin liittyvissä velkakirjoissa on säilynyt huomattava preemio Saksan valtion lainoihin, ja sama pätee Euroopan vakausmekanismin eli EVM:n ja Euroopan väliaikaisen vakausmekanismin eli EVVM:n laskemiin velkakirjoihin. Ne ovat siis yhä markkinoiden arvion mukaan Saksan liittotasavallan lainoja ”huonompia”. Kaikki edellä mainitut välineet on tarkoitettu väliaikaiseen käyttöön, koska EU:n instituutiot ja perustamissopimus nykyisellään sulkevat pois mahdollisuuden yhteisvelan pysyvään ja pitkäaikaiseen lisäämiseen ja sen rahoittamiseen normaalioloissa. Näin ollen eri välineiden liikkeeseen laskemat joukkovelkakirjat eivät muodostane myöskään sijoittajien näkökulmasta pysyviä ja riittävän likvidejä markkinoita.

Toisaalta sijoittajien silmissä EVM-velkaa pidetään vähäriskisimpänä. Tähän lienee syynä EVM-velan erittäin merkittävä pääomitus: vaikka velkaa on nyt vain noin 80 mrd. euroa (EVM:n lainoituskapasiteetti 500 mrd. euroa), pääomaa on 80 mrd. euroa ja kutsuttavissa olevaa lisäpääomaa yli 600 mrd. euroa. EVM:llä on myös etuoikeutetun velkojan asema suhteessa muihin velkojiin heti IMF:n jälkeen. Sen sijaan EU:n omaa velkaa (yhteisvastuullisen velan lisäksi NGEU- ja SURE-lainat) on yli 650 mrd. euroa, ja velan takauksena on vain EU-budjetti ja EU-lainoja saaneiden maiden lupaus maksaa – ei esimerkiksi allokoitua pääomaa tai verotusoikeutta. Tämä voi olla syynä siihen, että se nähdään markkinoilla EVM-velkaa riskillisempänä ja sen korko on vastaavasti EVM-velkaa korkeampi. Aivan viimeiseksi Eurooppaan on perustettu SAFE-rahoitusväline (*Security Action for Europe*), joka on kooltaan 150 mrd. euroa. Se on suunniteltu tukemaan jäsenvaltioita puolustusteollisuuden tuotannon yhteishankinnoissa, erityisesti kriittisten suorituskykyjen vahvistamiseksi. Tämän välineen kautta tulevaa rahoitusta ei lasketa vakaus- ja kasvusopimuksen mukaiseen kansalliseen velkaan. Tästä kirjanpidollisesta kikkailusta huolimatta rahoituksen käyttö vaikuttaa jäsenvaltioiden velkaantumiseen ja taloudellinen vastuisiin.

Tässä yhteydessä on myös syytä kysyä, olisiko euron kansainvälisen roolin kasvu toivottavaa nykyisen velka- ja kilpailukykyongelmista kärsivän rahaliiton näkökulmasta. Määritelmän mukaan turvallinen velka on velkaa, joka maksetaan takaisin. Turvallisen velkakirjan syntyminen edesauttaisi euron käyttöä maksuvaluuttana ja korostaisi sen merkitystä myös reservivaluuttana, mikä alentaisi korkotasoa ja velanhoitokustannuksia. Toisaalta mahdollisen turvavaluutan roolin myötä euro pyrkisi vahvistumaan erityisesti kriiseissä mutta myös pidemmällä aikavälillä. Valuutan liiallinen vahvistuminen heikentäisi kilpailukykyä, johtaisi kauppataseen alijäämään, ohjaisi talouden resursseja pois avoimelta sektorilta suljetun sektorille ja nostaisi suljetun sektorin hintoja (Engel, 2020).

Engelin ja Wun (2018) sekä Jiangin ym. (2018) tutkimuksista löytyy näyttöä Yhdysvaltojen liittovaltion velan hallussapitohyödyn (eng. *convenience yield*) ja dollarin arvon välillä: mitä korkeampi hallussapitohyöty, mikä heijastaa suurempaa kysyntää Yhdysvaltain liittovaltion velalle, sitä vahvempi on dollari. Engelin ja Wun tutkimuksen mukaan

tämä yhteys yleistyy myös Yhdysvaltojen ulkopuolisiin talouksiin: Jokaisen G10-maan valuutan suurempi suhteellinen likviditeettipreemio vahvistaa kyseisen valuutan arvoa. On iso kysymysmerkki, olisiko tämä nykyisissä rahaliiton institutionaalisissa puitteissa ja pienten viennistä riippuvaisten avotalouksien näkökulmasta pelkästään suotavaa. Lisäksi ns. Triffinin paradoksin mukaan seurauksena olisi ennen pitkää velkaantumisen kasvu ja talouskriisi. Pitkällä aikavälillä tarkasteltuna euron roolin vahvistuminen ja turvallisen velkakirjan luominen *ceteris paribus* lisää eikä vähennä velkaantumista, eikä sitä voi siten pitää ratkaisuna nykyisille Euroopan maiden velkaongelmille ilman jäsenmaiden talouksien potentiaalin merkittävää lisääntymistä, pikemminkin päinvastoin.

Turvallinen velkakirja on tavoiteltava ja toteuttamiskelpoinen hanke, mutta ei välttämättä nykyisen rahaliiton institutionaalisen rakenteen vallitessa. Riskittömän velkapaperin olemassaolo ei ole myöskään välttämätöntä rahapolitiikan harjoittamiselle. Rahapolitiikan instrumentit koostuvat kunkin maan rahoitusmarkkinoilla liikkeessä olevista arvopapereista. Rahapolitiikan operaatioissa voidaan käyttää vakuudellisia operaatiota, ja vakuutena oleviin arvopapereihin voidaan soveltaa markkinakäytäntöjä vakuuksien riskejä arvioitaessa.

Rahaliiton tulevaisuus

Yhteiset rahoitusvälineet ja yhteisvelka

EU:n jäsenmaiden valtioiden budjettimenot koostuvat sekä omista budjetin menoeristä, jotka rahoitetaan kansallisilla veroilla ja velalla, että EU:n kautta kulkevista menoeristä, joiden rahoitus on osin kansallista, osin yhteistä ja joiden suuruusluokka voi vaihdella runsaastikin yli ajan. Kansallisista menoista päättävät jäsenmaiden hallitukset ja parlamentit, ja EU:n kautta kulkevien varojen allokoinnista päätetään yhteisesti.[73]

Jäsenmaiden julkisten talouksien kytkeytyminen toisiinsa on kuitenkin laajentunut vähitellen kriisien ja yhteisten rahoitusvälineiden vuoksi. Euroopan talous- ja rahaliitto on kehittynyt kohti fiskaalista unionia. Tämä näkyy kahdella tavalla: toisaalta yhteisesti EU-tasolla sovittujen ja yhteisvastuulla rahoitettavien menojen kasvuna sekä toisaalta implisiittisen yhteisvastuun kasvuna jäsenvaltion ajautuessa maksuvaikeuksiin.

Erityisesti kriisitilanteessa rahaliittoon kuuluvat jäsenmaat eivät enää vastaa täysin itsenäisesti tuloistaan ja menoistaan ja siten finanssipolitiikastaan. Tätä väitettä tukevat paitsi yhteiset rahoitusvälineet ja niiden myötä syntynyt keskinäinen riippuvuus myös Euroopan keskuspankin rahapolitiikan välineistön kehitys.

EVVM ja EVM mukaan lukien EU:n instituutioiden liikkeeseen laskema velka on euroalueella noussut jo liki 5 prosenttiin suhteessa koko euroalueen BKT:hen, samalla kun EU:n varoja ja budjettia on kasvatettu vain hyvin maltillisesti (Ks. Liite 2: Kuvio 6: EU instituutioiden yhteenlaskettu velka). Jos oletetaan että NGEU ja SAFE toteutuvat täysimääräisesti, kasvaisi EU instituutioiden liikkeelle laskema velka jo lähelle 8 prosenttia euroalueen bruttokansantuotteesta vuoteen 2026 mennessä.

EU-budjetti on noin 1 % suhteessa EU-alueen BKT:hen, joten EU-instituutioiden velkaa on jo yli nelinkertainen määrä EU:n budjettiin verrattuna. Lisäksi euroalueen jäsenvaltioilla on julkista velkaa yhteensä 87,4 % suhteessa niiden BKT:hen. Tämä kaikki on viime kädessä jäsenmaiden koolla painotettuna niiden vastuulla olevaa velkaa. Käytännössä on syntynyt tilanne, missä tätä velkaa on jouduttu käyttämään kriisitilanteissa välttämättömien menojen rahoittamiseen yli kansallisten budjettien, mutta yhteisvelan pidemmän aikavälin rahoitus on jätetty auki. EU-instituutioiden velan käyttöä pysyvänä ratkaisuna jäsenvaltioiden budjettien rahoitukseen rajoittaa myös se, että velan käyttö ei ole kannattavaa maille, joiden omat rahoituskustannukset ovat sitä alemmat.

EU:n rahoituskapasiteetin vähittäinen lisääminen, mutta kansallisesta päätöksenteosta kiinnipitäminen yhteisten varojen käytössä on ollut kompromissi, jolla on tiukassa tilanteessa vältetty poliittinen pattitilanne. Vähitellen Euroopan komissiolle on kuitenkin annettu lainsäädännössä enemmän valtaa ohjata varojen käyttöä. Tästä hyvä esimerkki on NGEU, jota pidetään hyvin merkittävänä EU:n finanssipolitiikan doktriinin muutoksena. Sen suuren koon lisäksi elvytyspakettiin kuuluvassa RRF-välineestä saatava tuki ja lainat ovat ehdollisia tiettyjen uudistus- ja investointitavoitteiden saavuttamiselle.[74] Tätä voidaan pitää siirtymänä pelkästä hankkeiden yhteisrahoituksesta kansallisten rakenteellisten uudistusohjelmien aktiiviseen ohjaamiseen EU:n prioriteettien mukaisesti. Jos tämä periaate osoittautuu menestyksekkääksi ja sitä toistetaan tulevissa välineissä, se tarkoittaisi merkittävää askelta kohti hierarkkisempaa, "yhteistyöliittovaltiollista" mallia

[73] EU-varat allokoidaan yhteistyöprosessissa, johon osallistuvat Euroopan parlamentti, komissio, neuvosto ja jäsenmaat.

[74] Ks. https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility_fi.

EU:ssa. Siinä EU asettaa strategisen suunnan ja laskee liikkeeseen yhteisvelkaa, jolla edistetään jäsenvaltioiden halua toteuttaa asetettuja strategisia EU-tason tavoitteita.

Tämä ei ole kaikilta osin optimaalinen tapa kehittää rahaliittoa ja Euroopan unionia. Nopeasti kriisitilanteessa sovittujen yhteisesti rahoitettujen menojen kasvu on hämärtänyt vastuunjakoa komission, jäsenvaltioiden ja Euroopan parlamentin välillä ja johtanut tehottomuuteen ja jopa läpinäkymättömyyteen varojen käytössä (Lehmus, Nelimarkka ja Vilmi, 2025).[75] Kun lisäksi vastuu velkojen takaisinmaksusta mahdollisissa maksuvaikeuksissa on huonosti määritelty eikä mahdollisuutta keskuspankkirahoituksen käyttöön ole käytännössä suljettu kokonaan pois, vaarana on, että vähitellen entistä merkittävämpi osa unionin ja siten myös jäsenmaiden menoista ja investoinneista rahoitetaan yhteisvelalla ilman yhteistä verotukseen perustuvaa rahoituspohjaa. Pidemmällä aikavälillä EU ei voi tyytyä tilanteeseen, missä kasvavia menoja rahoitetaan jäsenvaltioiden verotulojen ja velkaantumishalukkuuden varassa. Esimerkiksi nykyinen umpisolmu uusien omien varojen suhteen NGEU-velan takaisinmaksamiseksi ei ole pelkästään budjettitekninen kysymys, vaan se menee koko unionin luonteen ja rahaliiton vakauden ytimeen. Ennen pitkää EU tarvitsee omia verotuloja makrotaloudellisen tavoitteiden toteuttamiseksi ja vakauden varmistamiseksi.

