

# Euro täyttää kymmenen vuotta

Euroopan talous- ja rahaliiton ensimmäisen vuosikymmenen rahataloudellinen kehitys on ollut monelta osin suotuisaa. Talouskasvu erityisesti suurissa jäsenmaissa on kuitenkin jäänyt vaatimattomaksi. Viime aikoina inflaatio ja sittemmin finanssikriisi ovat aiheuttaneet ongelmia.

Antti Suvanto  
Osastopäällikkö  
Suomen Pankki  
antti.suvanto@bof.fi





**T**oukokuun alussa 1998 Euroopan unionin johtajat kokoontuivat Brysseliin päättämään siitä, mitkä EU:n jäsenmaista tulevat osallistumaan talous- ja rahaliiton ensimmäiseen vaiheeseen. Samalla päätettiin valuuttojen siirtymäkurseista. Euroopan keskuspankki aloitti toimintansa kuukautta myöhemmin.

Euro otettiin käyttöön tilivaluuttana vuoden 1999 alussa. Samanaikaisesti siirryttiin yhteiseen rahapolitiikkaan. Siirtymistä oli edeltänyt neljän vuoden intensiivinen valmistelutyö, jonka aikana oli luotu oikeudellinen, regulatorinen ja tekninen perusrakenne yhteisen rahapolitiikan harjoittamiselle. Kansalliset maksujärjestelmät oli saatettava toimimaan yhdessä reaaliaikaisesti. Rahapolitiikan operatiiviset järjestelmät oli yhtenäistettävä, ja tilastojen ja muiden tietojen kerääminen oli harmonisoitava.

Euroalueen kansalaisten kannalta kaikkein näkyvin muutos tapahtui vuoden 2002 alussa, jolloin euromääräiset setelit ja kolikot otettiin käyttöön kahdessatoista EU:n jäsenmaassa. Tätä oli edeltänyt mittava tuotannollinen ja logistinen operaatio sen varmistamiseksi, että uudet setelit ja kolikot olisivat jaettavissa liikkeeseen käyttäjille heti vuoden alussa.

Kymmenen vuoden aikana euroalueeseen kuuluvien maiden lukumäärä on noussut yhdestätoista viiteentoista.<sup>1</sup> Vuoden 2009 vaihteessa luku nousee kuuteentoista, kun Slovakia liittyy joukkoon. Muutaman vuoden kuluessa taas uusia maita on liittymässä rahaliittoon.

Kun euro pian täyttää kymmenen vuotta, on aiheellista kysyä, miten hyvin talous- ja rahaliitto on täyttänyt sille asetetut toiveet ja

<sup>1</sup> Vuonna 1999 yhteiseen rahaan siirtyivät Belgia, Espanja, Hollanti, Irlanti, Italia, Itävalta, Luxemburg, Portugali, Ranska, Saksa ja Suomi. Kreikka tuli mukaan vuoden 2001 alussa, Slovenia vuoden 2007 alussa, Kypros ja Malta vuoden 2008 alussa.

tavoitteet ja millaisia haasteita sillä on edessä.<sup>2</sup>

## Rahataloudellinen vakaus

Voidaan melko luottavaisesti sanoa, että talous- ja rahaliitto on onnistunut hyvin ainakin yhdessä sen keskeisimmistä tavoitteistaan. Se on pystynyt turvaamaan rahataloudellisen vakauden. Rahataloudellinen vakaus tarkoittaa sitä, että korot pysyvät suhteellisen vakaina ja ennustettavina ja että valuuttamarkkinoilla ei synny vakavia häiriöitä. Näin on kymmenen viime vuoden aikana käynyt, vaikka ajanjaksoon mahtuukin monenlaisia vaihteita.

Väitteen voi allekirjoittaa tänäkin päivänä siitä huolimatta, että Eurooppa on muun maailman mukana joutunut vakavan rahoitusmarkkinakriisin kouriin. Ilman rahaliittoa kriisin vaikutukset olisivat Euroopassa todennäköisesti huomattavasti pahemmat kuin mitä tähän mennessä on nähty. Mahdollisesti Eurooppa olisi ajautunut rahataloudelliseen sekasortoon.

Aikaisempina vuosikymmeninä Euroopan maat olivat joutuneet aika ajoin rahataloudellisen epävakauden tilaan. Valuuttakursseihin oli syntynyt jännitteitä yleensä olosuhteissa, joissa taloudellinen kasvu oli merkittävästi hidastunut. Näin tapahtui 1970-luvun puolivälissä,

<sup>2</sup> Euron kymmenvuotistaipaleesta on kuluvan vuoden aikana puhuttu ja kirjoitettu paljon. Informatiivisimmat tietolähteet ovat European Commission (2008) ja European Central Bank (2008).

