

# Euroalueen taluskriisin syyt

Juha Tervala  
*Yliopistonlehtori*  
Helsingin yliopisto

## 1. Johdanto

Tämä kirjoitus käsittelee vuonna 2008 alkaneen euroalueen taluskriisin taustoja. Kriisin keskeisimpinä syinä voidaan nähdä 2000-luvulla tapahtunut voimakas luottoekspansio ja ongelmamaiden vaihtotaseen vajeet.

Luottoekspansioon taustalla ovat matalat korot, riittämätön pankkivalvonta ja rahoituslaitosten riskinoton lisääntyminen. Euroopan keskuspankin (EKP) löysä rahapolitiikka 2000-luvun alussa johti rahoitusmarkkinoilla riskien alihinnoitteluun, antolainauksen standardien heikkenemiseen ja lisäksi rahoituslaitosten velkasuhdetta. Rahapolitiikka siis tuki luottoekspansiota 2000-luvun alun nousukaudella ja siksi sitä voidaan pitää osasyllisenä euroalueen nykyisiin ongelmiin.

Luottoekspansio keskittyi paljolti nykyisiin ongelmamaihin. Tämä johtuu osin siitä, että rahapolitiikka oli sopivaa euroalueen ytimelle (Saksa, Ranska, Hollanti, Belgia, Luxemburg, Itävalta ja Suomi), mutta liian löysää periferiale (Espanja, Italia, Kreikka, Portugali ja Irlanti). Lisäksi euro helpotti pääomien virtaamista ytimestä periferiaan, laski korkoja monessa peri-

feriamaassa ja toi monelle niistä paremman luottoluokituksen sijoittajien silmissä.

Vaihtotaseen epätasapainot ja erot hintakilpailukyvyssä ytimen ja periferian välillä ovat euroalueen suurin ongelma. Periferian vaihtotaseen vajeiden taustalla on niiden kilpailukyvyn menetykset 2000-luvulla. Vastaavasti ytimen reaalin valuuttakurssi suhteessa periferiaan heikkeni euron syntymästä saakka ainakin taluskriisin alkamiseen saakka. Kehitystä on seurannut periferian vaihtotaseen alijäämän kasvu vuosina 2000–2007.

Ongelmamaiden vaihtotaseen vajeet, jotka ovat olleet huomattavasti suurempia kuin vajeet ovat tyypillisesti olleet rahoituskriiseissä, voidaankin nähdä merkittävänä tekijänä euroalueen taluskriisissä. On kuitenkin huomattava, että ongelmamaiden suuret vaihtotaseen vajeet ovat enemmänkin oire heikosta hintakilpailukyvästä kuin varsinaisen ongelmien syy.

Jaksossa 2 käsitellään rahapolitiikan roolia taluskriisin syynä. Jaksossa 3 tarkastellaan vaihtotaseen vajeiden roolia taluskriisin syynä ja niiden yhteyttä reaaliiseen valuuttakurssiin.

Jaksossa 4 käsitellään finanssipolitiikan roolia taluskriisissä. Jaksossa 5 käydään läpi asuntokuplan taustoja ja jaksossa 6 talouspolitiikkaa kriisissä.

