

Integraatiosta ja yhteisvastuusta

Vesa Vihriälä

Marketta Henriksson ja Pertti Haaparanta käsittelevät Kansantaloudellisen aikakauskirjan numerossa 3/2020 kiinnostavasti EU:n finanssipoliittista integraatiota ja yhteisvastuuta. Henriksson kuvaa seikkaperäisesti koronakriisin liikkeelle sysäämiä tukitoimia ja niihin liittyvää riskien jakoa sekä näistä syntyneitä poliittisia haasteita. Hänen perusviestinsä on, että uudet järjestelyt ovat kiistatta lisänneet jäsenmaiden välistä yhteisvastuuta, muutos on toistaiseksi luonteeltaan tilapäistä eikä sisällä uusien instituutioiden luomista, mutta paine finanssipoliittisen integraation vakinaistamiseen ja tiivistämiseen on merkittävä.

Haaparanta puolestaan pohtii, miksi jäsenmaiden on niin vaikea sopia talouspoliittisista

toimista, jotka sisältävät yhteisvastuuta. Hän toteaa Suomen ja sen kaltaisten maiden pyrkimykset välttää yhteisvastuuta vapaamatkustajuudeksi silloin, kun yhteisvastuullinen toiminta auttaa sisäistämään ulkoisvaikutukset ja siten tuottaa kaikille jäsenmaille hyötyä. Haaparanta nostaa tärkeimmäksi taustatekijäksi yhteisvastuun karttamiselle Hayekin ajatuksiin perustuvan ”uusliberalistisen” pyrkimyksen pitää unioni talousyhteisönä, joka rajoittaa sekä jäsenmaiden että unionin kykyä säännellä markkinoita. Hänen mukaansa lähinnä Euroopan Keskuspankkia (EKP) ja ilmastopolitiikka lukuun ottamatta unioni onkin toiminut tämän periaatteen mukaisesti. Haaparanta pitää yhteisvastuun laajentamista järkevänä ja

VTT Vesa Vihriälä (vesa.vihrialala@helsinki.fi) on taloustieteen työelämäprofessori Helsingin yliopistossa. Tekijä kiittää työelämäprofessori Martti Hetemäkeä hyödyllisistä kommentista.

kaipaa uudistuksia, jotka parantavat sen edellytyksiä vahvistamalla väestön tunnetta EU-kansalaisuudesta.

Olen pitkälle samaa mieltä Henrikssonin kanssa toteutettujen ratkaisujen luonteesta ja tulevaisuuden paineista. Myös Haaparanta on mielestäni oikeassa siinä, että yhteiseurooppalaiset intressit tahtovat jäädä tarpeettomasti jalokoihin jäsenvaltioiden kompromisseissa. Kumpikaan kirjoittajista ei kuitenkaan nosta riittävästi esille mielestäni olennaista kysymystä tasapainosta yhteisen vastuun ja kansallisen vastuun välillä tai riskien jakamisen ja riskien vähentämisen välillä, vaikka Henriksson mainitsee tässä yhteydessä tärkeän asian, luottamuksen.

1. Makrotaloudellisen yhteisvastuun vähäinen tarve Maastrichtin unionissa

Yhteisvastuu on epämääräinen käsite. Laajimmillaan yhteisvastuuksi voitaneen kutsua kaikkea, mikä aiheuttaa jäsenmaalle (valtiolle tai suoraan yrityksille tai kansalaisille) velvoitteita tai kustannuksia yhteisestä politiikasta. Näin ajatellen EU-budjetin menot, käytettiinpä ne EU-tason julkishyödykkeiden luomiseen tai yhteisesti päätetyn koheesipolitiikan rahoittamiseen, edustavat yhteisvastuuta samassa mielessä kuin yksittäisen jäsenvaltion kansalaiset ovat velvollisia osallistumaan verolainsäädännön mukaisesti valtion menojen rahoittamiseen tai Suomessa kunnat rahoittamaan sairaanhoitopiirin menoja.¹

¹ Näin käytettynä yhteisvastuu lähestyy integraation käsitettä. Toki tärkeitä EU-julkishyödykkeitä syntyy myös ilman suurta yhteistä rahankäyttöä, taloudellisesti tärkeimpänä EU:n sisämarkkinat tai kauppapolitiikka.

Ahtaammin yhteisvastuuksi voidaan katsoa jäsenmaille aiheutuvat menot tai riski menoista, jotka aiheutuvat jonkin jäsenmaan omaan päätösvaltaan kuuluvan politiikan toteuttamisesta tai vakuutusjärjestelystä, joka jakaa yksittäisen jäsenmaan kokeman sokin kustannuksia muiden jäsenmaiden kesken. Tällaiseksi yhteisvastuuksi voi lukea esimerkiksi jäsenmaalle sen finanssipolitiikan rahoittamiseen myönnetty avustus, laina, lainan takaus tai yhteinen velka. Sekä eurokriisin että koronakriisin synnyttämä keskustelu yhteisvastuusta koskee lähinnä tätä jälkimmäistä, lyhyen ajan makropolitiikkaan liittyvää yhteisvastuuta.

Maastrichtin sopimuksen mukaisessa maailmassa, jossa rahaliitto EMU käynnistyi, yhteisvastuun tarve ja relevanssi oletettiin vähäiseksi. Oletus oli, että kunhan jäsenmaat hoitavat julkista talouttaan niin, että niillä on finanssipoliittista liikkumavaraa (mihin arveltiin riittävän sen, että velka < 60 % BKT:stä), ne kykenevät tarpeen vaatiessa elvyttämään suhdannetaantumissa tarpeellisessa määrin jäsenmaan kohdatessa epäsymmetrisen negatiivisen sokin. Symmetristen sokkien tasoittamisesta huolehtisi puolestaan EKP hintavakaustavoitteen ohjastamana.