1980-luvun alussa ja uudelleen 1990-luvun alussa. Epävakauden syynä olivat enimmäkseen koordinoimaton rahapolitiikka ja sen aiheuttamat inflaatioerot, harvemmin ulkoisista tekijöistä johtuvat epäsymmetriset häiriöt.<sup>3</sup>

Vastaavia valuuttakurssijännitteitä olisi todennäköisesti syntynyt 2000-luvun alussa, jolloin maailmantalouden kasvu teknologiakuplan puhkeamisen jälkimainingeissa hiipui. Rahaliiton sisällä tällaisia jännitteitä ei voinut syntyä. Merkittävä ero aikaisempiin vastaaviin suhdannevaiheisiin oli myös se, että rahapolitiikkaa voitiin noissa oloissa nopeasti keventää, jolloin lyhyet reaalkorot laskivat. 1990-luvun alussa reaalkorot useimmissa maissa nousivat, mikä pahensi taantumaa (European Commission 2008, 38–39).

On todettava, että rahataloudellinen vakaus voitaisiin periaatteessa turvata sillä, että Ruotsin tapaan kunkin maan itsenäinen keskuspankki huolehtisi hintavakaudesta ja valuuttakurssit kelluisivat. Tämä ei kuitenkaan edistäisi sisämarkkinoiden toimintaa. Keskinäisiä valuuttakursseja olisi liian monia ja niiden vaihtelut parhaassakin tapauksessa niin suuria, että maiden välinen kauppa ja pääomaliikkeet kärsisivät. Tämä löisi korvalle tavoitetta kehittää sisämarkkinoita.

<sup>3</sup> Epäsymmetriset häiriöt koskettavat eri maita eri lailla. 1990-luvun alussa tilanteeseen vaikutti myös Saksan yhdistymisen aiheuttama epäsymmetrinen häiriö, joka nosti Saksan markan reaalista tasapainovaluuttakurssia suhteessa muihin ERM-valuuttoihin. Tuolloisessa Euroopan valuuttakurssimekanismissa eli ERMissä eräiden EU-maiden valuutat oli sidottu toisiinsa keskuskursien ja sallittujen vaihteluvälien kautta.

Rahaliiton ulkopuolelle jättäytyneen Ruotsin näkökulmasta tilanne on toinen. Ruotsi on hyötynyt siitä, että sillä on naapurina suuri, rahataloudellisesti vakaa talousalue sen sijaan, että se olisi taloudellisessa kanssakäymisessään joutunut kohtaamaan vaihtelevin valuuttakurssein kumppaneita kuudestatoista eri maasta.

Tämä nostaa esiin tärkeän näkökulman. EMU on tuonut rahataloudellista vakautta omaa aluettaan suuremmalle kokonaisuudelle. Sillä on toisin sanoen ollut positiivisia ulkoisvaikutuksia. EU:n uusilla jäsenmailla on ollut vahva kannustin harjoittaa hintavakauteen ja kestävään julkiseen talouteen tähtäävää talouspolitiikkaa, jotta ne voisivat myöhemmin liittyä yhteiseen rahaan. EMU:n ulkopuolelle jättäytyneillä vanhoilla jäsenmailla on ollut vahva kannustin säätää omat talouspoliittiset tavoitteensa sellaisiksi, että ne ovat yhteensopivia euroalueen vakaustavoitteiden kanssa. Esimerkkinä voi mainita Ruotsin, jonka inflaatiotavoite ei juuri poikkea EKP:n hintavakaustavoitteesta ja jossa julkisen sektorin rahoitusasema on onnistuttu pitämään vahvempana kuin useimmissa euroalueen maissa.

