

Keskustelupuheenvuoro

---

## **Zombi rahaliitossa: markkinakurin vuosikymmenet euroalueella**

*Markus Ojala, valtiotieteiden tohtori, tutkijatohtori, Eurooppa-tutkimuksen keskus, valtiotieteellinen tiedekunta, Helsingin yliopisto*

### Abstrakti

Keskustelupuheenvuoro tarkastelee markkinakurin historiaa Euroopan talous- ja rahaliitossa erityisesti siihen liittyvien puhetapojen näkökulmasta. Puheenvuoro esittää, että markkinakuri on euroalueen taloushallinnan kontekstissa tulkittava zombi-ideana eli toistuvasti poliittisessa keskustelussa esiin nousevana mutta akateemisesti epäuskottavana politiikkaideana. Puheenvuoro tarkastelee markkinakuri-zombin historiaa siihen kytkeytyvien poliittisten kiistojen näkökulmasta. Yhtäältä kiistat ovat koskeneet sitä, onko markkinakuri suotava talousohjauksen mekanismi ja pitäisikö euroalueen jäsenmaihiin kohdistua markkinakuria. Toisaalta on kiistelty siitä, kohdistuuko jäsenmaihiin tosiasiallisesti markkinakuria ja onko tämä ylipäänsä mahdollista. Keskustelupuheenvuoro osoittaa, miten suhtautuminen molempiin kysymyksiin on elänyt euroalueen historiallisten käännteiden mukana.

Avainsanat: Euroopan unioni, Euroopan talous- ja rahaliitto, talouspolitiikka, markkinakuri

---

<https://doi.org/10.51810/pt.137371>

## Johdanto

Jäsenyys Euroopan unionissa (EU) sekä Euroopan talous- ja rahaliitossa (EMU) on kytkenyt suomalaisen poliittisen talouden tiiviisti eurooppalaisiin kehityskulkuihin. Osana unionia ja euroaluetta Suomi on menettänyt rahapoliittisen itsemääräämisoikeuden ja suomalaista talouspolitiikkaa on tehty eurooppalaisen taloushallinnan ja -ohjauksen (*economic governance*) asettamien suuntaviivojen kontekstissa. EU:n jäsenenä Suomi on vastaavasti osallistunut yhteisten talouspolitiikkaa ohjaavien sääntöjen ja instituutioiden poliittiseen muokkaamiseen. Eurooppalaiseen taloushallintaan vaikuttavien ilmiöiden tarkastelu on siksi tärkeää, kun pyrimme ymmärtämään suomalaisen poliittisen talouden lähihistoriaa.

Eurooppalaista talousohjausta on koko jäsenyyden ajan sävyttänyt uusliberaali poliittinen filosofia (van Apeldoorn ym. 2009; Slobodian 2018). Siinä markkinoiden ylentäminen taloudellista toimintaa ohjaavaksi mekanismiksi valtion harjoittaman suunnittelun ja puuttumisen sijasta on ollut keskeinen opinkappale (Foucault 2008). Oppi oli vaikutusvaltainen EMU:a perustettaessa, jolloin markkinat saivat erityisen tehtävän valuutta-alueen vakauden ylläpitämisessä (Gill 1998). Vaikka markkinakuri on euron lyhyen historian aikana useaan kertaan osoittautunut toimimattomaksi taloushallinnan mekanismiksi, sen idea putkahtaa toistuvasti esiin erilaisissa politiikka-aloitteissa (Ojala 2021). Myös Petteri Orpon hallitusohjelman EU-poliittinen linjaus peräänkuuluttaa jälleen kerran markkinakurin palauttamista euroalueelle (valtioneuvosto 2023).

Esitän tässä keskustelupuheenvuorossa, että markkinakurista on tullut euroalueen taloushallintaa koskevaa keskustelua riivaava *zombi-idea*: se ei ole elinkelpoinen, mutta sitä ei kuitenkaan saada lopullisesti kuopattua. Zombi-idean käsite polveutuu Nobel-ekonomisti Paul Krugmanin *New York Timesille* kirjoittamiin kolumneihin ja blogeihin 2000-luvun ensimmäisen vuosikymmenen lopulla (esim. Krugman 2005; 2007; 2009; ks. myös Krugman 2021). Ajatusta kehitteli kuitenkin pidemmälle australialainen ekonomisti John Quiggin (2010; ks. myös Olli Herrasen ja Hannu Laurilan suomennos: Quiggin 2021). Zombeilla sekä Krugman että Quiggin viittaavat sellaisiin taloutta koskeviin ideoihin ja uskomuksiin, jotka taloustieteellinen tutkimus on kerta toisensa jälkeen osoittanut vääriksi mutta jotka kerta toisensa jälkeen

putkahtavat takaisin talouspoliittiseen keskusteluun. Zombi-ideoille on tyypillistä, että niille on vaikea löytää puolustajia akateemisten taloustieteilijöiden keskuudessa. Silti nämä ideat ja uskomukset edelleen elävät omaa elämäänsä talouspolitiikan julkisuudessa, jossa niitä pitävät hengissä poliitikot, ei-akateemiset ekonomistit ja taloudesta kirjoittavat toimittajat. Sen myötä ne muovaavat maallikkokäsityksiä siitä, miten talous toimii. Tämän vuoksi zombi-ideoilla on akateemisen uskottavuutensa heikkoudesta huolimatta huomattavaa poliittista ja ideologista painoarvoa.

Sekä Quiggin että Krugman liittävät zombi-käsitteen erityisesti konservatiivisiin tai uusliberaaleihin talousideoihin. Toisin sanoen he viittaavat zombeilla sellaisiin harhaanjohtaviin taloutta koskeviin uskomuksiin, joita käytetään oikeuttamaan konservatiivista tai uusliberaalia talouspolitiikkaa. Esimerkiksi Quiggin (2010) tarkastelee kriittisesti uskomusta tehokkaista markkinoista, joka oikeuttaa yksityistämisen ja sääntelyn purkamisen kaltaista politiikkaa. Toisena esimerkkinä zombi-ideoista hän käyttää niin sanottua valumaefektiä (*trickle-down economics*), jonka mukaan rikkaita hyödyttävä talouspolitiikka parantaa myös heikommassa olevien asemaa ja jonka avulla voidaan oikeuttaa veronkevennyksiä ja yleisesti taloudellista eriarvoisuutta. Vastaavasti Krugman (2005; 2010) on toistuvasti pitänyt ajatusta veronkevennysten talouskasvua ruokkivasta ja itseään rahoittavasta vaikutuksesta esimerkkinä zombista. Konservatiivisten politiikkaideoiden valikoituminen zombi-kritiikin kohteeksi ei ole sikäli yllättävää, että Quiggin ja Krugman ovat profiloituneet sosiaalidemokraattisen talouspolitiikan kannattajiksi. Jatkankin tässä puheenvuorossa Quigginin ja Krugmanin viitoittamalla tiellä. Esitän, että markkinakuria voidaan pitää jälleen yhtenä uusliberaalina zombi-ideana, joka tyypillisesti oikeuttaa konservatiivista ja oikeistolaista politiikkaa.