Yhteistä velkaa, vastuuta toisten veloista tai avustuksia suhdannetaantumiaan joutuneelle maalle ei tuollaisessa maailmassa tarvita. Perussopimus päinvastoin kielsi vastuun ottamisen muiden veloista, kuten myös kuluvan vuoden kesään saakka voimassa olleen tulkinnan mukaan EU:n yhteisen velan unionin toiminnan rahoittamiseen. Näillä rajoituksilla ja keskuspankin valtionrahoituskiellolla pyrittiin täydentämään finanssipolitiikan sääntöjä kurinalaisen finanssipolitiikan aikaansaamiseksi: tuen kiellolla tavoiteltiin markkinakuria julkisen velan pitämiseksi perussopimuksen mää-

rittämässä puitteissa. EKP:n toimintaan sisältyvästä yhteisvastuusta ei oikeastaan keskusteltu. Tälle oli perusteensa. EKP:n ajateltiin pidättäytyvän jäsenvaltioiden velkapapereiden laajasta ostamisesta ja pankkien luototus vahvoihin vakuuksiin ajateltiin turvatuksi. Lisäksi EMU ajateltiin pysyväksi järjestelyksi, jolloin ei voisi syntyä tilannetta, jossa EMU:sta eroavan keskuspankin mahdollinen velka voisi jäädä muiden keskuspankkien kannettavaksi.

Perussopimuksessa on kyllä artikla 122, joka sallii unionin antaa jäsenmaalle apua, kun luonnonkatastrofit tai poikkeukselliset tapahtumat, joihin jäsenmaa ei voi vaikuttaa, uhkaavat aiheuttaa sille suuria vahinkoja. Normaalin suhdannevaihtelun tasoittamiseen tai edes isompiin vaikeuksiin, jotka johtuvat jäsenmaan omasta politiikasta, ei artikla sen sijaan tukea salli.

Kansallisen vastuun korostamisen vastinparina Maastrichtin sopimuksen mukaisessa unionissa on kansallinen suvereenisuus finanssipolitiikassa. Perussopimus toki sanoo, että jäsenmaat pitävät talouspolitiikkaansa yhteistä etua koskevana asiana ja sovittavat talouspolitiikkansa yhteen neuvostossa. Tämän yhteensovittamisen toimeenpanossa on kuitenkin kyse suosituksista, ei neuvoston tai komission määräysvallasta.

2. Todellisuus toisenlainen kuin Maastrichtissa oli ajateltu

Globaali finanssikriisi osoitti, että kaikilla jäsenmailla ei ollut finanssipoliittista liikkumavaraa merkittävään elvytykseen. Sekä finanssipoliittiset säännöt että *no bailout* -periaatteeseen perustuva markkinakuri olivat osoittautuneet hampaattomiksi jäsenmaiden julkisen velan ra-

joittamisessa. Sääntely ja talouspolitiikkasuositukset eivät myöskään olleet estäneet yksityisen sektorin rahoitusrakenteiden muodostumista haavoittuviksi useassa maassa.

Muutamit maat ajautuivat niin suuriin rahoitusvaikeuksiin, että niiden oli ryhdyttävä kiristämään huomattavasti finanssipolitiikkaa kriisin keskellä. Epäluottamus maiden talouskehitykseen johti pääomavirtoihin näistä maista muihin euromaihin. Tämä nosti ao. maiden korkotasoa, vaikka EKP:n maksujärjestelmä huolehtikin siitä, että pääomapaon kohteena olevan maan kansallisen keskuspankin mahdollisuudet rahoittaa maansa pankkijärjestelmää ja edelleen reaali taloutta eivät heikentyneet.

Ongelmamaiden tilanne kärjistyi sellaiseksi, että useiden valtioiden, ennen kaikkea Kreikan, maksukykyä alettiin epäillä toden teolla. Tämä herätti pelon samantapaisesta Euroopan rahoitusmarkkinoiden sydämenpysähdyksestä, joka oli seurannut finanssikriisin laukaisutta Lehman Brothersin nurinmenoa. Tällaisen es-tämiseksi muiden jäsenmaiden ja osin EKP:n oli tultava ongelmamaiden tueksi.

Jäsenmaiden bilateraalinen, lainamuotoinen rahoitustuki Kreikalle ja uusien instituutioiden (ERVM, ERVV, EVM) kautta jäsenmaiden takaamana kanavoitu tuki Kreikan lisäksi myös Irlannille, Portugalille, Espanjalle ja Kyprokselle merkitsivät uudenlaista eksplisiittistä yhteisvastuuta. Tuki saatiin todettua juridisesti yhteensopivaksi perussopimuksen *no bailout* -klausuulin kanssa lähinnä sen nojalla, että kyse ei ollut vanhoja velkoja koskevan vastuun siirrosta muille jäsenmaille ja ennen kaikkea sen vuoksi, että tukeen liittyvän tiukan ehdollisuuden katsottiin varmistavan, ettei muille jäsenmaille synny tappiota. Tiukka ehdollisuus tarkoitti menojen leikkauksiin ja ve-

rojen korotuksiin perustunutta julkisen talouden vakautusohjelmaa sekä erilaisia talouden kasvua tukevia rakenneuudistuksia.

3. EKP:n toiminnasta johtuva yhteisvastuu ajankohtaistuu

Samassa yhteydessä tuli toden teolla esille myös EKP:n kautta toteutuva yhteisvastuu. Tämä kiteytyy kansallisille keskuspankeille syntyviin saamisiin ja velkoihin Target2-maksujärjestelmässä. Maiden väliset maksut, riippumatta onko niiden syynä hyödykkeiden tai arvopapereiden ostot, johtavat maksun lähtömaan kansallisen keskuspankin velkaan EKP:lle ja toisaalta vastaanottajamaan keskuspankin vastaanavaan saamiseen. Niin kauan kuin euroalue pysyy koossa, saldoilla ei ole kansallisten keskuspankkien kannalta merkitystä. Jos sen sijaan jäsenmaa eroaisi euroalueesta, voisi syntyä tilanne, jossa sen kansallinen keskuspankki ei kykenisi maksamaan euromääräistä velkaansa EKP:lle.

Se, että tällainen asia nousi keskusteluun, johtui ongelmamaiden Target-velkojen nopeasta kasvusta, kun pääomaa pakeni näistä maista, ja erityisesti Kreikan kriisin esille nostamasta mahdollisuudesta, että eurojäsenyys ei olisi-kaan pysyvä. Target-saldojen merkityksestä on käyty useassa vaiheessa kiivasta keskustelua ja monet tunnetut ekonomistit ovat kiistäneet niihin liittyvän ongelman. Perotti (2020) osoittaa nähdäkseni kuitenkin pätevästi, että ne muodostavat aidon riskin positiivisia saldoja omaaville kansallisille keskuspankeille ja edelleen näiden kotivaltioille, mikäli negatiivisen saldon maa eroaa eurosta.