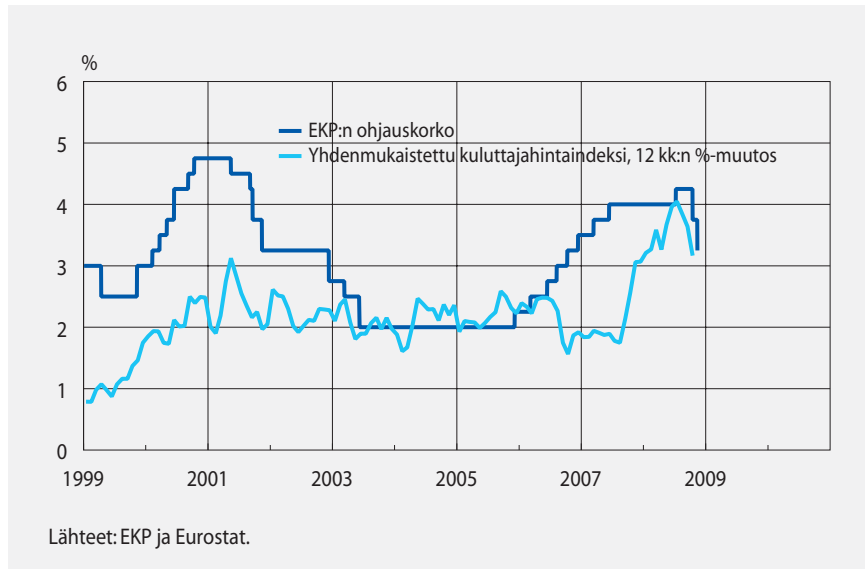
## Hintavakaus

Euroalueen näkökulmasta rahataloudellinen vakaus on suurin piirtein sama asia kuin hintavakaus. Hintavakaus tarkoittaa inflaation pitämistä matalana ja inflaatio-odotusten ankuroimista matalan inflaation tavoitteeseen. Tämä lisää rahapolitiikan ennustettavuutta ja onnistuessaan vähentää korkojen vaihteluita.

Nykyään vallitsee laaja yhteisymmärrys, että hintavakaus vahvistaa talouden kasvupotentiaalia. Se vähentää epävarmuutta, mikä näkyy alemmina reaalkorkoina, mikä puolestaan tukee in-

Ilman EMUa finanssikriisi olisi Euroopassa todennäköisesti paljon nykyistä pahempi.

Kuvio 1. Rahapolitiikka ja inflaatio euroalueella.



vestointeja. Toisaalta hintavakaus lisää markkinoiden kilpailullisuutta, mikä tukee tuottavuuden kasvua. Toistaiseksi ei ole löytynyt evidenssiä eikä argumentteja, jotka asettaisivat tämän näkemyksen kyseenalaiseksi.

Euroopan keskuspankin ensisijaiseksi tehtäväksi on annettu hintavakauden turvaaminen. EKP:n neuvosto on itse määritellyt hintavakauden operationaaliseksi tavoitteeksi euroalueen kuluttajahintojen nousun, jonka tulee keskipitkällä aikavälillä olla kahden prosentin alapuolella, joskin lähellä sitä. Keskipitkä aikaväli tarkoittaa 1,5–2 vuoden periodia, mihin mennessä hintavakaustavoitteeseen olisi päästävä.

Menneen kymmenen vuoden aikana euroalueen inflaatiovauhti on yhdenmukaisella kuluttajahintaindeksillä mitattuna ollut lähellä kahta prosenttia, mutta hieman sen yläpuolella (kuvio 1). Hintavakaustavoitetta ei toisin sanoen ole täysin saavutettu, mutta viime vuoden syksyyn saakka pysyttiin hyvin lähellä sitä.

Vuoden 2000 alusta viime vuoden syksyyn saakka inflaatiovauhdin vuosit-

taiset vaihtelut olivat hyvin pieniä. Maa-kohtaisesti inflaatiovaihtelut olivat luonnollisesti suurempia, mutta silti omaan historiaansa nähden varsin vaimeita. Euroalueen maiden väliset inflaatioerot ovat niin ikään supistuneet. Ne eivät enää ole sen suurempia kuin eri metropolialueiden välillä havaitut inflaatioerot ovat Yhdysvalloissa (European Central Bank 2008, 78).

Myös inflaatio-odotukset ovat enimmäkseen pysyneet hyvin ankuroituina. Keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat suurimmaksi osaksi pysyneet lähellä EKP:n inflaatiotavoitetta. Inflaatio-odotusten ankuroituminen matalalle tasolle on alentanut nimellisten korkojen ohella myös reaalisia korkoja. Euron aikana pitkät reaalikorot ovat olleet keskimäärin 2,5 prosentin paikkeilla, kun ne

1990-luvulla olivat enimmäkseen 4 prosentin yläpuolella.