Ehdotuksia rahaliiton uudistamiseksi ja integraation syventämiseksi

Miten rahaliitossa voidaan kompensoida osittain tai kokonaan oman rahapolitiikan lakkauttaminen, kun itsenäinen keskuspankki, kansallinen finanssipolitiikka ja no bail-out -sääntö eivät ole osoittautuneet riittäviksi suhdanteiden tasaamiseksi, kasvun edistämiseksi ja liiallisten alijäämien estämiseksi? Vastauksen löytäminen tähän kysymykseen on rahaliiton tulevaisuuden kannalta elintärkeää. Liittovaltio saattaisi olla ratkaisu, mutta onko se realismia?[76] Onko ainoa vaihtoehto ottaa lusikka kauniiseen käteen ja ymmärtää, että no bail-out -sääntö eli alijäämät on se, joka joustaa? Mitä siitä seuraa? Nämä ovat avoimia kysymyksiä, joihin ei ole yksinkertaista vastausta. EU:n tehtävät ovat muodostuneet monimutkaisten kompromissien kautta, ja usein vaikeat ongelmat on ratkaistu

[75] NGEU-rahoituksen kaltaisilla ad hoc -finanssipoliittisilla ohjelmilla voi olla merkittäviä pitkän aikavälin positiivisia vaikutuksia, jos niitä tarkastellaan julkisina investointeina, niiden avulla pystytään kasvattamaan tuottavuutta ja ohjelmaan liittyvät rakenteelliset uudistukset ovat tehokkaita. Muussa tapauksessa ohjelmien positiiviset vaikutukset voivat jäädä arvioita selvästi laimeammiksi. Jos ohjelmien ensisijainen tarkoitus on suhdannepoliittinen elvytys, ongelmaksi tulee finanssipoliittisten toimien väärä ajoitus, byrokratia, hankkeiden seulonta ja aikaa vievä toteutus. Myös houkutus sisällyttää EU-rahoituksen piiriin jo valmiita hankkeita, joiden rahoituksesta on jo päätetty kansallisesti, on suuri. Tällöin ohjelmien positiiviset vaikutukset voivat jäädä toteutumatta ja niistä tulee pelkästään alijäämien rahoitusta yhteisillä varoilla.

[76] EU ei ole liittovaltio, vaikka sillä on yhteinen valuutta, ylikansallinen lainsäädäntö ja ylikansalliset instituutiot. Ensiksi EU:n perustamissopimusten muutokset vaativat jäsenmaiden yksimielisyyden ja kansallisen ratifioinnin. Toiseksi EU:lla on rajattu budjettivalta, jonka raameista päättävät jäsenmaat unionitasoisen päätöksenteon sijasta. Hyvinvointivaltion peruspalvelut ja finanssipolitiikka ovat edelleen kansallisissa käsissä. Kolmanneksi ulko- ja turvallisuuspolitiikka ja varsinkin puolustuspolitiikka ovat jäsenvaltioiden käsissä. Unionilla on siten vielä matkaa vakavasti otettavaksi ulko- ja turvallisuuspolitiikan toimijaksi. Ks. Stubb s. 27 kirjassa Minun Eurooppani, 2003.

vasta pakon edessä. Joskus tilanne voi kuitenkin olla sellainen, että kaikkien hyväksyttävissä olevaa ratkaisua ei löydy, minkä vuoksi olisi varmempaa sopia niistä jo etukäteen rauhallisten olojen vallitessa.[77]

Rahaliiton ongelmat on tunnistettu laajalti ja niistä on kirjoitettu paljon. Kuten mm. Buti ja Corsetti (2024) toteavat, Maastrichtin sopimus ei ollut riittävä ja rahaliitto ei ollut sen vuoksi valmis. Tietämys rahaliiton toiminnasta on osoittautunut sitä luotaessa puutteellisen kokemuksen ja teoreettisen tietämyksen vuoksi vajaaksi. Myös maailma on muuttunut rahaliiton perustamisen ajoista valtavasti. Tästä kertovat lukuisat ehdotukset, joita on laadittu sekä eurojärjestelmässä ja Euroopan unionin komissiossa että Euroopan unionin politiikkaa tarkastelevissa tutkimuslaitoksissa ja akateemisten tutkijoiden piirissä.

Ehdotukset voidaan jakaa karkeasti kolmeen ryhmään. [78]

Ensiksi on hiipuva joukko ehdotuksia, joiden lähtökohtana on paluu Maastrichtin sopimuksen periaatteisiin ja sen no bail-out -sääntöön. Euroopan vakausmekanismin perustaminen ja EKP:n uudet rahapoliittiset välineet (OMT, TPI) institutionalisoivat kriisitilanteiden rahoitusapupaketit syrjäyttäen käytännössä rahaliiton no bail-out -säännön, koska jäsenmaan hallitsemattoman maksukyvyttömyyden systeemiset kustannukset koko rahaliitolle olisivat liian suuret kestettäväksi.

Muitakin näkökulmia kuitenkin on. Cochrane ym. (2025) argumentoivat voimakkaasti velkajärjestelyiden ja vahvan kansallisen itsemääräämisoikeuden puolesta finanssi- ja talouspolitiikan suhteen. Toisaalta he peräänkuuluttavat yhteisen kriisien ajan finanssipoliittisen instituution perustamista. Tämä instituutio voisi olla päivitetty versio Euroopan vakausmekanismista tai uusi instituutio, jonka tehtävänä olisi vastata ”enemmän tai vähemmän” unionitason finanssipolitiikasta yleisesti ja toimia samalla euroalueen kriisien hallinta ja resoluutiomekanismina. Cochrane ym. (2025) pitävät myös pankkiunionin loppuunsaattamista keskeisenä. Näiden reformien keskeisenä tavoitteena olisi rajoittaa EKP:n interventioita kansallisilla velkakirjamarkkinoilla ja näin kirkastaa uudelleen raha- ja finanssipolitiikan välistä vastuunjakoa sekä varmistaa, että mahdollinen velkajärjestely ei aiheuta koko rahoitusjärjestelmän kriisiä euroalueella.

---

[77] ”Liittovaltiolla pelotellaan, koska sen sisältöä ei ymmärretä tai se ymmärretään tahallisesti väärin. Itse asiassa perinteiset liittovaltiot – kuten esimerkiksi Kanada ja Belgia – eivät ole keskitettyjä, vaan ne hajottavat ja jakavat valtaa mahdollisimman alhaiselle tasolle ja kasvattavat siten yhteiskunnallista osallistumista ja kansalaisten vaikutusmahdollisuuksia ”, toteaa Stubb esseessään kirjassa Minun Eurooppani (2003). ”Yhteisen demoksen puuttumisen vuoksi päättäjien valinta, kontrolli ja vallankäytön legitimointi tapahtuu ensisijaisesti kansallisia demokraattisia kanavia myöten. Siksi unionia on parempi rakentaa niin, että kansallinen identiteetti hyväksytään ensisijaiseksi legitimiteetin lähteeksi ja eurooppalainen identiteetti sitä täydentäväksi. Jos tästä lähdetään, EU:ta on vastedeskin rakennettava kansallisvaltioiden yhteenliittymänä”, toteaa Olli Rehn omassa esseessään samassa kirjassa.

[78] ”Unionilla on näkemykseni mukaan kolme mahdollista kehityssuuntaa: hallitustenvälisyys, yhteisöllisyys ja liittovaltio”, kirjoittaa Alexander Stubb kirjassa Minun Eurooppani (2003). Hallitusten välisen (HV) yhdentymisen kannattajat korostavat kansallisvaltioiden poliittista suvereniteettia, mutta ovat valmiita tinkimään siitä talouden alueella. Finanssikriisin jälkeen hallitusten välinen yhteistyö on lisääntynyt myös talouden alueella (EVM, EU:n elpymisväline). Yhteisömenettely (funktionalismi, yhteisömetodi, Monnet-metodi) korostaa tarvetta ylläpitää tasapainoa hallitusten ja EU:n ylikansallisten instituutioiden (Euroopan komissio ja parlamentti) välillä (ks. Olli Rehn kirjassa Minun Eurooppani, 2003). Stubbin luonnehdinnan mukaan yhteisöllisyydellä tarkoitetaan päätöksentekoa unionin toimielinten piirissä yhteisesti sovittujen sääntöjen pohjalta. Hän pitää tätä pienille jäsenmaille parempana kuin HV-menettelyä. ”Federalismin unelma” esitetään ratkaisuksi EU:n legitimiteettiin ja toimintakyvyn ongelmiin, toteaa Olli Rehn. Federalismi korostaa läheisyysperiaatetta (Stubb) ja päätösvallan hajautusta saksalaisen mallin mukaan tai päätösvallan keskittämistä liittovaltiolle Yhdysvaltojen tapaan (Rehn).

Toiseksi on lukuisa joukko ehdotuksia, joiden lähtökohtana ovat yhteisesti sovittavat lievennykset ja institutionaaliset lisäykset Maastrichtin sopimukseen sen puutteiden korjaamiseksi. Nämä edustavat ns. funktionaalista lähestymistapaa ja integraatiota kriisien kautta. Useat näistä ehdotuksista ovat laatineet jäsenmaiden valtionjohtajat ja virkamiehet, ja ne koskevat yhtäältä kilpailukykyä[79] ja toisaalta julkisen talouden kestävyyttä[80]. Ne ovat yleensä saavuttaneet poliittisen hyväksynnän ja edenneet toteutuksen asteelle, josta ovat vastanneet jäsenvaltiot ja komissio. Näissä esityksissä ja niiden perusteella laadituissa toimenpideohjelmissa heijastuvat ajankohdan kriisit ja poliittiset realiteetit. Niiden myötä EMU on kehittynyt ja vahvistunut, mutta sen fundamentaalisia ongelmia ei ole näiden toimien avulla kyetty ratkaisemaan. Kompromissit ja yksittäisten jäsenmaiden veto-oikeus on vesittänyt ehdotuksia ja estänyt niiden tehokkaan toteutuksen.

Kolmas tie ehdotuksia, joihin myös tämä julkaisu kuuluu, on rahaliiton kehittäminen kohti aitoa fiskaalista (ja poliittista) unionia.[81] Tämän kehityskulku nähdään näissä ehdotuksissa pitkällä aikavälillä välttämättömäksi toisaalta hintavakauteen pyrkivän yhteisen rahapolitiikan onnistumiseksi, jopa rahaliiton hajoamisen estämiseksi, ja toisaalta EU:n taloudellisen potentiaalin ulosmittaamiseksi täysimääräisesti. Mielestämme tämä on ainoa, ja siksi myös realistisin, vaihtoehto rahaliiton olemassaolon kannalta vähänkin pidemmällä aikavälillä. Tähän ryhmään voidaan ajatella myös kuuluvan joukko ehdotuksia, jotka perustavat integraatiokehityksen syventämiseen 'halukkaiden maiden' avulla.

Myös hidas kasvu, heikko tuottavuuskehitys, ulkoisten häiriöiden epäsymmetriset vaikutukset sekä sisämarkkinoihin liittyvät ongelmat puoltavat EU:ta ja rahaliittoa uudistumaan fiskaalisen unionin suuntaan. Edelleen turvallisuuteen liittyvät huolet luovat maaperää yhtenäisemmälle Euroopalle ja orastavalle poliittisen unionin kehitykselle. Jäsenmaiden keskinäisen riippuvuuden lisääntymisen myötä maaperä kohti fiskaalista unionia ja keskitetympää päätöksentekoa vahvistuu. Samalla tavoite yhteisen valuutan käyttöönotosta kaikissa EU:n jäsenmaissa sinetöisi rahaliiton ja tukisi tietä yhtenäisemmälle poliittiselle unionille.

Fiskaalista unionia painottavan ajattelun taustalla on analogia Yhdysvaltojen kehityksestä toisiaan vastaan sotivista osavaltioista vahvaksi liittovaltioksi ja myös historialliset kokemukset aiemmista valuuttaunioneista, kuten latinalaisesta (LMU) ja skandinaavisesta rahaliitosta (SMU) 1800-luvulla.