EKP:n kautta toteutuva yhteisvastuu syntyy osin rahapolitiikan toteuttamisessa ostettujen

valtioiden velkakirjojen kautta. Nämä ostot eivät kuitenkaan koko painollaan ole EKP:n ja sitä kautta muiden kansallisten pankkien riski, vaan valtaosa ostoista on asianomaisen maan oman keskuspankin vastuulla. Yhteisvastuu realisoituu tältä osin vain, jos kansallinen keskuspankki ei oman maan lainoista syntyvien tappioiden takia pysty vastaamaan sitoumuksistaan EKP:lle ja tämä tilanne syntyy vain euroeron yhteydessä.²

EKP:n rahapoliittiset valtionpapereiden ostot jakautuvat rahaliiton jäsenmaiden kesken lähtökohtaisesti ns. pääoma-avaimen suhteessa. Tätä voi pitää neutraalina tapana vaikuttaa euroalueen korkotasoon, ja samalla syntyvät riskit ovat suhteessa jäsenmaiden kokoon. Ostoihin ei myöskään liity mitään jäsenmaiden taloudenpitoa koskevaa ehdollisuutta.

Tästä perusasetelmasta poiketen vuosina 2010–12 toteutettu noin 200 mrd. euron suuruinen SMP-ohjelma pyrki tietoisesti alentamaan viiden maan (Kreikka, Irlanti, Portugali, Espanja ja Italia) valtionlainojen korkoja juuri näiden maiden velkakirjoihin kohdistuneilla ostoilla. Tähänkään ohjelmaan ei liittynyt mitään muodollista ehdollisuutta. Vuoden 2011 syksyllä Italian keskuspankin silloinen pääjohtaja Mario Draghi ja EKP:n pääjohtaja Jean-Claude Juncker kuitenkin asettivat salaisessa kirjeessä Italian arvopaperiostojen ehdoksi merkittävät sopeutustoimet. Näitä toimia Italia ei toteuttanut, jolloin ostot lopetettiin. Prosessi johti pääministeri Berlusconiin eroon.

² *Kiinnostavaa on, että EKP koki tappion valtionpapereista niin bankalaksi keskuspankkirahoituskiellon takia, että Kreikan velkajärjestelyn yhteydessä 2011–12 keskuspankin saamiset vaihdettiin ennen velkajärjestelyä velkakirjoihin, joita järjestely ei koskenut.*

Ehdollisuus on sen sijaan osa EKP:n loppukesällä 2012 julkistamaa ns. OMT-lupausta. Siinä EKP ilmoitti olevansa valmis ostamaan – tarpeen vaatiessa rajatta – yksittäisten valtioiden velkakirjoja jälkimarkkinoilta ”rahapolitiikan välitysmekanismiin ja yhtenäisyyden turvaamiseksi”. Ohjelmaa kuvattiin myös ns. ”redenominaatioriskin” vähentämiseksi, mikä tarkoittaa jäsenmaan eurosta irrottautumisen riskin pienentämistä. Ohjelma osoittautui hyvin tehokkaaksi laskiessaan ongelmamaiden korkotasoa merkittävästi, vaikka itse ohjelmaa ei koskaan ole aktivoitukaan.

SMP:stä poiketen OMT:n aktivointiin sisältyy EVM-tuen kaltainen ehdollisuus. EKP:n ilmoituksen mukaan välttämätön edellytys OMT-ostoille on EVM:n asettama ohjelma, jonka tiukkuus riippuu jäsenmaan taloudellisten vaikeuksien luonteesta. Siten EVM-tuki ja EKP:n OMT-ohjelma ovat ehdollisuuden suhteen samanlaisia.

Kaiken kaikkiaan eurokriisi johti uudelleen eksplisiittiseen yhteisvastuuteen euromaiden kesken. Sen motiivi oli välttää euroalueen ajautuminen pahaan rahoituskriisiin ja mahdollisesti euroalueen hajoamiseen. EKP omaksumi tässä yhteydessä roolin jäsenvaltioiden viimekätisenä rahoittajana muistuttaen keskuspankkien tyypillistä rooli pankkijärjestelmän likviditeetin takaajana. Olennainen piirre tukitoimissa oli, että niihin liittyi tiukat ehdot tuen kohteena olevan valtion politiikalle.

4. EU-tason finanssipolitiikalle uusi tilaus

Toteutettujen kriisinhallintaratkaisujen ohella eurokriisi synnytti myös laajemman keskustelun EU-tason finanssipolitiikan tarpeesta ja

siihen liittyvästä yhteisvastuusta. Tässä keskustelussa on ollut kaksi päähaaraa.

Yhtäältä on esitetty yhteisvastuullisten velkainstrumenttien, eurobondien, luomista korvaamaan jäsenmaiden omalla vastuulla olevat velat joko osittain tai kokonaan. Ensimmäisiä tällaisia esittivät Delpla ja von Weizsäcker (2010). Euroopan komissio (2011) esitteli saman idean erilaisia versioita ja antoi eurobondeille toisen nimen ”vakausbondit”. Sitemmin eurobondit ovat olleet esillä lukuisissa ehdotuksissa euroalueen kehittämiseksi. Niiden perusidea on helpottaa yksittäisten jäsenvaltioiden rahoituksen hankintaa ja alentaa korkotasoa. Samalla ne luovat turvallisen sijoituskohteen pankeille ym. rahoitusmarkkinatoimijoille, mikä helpottaa rahoituksen välitystä.

Toinen keskusteluhaara ovat erilaiset jäsenmaiden väliset finanssipoliittiset tasausjärjestelmät. Näistäkin on lukuisia erilaisia versioita, ks. esim. Thirion (2017) ja Arnold ym. (2018). Näiden idea on toteuttaa enemmän tai vähemmän harkintaan perustuvia voimavarojen siirtoja sellaisiin jäsenmaihiin, joiden suhdannetilanne on muiden maiden tilannetta huonompi. Perustelu on jo Kenenin (1969) korostama tarve epäsymmetristen sokkien finanssipoliittiseen tasaukseen rahaliitossa. Fahri ja Werning (2017) analysoivat modernissa kehikossa tällaisen vakuutusjärjestelmän etuja.