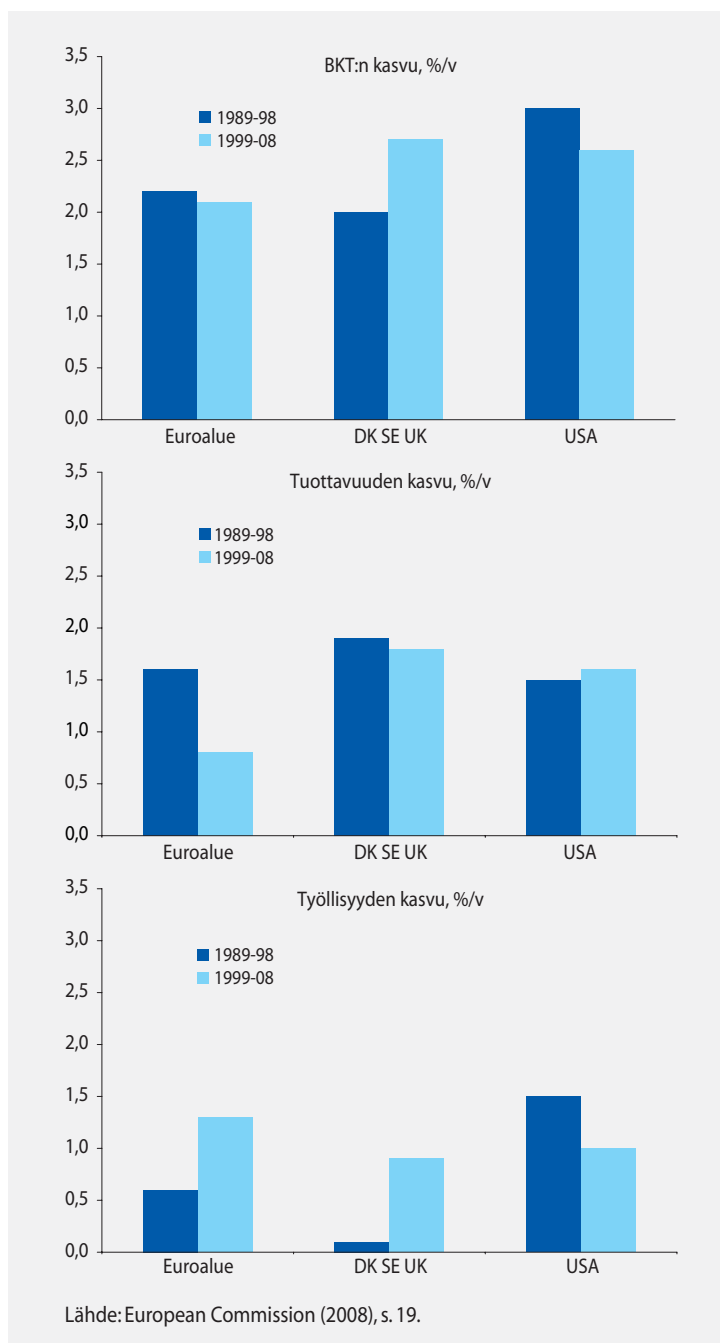
Viime vuoden syksyllä inflaatio alkoi ruuan ja energian hintojen nousun vauhdittamana nopeasti kiihtyä. Samaan aikaan inflaatio-odotusten koahoaminen alkoi näkyä rahoitusmarkkinoiden hinnoittelussa. Myös kyselyihin perustuvat tiedot kertoivat pitkän aikavälin inflaatio-odotusten asteittaisesta siirtymisestä ylöspäin. Inflaation nopeutuminen ja inflaatio-odotusten selvä kiihtyminen saivat EKP:n neuvoston nostamaan ohjaukskorkoa heinäkuussa. Rahoituskriisin syveneminen, talousnäkömyien jyrkkä heikkeneminen ja raaka-ainehintojen lasku muuttivat inflaationäkymiä olennaisesti tämän vuoden lokakuussa. Sen seurauksena rahapolitiikkaa ryhdyttiin nopeasti keventämään.

Terveellä pohjalla oleva julkinen talous on hintavakauden ohella toinen talous- ja rahaliiton kulmakivi. Suuret budjettialijäämät ja paisuva julkinen velka olivat useimpien nykyisten euroalueen maiden ongelma 1990-luvun puoliväliin saakka. Se oli yksi syy korkeille reaalikoroille ja samalla pysyvä uhka hintavakaudelle. Suurilla budjettialijäämillä on taipumus nostaa reaalkorkoja, koska valtion rahoitustarpeen tyydyttäminen jättää vähemmän rahoitusta yksityisen sektorin investointitarpeen tyydyttämiseen. Monesti tällainen tilanne on luonut paineita rahapolitiikan keventämiseksi ja synnyttänyt epäilyjä siitä, että valtion velkaa tullaan lopulta helpottamaan antamalla inflaation kiihtyä. Tämä on syy sille,

2000-luvulla euroalueen inflaatio pysyi pitkään lähellä kahta prosenttia ja reaalikorko aiempaa matalampana.



Kuvio 2. Talouskasvu ja sen komponentit euroalueella, Yhdysvalloissa sekä Iso-Britanniassa, Ruotsissa ja Tanskassa.



miksi perustamissopimukseen on kirjattu selkeä kieltö sille, että keskuspankit eivät saa suoraan rahoittaa valtiota tai muita julkisen sektorin yksiköitä.