Viittaamalla zombeihin tarkoitukseni on esittää kolme huomiota tai väitettä markkinakurista erityisesti euroalueen kontekstissa. Ensimmäinen on, että markkinakurilla on vähän – jos yhtään – uskottavuutta, kun sitä tarkastellaan akateemisena talouden toimintaa koskevana ideana. Toinen huomio on, että markkinakuri tästä huolimatta nousee toistuvasti esiin monien analyttikkojen ja poliitikkojen puheissa, kun he havainnoivat valtioiden velkakirjamarkkinoita tai keskustelevat euroalueen taloushallinnasta. Kolmas huomio on, että EMU:n lyhyen historian aikana on erotettavissa useampia vaiheita, joina markkinakuri näyttää tulleen tapetuksi taloushallintaa koskevassa keskustelussa.

Tästä huolimatta se on aina elvytetty takaisin henkiin. Nämä kolme huomiota perustelevat markkinakurin tulkitsemista zombi-ideana.

Puheenvuoro etenee neljässä vaiheessa. Esittelen ensiksi markkinakurin idean euroalueen taloushallintaa koskevassa diskurssissa. Seuraavaksi katsastan markkinakuria koskevaa akateemista kirjallisuutta ja esitän sen pohjalta, miksi markkinakuria on syytä pitää zombi-ideana. Tämän jälkeen tarkastelen, miten markkinakuri on kytkeytynyt eurooppalaista taloushallintaa koskeviin kiistoihin 2000-luvun taitteesta lähtien. Lopuksi vedän yhteen tarkastelun antia ja pohdin, millaisissa olosuhteissa markkinakurista voisi tulla toimiva taloushallinnan mekanismi.

### **Zombi syntyy: markkinakuri eurooppalaisen taloushallinnan käsitteenä**

Markkinakurilla on erityinen merkitys eurooppalaisen taloushallinnan kontekstissa. Kuten Euroopan keskuspankin (EKP) johtokunnan entinen jäsen José Manuel González-Páramo (2006) määrittelee, käsitteellä viitataan siihen kurinalaistavaan vaikutukseen, jonka yksityiset lainoittajat asettavat hallituksille valtioiden velkakirjamarkkinoiden kautta. Ajatuksena on, että mikäli hallitus jättää puuttumatta alijäämiin ja julkinen velka paisuu, sijoittajat alkavat vaatia korkeampaa korkoa velkakirjoilta. Tämän tarkoitus on saada hallitukset hillitsemään julkisten menojen kasvua ja ryhtymään tarvittaessa sopeutustoimiin:

In the context of sovereign bond markets, market discipline may be broadly defined as the influence that market participants exert on governments by pricing different risks of default. [...] In differentiating between interest rates according to the degree of fiscal prudence shown by a country, markets financially “punish” and “reward” governments. Consequently, governments have to take into account these higher financing costs when planning their fiscal policies. Market discipline therefore serves as a deterrent against unsound fiscal policies, and in turn supports fiscal discipline. (González-Páramo 2006.)

Eurooppalaisen taloushallinnan kontekstissa markkinakurin käsite viittaa siis ennen kaikkea molemminpuoliseen vuorovaikutukseen hallituksen ja sen yksityisten lainoittajien välillä (ks. myös Lane 1993; Rommerskirchen 2015). Markkinat eli lainoittajat reagoivat hallituksen finanssipolitiikkaan joko alentamalla tai korottamalla velanoton hintaa, ja hallitukset puolestaan reagoivat näihin markkinaliikkeisiin.

Onkin tärkeää huomata, että markkinakuri ei viittaa siihen banaaliin tosiasiassa, että hinnat ja korot vaihtelevat jäsenmaiden joukkovelkakirjamarkkinoilla. Markkinakurista puhuttaessa tehdään spesifi oletus siitä, että tämä vaihtelu ilmentää kahdenvälistä vuorovaikutussuhdetta markkinoiden ja hallitusten välillä. Tällöin korkeampi korko on seurausta ennen kaikkea hallitusten epäterveestä finanssipolitiikasta. Vastaavasti oletetaan, että korko alenee, mikäli hallitus sopeuttaa julkisia menojaan ja tekee rakenneuudistuksia, joiden myötä julkinen velkasuhde kutistuu. Vain tällä tavalla ymmärrettyinä markkinakurista tulee mielekäs taloushallinnan väline. Jos taas korkomuutokset johtuvat teki-  
jöistä, joihin jäsenmaat eivät itse kykene vaikuttamaan, tällöin ei voida puhua markkinakurista määritelmän mukaisessa merkityksessä.

Tällainen ymmärrys markkinakurista tuli osaksi eurooppalaisen taloushallinnan diskurssia 1980-luvun lopulla, kun talous- ja rahaliitto EMU:n institutionaalista arkkitehtuuria hahmoteltiin. EMU:a määrittävä keskeinen piirre on, että se saa aikaan yhteisen valuutan ilman liittovaltiotason hallitusta. Kun rahaliiton pohjapiirroksessa vastuussa ollut Jacques Delorsin vetämä komitea arvioi tällaisen järjestelyn elinkelpoisuutta, se painotti, että euroalueen taloudellinen vakaus riippuisi jäsenmaiden hallitusten ”keskenään yhteensopivasta ja kunnollisesta” käyttäytymisestä (Delors 1989, 19). Yhteensopivuuden ja kunnollisuuden takaamiseksi Delorsin komitea esitti, että kansallista budjettipolitiikkaa olisi jollain tapaa rajoitettava ja hallittava.