Korkotason asetuttua nollan tienoille myös rahapolitiikan heikkoudesta talouden elvyttämisessä euroalueella kokonaisuudessaan tuli peruste EU-tason finanssipoliittiselle toimintakyvylle. Tällöin kyse on diskretionaarisista EU-tason tai euroalueen tason finanssipoliittista elvytyspäätoöksistä, jotka olisivat tehokkaampia ja sitovampia kuin esimerkiksi vuosina 2009–10 toteutunut koordinoitu finanssipoliittinen elvytys.

Eurokriisi sysäsi liikkeelle myös ns. pankkiunionin. Sen ensisijainen tavoite on katkaista kansallisten pankkijärjestelmien ja valtioiden välinen ”kohtalonyhteys” eli se, että pankkien vaikeudet pakottaisivat jäsenvaltiot sellaisiin pankkitukitoimiin, jotka nostaisivat niiden velkaantumisen kestäättömälle tasolle. Pankkiunioni koostuu yhteisestä valvonnasta, yhteisestä kriisinratkaisumekanismista ja yhteisestä talletussuojasta. Yhteisvastuu koskee ensisijaisesti eri maissa toimivien pankkien kontribuutioita kriisinratkaisussa hyödynnettävään kriisinratkaisurahastoon ja yhteiseen talletussuojarahastoon. Valtioiden yhteisvastuu koskee lähinnä kriisinratkaisurahaston tueksi luotavaa jäsenvaltioiden rahoittamaa ”varautumisjärjestelmää”.

5. Eteneminen hidasta vähäisen luottamuksen takia

Valtioiden yhteisvastuulliseen lainanottoon, maiden välisiin tasausjärjestelmiin ja EU-tason yleiseen finanssipoliittiseen toimintakykyyn liittyvät ehdotukset eivät ole johtaneet sanottaviin muutoksiin. Ainoana konkreettisena päätösprosessiin edenneenä toimenpiteenä voitaneen pitää komission ehdotusta ”lähentymistä ja kilpailukykyä edistäväksi välineeksi”. Se on kuitenkin kooltaan minimaalinen ja pikemminkin koheesipolitiikan väline kuin suhdannetasauksessa auttava väline. Eurobondien sijaan EU-organisaatiot ovat selvittelleet synteettistä eri euromaiden valtionlainoista muodostettua pienen riskin rahoitusvaadetta, joka kulkee nimellä *Sovereign bond-backed security* eli SBBS (ESRB 2018). Instrumenttiin ei sisälly mitään yhteisvastuuta, vaan turvallisuus syntyy jaka-

malla pohjana olevien lainojen tulovirrat eri etuoikeuksilla oleviin osiin, jolloin parhaan etuoikeuden tulovirtaan oikeuttavaa vaadetta voidaan pitää turvallisena.

Pankkiunionin rakentamisessa on edetty pidemmälle. Yhteisen valvonnan ohella pankkien kriisinratkaisuun on luotu yhteinen mekanismi ja sen tueksi muodostuu pankkien kontribuutioihin perustuva kriisinratkaisurahasto kooltaan noin 60 mrd. euroa vuoteen 2024 mennessä. Tämän rahaston taustalle on myös luotu varautumisjärjestelmä, jossa valtiot *pro rata* -yhteisvastuun mukaisesti ovat valmiit rahoittamaan kriisinratkaisurahastoa. Varautumisjärjestelmän voimaantuloa voidaan aikaistaa vuodesta 2024, jos pankkien riskit ovat vähentyneet riittävästi. Tästä käydään tätä kirjoitettaessa poliittista keskustelua. Pankkiunionin yksi keskeinen, eri maiden pankkijärjestelmien riskinjakoa merkitsevä elementti, yhteinen talletussuoja, on yhä ratkaisematta.

Sytä siihen, että mitään sanottavaa yhteisvastuun laajentumista varsinaisen finanssipolitiikan osalta ei tapahtunut ennen koronakriisiä, on kahdenlaisia. Yhtäältä on argumentoitu, että vaikka finanssipoliittinen yhteisvastuu kriisinhallintajärjestelmien ulkopuolella on hyödyllistä, se ei ole välttämätöntä. Jos kansallisen finanssipolitiikan liikkumavaraa saadaan lisätyksi kurinalaisemmalla finanssipolitiikalla ja yksityisen sektorin sisäiset tasausjärjestelmät toimiviksi lähinnä pankkiunionin ja ns. pääomamarkkinaunionin avulla, tämä tuottaisi riittävän tasauksen. Tämän argumentaation tueksi voidaan esittää havainto siitä, että Yhdysvalloissakin finanssipoliittinen suhdannetasaus osavaltioiden välillä on paljon pienempää kuin pääoma- ja luottomarkkinoiden kaut-

ta tapahtuva tasaus (ks. esim. Asdrubali 1993, Alcidi ym. 2017).³

Tärkeämpi jarruttava seikka on kuitenkin ollut pohjoisen Euroopan maiden pelko ”tulonsiirtounionista”. Tällä tarkoitetaan sitä, että riskinjakomekanismi, mikä tahansa se täsmällisesti olisikin, muodostuisi yksisuuntaiseksi tulonsiirtojen kanavointijärjestelmäksi ja että yhteisvastoullisen velan tapauksessa paremmin talouttaan hoitaneet maat joutuisivat subventoimaan huonosti hoitaneiden maiden korkomenoja ja kantamaan luottoriskejä, joiden suuruutta ne eivät itse pysty säätämään.

Kyse on *moral hazard* -argumentista, ts. siitä, että tasausmekanismin olemassaolo vähentää tukea saavien maiden tarvetta välttää tuen tarpeen syntymistä. Ongelma ei ole se, että jäsenvaltio tietoisesti pyrkisi hyödyntämään muiden tukea antamalla talouden ajautua taantumaa. Taantumien aiheuttama tuotannon menetys ja julkisen talouden heikkeneminen ovat varmasti kaikkien realististen tasausjärjestelmien oloissa suurempi haitta kuin tasauksen tuoma hyöty.

Kyse on siitä, että toimenpiteet, joilla tuen tarvetta voidaan vähentää, ovat poliittisesti epäsuosittuja ja siten vaikeita saada hyväksytyksi. Tämä koskee niin julkisten menojen leikkaamista ja verojen korotuksia ”hyvinä” vuo-

sina kuin rakennepoliittikkaa talouden pidemmän ajan kasvun ja sopeutumiskyvyn lisäämiseksi. Tuen saatavuus vähentää tämän takia painetta kriisiytymistä ennalta ehkäisevään politiikkaan.