Euroaikana julkisen talouden rahoitusasema on ratkaisevasti parantunut. Vuosina 1999–2008 budjettialijäämien koko oli keskimäärin runsaat 1,5 prosenttia, kun 1980- ja 1990-luvulla se oli tyypillisesti yli neljä

prosenttia bruttokansantuotteesta (European Commission 2008, 19).

## Kasvu ja työllisyys

Euroalueen reaalityaloudellista kehitystä kymmenen viime vuoden aikana leimaa työllisyyden nopea kasvu ja työn tuottavuuden hidas kasvu. Kokonaistuotannon kasvu on euroaikana jäänyt runsaaseen kahteen prosenttiin. EMU:n ulkopuolelle jääneet vanhat jäsenmaat (Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) ovat panneet puoli prosenttiyksikköä paremmaksi (kuvio 2). Ero ei ole mitätön. Puolen prosenttiyksikön kasvuerosta kumuloituu kymmenessä vuodessa viiden prosentin ero kokonaistuotannon tasossa. Henkeä kohden laskettuna kasvueroinen euroalueen ja Yhdysvaltojen välillä häviää, mutta euroalueen ulkopuolisten vanhojen EU-maiden etumatka säilyy.

Työllisyyden kasvu sitä vastoin on yllättänyt positiivisesti. Euroalueelle on syntynyt kymmenessä vuodessa 16 miljoonaa työpaikkaa. Se on yli kaksi kertaa enemmän kuin edellisen kymmenvuotisperiodin aikana. Työttömyysaste on euroaikana alentunut runsaalla kolmella prosenttiyksiköllä. Seitsemän prosentin työttömyys noususuhdanteen huipulla on tosin edelleen korkea luku, mikä kertoo työmarkkinoiden rakenteellisista ongelmista.

Euroalueen työn tuottavuuden kasvu on euroaikana ollut keskimääräistä, ellei peräti surkeaa. Vuotuinen kasvuvauhti on jäänyt keskimäärin yhden prosentin alapuolelle. Vauhti on ollut puolet hitaampi kuin edellisellä kymmenvuotiskautena. Vertailualueilla tuottavuuden kasvu on vuoden 1999 jälkeen ollut kaksi kertaa niin nopea kuin euroalueella.

Hyvä työllisyyskehitys ja heikko tuottavuuskehitys riippuvat toisistaan. Euroopassa on tehty työmarkkinareformejja, jotka ovat parantaneet niin sanotun matalan tuottavuuden työntekijöiden työllisyyttä. Aiemmin harmaan talouden piirissä toimineita työntekijöitä on otettu avoimille markkinoille. Joissakin maissa maahanmuutto on ollut nopeaa ja maahanmuuttajat ovat työllistyneet palvelutoimialoilla ja rakennustoiminnassa, missä tuottavuuden kasvu on ollut hidasta.

Käytännössä on mahdoton sanoa, mikä on ollut euron vaikutus euroalueen hyvään työllisyyskehitykseen, heikkoon tuottavuuskehitykseen tai keskimääräiseen talouskasvuun. Ylipäätään euroalueen reaalityalouden kehitystä on vaikea kuvata johdonmukaisesti koko alueen aggre-

gaattitilastojen perusteella, sillä maakohtaiset erot ovat olleet hyvin suuria.

Espanjassa, Irlannissa ja Kreikassa kasvu on ollut muita nopeampaa, mutta niin on myös inflaatio niissä edennyt keskimääräistä nopeammin. Euron käyttöönotto pani tähän prosessiin vauhtia, koska se pakotti näiden maiden keskuspankit alentamaan ohjaukorkojaan juuri ennen yhteiseen rahapolitiikkaan siirtymistä. Italiassa ja Portugalissa inflaatio on euroaikana ollut keskimääräistä nopeampaa, mutta samalla maat ovat kärsineet hyvin hitaasta kasvusta. Edellä mainittujen maiden vaihtotase on ollut alijäämäinen. Suhteellisilla yksikkötyökustannuksilla mitattuna nämä maat ovat menettäneet kilpailukykyään euroalueen muihin maihin (European Commission 2008, 53–54).

Toisessa päässä on maita, kuten Saksa, Itävalta ja Suomi, joiden vaihtotase on ollut ylijäämäinen ja joiden kilpailukyky on parantunut suhteessa muihin euroalueen maihin. Tämä on tapahtunut joko muita maita hitaamman palkkojen nousun (Saksa ja Itävalta) tai muita maita nopeamman tuottavuuskehityksen (Suomi) kautta. Inflaatio on ollut muita alhaisempi, mikä tarkoittaa sitä, että lyhyt reaalkorko on ollut korkeampi kuin muualla. Ainakaan Suomen kohdalla tämä ei näytä hidastaneen taluskasvua, sillä se on ollut euroalueen (EU12) kolmanneksi nopeinta.