## 2. Taluskriisin taustat: 2000-luvun rahapolitiikka

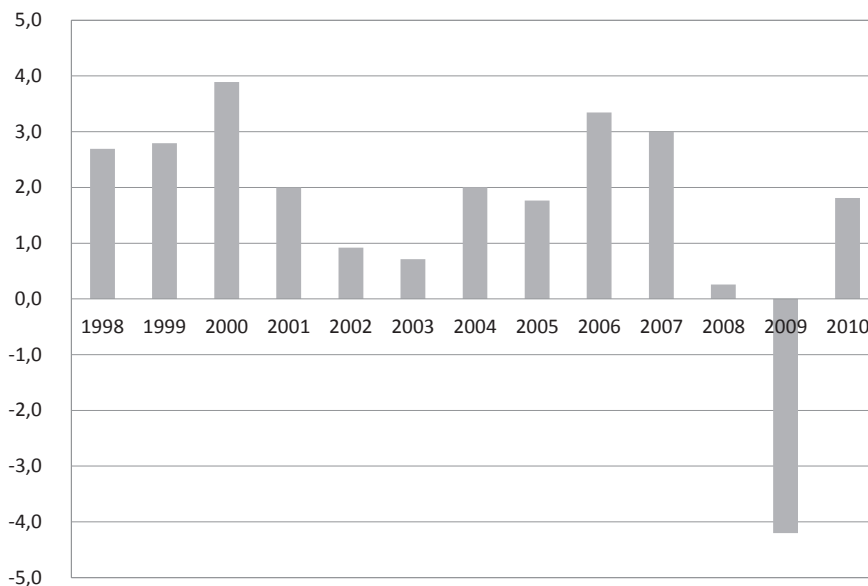
Kuviosta 1 nähdään, että euroalue ajautui 2000-luvun alussa hitaan kasvun aikaan Yhdysvaltojen vanavedessä. EKP alensi ohjaukorkoa useaan otteeseen vuosina 2001–2003. Se jatkoi matalan koron politiikkaa, vaikka taluskasvu oli täysin normaalia 2004–2005.

Taylorin sääntö kuvaa, kuinka keskuspankin tulisi asettaa ohjaukorko riippuen inflaatiosta ja taloudellisesta aktiviteetista. EKP:n rahapolitiikka oli vuosina 2001–2005 liian löy-

sää, jos sitä verrataan Taylorin sääntöön (ks. esim. Ahrend, Cournede ja Price 2008). EKP:n 2000-luvun alun rahapolitiikkaa voidaankin pitää tarpeettoman elvyttävänä liian pitkään. Taylorin säännön parametrit perustuvat Yhdysvaltojen keskuspankin hyväksi havaittuun käytäytymiseen. Näin ollen voidaan argumentoida, että vuosina 2001–2005 ohjaukorko pidettiin matalammalla tasolla kuin sen historiallisen kokemuksen mukaan olisi tullut olla.

Matalien korkojen voidaan katsoa edistyneen euroalueen luottoekspansiota. Esimerkiksi De Grauwe (2010) korostaa, että vuosina 1999–2007 kotitalouksien velan osuus bruttokansantuotteesta kasvoi 52 prosentista aina 70 prosenttiin. Bordo ja Meissner (2012) tutkivat luottoekspansioita ja rahoituskriisejä. Tutkimuksen mukaan matalat korot ja tuloja kasvat-

Kuvio 1. Taluskasvu euroalueella



Lähde: OECD (2012).

tava nousukausi ovat parhaat muuttajat selittämään luottoekspansiota. Luottoekspansio puolestaan lisää rahoituskriisin todennäköisyyttä.

EKP:n rahapolitiikka oli 2000-alun alun taantumasta jälkeen liian löysää juuri nousukaudella. Siksi voidaan sanoa, että 2000-luvun alun löysä rahapolitiikka tuki luottoekspansiota ja siten lisäsi rahoituskriisiin todennäköisyyttä.

EKP:n tutkimusosaston johtaja Frank Smets (2011a) on korostanut, että kasvava määrä teoreettista ja empiiristä tutkimusta tukee väitettä, jonka mukaan liian pitkään matalana pidetty ohjauskorko voi johtaa kasvaneeseen tai liialliseen riskien ottamiseen rahoitusmarkkinoilla. Hän löytää ensiksikin, että löysä rahapolitiikka, suhteessa Taylorin sääntöön, johtaa luottoriskipreemion (*credit risk premium*) laskuun eli korkeariskisten lainojen tuotto suhteessa vähäriskisiin laskee. Löysä rahapolitiikka saa siis rahoituslaitokset ottamaan enemmän riskejä.