LMU, joka perustettiin joulukuussa 1867 sopimuksella Ranskan, Belgian, Italian, Sveitsin ja myöhemmin Kreikan kanssa, oli ensisijaisesti "kolikkounioni", jonka tarkoituksena oli standardoida jäsenvaltioiden kulta- ja hopeakolikot rajat ylittävän kaupan ja maksujen helpottamiseksi. Siltä puuttui yhteinen rahaviranomainen (keskuspankki), eikä sen perustamissopimus säännellyt paperirahan tai pankkitalletusten liikkeeseenlaskua, jotka jäivät kansallisen suvereniteetin piiriin. Skandinaavisen rahaliiton (SMU) perustivat hieman myöhemmin, vuonna 1873 Tanska ja Ruotsi, ja Norja liittyi siihen kaksi vuotta myöhemmin. SMU oli valuuttaunioni, jossa kukin maa jatkoi omien erillisten kolikoiden ja se-

[79] Näitä ovat mm. Lisbon Strategy for Jobs and Growth vuodelta 2000 ja Juncker Plan vuodelta 2020. Ks. yhteenveto suunnitelmista https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/762391/EPRS_BRI%282024%29762391_EN.pdf.

[80] Ks. https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-fiscal-governance/eu-assessment-and-monitoring-national-economic-policies/evolution-eu-economic-governance_en.

[81] "The EU misses the right to borrow on an ongoing basis and the right to tax its citizens to finance its expenditure and secure its debt, which constrains the EU's financial autonomy to meet the growing demand for collective action" (van Riet, Ad, 2024).

teleiden liikkeeseenlaskua, mutta ne hyväksyttiin laillisena maksuvälineenä nimellisarvollaan koko unionissa, ja Ruotsin kruunu toimi kaikkien hyväksymänä valuutan arvon mittana (eng. *unit of account*). Kansallisten keskuspankkien – Sveriges Riksbankin, Danmarks Nationalbankin ja Norges Bankin – sitoutuminen takaamaan kansallisten valuuttojen vaihdettavuus kultaan tarjosi järjestelmälle uskottavan ankkurin ja vakautti valuutta- ja hintakehityksen sen jäsenmaissa aina ensimmäisen maailmansodan puhkeamiseen saakka, jolloin sodan aiheuttama epäsymmetrinen sokki lopulta tuhosi kultakantajärjestelmän, ja myös SMU:n. Yleisesti ottaen SMU:ta pidetään kuitenkin menestyneimpänä 1800-luvun rahaliittoista. Sisäisen kaksoismetallijärjestelmän vikojen ja jäsenmaiden finanssipoliittisen kurin puutteen heikentämä LMU raahautui sekin eteenpäin ensimmäisen maailmansodan puhkeamiseen. Sodan valtavat taloudelliset paineet saivat kaikki sotivat valtiot luopumaan kultakannasta ja turvautumaan lopulta setelirahoitukseen. Latinalaisen rahaliiton jäsenmaat päätyivät myös poliittisesti eri puolille ensimmäisessä maailmasodassa.

Kolmas tie – kohti kestävämpää rahaliittoa ja unionia

EMUn syntymisellä on vahvat poliittiset juuret, mutta sen institutionaalinen pohja jäi perustamisvaiheessa ohueksi. Nämä poliittiset tarkoitusperät johtivat joidenkin taloudellisten näkökohtien sivuuttamiseen ja institutionaalisten ongelmien vähättelyyn. Rahaliitosta tuli eräänlainen hyvän sään järjestelmä. Maastrichtin sopimus perustui oletukseen, että yhteisesti sovittujen sääntöjen noudattaminen on vallitsevana ja riittää turvaamaan vakaan ja suotuisan kehityksen. Kävi kuitenkin ilmi, että ilman selkeästi määriteltyjä, sitovia sääntöjä ja niiden johdonmukaista noudattamista, riittäviä tulonjakomekanismeja sekä tehokasta talouspolitiikan koordinaatiota rahaliitosta ei muodostunut riittävän kriisinkestävää kokonaisuutta.

Julkisen talouden vakautta näyttää olevan poliittisesti vaikea saavuttaa ja ylläpitää Maastrichtin sopimuksen periaatteiden avulla kriisiherkässä taloudellisessa ympäristössä. Ilman realistista velkajärjestelyn mahdollisuutta finanssipolitiikan kurinalaisuus rahaliitossa, no bail-out -säännön uskottavuus ja markkinakuri on vaikeata, ellei mahdotonta toteuttaa. Ilman velkajärjestelyn mahdollisuutta riski siitä, että rahapolitiikka tosiasiallisesti takaa velkojen takaisinmaksun korkoja alentamalla ja/tai arvopaperiostoilla on suuri. Tällaista tilannetta kutsutaan fiskaaliseksi dominanssiksi, missä rahapolitiikan teho ja uskottavuus ovat merkittävästi heikentyneet ja inflaation uhka kasvanut.

Rahaliitosta puuttuu Euroopan keskuspankkia täydentävä, harkinnanvaraiseen ripeään päätöksentekoon kykenevä ja rahoituspohjaltaan riittävän vankka ja uskottava finanssipoliittinen elin. Tärkeät päätökset vaativat euromaiden hallitusten yksimielisen hyväksynnän, mutta taloudellisen tilanteen erot ja toki myös jäsenmaiden preferenssien eroavaisuudet vaikeuttavat ja usein estävät tehokkaan päätöksenteon.[82, 83]

Velkaantuminen, rahoitusmarkkinoiden häiriöalttius ja nykyinen institutionaalinen rakenne ”pakottavat” eurojärjestelmän pitämään taseensa välittömiä rahapolitiikan tarpeita suurempana.[84] Arvopaperiostojen ja julkisen velkarahoituksen välinen yhteys tuli implisiittisesti esille Euroopan valtioiden velkakriisin aikana, mutta erityisen selväksi se muodostui koronakriisin vastaisten toimien yhteydessä, TPI-instrumentin perustamisen ja NGEU-paketin myötä. Voikin kysyä, onko rahaliitossa menossa kehitys, missä menetetyn oman rahapolitiikan tilalle tulee vähitellen jäsenmaiden kansallinen velkaantuminen EKP:n takaamana? Vai onko sittenkin todennäköisempää velkojen poolaus, missä alijäämämaiden velat maksetaan ylijäämämaiden ja vähemmän velkaantuneiden maiden velkoja kasvattamalla.

Mielestämme kumpikaan edellä mainituista ratkaisumalleista ei ole rahaliiton olemassaolon näkökulmasta toivottavaa. EU:n tulisi sen sijaan edetä kohti fiskaalista unionia, missä (joistakin) selkeästi yhteisistä menoista päätettäisiin unionin tasolla ja niiden rahoittamiseksi otettava velka perustuisi unionin verotusoikeuteen.[85] Vain näin Eurooppaan voitaisiin luoda Yhdysvaltain liittovaltion velkapapereita vastaava turvallinen ja likvidi velkainstrumentti, joka voisi parhaimmillaan toimia suhdanteita vakauttaen ja kasvua edistäen. Vastuu menopäätöksistä tulisi olla demokraattisesti valituilla poliittisilla päättäjillä. Finanssipolitiikasta päättämistä ei voi delegoida asiantuntijoille mandaatiltaan kapean rahapolitiikan tapaan. EKP:n rooli kansallisen julkisen velan markkinahinnan viimekätisenä vakauttajana lakkaisi, jolloin rahapolitiikkaa voitaisiin harjoittaa ilman finanssipolitiikan luomaa rajoitetta keskittyen hintavakaustavoitteen vaalintaan. EU-tasolla harjoitettava yhteinen finanssipolitiikka tukisi yhteistä rahapolitiikkaa sekä kriiseissä että normaaliaikoina, mutta samalla pidettäisiin huolta raha- ja finanssipolitiikan erillisyysperiaatteesta. Tämän vastapainoksi unionin tarvitsisi puuttua vähemmän kansalliseen talouspolitiikkaan ja sen valvontaan, joka on tällä hetkellä jatkuvien ristiriitojen ja EU:n kansalaisten piirissä kytevän epäsuosion lähde. Rahaliiton jäsenmaat ovat erilaisia monessa suhteessa, ja ei ole realistista pakottaa niitä samaan muottiin. Kansallinen identiteetti ja kielet eivät katoa mihinkään. Jäsenmaiden taloudellisten voimavarojen ja preferenssien

---

[82] Ks. mm. Korkman (2013), Euro. Valuutta vailla valtiota, luku 3, s. 38–58, ja Mathieu ja Sterdyniak (2021).

[83] Talouspolitiikan koordinaatiosta EU:ssa vastaavat Eurooppa-neuvosto, Talous- ja rahoitusasioiden neuvosto (ECOFIN) ja Euroryhmä. Euroryhmä perustettiin EMU:n perustamisen aikaan 1998 Ranskan pyynnöstä, jotta euroalueen maiden valtiovarainministerit voisivat koordinoida finanssipolitiikkaa, valvoa vakaus- ja kasvusopimuksen ja muiden sääntöjen noudattamista ja valmistella Ecofin-neuvoston päätöksiä. Sen asema virallistettiin Lissabonin sopimuksessa vuonna 2009. Euroryhmä toimii vuorovaikutuksessa EKP:n, komission ja Euroopan parlamentin kanssa. Sen yhteydessä toimii Euroryhmän työryhmä (EWG), missä virkamiehet valmistelevat teknisiä yksityiskohtia ennen ministerikokouksia. Komissio varmistaa lainsäädännön noudattamisen ja talouden valvonnan, kun taas EKP, jolla on tarkkailijan rooli, tarjoaa rahapoliittista ja rahoitusvakautta koskevaa asiantuntemusta. Euroryhmän päätökset perustuvat konsensukseen, ja ne muokataan valmistelutyön ja teknisen neuvonnan avulla, ja ne pannaan täytäntöön Ecofinin tai kansallisten hallitusten kautta.

eroja ei voida kokonaan poistaa edes pitkällä aikavälillä, mutta samalla euroalueen kansalaisille tulisi turvata riittävät ja suhteelliset peruspalvelut ja -oikeudet.

Eteneminen kohti fiskaalista unionia edellyttää ensinnäkin sellaisten julkisten menojen identifiointia, joiden rahoitus olisi tarkoituksenmukaista hoitaa yhteisillä varoilla. Niitä etsittäessä käyttökelpoisia käsitteitä ovat toisaalta ns. globaali julkishyödyketeoria ja toisaalta menoerien suhdanneherkkyys. Esimerkiksi Buti ym. (2023) toteavat, että eurooppalaiset julkishyödykkeet ovat taloustieteeseen nojaava tapa etsiä yhteisiä rahoituksen kohteita. Tällaiset hyödykkeet (edut, resurssit) eivät ole kilpailevia (yksi henkilö ei vähennä hyödykkeen saatavuutta muilta), ne eivät ole poissuljettavissa (vaikea estää ketään käyttämästä), ja ne ulottuvat rajojen, väestöryhmien ja sukupolvien yli, kuten ilmasto ja turvallisuus.[86]

Olisi hyödyllistä, jos osa yhteisistä menoista kasvaisi automaattisesti matalasuhdanteissa ja toimisi automaattisten vakauttajien tavoin. Tämän ohella tulisi sopia periaatteista, millä ja missä määrin talouskehityksestä jälkeenjääneitä alueita ja esimerkiksi uusia jäsenmaita tuetaan. Toisaalta siinä määrin, kun tavoitteena on kasvu ja tuottavuuden edistäminen, painopisteen tulisi olla pitkävaikutteisissa koko unionin näkökulmasta toteutettavissa investointihankkeissa.

Toiseksi eteneminen kohti fiskaalista unionia edellyttää paitsi yhteisten menojen niin myös niiden rahoituksen eli yhteisen verotuksen suunnittelua. Tavoitteena tulee olla optimaaliseen veroteoriaan perustuva verojärjestelmä, joka maksimoi sosiaalisen hyvinvoinnin ja minimoi taloudelliset vääristymät. Mahdollisia verotuksen tavoitteita ovat yhteisten verokantojen luominen esimerkiksi pääomaverotuksessa ja erilaisilla yritysten voittoihin kohdistuvilla veroilla. Herkimmin liikkuvia tuotannontekijöitä voisikin verottaa yhtenäisesti, joten ne sopisivat osaksi yhteistä verokantaa. Hiilivero olisi esimerkki ns. Pigou-verosta, joka korjaisi negatiivisia ulkoisvaikutuksia. Yhteinen verotus olisi myös omiaan estämään veropohjien rapautumista ja ei-toivottavaa verosuunnittelua. Suhdanneherkkiä menoeriä, jotka tasaisivat jäsenmaiden menoja taantumissa, olisivat esimerkiksi työttömyyteen, sosiaaliturvaan ja infrastruktuuri-investointeihin kohdistuvien menojen rahoitus.