Delorsin komitea tunnisti kaksi mekanismia, joiden kautta tällainen rajoittaminen voisi tapahtua: yhtäältä sitovien sääntöjen asettaminen alijäämille ja velalle ja toisaalta markkinakuri (Delors 1989). Edellistä mekanismia edustivat Maastrichtin sopimuksessa asetetut ja myöhemmin vakaus- ja kasvusopimuksessa vahvistetut niin sanotut EMU-kriteerit. Jälkimmäisen mekanismin kohdalla ajatus oli, että yksityiset sijoittajat kurittaisivat jäsenmaita velkakirjamarkkinoiden kautta. Siten markkinat auttaisivat osaltaan takaamaan euroalueen vakauden. Sen edistämiseksi Maastrichtin sopimuksessa kiellettiin

yksittäisen jäsenmaan pelastaminen konkurssilta (niin sanottu no bailout -sääntö), jäsenmaiden alijäämien rahoittaminen keskuspankin toimesta sekä keskuspankkien laaja itsenäisyys (Lane 1993). Näillä pykälillä lainoittajat ohjattiin kohtelemaan jäsenmaiden velkaa riskipitoisena sijoituskohteena ja asettamaan jäsenmaat velallisina hierarkiaan niiden arvioidun riskitason mukaan (van Riet 2023).

### **Zombi paljastuu: markkinakurin kyseenalaistaminen akateemisessa kirjallisuudessa**

Markkinakuria ei aina ole helppo tunnistaa zombiksi. Sille löytyy paljon puolestapuhujia myös akateemisessa keskustelussa. Eurooppalaista taloushallintaa koskevassa kirjallisuudessa markkinakuri vilahtelee toistuvasti euroalueen vakautta ylläpitävänä mekanismina ja kannatettavana periaatteena (esim. Hallerberg 2011; Fuest ym. 2016; Dosi ym. 2021). Markkinakuri muodostaa myös taloustieteellisen tutkimuskohteen, kun analysoidaan euroalueen velkakirjamarkkinoiden historiallista kehitystä (esim. Schuknecht ym. 2009; Rommerskirchen 2015). Tutkimus tukee siis monella tapaa ajatusta siitä, että markkinakuri on paitsi todellinen ilmiö myös tarpeellinen osa toimivaa rahaliittoa. Kuten Lauri Holappa (2020) osoittaa väitöskirjassaan, myös kriittinen poliittisen talouden tutkimus on monesti ylläpitänyt myyttiä velkakirjamarkkinoiden kurinalaistavasta vallasta.

Holappa (2020) on osaltaan tehnyt merkittävän työn osoittaessaan ajatuksen velkakirjamarkkinoiden kautta tapahtuvasta markkinakurista tyhjäksi myyttiksi. Hänen analyysinsä kohdistuu kuitenkin ensi sijassa niin sanottuihin rahapoliittisesti suvereeneihin valtioihin, joiden keskuspankki voi tarpeen tullen kuitata julkisen velan. Euroalueen kohdalla tilanne on tässä mielessä erilainen, sillä jäsenmaiden keskuspankkirahoitus on perussopimuksissa nimenomaisesti kielletty. Tästä huolimatta tutkimuskirjallisuudessa on erotettavissa kolme keskeistä syytä, miksi markkinakuria voidaan pitää kuolleena ideana myös Euroopan taloushallinnan kontekstissa. Syyt liittyvät sellaisiin markkinakurin taustalla oleviin oletuksiin, jotka eivät kestä lähempää tarkastelua.

Ensinnäkin markkinakurin idea sisältää tietynlaisen odotuksen siitä, miten hallitukset ja niiden yksityiset lainoittajat käyttäytyvät euroalueella. Oletus

on, että yksityiset lainoittajat tarkkailevat aktiivisesti hallituksia ja alkavat vaatia korkeampia korkoja, kun alijäämät ja velkasuhde kasvavat. Vastaavasti oletuksena on, että hallitukset rajoittavat lainanottoa ja sopeuttavat julkista taloutta, kun korot lähtevät nousuun. Tällaisen dynamiikan toiminnasta on toki kosolti anekdotaalisia todisteita sikäli, että korkotasot ovat heilahdelleet vuosikymmenten aikana ja monet hallitukset ovat perustelleet menoleikkauksia vetoamalla tarpeeseen säilyttää markkinoiden luottamus. Euromaihin on myös usein katsottu kohdistuvan voimakkaampaa markkinakuria kuin rahapoliittisesti suvereeneihin maihin (esim. Wren-Lewis 2013). Tästä huolimatta empiiriset tutkimukset eivät ole löytäneet vakuuttavaa näyttöä markkinakurin toiminnasta euroalueella, ja monesti ne ovat jopa osoittaneet markkinakurin olleen jäsenmaille vahvempaa ennen niiden EMU:un liittymistä kuin ennen sitä (Schuknecht ym. 2009; Rommerskirchen 2015; Rommerskirchen 2020). Esimerkiksi Ludger Schuknecht ja kumppanit (2009) havaitsivat vertailevassa tutkimuksessaan, että maan liityttyä rahaliittoon sen julkisen velkasuhteen vaikutus joukkovelkakirjan korkotasoon katosi keskimäärin lähes kokonaan ja myös julkisen alijäämän vaikutus kutistui merkittävästi. Samaan tapaan Charlotte Rommerskirchen (2015) huomasi, että julkisella alijäämällä oli 2000-luvulla tuskin lainkaan vaikutusta EMU-maiden velanhoidokustannuksiin ja kustannusten eroja selittivät käytännössä pelkästään erot julkisen velan absoluuttisissa määrissä. Toisaalta Rommerskirchen (2015) havaitsi viitteitä siitä, että hallitukset keskimäärin supistivat alijäämiään velanhoidokustannusten noustessa, ja näki tämän osoituksena markkinakurin toiminnasta. Tätä vastoin Daniel Hansen (2020) sekä Markus Leibrecht ja kumppanit (2021) katsovat, että rahoitusmarkkinoiden vaikutuksen sijaan alijäämien supistumista selittävät pääasiassa jäsenmaiden sisäiset poliittiset kamppailut.