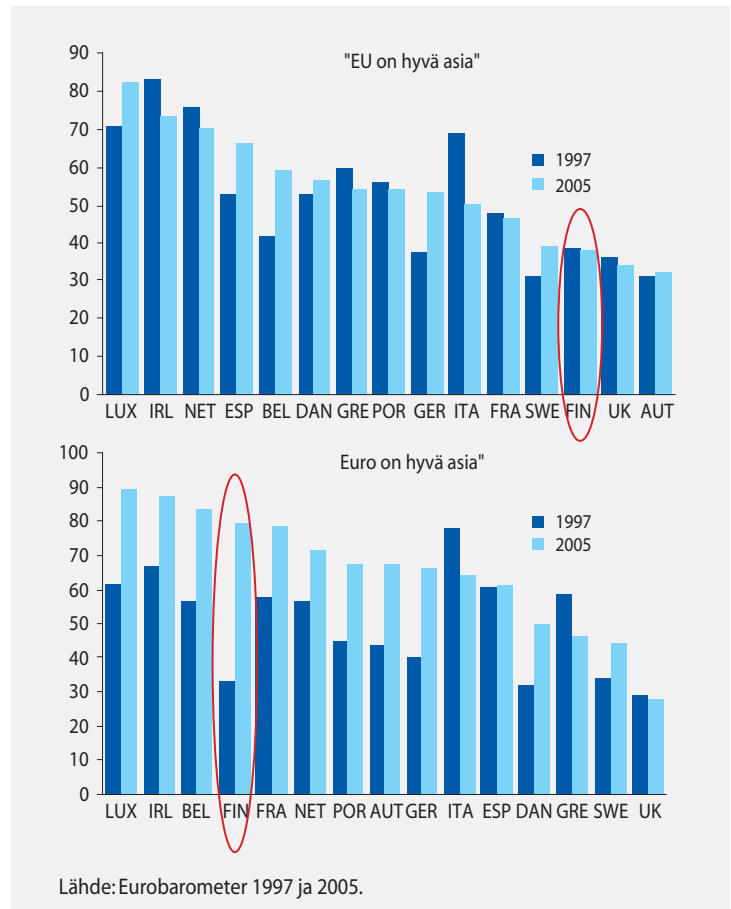
## Suomen kokemukset rahaliitosta

Suomen taloudellinen kehitys on euroaikana ollut kaikin puolin myönteinen. Taloudellinen kasvu on ollut euroalueen keskimääräistä kasvua selvästi nopeampaa. Viime vuoden loppuun saakka inflaatio oli selvästi muita hitaampaa, suuren osan ajasta euroalueen hitainta. Työllisyyden kasvu on ollut ripeää, ja työttömyysaste on laskenut euroalueen keskiarvon alapuolelle.

Mielipidemittausten mukaan suomalaiset suhtautuvat yhteiseen valuuttaan hyvin myönteisesti. Eurobarometrin mukaan vuonna 2005 peräti 80 prosenttia suomalaisista piti euroa hyvänä asiana (kuvio 3). Ainoastaan luxemburgilaiset, irlantilaiset ja belgialaiset panivat paremmaksi. Muutos on suuri, kun vuoden 2005 tulosta verrataan vuoden 1997 mittaukseen. Tuolloin suomalaiset suhtautuivat euroon yhtä epäilevästi kuin britit, tanskalaiset ja ruotsalaiset.

Tätä taustaa vasten on mielenkiintoista todeta, että samana vuonna 2005 eurosta innostuneet suomalaiset

Kuvio 3. EU:n ja EMUn suosio kansalaisten keskuudessa.