Kolmanneksi fiskaalisen unionin eteneminen edellyttää demokraattisesti johdetun ja keskitetyn finanssipoliittisen päätöksenteon organisoimista unionin tasolla ja selkeää työnjakoa unionin ja jäsenmaiden välillä. [87] Tämäkin sillä jo tutuksi tulleella edellytyksellä, että jäsenvaltiot pitäisivät huolta omasta velkakestävyydestään ja kansalliselle velkaantumiselle asetettaisiin sitovat rajat, mieluummin tasapainoisen budjetin sääntö. Ensiksi lakiin kirjattava tasapainoisen budjetin sääntö edellyttäisi budjetin laatimista sen periaatteiden mukaan. Jos budjetti olisi lähtökohtaisesti alijäämäinen, niin menot joustaisivat tulojen sijasta tai vaihtoehtoisesti verotusta pitäisi kiristää. Yhteiseen verotusoikeuteen perustuva fiskaalinen kapasiteetti toisi markkinoille aidon eurooppalaisen turvallisen velkakirjan, joka olisi todennäköisesti myös Euroopan keskuspankin ensisijainen rahapolitiikassa käytettävä eurooppalainen velkapaperi. Tämä merkitsisi, että tasapainoisesti

[86] Vuosia 2028–2034 koskevassa EU:n budjettikehyskeskustelussa on jo nostettu esiin tarve EU:n budjetin kaksinkertaistamiselle ja varojen kohdentaminen eurooppalaisiin julkishyödykkeisiin. Ks. esimerkiksi https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/766171/IPOL_BRI(2024)766171_EN.pdf: "In the next MFF, European Public Goods (EPGs) should start to gradually dominate EU activities and expenditure. In the long-term, this will require a doubling of the EU budget."

[87] EU:n komissio on ehdottanut, että yhteistä budjettia voitaisiin rahoittaa myös erilaisilla maksuilla, kuten päästömaksuilla ja yritysten voittoihin kohdistuvilla veron luonteisilla maksuilla, ks. mm. European Commission (2023).

budjetista tinkiminen velkaantumalla johtaisi nopeasti lainanhoitokulujen kasvuun, joka jo sellaisenaan olisi riittävä kannustin pitää menot ja tulot tasapainossa, kuten Yhdysvalloissa.[88]

Keskitetyn finanssipoliittisen elimen koko ja tehtävät suhteessa jäsenmaiden oikeuksiin ja velvollisuuksiin kuuluvat luonnollisesti asioihin, joista pitäisi saavuttaa yhteinen ymmärrys. EU:n budjetin optimaalisen koon määrittämiseen tulisi vaikuttaa keskeisesti kaksi tekijää: i) mitkä tehtävät tulisi hoitaa EU-tasolla, ja mitä resursseja niihin tarvitaan, ja ii) kuinka merkittävän budjetin makrotaloudellisen roolin sisämarkkinoiden, rahaliiton ja automaattisten vakauttajien toiminnassa tulisi olla. Yhteistä finanssipolitiikkaa suunniteltaessa on myös tehtävä ero pysyvien tulonsiirtojen ja suhdannepolitiikan välillä. Yhteisen suhdannepoliittisen kapasiteetin käyttö on luonteeltaan tilapäistä, eikä se voi johtaa alijäämien pysyvään rahoittamiseen.

Käsitys riittävän budjetin koosta suhdannetasaukseen on kenties huomattavasti pienempi kuin mitä voisi olettaa. Arnoldin ym. (2018) laskelmien mukaan esimerkiksi 0,35 prosentin vuosittaisilla maksuosuuksilla suhteessa BKT:hen tyypillisinä hyvinä aikoina kertyneet ylijäämät olisivat riittäneet rahoittamaan suuren osan automaattisten vakauttajien toiminnasta pandemiaa edeltävissä euroalueen taantumissa. Jos ylijäämää olisi kerrytetty runsaaseen 1½ prosenttiin suhteessa BKT:hen ennen maailmanlaajuista finanssikriisiä, olisi alijäämän kattamiseksi jouduttu turvautumaan lainanottoon, joka olisi ollut huipussaan 1,1 % suhteessa euroalueen BKT:hen vuonna 2014.[89]

Fiskaalisesta unionista koituisi monia etuja. Se tekisi helpommaksi koordinoidun talouspolitiikan, aidon riskien jakamisen ja talouden vakauttamisen yhdessä itsenäisen rahapolitiikan kanssa. Ja vasta suvereeniin verotusoikeuteen perustuva yhteinen velkakirja loisi Yhdysvaltojen liittovaltion liikkeeseen laskemaa velkakirjaa vastaavan instrumentin rahoitusmarkkinoille.[90]

Uuden työnjaon myötä EKP:n rooli kansallisen julkisen velan markkinahinnan vakauttajana lakkaisi, mikä parantaisi fiskaalista kuria, rahapolitiikka voisi varmistaa hintavakauden ja EU-tasolla harjoitettava yhteinen finanssipolitiikka tukisi yhteistä rahapolitiikkaa. Tämän vastapainoksi unionin tarvitsisi puuttua vähemmän kansalliseen talouspolitiikkaan ja sen valtavasti resursseja vievään valvontaan. Unionin tulisi vähentää merkittävästi sisämarkkinoiden toiminnan kannalta epäolennaista ja haitallista säätelyä ja keskittyä sisämarkkinoiden aitoon toteutumiseen: hyödykkeiden, palveluiden, työvoiman ja pääoman vapaaseen liikkuvuuteen.[91]

Neljänneksi riskien hajauttamisen, unionin maiden talouskasvun ja rahoitustarpeiden tyydyttämisen näkökulmasta taas kotitalouksien säästöjen kanavoiminen turvalli-

---

[88] Tasapainoiseen budjettimalliin siirtyminen tarkoittaa velan asteittaista pienentämistä kunkin jäsenmaan kannalta kestävälle tasolle. Mallin toteutumisen varmistamiseksi lienee myös välttämätöntä, että budjetti on etukäteen hyväksytettävä unionilla, joka voi tarvittaessa puuttua siihen ennen kuin se saa lainvoiman.

[89] Beetsma ym. (2024) arvioivat, että NGEU:n kokoisella yhteisellä fiskaalisella kapasiteetilla saavutettaisiin jo huomattava suhdannetta vakauttava hyöty. EP:n (2024) mukaan budjetin tulisi olla vähintään 4 % suhteessa EU:n BKT:hen, niin että se voisi vastata riittävän tehokkaasti epäsymmetrisiin sokkeihin ja toimia suhdannevaihteluita tasapainottavana makrotaloudellisena vakauttajana.

[90] Usean jäsenmaan finanssipoliittisesti löyhän yhteistyön rahaliitossa tällaisen instrumentin luominen tuskin onnistuu, eikä se ole edes suotavaa, koska se tosiallisesti johtaisi yhteisesti vastattavan, mutta vain implisiittisesti vakuutetun ja rahoitetun velan kasvuun EU:ssa. Tällainen kehitys voi pahimmillaan johtaa tilanteeseen, missä rahapolitiikka ei enää kykene saavuttamaan hintavakaustavoitettaan.

sesti riskillisimpiin pidempiaikaisiin sijoituskohteisiin yli unionin maiden rajojen on tärkeää. Tällä hetkellä rahoitusmarkkinoiden valvonta tähtää ensisijaisesti yksittäisten rahoituslaitosten vakauden turvaamiseen ja jättää suurelta osin huomioimatta säätelyn ja valvonnan makrotaloudelliset pidemmän aikavälin seuraukset. Tämä on saattanut olla osasyynä säästöjen ja lainanannon kanavoitumisen vähäriskisiin ja heikkotuottoisiin omaisuuseriin sen kustannuksella, että koko makrotalouden tasolla pienempi osa kotitalouksien säästöistä suuntautuu riskipitoisiin sijoituksiin, joita tarvittaisiin mm. uusien teknologioiden kehittämiseen ja käyttöönottoon suuntautuviin sijoituksiin.[92] Sijoitusten ohjautuminen riskillisimpiin kohteisiin Euroopassa edellyttää dynaamisempaa yhteismarkkinataloutta, merkittävien globaalien eurooppalaisten yrityskonsernien syntymistä ja toivottavasti näiden myötä eurooppalaisiin yrityksiin suuntautuvien sijoitusten ja niiden tuottojen kasvua.

Viidenneksi Euroopan institutionaalista rakennetta on muutettava. Tämä tarkoittaa yksimielisyyden vaatimukseen perustuvan päätöksenteon ja yhden jäsenvaltion veto-oikeuden poistamista. Määräenemmistöäänestysten lisääntyminen kriittisillä aloilla antaisi Euroopalle mahdollisuuden allokoida julkisia varoja tehokkaammin ja puhua yhdellä äänellä ulospäin.

Kuudenneksi fiskaalinen unioni voidaan mahdollisesti toteuttaa ja sitä kehittää asteittain, mutta viime kädessä se on valinta kohti poliittista unionia. Tässä EU voi ottaa mallia olemassa olevista liittovaltioista vain osin, sillä EU:n tarvitsee liittovaltiomallin, joka heijastaa sen kulttuurista ja kielellistä monimuotoisuutta, historiaa ja oikeusperinteitä. Lisäksi liittovaltion muodostamiseksi välttämättömän perustuslain tulee sisältää poliittisia suojatoimia demokraattisen legitimiteetin varmistamiseksi, jäsenvaltioiden autonomian säilyttämiseksi ja institutionaalisen tasapainon ylläpitämiseksi.

Lopuksi mitä yksimielisyydestä luopuminen, fiskaalinen unioni ja lopulta liittovaltio merkitsisi jäsenmaiden poliittisten voimasuhteiden ja EU:n vaikutusvallan kannalta? Ainakin seuraavat vaikutukset lienevät todennäköisiä. Ensiksi EU:n poliittinen vaikutusvalta, ulkoinen turvallisuus ja taloudellinen mahti maailmassa kasvaisivat merkittävästi. Tästä hyötyisivät myös isot maat, kun Euroopasta tulisi suurempi kuin osiensa summa. Toiseksi EU:n demokraattinen legitimiteetti, päätöksenteon läpinäkyvyys ja kaikkien EU-kansalaisten vaikutusvalta paranisi ratkaisevasti, kun perustuslaki korvaisi valtiosopimukset ja muodostettaisiin aidosti demokraattinen äänestäjille suoraan vastuussa oleva hallinto. Kolmanneksi pienten jäsenvaltioiden valta päätöksenteossa kasvaisi isojen maiden kanssa yhdenvertaiseksi, kun isot maat eivät voisi enää tehdä päätöksiä niiden puolesta.

Lopuksi

Onko esittämämme kehitys mahdollista? Sen sijaan, että pitää Euroopan unionin kehitystä kohti liittovaltiota unelmana, voi perustellusti kysyä, onko rahaliitolla tulevaisuutta ilman yhtenäisyyttä, joka tarkoittaa fiskaalisen unionin ja liittovaltiokehityksen edistämistä, integraation syventämistä ja lopulta poliittista unionia. Jos julkisen talouden tehtävien uudesta työnjaosta ei kyetä sopimaan jäsenvaltioiden ja unionin kesken, rahaliitosta koituvia etuja on tuskin mahdollista saavuttaa täysimääräisesti.[93]

[92] Ks. mm. Ambrocio ja Jokivuolle (2017).

[93] James (2014): ”History indicates clearly that monetary union requires some measure of fiscal union, but that was not what was agreed in the treaty commitments of the early 1990s.”

Kysymys on viime kädessä poliittisesta tahdosta, yhteisistä arvoista ja keskinäisestä luottamuksesta. Raha- ja talousliittoa ei tulisi arvioida yksinomaan sen perusteella, mitä taloudellista hyötyä tai haittaa siitä on ollut omalle maalle. Jos jäsenvaltiot suurimmasta pienimpään, vauraimmasta köyhimpään ajattelevat selviytyvänsä maailmassa paremmin yksin, niin yhtenäistä Eurooppaa ei synny ja rahaliittoakaan ei silloin tarvita. Jos taas käsitys vahvistuu, että yhdessä Eurooppa on vahvempi, ja huomaamme, miten riippuvaisia olemme jo nyt toisistamme, vastaus poliittisen unionin puolesta on selvä.