Toinen markkinakurin taustalla oleva kyseenalainen oletus koskee ajatusta markkinoista mekanismina, joka auttaa määrittämään ”oikean” eli tilanteeseen kulloinkin parhaiten soveltuvan finanssi- ja talouspolitiikan (ks. Ojala 2021). Kuten havaitsimme, EMU:n pohjapiirrokset olettavat, että kun hallitukset altistetaan markkinakurille, ne toimivat tavalla, joka tuottaa vakautta koko euroalueelle. Tällainen järkeily nojaa puolestaan oletukseen itseään tasapainottavista markkinoista eli uskomukseen, joka paljastui myyttiksi viimeistään globaalissa finanssikriisissä (Quiggin 2010). Jos markkinat itse ajautuvat toistuvasti kriiseihin, miten on mahdollista uskottavasti väittää, että markkinoiden

oikkuja seuraava finanssipolitiikka tuottaisi vakautta? Markkinakurin ideaa onkin arvosteltu siitä, että oikean ja vakautta luovan finanssipolitiikan sijaan sillä on toimiessaan taipumusta tuottaa myötäsyklistä finanssipolitiikkaa ja aiheuttaa rahoituskriisejä (De Grauwe ja Ji 2019; Barta ja Schelkle 2015).

Kolmanneksi markkinakurin idea nojaa epärealistisiin oletuksiin siitä, miten hallitusten lainakustannukset määräytyvät. Markkinakurin ideaan sisältyy oletus, että julkisesta velasta maksettava korko määräytyy ensisijaisesti vuorovaikutuksessa hallituksen ja sen yksityisten lainoittajien välillä. Kuten todettua, tämän uskomuksen käänköpuoli on se, että hallituksella on kyky vaikuttaa siihen korkoon, jota se maksaa velastaan, esimerkiksi pienentämällä alijäämiään. Vain tällä tavalla markkinakuri voi olla mielekäs talousohjauksen mekanismi. Tosielämässä on kuitenkin ilmeistä, että valtionvelan korot euroalueella määräytyvät pitkälti aivan muiden tekijöiden pohjalta kuin hallituksen oman finanssipoliittisen käytöksen perusteella. Näitä muita tekijöitä ovat esimerkiksi yleiset suhdanteet, muutokset pankkien sääntelyssä ja erityisesti EKP:n rahapolitiikka (De Grauwe ja Ji 2012; Gabor ja Ban 2016). Mitään näistä tekijöistä markkinakurin idea ei huomioi. Siksi sillä on taipumus vahvistaa myyttiä siitä, että nousevat velanhoidokustannukset ovat seurausta vastuuttomasta finanssipolitiikasta.

### **Zombi riivaa: markkinakurin vaiheet euroalueella**

Edellä havaitsimme, miten idea markkinakurista ja sen toimivuudesta taloushallinnan mekanismina on monella tapaa epärealistinen. Markkinakurin toiminnasta euroalueella ei löydy näyttöä, ja koko idea sen mahdollisuudesta nojaa hataralla pohjalla oleviin oletuksiin. Tästä huolimatta markkinakuri on ollut näkyvästi eurooppalaisten poliitikkojen, viranomaisten ja asiantuntijoiden agendalla. Markkinakuria on toistuvasti esitetty keinona hillitä julkista velkaantumista tilanteessa, jossa EU-instituutiot eivät pysty sanelemaan yksittäisen jäsenmaan finanssipolitiikkaa ja jossa sitoutuminen yhteiseen sääntökehikkoon on osoittautunut heikoksi (Ojala 2021). Sitä ovatkin pitäneet esillä erityisesti tahot, jotka kokevat julkisen velan uhkaavan euroalueen vakautta (Ojala 2023).



Kuten muutkin zombi-ideat, myös markkinakuri on kuitenkin aina ollut kiistelty politiikkaidea. Euroalueen lyhyessä historiassa voidaan karkeasti erottaa kolme ajanjaksoa, joita ovat sävyttäneet varsin erilaiset kiistat markkinakurista.

### *Euron ensi askeleet 1999–2007*

Yhteisvaluutan alkuvuosina 2000-luvulla näkyvimvät kiistat käytiin siitä, kohdistuiko jäsenmaihiin markkinakuria euroalueella. Jäsenmaiden liittyttyä rahaliittoon huomattiin, että niiden julkisesta velasta maksamat korot kääntyivät laskuun. Lisäksi, vaikka julkisen velan suhde bruttokansantuotteen kasvoi vaihtotaseeltaan alijäämäisissä maissa ja kutistui ylijäämämaissa, korkotasot maiden kesken konvergoituivat eli lähenivät toisiaan (esim. Schepel 2017). Vaikutti siis ilmeiseltä, että EMU oli epäonnistunut tuotamaan edellytykset markkinakurille: Maastrichtin sopimukseen kirjatuihin jäsenmaiden avustamisen kieltävistä pykälistä huolimatta sijoittajat eivät pitäneet alijäämämaiden velkaantumista huolestuttavana.

Kaikki eivät kuitenkaan olleet valmiita kuoppaamaan markkinakuria. Esimerkiksi EKP puolusti yksittäisten asiantuntijoiden rinnalla tulkintaa, jonka mukaan markkinoiden kurittava valta ei ollut heikentynyt. Kaventumisestaan huolimatta joukkovelkakirjojen tuottoerot eivät jäsenmaiden välillä olleet kokonaan poistuneet, mitä EKP piti riittävänä osoituksena markkinakurin toiminnasta (esim. Trichet 2006). Alentuvia korkotasoja se selitti erityisesti sillä, että yhteisvaluuttaan liittyminen oli poistanut jäsenmaiden velkaan kohdistuvat valuuttakurssiriskit ja vähentänyt merkittävästi inflaatoriskiä.

Huomionarvoista on, että tässä vaiheessa kiistelyä markkinakurista sävytti voimakkaasti usko tehokkaisuuteen markkinoihin. Sekä markkinakurin toimivuutta epäilevät että sitä puolustavat katsoivat markkinoiden sinänsä hinnoittelevan joukkovelkakirjat täysin oikein. Leirejä erottivat ainoastaan käsitykset siitä, millaisiin oletuksiin markkinoiden käsitykset pohjasivat ja uskoivatko sijoittajat no bailout -säännön pitävyyteen.