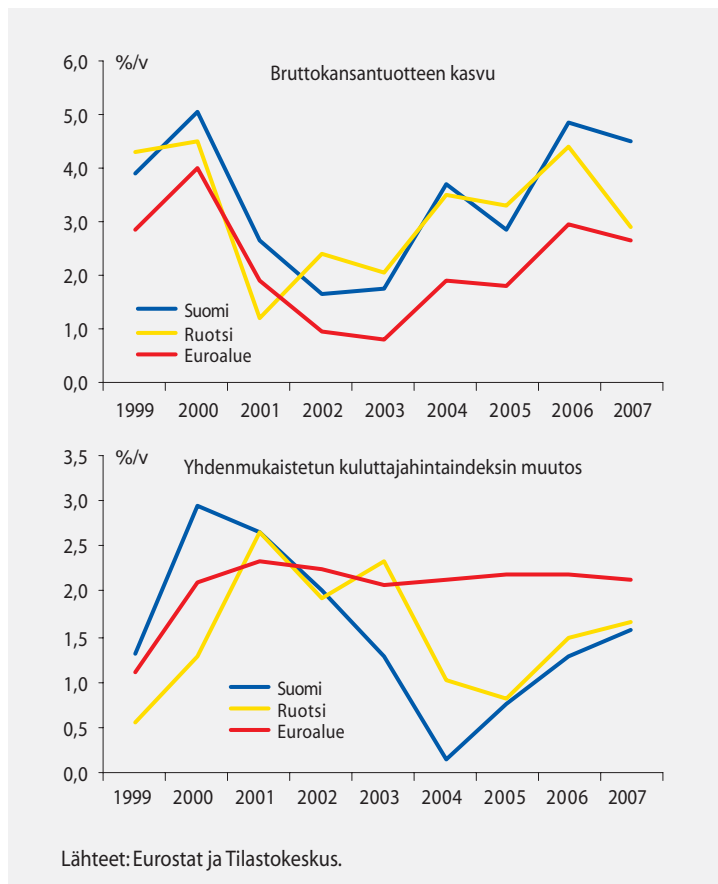


suhtautuivat Euroopan unioniin sangen epäilevästi. Vain alle puolet suomalaisista piti EU:ta hyvänä asiana. Meitä epäileväisempiä olivat ainoastaan britit ja – hieman yllättäen – itävaltalaiset. Vuoteen 1997 verrattuna suomalaisten suhtautuminen EU:hun oli itse asiassa hieman heikentynyt, kun taas ruotsalaisten suhtautuminen oli samana aikana muuttunut myönteiseen suuntaan.

Usein kuultu kysymys on, missä määrin jäsenyys rahaliitossa selittää Suomen taloudellisen menestyksen 2000-luvulla. Tähän kysymykseen on vaikea vastata, sillä emme voi tietää, millainen kehitys meillä rahaliiton ulkopuolella olisi ollut. Näissä asioissa kun ei voi tehdä laboratoriokokeita. Lähimmäksi sellaista koetta päästään, kun ver-

Euroalueen hyvä työllisyyskehitys on yhdistynyt heikkoon tuottavuuskehitykseen.

Kuvio 4. Kasvu ja inflaatio Suomessa, Ruotsissa ja euroalueella.



rataan Suomea rakenteellisesti samankaltaiseen, rahaliiton ulkopuolelle jättäytyneeseen EU:n jäsenmaahan, Ruotsiin.<sup>4</sup>

Ruotsin ja Suomen talouskehitys on 2000-luvulla ollut hyvin samankaltaista. Molempien maiden taloudellinen kasvu on ollut noin prosenttiyksikön verran nopeampaa kuin euroalueen kasvu. Inflaatio on enimmäkseen ollut 0,5–1 prosenttiyksikön verran hitaampaa kuin euroalueella. Työllisyyden kasvu on molemmissa maissa ollut nopeaa. Molemmissa maissa julkinen talous on ollut ylijäämäinen.

<sup>4</sup> Suomen ja Ruotsin kokemuksista matkalla euroon ja euron aikana ks. Mayes ja Suvento (2002, 2007).

”Myös Ruotsi on hyötynyt rahaliiton mukanaan tuomasta rahataloudellisesta vakaudesta.”

Merkittäviä eroja on itse asiassa hyvin vaikea löytää. Si- ten vertailu Ruotsiin ei näytä antavan vastausta yllä esi- tettyyn kysymykseen. Suomi on pärjännyt hyvin siitä huolimatta, että se kymmenen vuotta sitten päätti luopua kansallisesta rahapolitiikasta. Ruotsi taas näyttää pärjänneen vallan hyvin rahaliiton ulkopuolellakin. Suo- tuisa talouskehitys on kummassakin maassa vahvistanut kansalaisten käsitystä siitä, että aikanaan tehty valinta oli hyvä. Tämä selittää eron mielipidemittausten tuloksissa. Jos talouskehitys olisi ollut heikkoa, kansalaisten mieli- kuva EMUsta olisi saattanut olla toisenlainen.

Merkitseekö tämä sitten sitä, että ei ole lainkaan vä- liä sillä, kuuluuko rahaliittoon vai ei? Ei tietenkään. Sekä Suomi että Ruotsi ovat hyötynyt rahaliiton mukanaan tuomasta rahataloudellisesta vakaudesta. Rahataloudel- linen vakaus edistää taloudellista kasvua edellyttäen, et- tä hintavakaus on odotettu ja hyväksytty, julkinen talous on kestäväällä pohjalla, markkinoiden kilpailullisuuteen suhtaudutaan myönteisesti ja työmarkkinat toimivat joustavasti. Suomessa ja Ruotsissa nämä ehdot on täytet- ty ehkä paremmin kuin useimmissa euroalueen maissa.