Näiden pilarien rakentaminen edellyttää merkittävää ja harkittua kansallisen suvereniteetin yhdistämistä rahapolitiikan lisäksi rahoitus- ja pääomamarkkinoilla ja finanssipolitiikan osa-alueilla.

Euroalueen ”epäonnistumalla eteenpäin” -polku, jossa integraatio syvenee vain olemassaolon kriisien seurauksena, ei ole oikea tie ja voi pahimmillaan johtaa rahaliiton hajoamiseen, kuten historia osoittaa.

Esittämissämme rahaliiton valuvikojen analyysissä ei ole sinänsä mitään uutta. Euroopan rahaliittoa edeltäneet mm. latinalaisen- ja skandinaavisen rahaliiton epäonnistumiset nekin korostavat, että yhteinen valuutta ja rahayksikkö ei yksinään tietenkään riitä. Rahaliiton selviytyminen edellyttää sekä finanssipolitiikan kestävyyden varmistamista että riskienjakomekanismeja, joilla kyetään vaimentamaan tehokkaasti taloudellisten sokkien vaikutuksia. Kansallisen finanssipolitiikan kurinalaisuus, hintavakaus, integroidut rahoitus- ja pääomamarkkinat ja keskitetty fiskaalinen kapasiteetti varmistavat rahaliiton vakauden hyödyntämällä sekä markkinatalouden että julkisen talouspolitiikan vahvuuksia ja välttämällä liiallista riippuvuutta yhdestä sopeutumismekanismista. [94]

[94] Schure ja Verdun (2025) tarkastelevat EMUn kestävyyttä asiantuntijakyselyllä, joiden vastaajat olivat akateemikkoja, virkamiehiä sekä tutkimuslaitosten ja ajatushautomoiden tutkijoita. Selkeä enemmistö asiantuntijoista arvioi, että EMU on hyödyttänyt euroaluetta, mutta EMU ei ole nykyisessä muodossaan kestävä. Enemmistö on yhtä mieltä siitä, että seuraavat muutokset tekisivät EMUsta kestävän: (i) rakenteellisten uudistusten vahvempi toimeenpano jäsenvaltioissa, (ii) automaattisten vakauttajien käyttöönotto EU-tasolla ja (iii) fiskaaliunionin perustaminen.

Lähteet

Adamski, D., Amtenbrink, F. and de Haan, J. (ed.) (2023) The Cambridge Handbook of European Monetary, Economic and Financial Integration. Cambridge University Press.

Adrian, T., Khan, A. ja Menand, L. (2024). A New Measure of Central Bank Independence. *WP/24/35 IMF Working Papers.*

Afonso, A. ja Coelho, J. C. (2022). The role of fiscal policies for external imbalances: Evidence from the European Union. Economic Systems Volume 46, Issue 2, June 2022.

Ambrocio, G. ja Jokivuolle, E. (2017). Should bank capital requirements be less risk-sensitive because of credit constraints? *Bank of Finland Research Discussion Papers No. 10/2017.*

Anagnostaras, G. (2024). Acquitted on the Benefit of Doubt…but not Proven Innocent! The Judgment of the German Federal Constitutional Court on the Next Generation EU Program, *German Law Journal, vol. 25.*

Anagnostaras, G. (2021). Activating Ultra Vires Review: The German Federal Constitutional Court Decides Weiss. *European Papers, vol. 6(1), 801-829.*

Alcidi, C., D'Imperio, P. ja Thirion, G. (2023). Risk-sharing and consumption-smoothing patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison. *Structural Change and Economic Dynamics, vol. 64, 58-69.*

Arden L., Hauptmeier S. ja Kamps, S. (2025). Inflation-stabilizing monetary and fiscal policy rules at and away from the lower bound. *Journal of Monetary Economics, forthcoming.*

Arnold, N., Barkbu, B., Ture, E., Wang, H. ja Yao, J. A. (2018). Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area. *IMF Staff Discussion Note, SDN18/2018.*

Barro, R. J. ja Bianchi, F. (2025), Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020–2022. *NBER Working Paper No. 31838, November 2023, Revised January 2025.*

Beetsma, R., Cimadomo, J. ja Spronsen, J. van (2024). One scheme fits all: A central fiscal capacity for the EMU targeting eurozone, national and regional shocks. *European Economic Review, 165(C).*

Bénassy-Quéré, Agnès ym. (2018). Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform. *CEPR Policy Insight 91*. https://cepr.org/publications/policy-insight-91-reconciling-risk-sharing-market-discipline-constructive-approach.

Benigno, P. ja Reviglio, E. (2025). European Safe Assets. Macroeconomic Context, Instruments, and Prospects. *ASTRID Working Paper, June 2025*. https://www.astrid-online.it/static/upload/astr/0000/astrid-paper-100-bis.pdf.

Bergin, P. R. (2000). Fiscal Solvency and Price Level Determination in a Monetary Union. *Journal of Monetary Economics, 45, 37–53*.

Bernanke, B. S. (2022). 21st Century Monetary Policy. W. W. Norton & Company.

Bianchi, F., Faccini, R. ja Melosi, L. (2025). A Fiscal Theory of Persistent Inflation. *The Quarterly Journal of Economics 138(4), 2127–2179.*

Borio, C. (2024). Monetary policy in the 21st century: lessons learned and challenges ahead. *BIS Annual Economic Report 2024 Ch. II, 41–89.*

Brunnermeier, M., Garicano, L., Lane, P., Pagano, M., Reis, R., Santos, T. Thesmar, D., Nieuwerburgh, Stijn van ja Vayanos, D. (2016). The Sovereign-Banking Diabolic Loop and ESBies. *American Economic Review Papers and Proceedings 106.5 (2016): 508–512.*

Buti, M. (2023). When will the European Union finally get the budget it needs? *Bruegel Analysis, 7 December*.

Buti, M., Coloccia, A. ja Messori, M. (2023). European Public Goods. VOX EU Column.

Buti, M. ja Corsetti. G. (2024). The first 25 years of the euro. *CEPR Policy Insight No. 126.*

Checherita-Westphal, C., Rogantini-Picco, A., Schmidt, S. ja Sigaux, J.-D. (2024). Monetary and fiscal policy interactions: risks to price stability in times of high government debt. *ECB Discussion Paper Series No. 26.*

Chien, Yi-Li, Jiang, Z., Leombroni, M. ja Lustig, H. (2025). What Does It Take? Quantifying Cross-Country Transfers in the Eurozone. *NBER Working Paper No. 34311*.

Claeys, P., Bökemeier, B., Owusu, B., Equiza Goñi, J., Stierle, M. ja Stoian, A. (2025). European Governments' Fiscal Behaviour and Public Debt Holders: What Is the Financial Connection? *European Economy Discussion Paper 218, January 2025.*

Cochrane, J. H., Garicano, L., Masuch, K. (2025). Crisis Cycle: Challenges, Evolution, and Future of the Euro. Princeton University Press, 2025, ProQuest Ebook Central. http://ebookcentral.proquest.com/lib/soum/detail.action?docID=31789046.

Cohen, B. (2008). Monetary Unions. EH.Net Encyclopedia, edited by Robert Whaples. February 10, 2008. https://eh.net/encyclopedia/monetary-unions/.

Corsetti, G. ja Müller, G. (2006). Twin Deficit: Squaring theory, evidence and common sense. *Economic Policy, 21(48), 597–638.*

Cox, L., Feng, J., Müller, G., Pastén, E., Schoenle, R., ja Weber, M. (2024). Optimal Monetary and Fiscal Policies in Disaggregated Economies. *NBER Working Paper No. 32914.*

Darvas, Z., Welslau, L. ja Zettelmeyer, J. (2024). The implications of the European Union's new fiscal rules. *Bruegel Policy Brief, 20 June 2024.*

De Grauwe, P. (1994). Towards European Monetary Union without the EMS. *Economic Policy 19(8), 147–185.*

Delors, J. (1989). Report on economic and monetary union in the European Community. Committee for the Study of Economic and Monetary Union. Delors Report, Luxembourg.

Draghi, M. (2012). Verbatim of the remarks made by Mario Draghi Speech by Mario Draghi, President of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London 26 July 2012. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html.

Draghi, M. (2024). The Future of European Competitiveness. https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en

Eerola, E., Jokivuolle, E. Laakkonen, H. ja Vauhkonen, J. (2024). Miten vahvistaa kestävän kasvun eväitä Suomessa? https://www.suomenpankki.fi/globalassets/bof/fi//ajankohtaista/lausunnot/documents/2024-12-09-kasvumuistio_final.pdf, Suomen Pankki, 9.12.2024.

ELEC (2024): Why Capital Markets Union has become a must have and how to get there, European League for Economic Co-operation paper. https://eleclece.eu/wp-content/uploads/2024/02/ELEC-position-paper-Why-EU-Capital-Markets-Union-has-become-a-must-have-and-how-to-get-there-February-2024-v2.pdf

Engel, C. (2020). Safe U.S. Assets and U.S. Capital Flows. *Journal of International Money and Finance, 102. April 2020,102102.*

Engel, C., Wu, S. ja Pak, Y. (2018). Liquidity and Exchange Rates: An Empirical Investigation. *National Bureau of Economic Research, working paper no. 25397.*

European Commission (2023). An adjusted package for the next generation of own resources, COM(2023) 330 final.

European Commission (2025). Commission Work Programme 2025. https://commission.europa.eu/strategy-and-policy/strategy-documents/commission-work-programme/commission-work-programme-2025_en.

European Commission (2008). EMU@10. Successes and Challenges After Ten Years of Economic and Monetary Union. *European Economy 2008/2.*

European Commission (2024a). Debt Sustainability Monitor. *Institutional Paper 271, March 2024.*

European Commission (2024b). Forging a sustainable future together – Cohesion for a competitive and inclusive Europe: Report of the High-Level Group on the Future of Cohesion Policy, February 2024. https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/c6e97287-cee3-11ee-b9d9-01aa75ed71a1/language-en.

European Parliament (2024). Capital Markets Union: Overview and State of Play, European Parliament, February 2024. https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/757648/EPRS_BRI(2024)757648_EN.pdf

European Parliament (2025). European Public Goods and the 2028-2034 Multiannual Financial Framework.

https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2024/766171/IPOL_BRI(2024)766171_EN.pdf.

European Union (2012). Consolidated version of the Treaty on European Union. Official Journal of the European Union, C 202, 1–388. https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:12012M/TXT

Ferrero, A. (2009). Fiscal and monetary rules for a currency union. *Journal of international Economics, 77(1), 1–10.*

Freystätter, H. (2018). Valtioiden hallittu velkajärjestely esillä EMUn kehittämiskeskusteluissa.https://www.eurojatalous.fi/fi/blogit/2018/valtioiden-hallittu-velkajarjestely-esilla-emun-kehittamiskeskusteluissa/. Euro & talous, Suomen Pankki.

Georgios A. (2021). Activating Ultra Vires Review: The German Federal Constitutional Court Decides Weiss. *Economic Papers 6(1), 801–829.*

Giannone, D. ja Primiceri, G. (2024). The drivers of post-pandemic inflation. https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/sintra/ecb.forumcentbankpub2024_Primiceri_paper.en.pdF. ECB.

Gnocchi, S. (2013). Monetary Commitment and Fiscal Discretion: The Optimal Policy Mix. *American Economic Journal: Macroeconomics, 5(2), 187–216.*

Gourinchas, P.-O., Martin, P. ja Messer, T. (2023). The Economics of Sovereign Debt, Bailouts, and the Eurozone Crisis. *IMF Working Paper No. 2023/177.*

Grilli, V., Masciandaro, D. ja Tabellini, G. (1991). Political and monetary institutions and public financial policies in the industrial countries. *Economic Policy, 6(13), 341–392.*

Grund, S. ja Grle, F. (2016). The European Central Bank's public sector purchases programme (PSPP), the prohibition of monetary financing and sovereign debt restructuring scenarios. *European Law Review, 781.*

Hagen, J. von ja Fratianni, M. (1994). Monetary and Fiscal Policy in a European Monetary Union: Some Public Choice Considerations. In European Monetary Integration, edited by P. J. J. Welfens, 275–305. Berlin, Germany: Springer.