Toiseksi löysä rahapolitiikka johtaa antolainauksen standardien heikkenemiseen. Rahoituslaitosten riskinottohalukkuus lainojen suhteen kasvaa. Kolmanneksi löysä rahapolitiikka johtaa rahoituslaitosten velkasuhteen kasvuun (Smets 2011a). Tulee muistaa, että velkavipu on kaksiteräinen miekka: hyvinä aikoina velkavipu kasvattaa oman pääoman tuottoa; huonoina aikoina oman pääoman tappiot ja maksukyvyttömyyden riski kasvavat.

EKP:n löysä rahapolitiikka johti siis riskien alihinnoitteluun, antolainauksen standardien heikkenemiseen ja kasvatti rahoituslaitosten velkasuhdetta. On kuitenkin huomattava, että rahapolitiikka lienee kykeneväinen selittämään vain osan näistä muutoksista. EKP:n rahapolitiikka joka tapauksessa tuki luottoekspansiota ja rahoitusmarkkinoiden buumia 2000-luvun alun nousukaudella. Taantumassa riskit reali-

soituivat ja kohonneen velkasuhteen takia rahoituslaitosten ongelmat kärjistyivät voimakkaasti. Siten voidaan sanoa, että EKP:n rahapolitiikka on osasyllinen euroalueen nykyisiin ongelmiin.

Edellä on käynyt ilmi, että rahapolitiikka voidaan pitää liian löysänä euroalueelle 2000-luvun alussa. Euroalue on kuitenkin jakautunut kahtia. Saksan johtama ydin ylläpiti viennin hintakilpailukykyä. Periferian maat eli nykyiset ongelmamaat sen sijaan unohtivat palkkamaltin. Näiden alueiden tuotantokuiluissa ja inflaatiossa on ollut merkittäviä eroja. Siksi Taylorin säännön mukainen korko vaihtelee huomattavasti alueittain ja alueilla on erisuuruinen poikkeama Taylorin säännöstä.

Malkin ja Nechio (2012) analysoivat sopivaa rahapolitiikkaa euroalueen alueille käyttämällä Taylorin säännön versiota, jossa keskuspankki reagoi inflaatioon ja työttömyyden poikkeamaan työttömyyden luonnollisesta tasosta. Kuvio 2 nähdään, että säännön mukaan rahapolitiikka olisi ollut sopivaa ytimelle, mutta aivan liian löysää periferiale. Tämä lienee osasyllinen siihen, että luottoekspansio tapahtui paljolti juuri periferiassa.

Kuvio 3 esittää euromaiden yksityisen sektorin (pl. rahoitusala) luottokannan muutosta vuosina 1999–2008.<sup>1</sup> Yksi ongelmamaita yhdistävä tekijä onkin juuri niiden kokemana voimakas luottoekspansio. Kannan, Rabanal ja Scott (2009) löytävät, että luottokannan kasvu ja asuntohintojen nousu korreloivat keskenään. Tämä voi osin selittää asutokuplan kehittymisen periferiaan.

Euroalueen maiden talouskasvussa ja inflaatioissa oli huomattavia eroja 2000-luvulla.