*Kriisivuodet 2008–2013*

Finanssikriisin ja eurokriisin myötä tehokkaiden markkinoiden oletus koki romahduksen (Quiggin 2010). Molempia kriisejä selittäväksi narratiiviksi vakiintui näkemys siitä, että markkinat olivat nousukaudella epäonnistuneet riskien hinnoittelussa (esim. De Grauwe 2009; Rommerskirchen 2015). Tämä koski myös alijäämäisten euromaiden velkaan kohdistuneita riskejä, jotka sijoittajat olivat aliarvioineet. Siksi markkinat olivat epäonnistuneet kurinalaistamaan finanssipolitiikkaa (Hallerberg 2011). Ajatus markkinoiden epäonnistumisesta (*market failure*) – tai markkinoiden itsensä kurittomuudesta – muotoutuikin keskeiseksi osaksi tarinaa, jolla EU-instituutiot perustelivat erilaisia julkisia interventioita, rahastoja ja tukimuotoja talouskriisin hallitsemiseksi. Esimerkiksi EKP perusteli arvopaperiosto-ohjelmiaan nimenomaan sillä, että markkinat olivat kadottaneet kykynsä hinnoitella ”oikein” euroalueen julkisia ja muita velkakirjoja (esim. Bini Smaghi 2011).

Tätä taustaa vasten voikin tuntua hämmäntävältä, että markkinakuri nousi eurokriisin keskellä vahvaksi kriisin aikaiseen politiikkaan vaikuttavaksi periaatteeksi. Esimerkiksi mittavat julkiset apupaketit, joilla pelastettiin maksuvaikeuksiin ajautuneita jäsenmaita ja niitä lainoittaneita pankkeja, herättivät voimakasta vastustusta. Angela Merkelin ja Wolfgang Schäublin kaltaiset budjettihaukat pelkäsivät apupakettien johtavan moraalikattoon ja vaativat, että pelastusoperaatioiden sijaan hallitusten oli annettava ajautua maksukyvyttömyyteen ja sijoittajien oli kärsittävä seuraukset nahoissaan (Peel 2010; Schäuble 2011). Tätä perusteltiin nimenomaan markkinakurin edellytysten pelastamisella ja siten euroalueen pitkäaikaisen vakauden turvaamisella. Toteutetut pelastuspaketit sidottiin lisäksi talouskuripolitiikkaan, jota perusteltiin tarpeella palauttaa kriisimaiden finanssipolitiikan uskottavuus markkinoiden silmissä.

Kaikkiaan eurokriisi oli markkinakurin kannalta ristiriitaista aikaa. Osoittamalla ailahtelevaisuutensa markkinat nähtiin euroalueen vakautta uhkavaksi ongelmaksi pikemminkin kuin sen vakauden takuiksi. Tästä huolimatta markkinakuriin kuitenkin edelleen vedottiin sekä tavoiteltavana periaatteena että euroalueen tulevan vakauden edellytyksenä. Ehkä räikeimmin tämä ristiriita ilmeni EKP:n diskurssissa, jossa keskuspankki perusteli omia markkinainterventioitaan vetoamalla sekä markkinoiden epäonnistumiseen että markkinakuriin. Julistaessaan niin sanotun OMT-osto-ohjelmansa (*outright*

monetary transactions) loppukesästä 2012 EKP ilmoitti epäsuorasti, että no bailout -periaatteen vastaisesti se tarvittaessa turvaisi jäsenmaiden maksukyvyyn. Luvattaessa näin EKP kuitenkin väitti, ettei osto-ohjelma kumoa markkinakuria vaan täydentää sen toimintaa euroalueella (esim. Draghi 2012; Cœuré 2013). Myöhemmin OMT-ohjelman yhteensopivuudesta markkinakurin kanssa tuli keskeinen osa sen oikeutusta, kun EU-tuomioistuimien arvioi sen perustuslaillisuutta (Schepel 2017). EU-instituutioiden oli siis vähintäänkin esitettävä, etteivät niiden kriisitoimet uhkaa markkinakuria. Tämä ilmentää, miten juurtuminen EU:n talouskonstituutioon antoi markkinakurin idealle pysyvää vaikutusvaltaa.

### *Kriisin jälkeiset vuodet 2014–*

Eurokriisin jälkeisinä vuosina markkinakurin idea kytkeytyi vahvimmin keskusteluun EMU:n institutionaaliseen uudistamiseen. Tätä keskustelua sävytti markkinakuria koskeva ambivalenssi. Yhtäältä euroalueen yhteisen finanssipoliittisen toimintakyvyn vahvistamista perusteltiin viittaamalla eurokriisin kokemuksiin rahoitusmarkkinoiden oikukkuudesta ja sen tuottamasta uhkasta euroalueen vakaudelle (esim. Juncker 2015). Koska markkinat saattaisivat äkisti menettää luottamuksensa yksittäiseen jäsenmaahan, EU tarvitsisi tämän järjelyn mukaan yhteisiä varoja ja velanottoa kriisiin vastaimiseksi. Toisaalta jäsenmaiden julkisen velkaantumisen rajoittamiseen haettiin edelleen keinoja markkinakurin vahvistamisella (Bénassy-Quéré ym. 2018). Pyrkimys yhdistää yhteisen finanssipoliittisen toimintakyvyn vahvistaminen jäsenmaihin kohdistuvan markkinakurin vahvistamiseen voidaan tulkita esimerkkinä yhdenlaisesta liittovaltioajattelusta. Siinä jäsenmaihin kohdistuisi jatkossa markkinakuri mutta unioni kykenisi kollektiivisesti toimimaan vapaana, ilman markkinoiden asettamia finanssipoliittisia rajoitteita.

Keskustelua EMU:n kehittämisestä käytiin 2010-luvun lopulla uudessa kontekstissa, jossa EKP oli osto-ohjelmillaan lisännyt joukkovelkakirjojen kysyntää ja heikentänyt siten sijoittajien taholta tulevaa painetta jäsenmaiden finanssipoliitikalle. EKP:n rahapolitiikan suhde markkinakuriin oli toki aiemminkin ollut jännitteinen. Jo 2000-luvulla ennen finanssikriisiä EKP:hen kohdistui arvostelua siitä, että sen liian löysä korkopolitiikka ja vakuusvaatimuspolitiikka heikensivät markkinakurin edellytyksiä (Fells

2005). 2010-luvulla joukkovelkakirjojen osto-ohjelmat tekivät EKP:n roolin rahoitusolosuhteiden keventäjänä ja hallitusten velkakorkotasojen tietoisena manipuloijana kuitenkin aiempaakin näkyvämmäksi. Osoituksena rahapoliitistien kiistojen kärjistymisestä Saksan ja Hollannin keskuspankkien johtajat arvostelivat nyt julkisesti EKP:tä siitä, että se estää markkinakuria toimimasta (Wagstyl ja Robinson 2015).