### Edessä vakavia haasteita

Eurojärjestelmän rahapolitiikka on rahoitusmarkkinakrii- sin vuoksi joutunut ennen näkemättömän vaikeaan tilan- teeseen. Rahapolitiikan normaali välitysmekanismi EKP:n ohjauskorosta markkinakorkoihin ei toimi, koska pankkien väliset markkinat toimivat huonosti, jos lain- kaan. Yritysten ja kotitalouksien rahoituskustannukset ovat nousseet ja luottomarkkinat ovat kiristyneet, vaikka ohjauskorkoja on laskettu ja niiden odotetaan laskevan lisää. Avomarkkinaoperaatioilla on vaikea pitää pankkien välisten markkinoiden yli yön-korkoa ohjauskoron lähel- lä, koska pankit hamstraavat likviditeettiä ja tallettavat ylimääräiset rahansa keskuspankkiin sen sijaan, että lai- naisivat ne muille pankeille korkeammalla korolla.

Rahoitusmarkkinakriisi on monissa euroalueen ulkopuo- lisissa maissa lisännyt rahaliiton suosiota. Syynä on se, että on saatu kokemusta siitä, miten pienten maiden on hankala selviytyä globaalien rahoitusmarkkinoiden turbulenssissa varsinkin, jos maan pankkisektori on suuri suhteessa talou- den kokoon. Likviditeettipulan iskiessä kansallisen keskus- pankin operaatiomahdollisuudet käyvät helposti niukoiksi. Rahaliitossa puskuria ja muskeliä on tarjolla enemmän.

Vaikka euron kymmenvuotistaivalta voi monessa mie- lessä pitää menestyksenä, edessä on vakavia haasteita



Antti Suvanto näkee, että Euroalue on nyt kohdannut tähänastisesti vaikeimman haasteensa. Globaalinen pankkikriisi on heittänyt kapuloita rahapolitiikan välittymismekanismiin. Poikkeukselliset olot puoltavat finanssipolitiikankin puolella poikkeuksellisia toimia. Nyt jo nähdään, että pienelle maalle rahaliiton ulkopuolella oleminen ei anna mitään suojaa.

vielä senkin jälkeen, kun rahoitusmarkkinakriisistä on selvitty. Taloudellinen kasvu euroalueen suurissa jäsenmaissa on jäänyt hitaaksi. Vertailu Yhdysvaltoihin osoittaa, että tuottavuuden tasossa on nostamisen varaa erityisesti panostamalla tietotekniikan hyväksikäyttöön. Eteläisissä jäsenmaissa työvoiman käyttöaste (työtuntien määrä työikäiseen väestöön kuuluvaa henkilöä kohti) on alhainen verrattuna Yhdysvaltoihin tai vaikkapa Pohjoismaihin. Tässäkin on siis parantamisen varaa. Yhteisen rahapolitiikan avulla näihin haasteisiin ei voi vastata.

Pitkäaikaiset erot talouden suorituskyvyssä eri euromaiden kesken antavat myös aiheen huoleen. Se kertoo siitä, että palkka- ja hintakehitys ei ole kaikilta osin sopeutunut matalan inflaation ympäristöön. Seurauksena on kilpailukykyyn rapautuminen ja vaihtotaseen vajeen kasvu joissakin maissa. Vaikka vaihtotaseen vaje ei itsessään ole rahaliittoon kuuluvassa maassa ongelma, se voi heijastaa kestävämmätöntä velkaantumista joko yksityisessä tai julkisessa sektorissa. Rahoitusmarkkinakriisin oloissa heikentyneen kilpailukykyyn ja velkaantumisen aiheuttamat ongelmat korostuvat entisestään. Ei ole sattuma, että valtion velkaan liittyvä riskilisä on kriisin aikana noussut eniten niissä maissa, joiden vaihtotaseen alijäämä tai valtion velkaantuminen ovat suurimmat. ■

#### KIRJALLISUUS

European Central Bank (2008), 10<sup>th</sup> Anniversary of the ECB, Monthly Bulletin (Special Issue).

European Commission (2008), EMU@10. Successes and challenges of Economic and Monetary Union, European Economy 2/2008.

Mayes, D. & Suvanto, A. (2002), Beyond the Fringe: Finland and the Choice of Currency, *Journal of Public Policy*, 22:2, 161–182.

Mayes, D. & Suvanto, A. (2007), Meeting the Challenge of Monetary Union: Lessons from the Finnish Experience, *Bank I Kredit (National Bank of Poland's Journal on Economics and Finance)*, 38:10, 3–14.