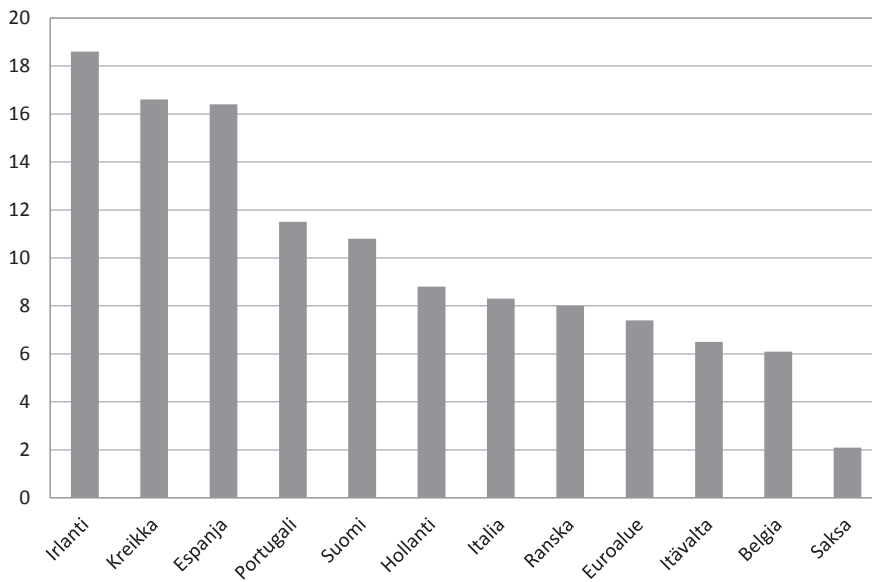
<sup>1</sup> Kirjoituksessa ei esitetä Luxemburgin lukuja, koska pienellä maalla ei ole juurikaan merkitystä euroalueelle.

Kuvio 2. Taylorin säännön mukainen korkotaso ydinmaille ja periferiamaille



Lähde: Malkin ja Necho (2012).

Kuvio 3. Yksityisen sektorin (pl. rahoitusala) luottokannan muutos, % vuodessa, 1998–2008



Lähde: Smets (2011b).

Siksi mailla on ollut erisuuruinen poikkeama Taylorin säännöstä. Ahrend, Cournede ja Price (2008) löytävät, että Espanjassa, Irlannissa ja Kreikassa oli huomattava ja pitkäkestoinen poikkeama Taylorin säännöstä 2001–2006. Tutkimuksen mukaan korrelaatio asuntomarkkinoita kuvaavien muuttujien ja Taylorin säännöstä poikkeaman välillä on selvä: Liian löysä rahapolitiikka (pitkä ja huomattava poikkeama Taylorin säännöstä) selittää hyvin asuntolainakannan kasvua ja asuntorakentamista. Sen sijaan rahapolitiikan vaikutus asuntohintoihin on mitätön. Suuren poikkeaman Taylorin säännöstä voidaan katsoa johtaneen voimakkaaseen asuntolainojen ja -investointien kasvuun Kreikassa, Espanjassa ja Irlannissa.

Ahrend, Cournede ja Price (2008) havaitsivat, että löysä rahapolitiikka yhdessä rahoitusinnovaatioiden kanssa selittää luottoekspansiota ja asuntohintojen nousua ja niitä seurannutta talouskriisiä. Euroalueen rahapolitiikka ei kuitenkaan ollut yhtä elvyttävää kuin USA:ssa. Rahapolitiikka ei siis voi yksin selittää luottoekspansiota ja asuntomarkkinoiden kehitystä, vaan se lienee vain osatekijä kriisin taustalla.

Matalien korkojen ei pitäisi johtaa rahoituslaitosten liialliseen riskien ottamiseen; riskistä tulee vaatia riittävä kompensatio riippumatta ohjauskoron tasosta. Bebhukin, Cohenin ja Spamannin (2010) ja Bhagatin ja Boltonin (2011) tutkimukset tukevat hypoteesia, jonka mukaan pankkien kannustinjärjestelmät ovat johtaneet liialliseen riskinottamiseen ja ovat siten osasy syy rahoituskriisiin. Mehran, Morrison ja Shapiro (2012) löytävät, että ”liian iso kaatumaan” -tilanne on luonut moraalikatkoa (*moral hazard*). Suurpankit ovat tienneet, että mahdollisesti isot tappiot lankeavat veronmaksajien, ei osakkeenomistajien maksettavaksi.