Ongelma ratkeaisi, jos EU- tai euroalueella olisi sitovaa päätösvaltaa jäsenmaiden finanssipoliittikan ja yleisemmin talouspolitiikan suhteen taikka finanssi- ja talouspolitiikka olisi siirretty olennaiselta osin EU-tasolle tai euroalueen tasolle liittovaltion tapaan. Tällaiseen toimivallan radikaaliin uudelleenjakamiseen ei kuitenkaan ole ollut eikä ole näköpiirissä mitään halua (Wyplosz 2017). Poliittisen taloustieteen näkökulmasta tämä on ymmärrettävissä, kun muistetaan eri jäsenmaiden erilaiset historialliset kokemukset ja kulttuuriset ja poliittiset perinteet sekä näiden määrittämät erilaiset julkishyödykkeitä koskevat preferenssit (Spolaore 2015).

Kun ongelmana on epäluottamus joidenkin maiden kykyyn ja haluun harjoittaa talouspolitiikkaa, joka estäisi ylivelkaantumisen, ratkaisua on pyritty hakemaan yhdistämällä uudistuksia, jotka yhtäältä merkitsisivät riskien jakoa jäsenmaiden välillä ja toisaalta johtaisivat korkean riskin maissa toimenpiteisiin, jotka vähentävät riskejä. Ehkäpä kiinnostavin tällainen ”paketti” riskinjakomekanismia ja riskinhallintajärjestelyjä oli saksalais-ranskalaisen ekonomistiryhmän esitys (Bénassy-Quéré ym. 2018). Siinä jäsenmaiden isojen suhdannetaantumien tasausjärjestelmän vastapainoksi ehdotettiin markkinakurin edellytysten parantamista tekemällä valtioiden velkajärjestelyt helpommiksi ja vähemmän häiriöitä aiheuttaviksi. Ehdotus sisälsi myös monia muita uudistussuosituksia, Euroopan vakausmekanismin toiminnan uudistamisesta finanssipoliittisten sääntöjen muokkaamiseen.

³ *Yhdysvaltain rahaliiton osavaltiokohtainen finanssipoliittikka perustuu liittovaltion budjetin mainitun kaltaiseen subteellisen vaatimattomaan tasaukseen mm. työttömyysturvan kautta. Osavaltiot eivät harjoita varsinaisesti subdannausta. Niiden julkinen talous on pääsääntöisesti tasapainossa eikä osavaltioiden ylivelkaantuminen ole ollut ongelma yli 150 vuoteen. Tämä perustuu uskottavaan no bailout -periaatteeseen, joka on pakottanut osavaltiot välttämään velkaantumista (lähes kaikissa valtioissa se on joutunut myös budjettitasapainoa edellyttävään osavaltion perustuslakikirjaukseen).*

Vaikka saksalais-ranskalainen ehdotus herätti laajan keskustelun (ks. Pisani-Ferry ja Zettelmeyer 2019), poliittista yhteisymmärrystä suhdannetasausjärjestelmästä taikka markkinakurin edellytysten vahvistamisesta ei synnytynyt ennen koronakriisiä.

6. Koronakriisi muuttaa tilannetta radikaalisti

Koronakriisi on nyt johtanut uusiin merkittäviä yhteisvastuuelementtejä sisältäviin ratkaisuihin, kuten Henriksson alussa mainitussa artikkelissaan hyvin kuvaa. Näistä tärkeimmät ovat EU:n elpymisrahasto, joka kanavoi yhteisellä EU-velalla rahoitusta jäsenmaille yhteensä 750 mrd. euroa, sekä EKP:n pandemiaan liittyvä 1350 mrd. euron PEPP-ohjelma, jossa EKP ja kansalliset keskuspankit ostavat valtionlainoja ja muita velkapapereita. Pienempiä ovat Euroopan vakausmekanismin terveydenhoitomenoihin suuntautuva PCS-ohjelma (enintään 240 mrd. euroa) ja komission työttömyyden hoitoon tarkoitettu 100 mrd. euron SURE-ohjelma. Elpymisrahaston kokonaisuudesta 390 mrd. euroa on suoraa tukea, mutta muilta osin kyse on lainamuotoisesta tuesta.

Vaikka EKP:n uusi osto-ohjelma on lähtökohtaisesti yleinen rahapoliittinen toimi, siihen on todettu sisältyvän tuntuva ”joustavuutta”. Tämä tarkoittaa ennen kaikkea sitä, että valtionlainojen ostot voivat ainakin tilapäisesti olennaisesti poiketa pääoma-avaimesta, ts. painottua sellaisten maiden papereihin, joiden korkotaso pyrkii olemaan merkittävästi muiden maiden korkoja korkeampi. Ostot ovatkin lokakuun loppuun mennessä kohdistuneet merkittäväsi avainosuutta suuremmassa määrin Italian ja Kyproksen valtionlainoihin.

Pandemian liikkeelle sysäämiin jäsenvaltioiden rahoitusta helpottaviin ohjelmiin sisältyy kaksi huomionarvoista uutta piirrettä. Ensimmäinen on, että rahoitusohjelmien ehdollisuus on lievää tai sitä ei ole lainkaan. EVM:n PCS-ohjelmassa ja SURE-ohjelmassa ehdollisuus koskee vain yleistä käyttötarkoitusta. Elpymisrahaston osalta ehtona on se, että varojen käyttö edistää neuvoston kullekin maalle antamia maakohtaisia suosituksia sekä määräsiltään ”vihreitä” investointeja ja digitalisaatiota. EKP:n PEPP-ohjelmaan ei liity ehtoja lainkaan.