2010-luvun lopulla kiistat markkinakurista kytkeytyivätkin ennen kaikkea pyrkimyksiin uudistaa EMU-kehikkoa tavalla, joka palauttaisi euroalueelle markkinakurin toiminnan edellytykset – tai loisi ne ensimmäistä kertaa (Ojala 2021). Tämä nähtiin mahdollisena, jos vain sijoittajat saataisiin suhtautumaan jäsenmaiden joukkovelkakirjoihin riskipitoisempina sijoituskohteina tai jos niihin kohdistuvaa kysyntää heikennettäisiin muilla tavoin (Bénassy-Quéré ym. 2018). Ehdotettuihin uudistuksiin lukeutui muun muassa automaattisen velkajärjestelyn tuominen osaksi Euroopan vakausmekanismin toimintaa. Tällöin sijoittajat joutuisivat ottamaan kontolleen tappioita lainaamisesta ylivelkaantuneille jäsenmaille, mikä oletettavasti näkyisi velkakirjoista vaadittavan koron nousuna. Toinen esimerkki esitetyistä markkinakuria vahvistavista uudistuksista oli ajatus rahoitusmarkkinoiden sääntelyn muuttamisesta tavalla, joka tuottaisi jäsenmaiden velkakirjoille uudenlaisia riskiluokituksia (Bénassy-Quéré ym. 2018; van Riet 2023). Myös näinä vuosina aloitetut oikeusjutut EKP:n osto-ohjelmia vastaan voidaan nähdä pyrkimyksenä vahvistaa markkinoiden kurinalaistavaa valtaa (Schepel 2017).

Markkinakurin edistäminen on kuitenkin edennyt EU:ssa tahmeasti. Se on viime vuosina jäänyt lähinnä euroalueen pohjoisen leirin ajamaksi projektiksi, sillä eteläisen Euroopan mailla on ollut vähän intoa edistää markkinakuria vahvistavia uudistuksia. Vuosikymmenen lopulla sitoutuminen jatkuvaan talouskuriin heikkeni ja samalla heikkenivät myös edellytykset markkinakuria vahvistavien uudistusten tekemiselle. Aneeminen talouskehitys, julkiset investointipaineet ja vihreä siirtymä korostivat pikemminkin tarvetta vahvistaa jäsenmaiden finanssipoliittista liikkumavaraa kuin rajoittaa sitä. Koronapandemian aikainen mittava julkinen elvytys näytti lopullisesti katkaisevan siivet markkinakurin uudelta tulemiselta. EMU:n taloushallinnan uudistaminen onkin sittemmin keskittynyt markkinakurin vahvistamisen sijaan jäsenmaiden finanssipoliittikkaa ohjaavan sääntökehikon rukkaamiseen. Tarvetta ajaa markkinakuria voimistavia uudistuksia on osaltaan lieventänyt myös EKP:n

ohjauskorkojen nosto vastauksena kiihtyneeseen inflaatioon, sillä se on heijastunut korkojen nousuna myös jäsenmaiden velkakirjamarkkinoilla.

## Johtopäätökset

Idea markkinakurista ja sen toimivuudesta taloushallinnan mekanismina on monella tapaa epärealistinen. Markkinat tyypillisesti epäonnistuvat määrittämään kansantalouden kannalta mielekästä finanssipolitiikkaa, ja ne pikeminkin horjuttavat kuin tuottavat vakautta. Ylipäänsä markkinakurista puhuminen on tyypillisesti harhaanjohtavaa, sillä se tuottaa puutteellisen käsityksen valtioiden lainanhoitokustannusten määräytymisestä. Epäuskottavuudestaan huolimatta on kuitenkin ilmeistä, että markkinakurin idea voi olla poliittisesti ja ideologisesti hyödyllinen (Holappa 2020). Yhtäältä pitämällä yllä uskomusta markkinoiden kurittavasta vallasta poliittinen oikeisto pystyy perustelemaan julkisen sektorin leikkauksia. Toisaalta euroalueen poliitikot ja EU-instituutiot saattavat kokea velkakirjamarkkinoiden välityksellä toteutuvan talouskurin poliittisesti toivottavampana kuin sopimukseen ja sääntöihin perustuvan kurin, sillä jälkimmäinen näyttäytyy kansallisessa julkisuudessa helposti Brys-selin taholta tulevana määräilynä.

Markkinakurissa ei silti ole pelkästään kyse poliittisesta opportunistista tai ideologisesta hämäyksestä, jota päättäjät hyödyntävät tietoisesti sen valheellisuudesta välittämättä. Kyseessä on myös eurooppalaisen taloushallinnan mekanismi, johon edelleen uskotaan ja jonka avulla pyritään turvaamaan euroalueen vakaus. Lisäksi se on eurooppalaiseen talouskonstituutioon koodattu periaate, jota instituutioiden oletetaan noudattavan. Markkinakurin toteuttamista vaikeuttavat kuitenkin poliittisen talouden monimutkaiset riippuvuussuhteet. Yhtäältä kriisit ja heikko talouskehitys nakertavat EU-instituutioiden edellytyksiä ylläpitää talouskuria ja vahvistaa markkinakuria. Toisaalta eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden pitkäaikainen kehitys, jossa ne ovat rakentuneet yhä voimakkaammin julkisen velan varaan, on johtanut tiiviiseen kohtalon-yhteyteen keskuspankkien, jäsenmaiden ja joukkovelkakirjamarkkinoiden välillä (Gabor ja Ban 2016).

Aitoa markkinakuria on näissä oloissa vaikea tuottaa. Poliittisia pyrkimyksiä vahvistaa markkinakuria on myös toistaiseksi sävyttänyt niiden sisäinen

ristiriitaisuus. Ajaessaan jäsenmaille vahvempaa markkinakuria pohjoisen maat eivät ole olleet valmiita tasapainottamaan vaatimustaan hyväksymällä merkittävän ja pysyvän finanssipoliittisen toimintakyvyn rakentamista EU-tasolle. Siten niiden esitykset ovat alttiita arvostelulle siitä, miten niiden hahmottamassa EMU:ssa turvataan riittävät julkiset investoinnit sekä kyky vakauttaa talous tilanteessa, jossa markkinat ajautuvat kriisiin. Niin kauan kuin tätä ristiriitaa ei onnistuta ratkaisemaan, Suomen pitkään ajama visio markkinakurin EMU:sta on tuomittu olemaan epärealistinen tavoite (Ojala 2019). Kokonaan toinen kysymys koskee keskuspankin roolia, joka markkinakurikeskustelussa on tyypillisesti sivuutettu: miten no bailout -säännön uskottavuus on mahdollista palauttaa tilanteessa, jossa EKP on jo joutunut julistamaan oman roolinsa jäsenmaiden velan viimekätisenä ostajana ja jossa se on osoittanut kykynsä tarvittaessa kiertää perussopimukseen kirjattuja periaatteita?