Maddaloni ja Peydro (2012) tutkivat rahapolitiikan, arvopaperistamisen ja pankkien antolainauksen standardien suhdetta. Matala korko, suhteessa Taylorin sääntöön, heikentää antolainauksen standardeja (erityisesti asuntolainojen). Sopusoinnussa aiemmin mainittujen tulosten kanssa rahoituslaitosten riskinottohalukkuus kasvaa matalien korkojen aikana. Arvopaperistaminen ja heikko pankkivalvonta vielä vahvistavat matalien korkojen vaikutusta antolainauksen standardien heikkenemiseen. Rahapolitiikkaa ei siis voida pitää luottoekspansioon ja ongelmien ainoana tekijänä. Myös riittämätöntä pankkivalvontaa, arvopaperistamista ja erityisesti pankkien riskinottamisen lisääntymistä voidaan perustellusti pitää luottoekspansioon ja kriisin osatekijöinä.

Edellä on argumentoitu, että EKP:n 2000-luvun alun löysä rahapolitiikka on ongelmien taustalla. Liian löysän rahapolitiikan vaarat alkavat olla yleisesti tunnustettuja. Esimerkiksi Bank for International Settlements on todennut seuraavasti (2010, 45–46):

”Keeping interest rates very low comes at a cost – a cost that is growing with time. Experience teaches us that prolonged periods of unusually low rates cloud assessments of financial risks, induce a search for yield and delay balance sheet adjustments. [...] These side effects create risks for long-term financial and macroeconomic stability.”

### 3. Vaihtotaseen vajeiden rooli talouskriisissä

Vaihtotaseen vajeet ja erot hintakilpailukyvyssä ytimen ja periferian välillä ovat euroalueen suurin ongelma. Tässä jaksossa tuodaan esiin, että periferian ydintä nopeampi inflaatio, erityisesti suhteessa Saksaan, on vienyt sen (hinta)kilpai-

lukuyvyn. Tästä on seurannut huomattava vaihtotaseen epätasapaino euroalueen sisällä. Pääomien virta ytimestä periferiaan on ollut väijäämätön seuraus periferian vaihtotaseen vajeesta.

### 3.1. Vaihtotaseen vajeet euromaissa

Vaihtotase mittaa tuotannon ja kulutuksen välistä eroa. Jos maa tuottaa enemmän kuin kuluttaa, niin maalla on vaihtotaseen ylijäämä. Tällöin maa säästää ja sen ulkoinen nettovarallisuus lisääntyy. Tosin poikkeustilanteissa omaisuuserien arvonmuutokset voivat muuttaa vaihtotaseen ja ulkoisen varallisuuden suhdetta. Jos esimerkiksi maan ulkoisen varallisuuden arvo nousee ja vaihtotaseen vaje on pieni, voi maan ulkoinen nettovarallisuus kasvaa.

Suuria vaihtotaseen vajeita voidaan pitää ongelmallisina. Ensiksikin suuri vaihtotaseen vaje on selkeä oire huomattavasta ylikulutuksesta suhteessa tuotantoon, eli liiallisesta ulkoisesta velkaantumisesta. Toiseksi vaihtotaseen vaje on rahoituskriisin tyypillinen ominaisuus (ks. esim. Reinhart ja Rogoff 2009) ja suuri vaihtotaseen vaje kasvattaa riskiä talouskriisistä.

Kolmanneksi vaihtotaseen alijäämä supistaa vientisektoria. Talouden avoimuus ja talouskasvu korreloivat positiivisesti ja suljetun sektorin tuotannon kasvaminen vientisektorin kustannuksella allokoii työvoimaa tuottavammalta vientisektorilta suljetulle sektorille. Neljänneksi työllisyyden vaihtelu sektorien välillä on ongelmallista. Markkinat eivät ole hyvin joustavia. Siksi työllisyyden siirtyminen suljetun sektorin aloilta avoimen sektorin aloille voi olla pitkä ja kivulias. Viidenneksi ulkoinen velka nostaa kotimaan korkoa (Lane 2011).