Toinen merkittävä uutuus on elpymisrahaston rahoitustapa. EU hankkii nyt ensimmäisen kerran itse rahoitusta toimintaansa (ei pelkää edelleen lainattavaksi vaan myös suoriin tukiin) merkittäviä määriä. Kesään saakka tätä pidettiin mahdottomana, mutta poikkeustilanteeseen viitaten ja budjetin ulkopuolista rahastoa hyödyntäen sekä komissio että neuvoston oikeuspalvelu totesivat nyt tällaisen menettelyn mahdolliseksi, myös aiemmista omista kannoistaan poiketen.⁴

Elpymisrahaston lainojen takaisin maksu on viime kädessä jäsenmaiden vastuulla, vaikka samassa yhteydessä päätettiin ryhtyä luomaan myös uusia unionin omia varoja, ts. tavoitteena on varsinaisten EU-verojen aikaansaaminen. Jäsenmaiden vastuu on lähtökohtaisesti pro rata, mutta jos joku maa ei osuuttaan suorita, muut maat joutuvat siitä käytännössä vastaamaan korotetulla osuudellaan. Suomen

⁴ Vuonna 2010 käynnistynyt ns. ERVM rahoitettiin samalla periaatteella EU:n omien varojen katon ja päätettyjen menojen erotukseen tukeutuen kuin elpymisrahasto. Sen varat käytettiin kuitenkin yksinomaan luottoihin (ei avustuksiin) ja koko oli alle kymmenesosa elpymisrahastosta. Rahoitusratkaisun eroavuutta siitä, mitä aiemmin pidettiin perussopimusten nojalla mahdollisena, tarkastellaan kriittisesti kirjoituksessa Leino-Sandberg ja Vibriälä (2020a).

vaatimuksesta mahdollisen vuotuisen lisämaksun suuruus on rajattu 0,6 prosenttiin bruttokansantuotteesta, jotta se olisi ”tarkkarajainen”. On epäselvää, mitä tämä tarkkarajaisuus käytännössä tarkoittaa, koska on vaikea ajatella, että EU voisi jatkaa toimintaansa, jos se ei kunnioittaisi velvoitteitaan täysimääräisesti. Muodollisesti kyse ei joka tapauksessa ole täysin yhteisvastuullisesta (joint and several) velasta siinä mielessä, kuin lukuisissa ehdotuksissa eurobondeista.

Koronakriisin aikaansaamat tukitoimet merkitsevät huomattavaa riskin realisoitumisen jälkeen, *ex post*, päätettyä riskinjakoja. Ratkaisut ovat epäilemättä olleet hyödyllisiä Euroopan talouskehityksen vakauttamisessa vaikeassa tilanteessa. Korkeerojen pienentyminen kertoo luottamuksen kasvusta korkeasti velkaantuneisiin maihin. Epäselvempää on, missä määrin luottamuksen kasvu johtuu päätetyistä ohjelmista sinänsä ja missä määrin olettamuksesta, että nyt toteutuva riskinjako indikoi pysyvää muutosta riskinjaossa.

Suhdannetasauksen mahdollistamisesta heikon julkisen talouden maissa kantaa tälläkin kertaa päätaakan EKP massiivisilla velkaperiostoillaan. Elpymisrahaston vaikutus liittyy välitöntä suhdannetasausta enemmän usean vuoden aikajänteellä toteutettaviin talouden kasvua tukeviin investointeihin (Pisani-Ferry 2020). Yhdessä elpymisrahasto ja EKP:n PEPP-ohjelma ovat ainakin toistaiseksi tehneet ehdollisen rahoitustuen tarpeettomaksi.⁵

⁵ Tämä ilmenee mm. siinä, että jäsenmaista mikään ei ole toistaiseksi turvautunut edes EVM:n PCS-lainaohjelmaan, jonka ehdollisuus koskee ainoastaan käyttötarkoitusta terveydenhoitomenoihin.

7. Miten eteenpäin?

Elpymisrahastoratkaisu on muodollisesti keraluonteinen. Samoin EKP:n joustava PEPP on tilannesidonnainen. Vaikka esimerkiksi liittokansleri Merkel ja Suomen poliittiset päättäjät ovat alleviivanneet elpymisrahaston luonnetta nimenomaan koronakriisiin liittyvänä ainutlaatuisena ratkaisuna, monella taholla päätökset on tulkittu merkittäväksi uudeksi askeleeksi kohti fiskaaliunionia, EU-tasolla harjoitettavaa ja maiden suhdanne-eroja tasaavaa finanssipolitiikkaa. Näin ajattelee esimerkiksi Saksan valtiovarainministeri Scholz (2020).

Ennen kaikkea EU:n velkaantumismahdollisuuden luominen on asia, jonka voi olettaa muuttavan finanssipolitiikan asetelmaa. Sehän rikkoo tabun siitä, että vain jäsenvaltiot voivat velkaantua finanssipoliittisten toimien rahoittamiseksi. Poliittinen paine elpymisrahastoratkaisun kaltaisiin toimiin päätyemisestä muodostuu suureksi lievemmissäkin suhdannetaantumissa. Muun muassa Euroopan keskuspankin pääjohtaja Lagarde (2020) on jo puoltanut keskustelun aloittamista järjestelyn vakinaistamisesta. Muutos tosialliseen finanssipoliittiseen vastuunjakoon on tullut jäädäkseen, vaikka sen laajuutta, muotoa ja seurauksia on vaikea vielä arvioida.

Välittömien myönteisten vaikutusten rinnalla yhteisvastuuta lisänneet ratkaisut heikentävät kuitenkin haavoittuvien jäsenmaiden kannustimia vähentää niiden talouskehitykseen liittyviä riskejä. Pahimmillaan nämä lisäävät EU:n ja erityisesti euroalueen riskiä ajautua jo koettuakin pahempaan taluskriisiin. Samalla vahvistuvat sekä perustellut että vähemmän perustellut pelot ”tulonsiirtounionin”

vahvistumisesta pohjoisen Euroopan maissa.⁶ Huolet, joiden takia valtioiden välistä yhteisvastuuta lisäävien uudistusten toteuttaminen on ollut vaikeaa hyväksyä pohjoisen Euroopan maissa, saavat lisää painoarvoa.

Toisaalta kun odotus uudesta aikaisempaa laajemmasta riskinjakotavasta on syntynyt, olisi tärkeää luoda sille periaatteet ja instituutiot, jotka mahdollistavat riskinjaon tehokkaan toteuttamisen siinä laajuudessa kuin se katsotaan perustelluksi. Samoin on ilmeistä, että monilla muillakin alueilla olisi eduksi voida vahvistaa yhteistä politiikkaa eurooppalaisten julkisten hyödykkeiden paremmaksi synnyttämiseksi.