Haan, Jakob de, Hessel, Jeroen ja Gilbert, Niels (2014). Reforming the architecture of EMU: Ensuring stability in Europe (2014). *DNB Working Paper No. 446 / November 2014.*

Hakkarainen, P. ja Jokivuolle, E. (2024). Successful banking crisis management requires a unitary European authority for resolution and deposit insurance. *SUERF Policy Note No. 340, Feb 2024.*

Hakkio, C. S. (2013). The Great Moderation, 1982–2007. https://www.federalreservehistory.org/essays/great-moderation, Federal Reserve Bank of Kansas City.

Hautala, H., Rehn, O., Rosas, A. ja Stubb, A. (2003). Minun Eurooppani – Neljä visiota Euroopan unionin tulevaisuudesta. Kustannusosakeyhtiö Tammi, Helsinki.

Hodge, A., Piazza, R., Hasanov, F., Li, X., Vaziri, M., Weller, A., Ching Wong, Y. (2024).

Industrial Policy in Europe: A Single Market Perspective. *IMF WP/24/249*.

Holston, K., Laubach, T. ja Williams, J. C. (2023). Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19. Staff reports No. 1063, Federal Reserve Bank of New York, May 2023.

Ikonen, P., Lehmus, M. (2024). Finanssipolitiikka ja velkakestävyys euroalueella koronapandemian ja eurokriisin jälkeen. https://www.eurojatalous.fi/fi/2024/1/finanssipolitiikka-ja-velkakestavyys-euroalueella-koronapandemian-ja-energiakriisin-jalkeen/ *Euro ja talous, Analyysi 16.4., Suomen Pankki.*

IMF (2024). Regional Economic Outlook, Europe's Declining Productivity Growth: Diagnoses and Remedies. https://www.imf.org/media/Files/Publications/REO/EUR/2024/October/English/reoeurnote1.ashx.

Ioannidou, V., Kokas, S., Lambert, T. ja Michaelides, A. (2023). (In)dependent Central Banks. *CEPR Discussion Paper No. 17802.*

James, H. (2014). Making the European Monetary Union. Harvard University Press, 2014.Jiang, Z., Krishnamurthy, A. ja Lustig, H. (2018). Foreign Safe Asset Demand and the Dollar Exchange Rate. *Stanford University Graduate School of Business Research Paper No. 18–16.*

Kenen, P. B. (1981). The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View, pages 163–182. Princeton University Press, Princeton.

Kilponen, J., Laakkonen, H., Vilmunen, J. (2015). Sovereign risk, European crisis-resolution policies, and bond spreads. *International Journal of Central Banking, March, 39th issue.*

Kontulainen, Jarmo ja Välimäki, Tuomas (2015). Finanssikriisi muutti rahapolitiikan välineitä mutta ei tavoitteita. https://www.eurojatalous.fi/fi/2015/1/finanssikriisi-muutti-rahapolitiikan-valineita-mutta-ei-tavoitteita/. Euro & talous 2015/1, Suomen Pankki

Korkman, S. (2013). EURO. Valuutta vailla valtiota. Taloustieto Oy. Helsinki, 2013.

Kortelainen, M. ja Vilmi, L. (2024). Recent insights into r*: An analysis using a modified Holston-Laubach-Williams model, 7 November 2024. Analysis − Monetary Policy. Bank of Finland. https://www.bofbulletin.fi/en/2024/articles/recent-insights-into-r-star-an-analysis-using-a-modified-holston-laubach-williams-model/

Kydland, F. E. ja Prescott, E. C. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy, 85(3), 473–491.*

Lagarde, C. (2023). A Kantian shift for the capital markets union. ECB. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp231117~88389f194b.en.html.

Lagarde, C. (2025). Turning openness into strength: the moment of the euro. ECB. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp251007~4d6ccb7ddf.en.html

Lane, P. (2024). The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area. Contribution by Philip R. Lane to the panel on "Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy" at the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Jackson Hole, 24 August 2024.

Laubach, T. ja Williams, J. C. (2003). Measuring the Natural Rate of Interest. *The Review of Economics and Statistics, 85(4), 1063−1070.*

Lehmus, M., Nelimarkka, J. ja Vilmi, L. (2025). EU:n elvytyspaketin toteutus ja vaikutukset: oppeja yhteiseurooppalaiselle finanssipolitiikalle. *Kansantaloudellinen aikakauskirja 121, vsk. 1/2015.*

Letta, E. (2024). Much More than a Market: Speed, Security, Solidarity. https://www.consilium.europa.eu/media/ny3j24sm/much-more-than-a-market-report-by-enrico-letta.pdf.

Maes, I. (2024). A tale of two treatises: the Werner and Delors Reports and the birth of the euro. Bruegel Essay and Lecture Series, Bruegel, 2024.

The MacDougall Report (1977). Study group on the role of public finance in European integration. Brussels: Commission of the European Communities, April 1977. http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter8/19770401en73macdougallrepvol1.pdf.

Maćkowiak, B. ja Schmidt, S. (2023). Passive monetary policy and active fiscal policy in a monetary union, *Working Paper Series 2781, European Central Bank.*

Marjolin, R. (1975). Report of the Study Group "Economic and Monetary Union 1980" and Annex I. 8 (commonly called the Marjolin Report). http://aei.pitt.edu/id/eprint/1009.

Martinez, J., Philippon, T.,Sihvonen, M. (2019). “Does a Currency Union Need a Capital Market Union? Risk Sharing Via Banks and Markets”. *NBER Working Paper No. w26026.*

McClung, N. (2026). Why should fiscal imbalances concern policymakers at independent inflation targeting central banks, *BoF Economics Review, forthcoming.*

McKinnon, R. I. (1963). Optimum currency areas. *The American economic review, 53(4), 717–725.*

McKinnon, R. I. (1973). Money and capital in economic development (Washington, DC: Brookings Institution, 1973. McKinnon Money and Capital in Economic.

Mundell, R. A. (1961). A theory of optimum currency areas. *The American Economic Review, 51(4), 657–665.*

Oinonen, S., Vilmi, L. (2024). Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet euroalueen hintojen ja palkkojen kehitykseen? https://www.eurojatalous.fi/fi/2024/1/mitka-tekijat-ovat-vaikuttaneet-euroalueen-hintojen-ja-palkkojen-kehitykseen, Analyysi, Suomen Pankki.

Paloviita, M., Haavio, M., Jalasjoki, P., ja Kilponen, J. (2021). What does “below, but close to, two per cent” mean? Assessing the ECB's reaction function with real time data. *International Journal of Central Banking, 17(2), 125–169.*

Pench, L. (2024). Dilemmas for the EU in deficit-financing of defence expenditure and

maintenance of fiscal discipline. *Working Paper 03/2025, Bruegel.*

Picarelli, M. O., Erce, A. ja Jiang, X. (2018). The Benefits of Reducing Hold-Out Risk: Evidence from the Euro CAC Experiment, 2013–2018. *Working Papers 33, European Stability Mechanism.*

Reinhart, C. M., Kirgeraard, J. F. ja Sbrancia, M. B. (2011). Financial repression redux. *Finance & Development, 48(2).*

Riet, Ad van (2024). The rise of Common Public Debt in Europe: a New Chapter in Fiscal Integration? *Economia Politica, 41: 617–638.*

Schnabel, I. (2025). Towards a new Eurosystem balance sheet. Speech at the ECB Conference on Money Markets 2025, Frankfurt am Main, 6 November 2025. https://www.ecb.eropa.eu/press/key/date/2025/html/ecb.sp251106~1133f93311.en.html.

Schoefer, B. (2024). Eurosclerosis at 40: Labor Market Institutions, Dynamism, and European Competitiveness. *NBER Working Paper No. 33975.*

Schure, P. ja Verdun, A. (2025). From Bumblebee to Bee: Expert views on the future of Economic and Monetary Union. Unpublished manuscript.

Shaw, E. S. (1973). Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press.

Sims, C. A. (1999). The Precarious Fiscal Foundations of EMU. *De Economist 147 (4), 415–436*.

Steinberg, F. ja Feás, E. (2024). The New European Fiscal Rules. February, 2024, CSIS.

Suomen Pankki (2024). Julkisen velkasuhteen taittaminen vaatii pitkäjänteisyyttä. Euro & talous, joulukuu 2024. https://www.eurojatalous.fi/fi/2024/5/julkisen-velkasuhteen-taittaminen-vaatii-pitkajanteisyytta/

Trichet, J.-C. (2009). Ten years of the euro: successes and challenges. Speech by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Osnabrück, 12 February 2009. https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2009/html/sp090212_1.en.html.

Triffin, R. (1960). Gold and the Dollar Crisis: The Future of Convertibility. Yale University Press.

Tucker, P. (2019). Unelected Power, Princeton: Princeton University Press.

Valtiovarainministeriö (2015). Arvio Euroopan talous- ja rahaliiton kehittämistarpeista. Valtiovarainministeriön julkaisu – 37a/2015.

Verdun, A. (1999). The role of the Delors Committee in the creation of EMU: An epistemic community? *Journal of European Public Policy 6(2), 308 -328.*

Verdun, A. ja Tovias, A. (eds.) (2013). Mapping European Economic Integration. Basingstoke: Palgrave.

Werner, P. (1970). Report to the Council and the Commission on the Realization by Stages of Economic and Monetary Union in the Community (Werner Report). Council – Commission of the European Communities. https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6142_en.pdf

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

Vihriälä, V. (2024). EU-talouspolitiikka muutoksen kourissa. *Tehokkaan Tuotannon Tutkimussäätiö. JULKAISUSARJA 9*.

Xafa, M. (2017). European Capital Markets Union Post-Brexit. *CIGI Papers, No. 140*, Centre for International Governance Innovation. Waterloo, Canada. https://www.cigionline.org/publications/european-capital-markets-union-post-brexit.

Liite 1: Mikä on talous- ja rahaliitto?

Talous- ja rahaliitto (EMU) on merkittävä askel EU:n talouksien yhdentymisessä.[95] Vuonna 1992 perustettu EMU sisältää talous- ja finanssipolitiikan koordinoinnin, yhteisen rahapolitiikan ja yhteisen valuutan euron.

Talouden ohjaus EMUssa

Eurooppa-neuvosto teki päätöksen talous- ja rahaliiton muodostamisesta hollantilaisessa Maastrichtin kaupungissa joulukuussa 1991, ja se kirjattiin myöhemmin Euroopan unionista tehtyyn sopimukseen (Maastrichtin sopimus). Talous- ja rahaliitto vie EU:n askeleen pidemmälle taloudellisessa yhdentymisprosessissaan, joka alkoi vuonna 1957, kun se perustettiin. Taloudellinen yhdentyminen tuo suuremman koon, sisäisen tehokkuuden ja kestävyyden edut koko EU:n taloudelle ja yksittäisten jäsenvaltioiden talouksille. Tämä puolestaan tarjoaa mahdollisuuksia talouden vakauteen ja nopeampaan kasvuun ja työllisyyden lisäämiseen, mistä on suoraa hyötyä EU:n kansalaisille. Käytännössä EMU tarkoittaa

- talouspolitiikan koordinointia jäsenvaltioiden välillä
- finanssipolitiikan koordinointia, erityisesti rajoittamalla julkista velkaa ja alijäämää
- Euroopan keskuspankin (EKP) harjoittamaa itsenäistä rahapolitiikkaa
- yhteisiä sääntöjä ja rahoituslaitosten valvontaa euroalueella
- yhteisvaluutta ja euroaluetta
- talouden ohjausta EMUssa.