Vaikka markkinakurin zombi nousee tasaisin väliajoin haudastaan, sen julkisilla elämillä on taipumus jäädä lyhytikäisiksi. Markkinakurin idea törmää kerta toisensa jälkeen omaan mahdottomuuteensa, sillä on epärealistista olettaa, että eurooppalainen taloushallinta voisi koskaan perustua markkinoiden oikuille. Toteutuessaan sen tuottama myötäsyklisyys tuottaisi merkittäviä järjestelmäriskkejä, ja kriisin tullen hallitusten ja EKP:n olisi jälleen otettava niskalenkki markkinoista. On kuitenkin periaatteessa kuviteltavissa tilanne, jossa jäsenmaat olisivat markkinakurille alisteisia samalla, kun EU:n keskushallinto EKP:n tuella tasoittaisi suhdannevaihteluita, varmistaisi riittävät investoinnit ja toimisi rahoitusmarkkinoiden takaajana (ks. van Riet 2023). Tällaisessa institutionaalisessa todellisuudessa markkinat voisivat näytellä rajattua roolia eurooppalaisen talousohjauksen välineenä – ja julkisten velkakirjamarkkinoiden välityksellä toimiva finanssipoliittinen kuri voisi palata aidosti elävien ideoiden kirjoihin.

## Lähteet

Apeldoorn, Bastiaan van, Drahekoupil, Jan ja Horn, Laura (toim.). 2009.

*Contradictions and limits of neoliberal European governance*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.

- Barta, Zsofia ja Schelkle, Waltraub. 2015. At cross-purposes: commercial versus technocratic governance of sovereign debt in the EU. *Journal of European Integration*, 37:7, 833–846. <https://doi.org/10.1080/07036337.2015.1079377>
- Bénassy-Quéré, Agnès, Brunnermeier, Markus, Enderlein, Henrik, Farhi, Emmanuel, Fratzscher, Marcel, Fuest, Clemens, Gourinchas, Pierre-Oliver, Martin, Philippe, Pisani-Ferry, Jean, Rey, Hélène, Schnabel, Isabel, Véron, Nicolas, Weder di Mauro, Beatrice ja Zettelmeyer, Jeromin. 2018. Reconciling risk sharing with market discipline: a constructive approach to euro area reform. *CEPR Policy Insight 91*. Paris/London: Centre for Economic Policy Research. <https://cepr.org/publications/policy-insight-91-reconciling-risk-sharing-market-discipline-constructive-approach> [Luettu 26.9.2023]
- Bini Smaghi, Lorenzo. 2011. The reform of the international monetary system. Speech at the Conference in memory of Tommaso Padoa-Schioppa, Rome, 16.12.2011. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp111216.en.html> [Luettu 26.9.2023]
- Cœuré, Benoît. 2013. Outright monetary transactions, one year on. Speech at the German Institute for Economic Research and KfW Bankengruppe, Berlin, 2.9.2013. <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2013/html/sp130902.en.html> [Luettu 26.9.2023]
- De Grauwe, Paul. 2009. Why should we believe the market this time? *VoxEU*, 9.2.2009. <http://www.voxeu.org/index.php?q%40node/3009> [Luettu 26.9.2023]
- De Grauwe, Paul ja Ji, Yuemei. 2012. Mispricing of sovereign risk and macroeconomic stability in the eurozone. *Journal of Common Market Studies*, 50:6, 866–880. <https://doi.org/10.1111/j.1468-5965.2012.02287.x>
- De Grauwe, Paul ja Ji, Yuemei. 2019. Making the eurozone sustainable by financial engineering or political union? *Journal of Common Market Studies*, 57:1, 40–48. <https://doi.org/10.1111/jcms.12918>
- Delors, Jacques. 1989. Report on economic and monetary union in the European Community. Esitetetty the Committee for the Study of Economic and Monetary Unionille 17.4.1989. Bryssel: European Commission. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication6161\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication6161_en.pdf) [Luettu 26.9.2023]
- Dosi, Giovanni, Minenna, Marcello, Roventini, Andrea ja Violi, Roberto. 2021. Making the eurozone work: a risk-sharing reform of the European Stability Mechanism. *Annals of Operations Research*, 299:1–2, 617–657. <https://doi.org/10.1007/s10479-019-03325-9>

- Draghi, Mario. 2012. The monetary policy of the European Central Bank and its transmission in the euro area. Puhe Università Bocconi -yliopistossa Milanossa 15.11.2012. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121115\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121115_1.en.html) [Luettu 26.9.2023]
- Fells, Joachim. 2005. Markets can punish Europe's fiscal sinners. *Financial Times*, 31.3.2005 <https://www.ft.com/content/b1fbc57c-a215-11d9-8483-00000e2511c8> [Luettu 26.9.2023]
- Foucault, Michel. 2008. *The birth of biopolitics*. New York: Palgrave.
- Fuest, Clemens, Heinemann, Friedrich ja Schröder, Christoph. 2016. A viable insolvency procedure for sovereigns in the euro area. *Journal of Common Market Studies*, 54:2, 301–317. <https://doi.org/10.1111/jcms.12287>
- Gabor, Daniela ja Ban, Cornel. 2016. Banking on bonds: the new links between states and markets. *Journal of Common Market Studies*, 54:3, 617–635. <https://doi.org/10.1111/jcms.12309>
- Gill, Stephen. 1998. European governance and new constitutionalism: Economic and Monetary Union and alternatives to disciplinary neoliberalism in Europe. *New Political Economy*, 3:1, 5–26. <https://doi.org/10.1080/13563469808406330>
- González-Páramo, José Manuel. 2006. Fiscal policies and financial markets in EMU. Puhe International Conference in Macroeconomics -konferenssissa Valenciassa 15.9.2006. [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2006/html/sp060915\\_1.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2006/html/sp060915_1.en.html) [Luettu 26.9.2023]
- Hallerberg, Mark. 2011. Fiscal federalism reforms in the European Union and the Greek crisis. *European Union Politics*, 12:1, 127–142. <https://doi.org/10.1177/1465116510387652>
- Hansen, Daniel. 2020. The effectiveness of fiscal institutions: international financial flogging or domestic constraint? *European Journal of Political Economy*, 63, 101879. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2020.101879>
- Holappa, Lauri. 2020. *The bond-market-power fallacy*. Väitöskirja. Helsinki: Helsingin yliopisto. <http://urn.fi/URN:ISBN:978-951-51-3448-6>
- Juncker, Jean-Claude. 2015. Preparing for next steps on better economic governance in the euro area. Analytical note, Informal European Council, 12.2.2015. [https://commission.europa.eu/publications/analytical-note-preparing-next-steps-better-economic-governance-euro-area\\_en](https://commission.europa.eu/publications/analytical-note-preparing-next-steps-better-economic-governance-euro-area_en) [Luettu 26.9.2023]