Nähdäkseni instituutioiden järkevän kehittämisen edellytys on tasapainottaa nyt laajentunutta yhteisvastuuta vahvistamalla mekanismeja, jotka luovat kaikille jäsenmaille toteutunutta voimakkaammat kannustimet harjoittaa vastuullista finanssi- ja muuta talouspolitiikkaa. Tämä tarkoittaa ensi sijassa markkinakurin vahvistamista mm. parantamalla edellytyksiä valtioiden hallitulle velkajärjestelylle.⁷

⁶ *Elpymisrahaston varojen käytöllä voi olettaa olevan huomattava vaikutus asenteisiin. Jos varojen käyttö niitä paljon saavissa maissa ei johda talouskehityksen pysyvämpään paranemiseen vaan pikemminkin esille nousevat väärinkäytökset, huolet tulonsiirtounionista saavat lisää tuulta siipiensä alle. Kääntäen, ohjelman onnistuminen vähentää tällaista kritiikkiä. Oma hieman erilainen kritiikin aihe on Puolan ja Unkarin kaltaisten maiden saama huomattava tuki siitä huolimatta, että nämä maat polkevat selvästi unionin perusarvoja. Tämä voidaan katsoa tietyllä tavalla elpymispaketin collateral damage'ksi: huomattava tuki Puolalle, Unkarille ja muille Itä-Euroopan maille niiden subteellisen lievistä koronasokeista huolimatta oli kaikei poliittisesti välttämättöntä, jotta näiden köyhiä maiden hyväksyntä oli saatavissa varakaampien Välimeren maiden tuelle. Tätä kirjoitettaessa (18.11.) on epäselvää, missä määrin unioni kykenee ehdollistamaan elpymisrahaston tukia oikeusvaltioperiaatteen noudattamiselle.*

Vahvemman markkinakurin vaihtoehtona oleva selvästi vahvempi liittovaltiomainen keskitetty finanssipoliittinen päätöksentekotapa ei ole realistinen vaihtoehto. Se edellyttäisi perussopimusten merkittävää muutosta, jolle tuskin löytyy tukea näköpiirissä olevassa tulevaisuudessa. Finanssipoliittikan sääntöjen rajattu muokkaaminen on sen sijaan mahdollista ja ehkä jossain määrin myös hyödyllistä.

Kaikki tarvittavat muutokset ovat syvästi poliittisia valintoja ja niihin vaikuttavat muutkin kuin ahtaat taloudelliset näkökohdat. Euroopan integraatio on aina ollut poliittinen projekti, vaikka sen konkreettinen sisältö on koskenut paljon taloutta. On oletettavaa, että Saksan valmius hyväksyä elpymisrahaston mitattavat tulonsiirrot ilman sanottavaa ehdollisuutta ja velkarahoitus maan aiemmista kannoista selvästi poiketen, merkittävältä osin heijastaa huolta Euroopan unionin jakolinjojen syvenemisestä ja hajoamisriskin kasvusta. Tämän taustalla puolestaan voidaan taloudellisten seikkojen ohella nähdä Venäjän, Kiinan ja myös Trumpin johtaman Yhdysvaltojen pyrkimykset, jollei suorastaan heikentää Euroopan unionia, niin ainakin pidättäytyä Euroopan intressit huomioon ottavasta yhteistyöstä. Nämä ulkoiset olosuhteet voivat muuttua, mutta esimerkiksi Joe Bidenin valinta Yhdysvaltain presidentiksi tuskin yksin vähentää radikaalisti Euroopan tarvetta kyetä toimimaan yhtenäisesti.

⁷ *Hetemäki (2015) tarkastelee usealta kannalta markkinakurin edellytyksiä. Myös Leino-Sandberg ja Vibriälä (2020b) sisältää pohdintaa politiikan kurinalaisuutta vahvistamista toimista.*

8. Suomen syytä olla aktiivinen kansallisen vastuun vahvistamisessa

Euroopan unioni on Suomelle sekä taloudellisesti että poliittisesti tärkeä. Suomen bkt:n ja kulutuksen tason voidaan arvioida olevan 4–6 % korkeampi EU-jäsenyyden ansiosta kuin jos Suomi olisi EU:n ja sen sisämarkkinoiden ulkopuolella (Campos ym. 2019, Felbermayr 2020). Bkt:n tasossa puhutaan siis 10–15 miljardin euron vuotuisesta hyödystä. Tämä perustuu ennen kaikkea sisämarkkinoiden tuomiin etuihin. Euroalueen jäsenyyden taloudellisesta hyödystä Suomelle ei ole näyttöä, pikemminkin Suomella on ollut vaikeuksia sopeutua sen työmarkkinoiden sopeutumiskyvylle asettamiin vaatimuksiin. Eurojäsenyys sitoo kuitenkin Suomen automaattisesti yhteisvastuuseen, josta voisi pahimmillaan syntyä merkittäviä tappioita, mikäli euroalue hajoaisi.

Unionin jäsenyys on myös olennainen parannus Suomen aiempaan poliittiseen asemaan. Jäsenyys tuo Suomelle turvaa sen ainoan todellisen turvallisuusuhan, Venäjän painostuksen ja aggression varalta. Samalla jäsenyys antaa Suomelle mahdollisuuden vaikuttaa asioihin, joissa yksittäinen pieni maa on voimaton. Tämä koskee niin kauppapolitiikkaa suhteessa EU:n ulkopuoliseen maailmaan kuin EU:n sääntelyvallan vaikutusta talouden, ympäristön, ihmisoikeuksien jne. kysymyksissä. Näiden poliittisten hyötyjen saaminen edellyttää kompromisseja ja vastavuoroisuutta. Klubin jäsenyyteen kuuluu tietty solidaarisuus.

Näistä taloudellisista ja poliittista näkökohdista seuraa, että akuutissa pandemiakriisissä, joka on vaikuttanut Suomen talouteen toistaiseksi ehkä vähiten EU-maista, Suomen on syytä tukea pandemiasta enemmän kärsineitä eli

kantaa yhteisvastuuta. Näin paitsi vähennetään välitöntä riskiä eurokriisiä muistuttavasta kriisistä, myös turvataan Suomen mahdollisuutta saada tukea, kun me sitä itse tarvitsemme. Samoin mainituista poliittisista seikoista seuraa, ettei Suomen kannata pyrkiä eroon eurojäsenyydestä, vaikka se sellaisenaan on pikemmin riski kuin hyöty Suomen taloudelle.⁸