EMUssa ei ole yhtä ainoaa talouspolitiikasta vastaavaa instituutiota. Sen sijaan vastuu on jaettu jäsenvaltioiden ja EU:n toimielinten kesken. EMUn päätoimijat ovat

- Eurooppa-neuvosto – määrittää tärkeimmät poliittiset suuntaviivat
- EU:n neuvosto ("neuvosto") – koordinoi EU:n talouspolitiikkaa ja päättää, saako jäsenvaltio ottaa euron käyttöön.
- euroryhmä – koordinoi euroalueen jäsenvaltioiden yhteistä etua koskevia politiikkoja
- jäsenvaltiot – asettavat kansalliset talousarvionsa sovittujen alijäämä- ja velkarajojen rajoissa ja määrittävät omat rakennepolitiikkansa, jotka koskevat työvoimaa, eläkkeitä ja pääomamarkkinoita
- Euroopan komissio – valvoo suorituskykyä ja vaatimustenmukaisuutta
- Euroopan keskuspankki (EKP) – asettaa rahapolitiikan, jonka ensisijaisena tavoitteena on hintavakaus, ja toimii euroalueen rahoituslaitosten keskusvalvojana
- Euroopan parlamentti – jakaa lainsäädännön laatimistyön neuvoston kanssa ja alistaa talouden hallinnan demokraattiseen valvontaan erityisesti uuden taloudellisen vuoropuhelun kautta.

[95] What is the Economic and Monetary Union? (EMU), https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-and-monetary-union/what-economic-and-monetary-union-emu_en.

Euroopan komission rooli[96]

Komissio auttaa muokkaamaan EU:n kokonaisstrategiaa, ehdottaa uusia EU:n lakeja ja politiikkoja, seuraa niiden täytäntöönpanoa ja hallinnoi EU:n budjettia. Sillä on myös merkittävä rooli kansainvälisen kehityksen tukemisessa ja avun toimittamisessa.

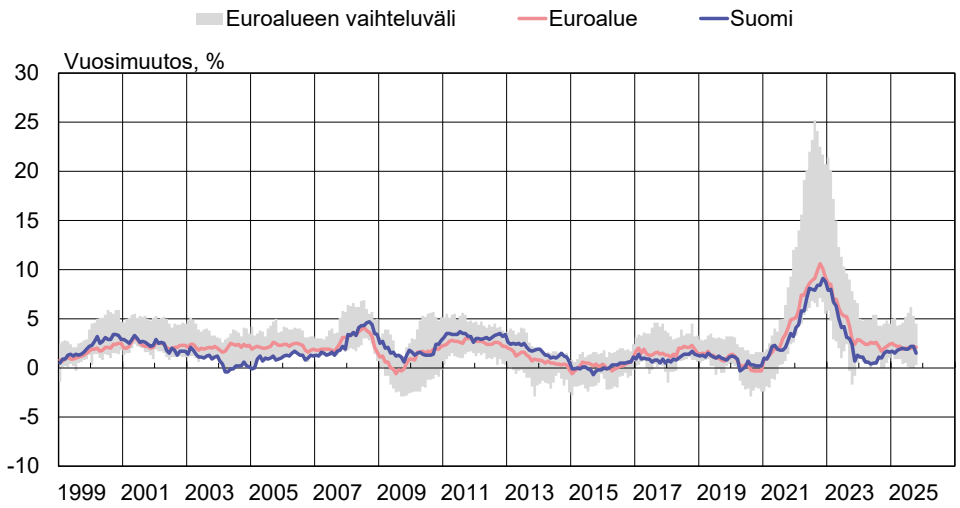
Euroopan komissio on Euroopan unionin toimeenpanoelin. Sen päätehtäviin kuuluvat:
• lainsäädännön ehdottaminen
• päätösten täytäntöönpano
• EU:n perussopimusten ylläpitäminen
• EU:n päivittäisen toiminnan hoitaminen.

Komissio vastaa siitä, että EU:n politiikkoja ja lakeja sovelletaan oikein kaikissa EU-maissa, neuvottelee kansainvälisiä sopimuksia EU:n puolesta ja hallinnoi EU:n budjettia. Lisäksi se edustaa EU:n etuja maailmanlaajuisesti ja varmistaa koordinoidun lähestymistavan EU-maiden välillä.

[96] Role - European Commission. https://commission.europa.eu/about/role_en.

Liite 2. Kuviot (1999–2025)

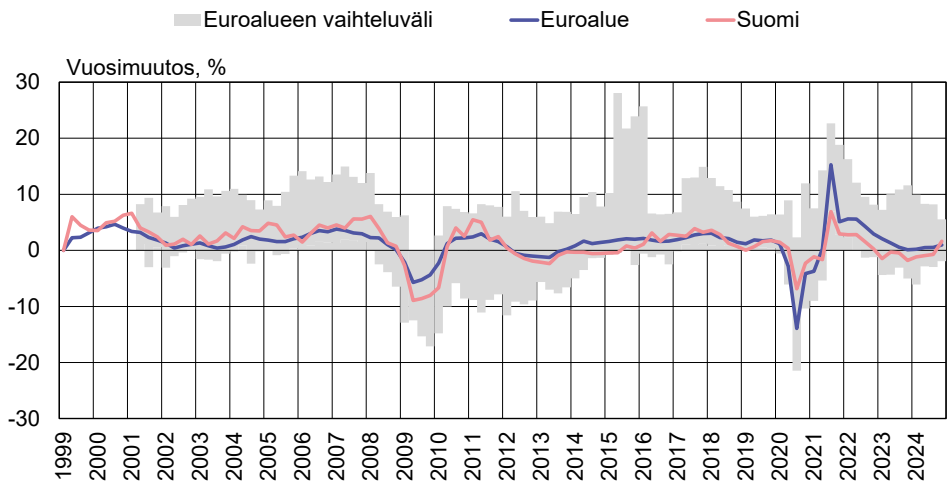
Kuvio 1a. Inflaatio ja inflaatioerot euroalueella 1999–2024



Lähde: Eurostat.

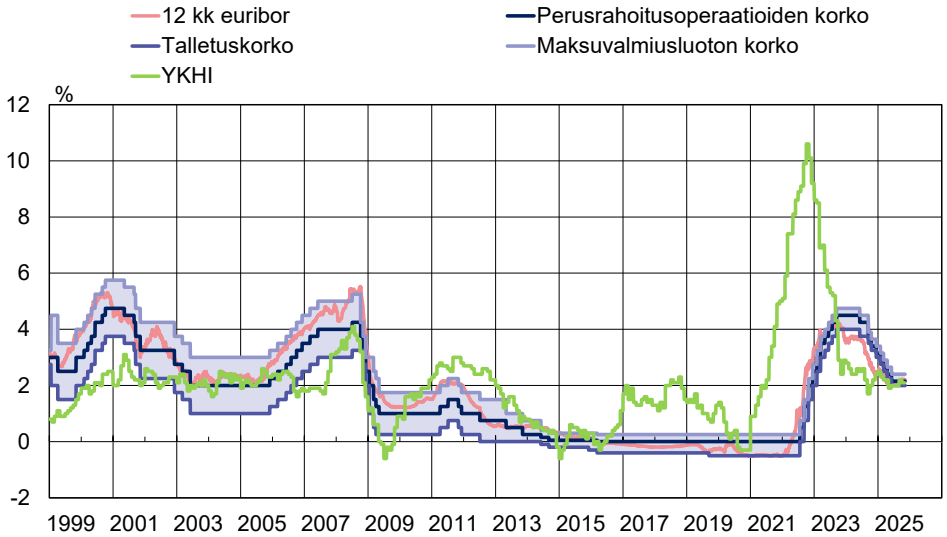
Lähde: Eurostat ja Suomen Pankki.

Kuvio 1b. BKT:n kasvu ja kasvuerot euroalueella 1999–2024



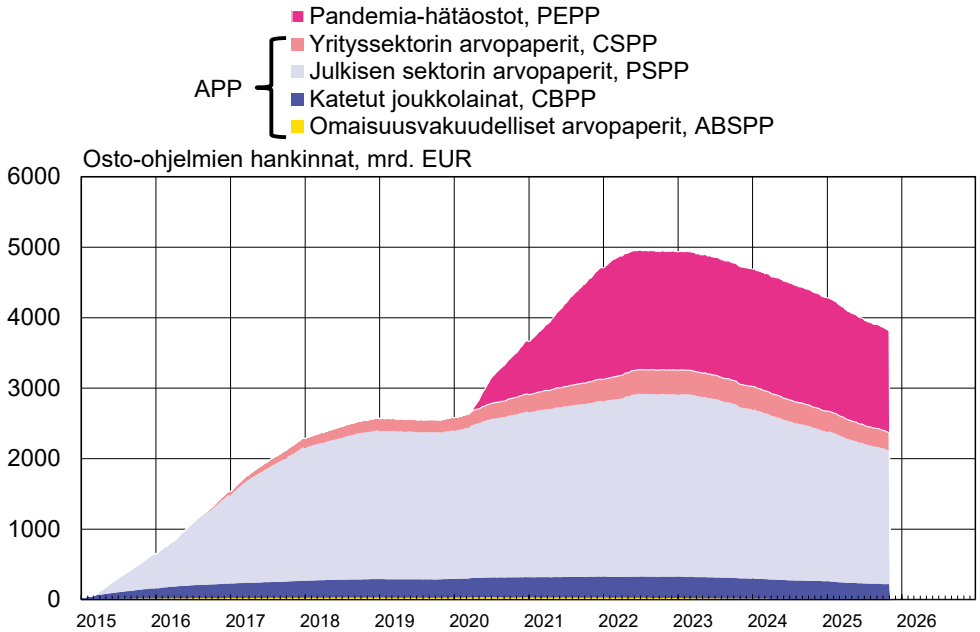
Lähde: Eurostat.

Kuvio 2. EKP:n ohjauskorot ja inflaatio 1999–2025



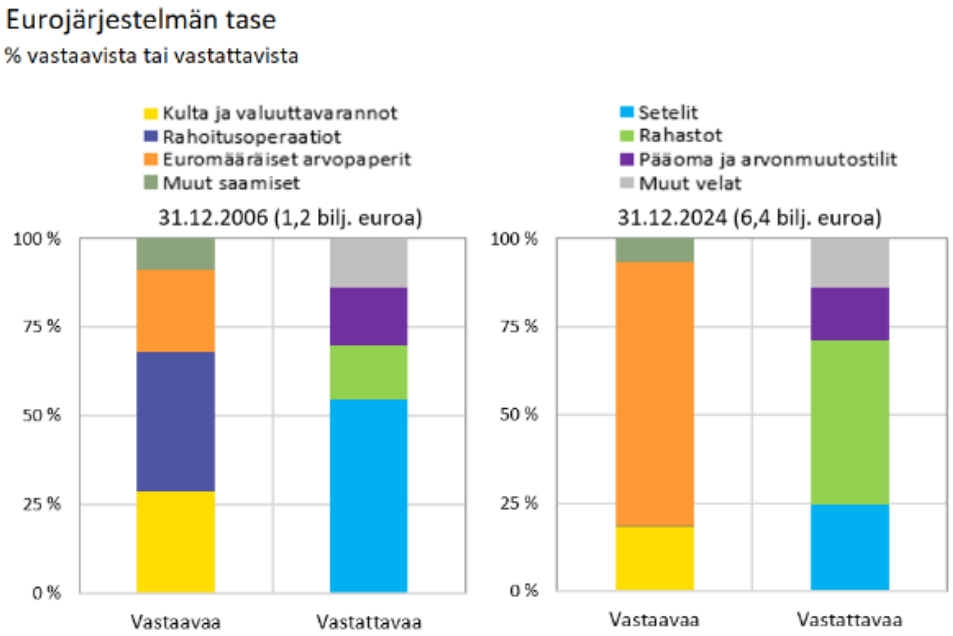
Lähteet: EKP ja EMMI.