- Krugman, Paul. 2005. The tax-cut zombies. *The New York Times*, 23.12.2005 <https://www.nytimes.com/2005/12/23/opinion/the-taxcut-zombies.html> [Luettu 20.9.2023]
- Krugman, Paul. 2007. Zombie ideas about income mobility. *The New York Times*, 28.11.2007 <https://archive.nytimes.com/krugman.blogs.nytimes.com/2007/11/28/zombie-ideas-about-income-mobility/> [Luettu 20.9.2023]
- Krugman, Paul. 2009. Zombie financial ideas. *The New York Times*, 28.11.2009 <https://archive.nytimes.com/krugman.blogs.nytimes.com/2009/03/03/zombie-financial-ideas/> [Luettu 20.9.2023]
- Krugman, Paul (2010) When Zombies Win. *The New York Times*, 19.12.2010. <https://www.nytimes.com/2010/12/20/opinion/20krugman.html> [Luettu 20.9.2023]
- Krugman, Paul. 2021. *Arguing with zombies*. New York: W. W. Norton
- Lane, Timothy D. 1993. Market discipline. *IMF Staff Papers*, Vol. 40. Washington: International Monetary Fund. <https://www.library.imf.org/view/journals/024/1993/004/article-A003-en.xml> [Luettu 26.9.2023]
- Leibrecht, Markus ja Scharler, Johann. 2021. Veto players, market discipline, and structural fiscal consolidations. *Public Choice*, 188:3–4, 361–384.
- Ojala, Markus. 2019. Markkinakurin Eurooppa on saavuttamaton utopia. *Politiikasta*, 27.8.2019. <https://politiikasta.fi/markkinakurin-eurooppa-on-saavuttamaton-utopia/> [Luettu 20.9.2023]
- Ojala, Markus. 2021. Doing away with the sovereign: neoliberalism and the promotion of market discipline in European economic governance. *New Political Economy*, 26:1, 203–215. <https://doi.org/10.1080/13563467.2020.1729714>
- Ojala, Markus. 2023. Uhkaako julkinen velka euroalueen vakautta? *Politiikasta*, 6.9.2023 <https://politiikasta.fi/uhkaako-julkinen-velka-euroalueen-vakautta/> [Luettu 20.9.2023]
- Peel, Quentin. 2010. German leaders defend eurozone crisis plan. *Financial Times*, 3.11.2010 <https://www.ft.com/content/2ec8cbe0-e6a3-11df-99b3-00144feab49a> [Luettu 20.9.2023]
- Quiggin, John. 2010. *Zombie economics: how dead ideas still walk among us*. Princeton: Princeton University Press.
- Quiggin, John. 2021. *Zombitalous*. Kääntänyt Olli Herranen ja Harri Laurila. Tampere: Vastapaino.

- Rommerskirchen, Charlotte. 2015. Debt and punishment: Market discipline in the Eurozone. *New Political Economy*, 20:5, 752–782. <https://doi.org/10.1080/13563467.2014.999760>
- Rommerskirchen, Charlotte. 2020. Foreign bond investors and market discipline. *Competition and Change*, 24:1, 3–25. <https://doi.org/10.1177/1024529419872171>
- Schepel, Harm. 2017. The bank, the bond, and the bail-out: On the legal construction of market discipline in the eurozone. *Journal of Law and Society*, 44:1, 79–98. <https://doi.org/10.1111/jols.12015>
- Schuknecht, Ludger, von Hagen, Jürgen ja Wolswijk, Guido. 2009. Government risk premiums in the bond market: EMU and Canada. *European Journal of Political Economy*, 25:3, 371–384. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2009.02.004>
- Schäuble, Wolfgang. 2011. A comprehensive strategy for the stabilization of the Economic and Monetary Union. Puhe Brussels Economic Forum 2011 –taapahtumassa 18.5.2011. [https://ec.europa.eu/economy\\_finance/bef2011/media/files/speech-brussels-economic-forum-schauble.pdf](https://ec.europa.eu/economy_finance/bef2011/media/files/speech-brussels-economic-forum-schauble.pdf) [Luettu 26.9.2023]
- Slobodian, Quinn. 2018. *Globalists: the end of empire and the birth of neoliberalism*. Cambridge: Harvard University Press.
- Trichet, Jean Claude. 2006. The process of European financial integration. Puhe Cass Business School –kauppakorkeakoulussa Lontoossa 11.5.2006. <https://www.bis.org/review/r060522c.pdf> [Luettu 26.9.2023]
- Valtioneuvosto. 2023. *Vahva ja välittävä Suomi: pääministeri Petteri Orpon hallituksen ohjelma*. Valtioneuvoston julkaisu 2023:58. <https://urn.fi/URN:ISBN:978-952-383-763-8>
- van Riet, Ad. 2023. European financial law and the state–finance nexus: sovereign privileges or market discipline for safe public debt? *Finance and Society*, 9:2, 39–57. <https://doi.org/10.2218/finsoc.8799>
- Wagstyl, Stefan ja Robinson, Duncan. 2015. Central bankers warn of QE threat to market discipline. *Financial Times*, 12.3.2015. <https://www.ft.com/content/81020316-c8aa-11e4-b43b-00144feab7de> [Luettu 26.9.2023]
- Wren-Lewis, Simon. 2013. Macroeconomic stabilisation in the eurozone: lessons from failure. *Global Policy*, 4:1, 66–73. <https://doi.org/10.1111/1758-5899.12048>