Sen sijaan nämä poliittiset seikat eivät millään tavoin tee perusteettomaksi pyrkiä huolehtimaan siitä, että väistämättömän yhteisvastuun vastapainona on yhteisesti sovittujen sääntöjen noudattaminen ja vastuullisen politiikan harjoittaminen niin, että yhteisvastuuseen liittyvien riskien suuruus pienenee. Suomella on euroalueen jäsenenä tähän suurempi intressi kuin esimerkiksi Ruotsilla tai Tanskalla. Suomen tulisikin olla aktiivinen elpymispaketin luoman tosiasiallisen yhteisvastuun lisääntymisen tasapainottamiseksi jäsenmaiden taloudenpidon kurinalaisuutta tukevien uudistusten avulla. □

⁸ Eurosta eroamiselle ei ole olemassa juridista prosessia toisin kuin EU-erolle. Tästä huolimatta on vaikea kuvitella, että Suomi ei näin halutessaan voisi tehdä, yhtä vähän kuin sen oli ”pakko” liittyä euroalueeseen 1998. Eron poliittiset seuraukset mahdollisuuksille saada muilta tukea Suomelle tärkeissä asioissa olisivat kuitenkin todennäköisesti hyvin suuret, sen ohella, että ero aiheuttaisi tilapäisiä taloudellisia kustannuksia. Näitä ja muita eurojäsenyyttä koskevia näkemyksiäni olen perustellut blogissani Vibriälä (2017).

Kirjallisuus

- Alcidi C., P. D’Imperio ja G. Thirion (2017), Risk-sharing and Consumption-smoothing Patterns in the US and the Euro Area: A comprehensive comparison. CEPS Working Document No. 2017/04, May 2017, https://www.ceps.eu/download/publication/?id=9999&pdf=No%202017_04%20Alcidi%20et%20al%20EMU%20vs%20US%20Risk%20Sharing.pdf.
- Arnold, N. ym. (2018), A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area. IMF, SDN 18/03, <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2018/03/22/A-Central-Fiscal-Stabilization-Capacity-for-the-Euro-Area-45741>.
- Asdrubali, P., Sorensen, B. ja Yosha, O. (1996), “Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990”, *Quarterly Journal of Economics* 111 (4): 1081–1110.
- Bénassy-Quéré A. ym. (2018), “Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform”, CEPS Policy Insight No. 91, https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight91.pdf.
- Campos, N., Coricelli, F. ja Moretti, L. (2019): Institutional integration and economic growth in Europe, *Journal of Monetary Economics* 103, 88–104.
- Delpla, J. ja von Weizsäcker, J. (2010), “The blue bond proposal”, Bruegel Policy Brief 2010/03, https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/imported/publications/1005-PB-Blue_Bonds.pdf.
- European Commission (2011), Green paper on the feasibility of stability bonds, COM(2011) 818 final, [https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com\(2011\)0818_/com_com\(2011\)0818_en.pdf](https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/2009_2014/documents/com/com_com(2011)0818_/com_com(2011)0818_en.pdf).
- ESRB (2018), *Sovereign bond-backed securities: a feasibility study*, https://www.esrb.europa.eu/pub/task_force_safe_assets/shared/pdf/esrb.report290118_sbbs_volume_I_mainfindings.en.pdf.
- Farhi, E. ja Werning, I. (2017), “Fiscal Unions.” *American Economic Review* 107 (12): 3788-3834, https://scholar.harvard.edu/files/farhi/files/pages_from_fiscal-unions-aer-revision-2new-main.pdf.
- Felbermayr, G., Gröschl, J. ja Heiland, I. (2020), “Complex Europe: Quantifying the Cost of Disintegration”, CEPR Discussion Paper 15200, https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=15200.
- Hetemäki, M. (2015), Eurokriisin syyt ja euroalueen tulevaisuus, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 111 (1): 16–39.
- Kenen, P. (1969), “The Optimum Currency Area: An Eclectic View”, teoksessa Mundell, R. ja Swoboda, A. (toim.), *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press, Chicago.
- Lagarde C. (2020), Haastattelu 19.10.2020, *Le Monde*, <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2020/html/ecb.in201019~45f5cf8040.en.html>.
- Leino-Sandberg, P. ja Vihriälä, V. (2020a), Elpymisrahasto, fiskaaliunioni ja EU:n yhtenäisyys, <https://www.vesavihriala.fi/2020/05/elpymisrahasto-fiskaaliunioni-ja-eun-yhtenaisyys/>.
- Leino-Sandberg, P. ja Vihriälä, V. (2020b), Elpymisrahastoratkaisusta EU:n tulevaisuuteen, <https://www.vesavihriala.fi/2020/09/elpymisrahastoratkaisusta-eun-tulevaisuuteen/>.
- Perotti, R. (2020), “Understanding the German Criticism of the Target System and the Role of Central Bank Capital”, NBER WP 27627, <https://www.nber.org/papers/w27627>.

- Pisani-Ferry, J. (2020), "European Union recovery funds: strings attached, but not tied up in knots", Bruegel Policy Contribution No. 19, <https://www.bruegel.org/2020/10/european-union-recovery-funds-strings-attached-but-not-tied-up-in-knots/>.
- Pisani-Ferry J. ja J. Zettelmeyer (2019), "Risk sharing plus market discipline: A new paradigm for euro area reform? A Debate", VoxEU, <https://voxeu.org/article/risk-sharing-plus-market-discipline-new-paradigm-euro-area-reform-debate>.
- Scholz, O. (2020), "Together for Europe's recovery and for a better, more sovereign Europe", Puhe, Bruegel Annual Meetings 3.9.2020, <https://www.eu2020finance.de/en/news/together-for-europes-recovery-and-for-a-better-more-sovereign-europe>.
- Spolaore, (2015), The Political Economy of European Integration, teoksessa Badinger, H. ja Nitsch, V. (toim.), *Routledge Handbook of the Economics of European Integration*, <https://www.routledgehandbooks.com/doi/10.4324/9781315796918.ch26>.
- Thirion, G. (2017), European Fiscal Union: Economic rationale and design challenges. CEPS Working Document 2017/01, <https://www.ceps.eu/wp-content/uploads/2017/01/WD2017-01GT%20FiscalUnion.pdf>.
- Vihriälä, V. (2017), Euro ja Suomi: eron sijasta huomio työmarkkinoihin, <https://www.etla.fi/ajankohtaista/kolumnit/euro-ja-suomi-eron-sijasta-huomio-tyomarkkinoihin/>.
- Wyplosz, C. (2017), Fiscal discipline in a monetary union without fiscal union, teoksessa Odor, L. (toim.), *Rethinking Fiscal Policy After the Crisis*, Cambridge University Press, Cambridge, UK.