Kuvio 3a. EKP:n osto-ohjelmat ja tase 2015–2025



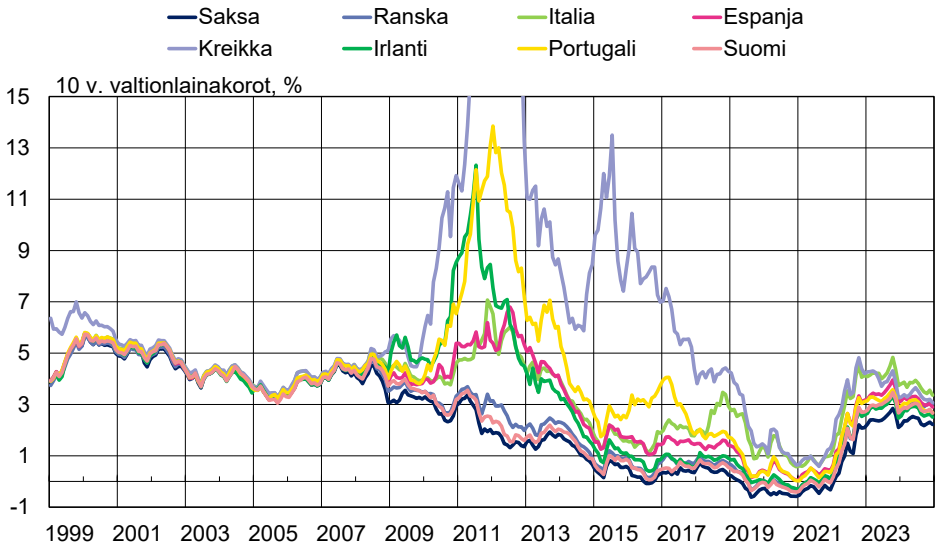
Lähde: EKP. 32422@EKP_ostoohjelma

Kuvio 3b. Eurojärjestelmän tase-erät vuosina 2006 ja 2024



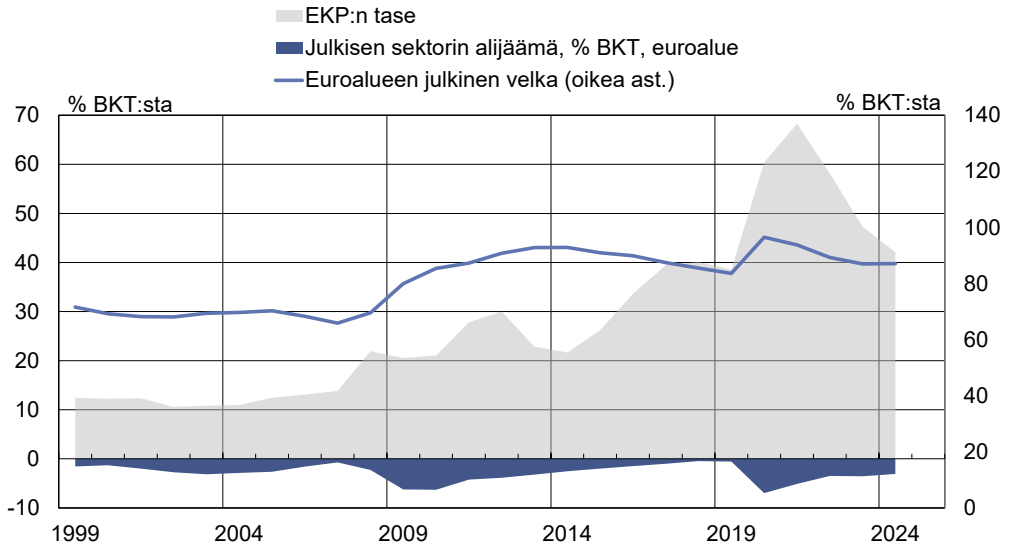
Lähteet: EKP ja EKP:n laskelmat.

Kuvio 4. Euroalueen maiden 10 vuoden valtionlainakorkoja 1999–2024



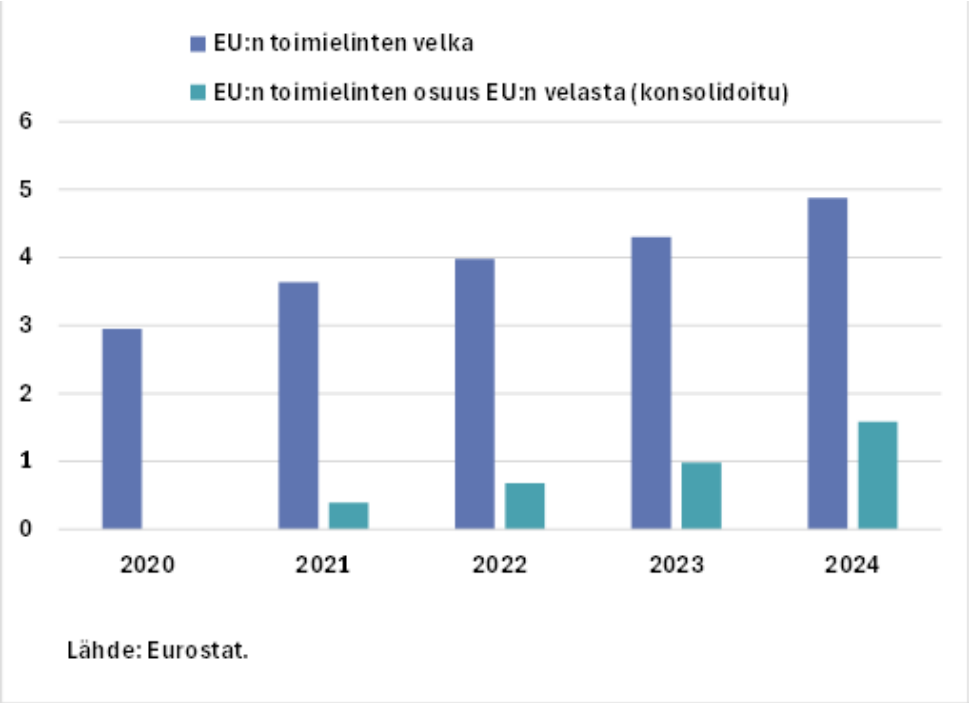
Lähde: Macrobond.

Kuvio 5. EKP:n tase, euroalueen velka ja budjetin alijäämä 1999–2024

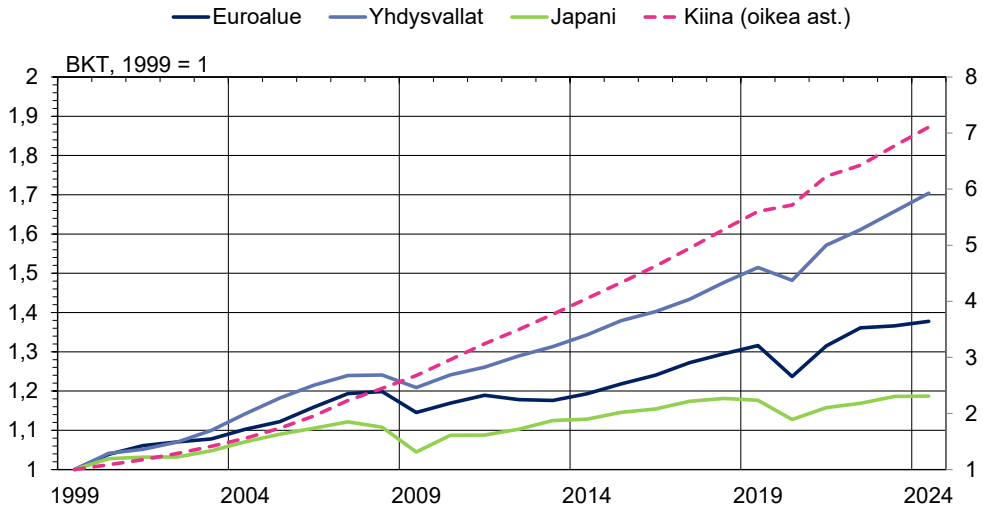


Lähteet: EKP ja Eurostat.

Kuvio 6. EU-toimielinten velka, % suhteessa BKT:hen 2020–2026

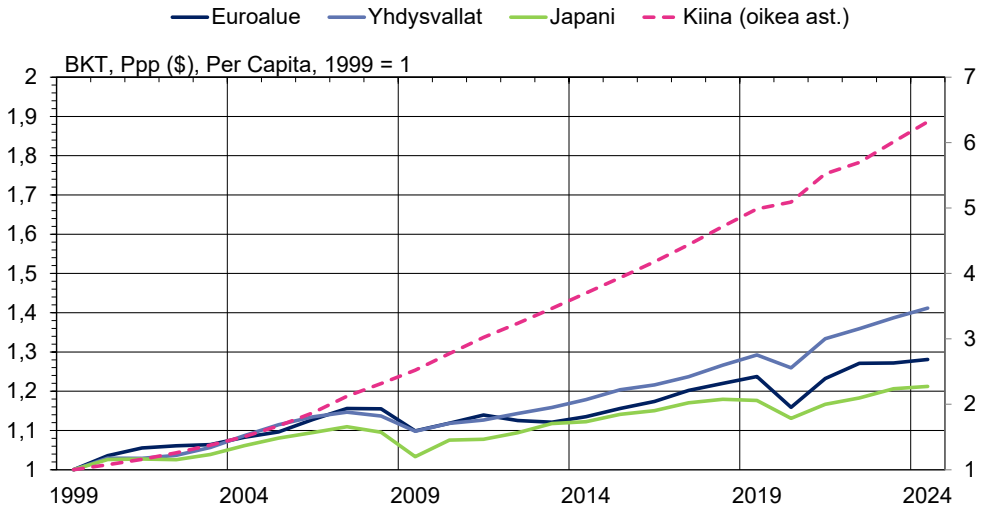


Kuvio 7a. BKT, kehitys euroalueella Yhdysvalloissa, Japanissa ja Kiinassa 1999–2024



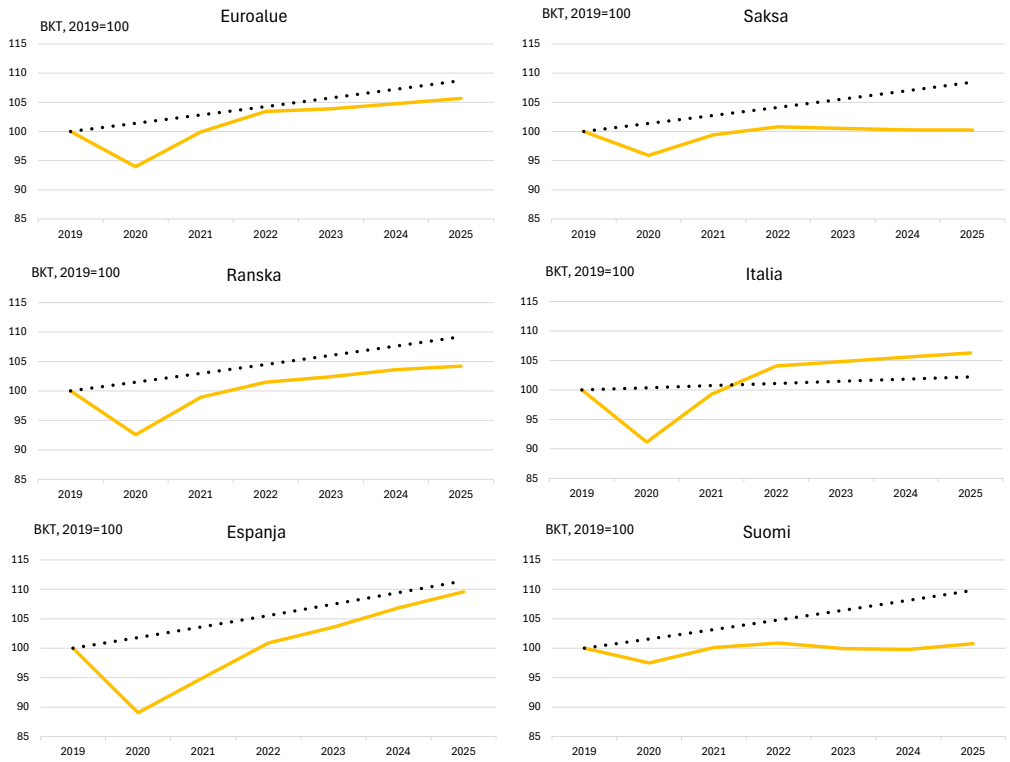
Lähteet: AMECO ja Maailman Pankki.

Kuvio 7b. BKT per asukas, kehitys euroalueella, Yhdysvalloissa, Japanissa ja Kiinassa 1999–2024



Lähteet: AMECO ja Maailman Pankki.

Kuvio 8. BKT:n kasvukuilu euroalueen maissa 2019–2024



Lähde: AMECO.
Jatkuva (keltainen) viiva on BKT (Ameco) ja pisteviiva BKT:n trendi perustuen pandemiaa edeltävään keskimääräiseen BKT:n vuosikasvuun.