Euroalueen talouskriisin taustalla on paljolti pääomavirta euroalueen ytimestä ja muulta maailmasta periferiaan. Ongelmamaat kokivat

ilmiön, josta käytetään englanniksi nimiä *capital flow bonanza* tai *capital flow cycle*. Pääomaa virtaa maahan, mikä vahvistaa nousukautta ja kannustaa riskipitoista rahoitustoimintaa. Lopulta sykli kulminoituu talouskriisiin.

Periferian kokeman luottoekspansioon taustalla on useita tekijöitä. Ensiksikin euro helpotti pääomien virtaa ytimestä periferiaan. Raha on virrannut ytimen pankeista periferian pankkeihin, jotka ovat luottaneet kotitalouksia, yrityksiä ja julkista sektoria. Lisäksi muun euroalueen raha on rahoittanut julkisia alijäämiä.

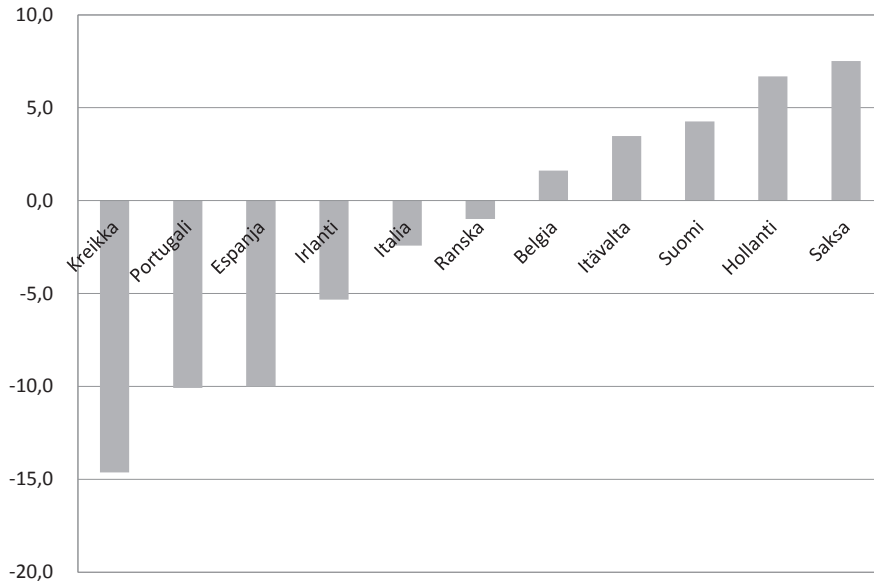
Toiseksi euro laski korkoja monessa periferiamaassa. Euro toi matalan inflaation ja sen pienen vaihtelun ja siksi korot laskivat. Lisäksi riskipremiot laskivat valuuttakurssiriskin poistumisen takia ja maariskin pienentyessä. Myös aiemmin käsitelty EKP:n löysä rahapolitiikka piti korot matalina 2000-luvulla. Kaikista näistä syistä johtuen velan kustannukset laskivat ja halu ottaa lainaa kasvoi.

Kolmanneksi jäsenyys euroalueessa toi monelle periferiamaalle paremman luottoluokituksen sijoittajien silmissä. Kaikkien näiden yhteisvaikutus oli luottoekspansio ja periferiamaat rahoittivat ulkoisella velalla kulutus- ja asuntobuumia ja usein myös julkisia alijäämiä.

Kuviossa 4 on kuvattu euromaiden vaihtotaseen alijäämiä vuonna 2007. Se tuo hyvin esiin, että ongelmamaita yhdistää suuri vaihtotaseen alijäämä ennen talouskriisiä. Kuten aiemmin on tuotu esiin, vaihtotaseen vaje on rahoituskriisin tyypillinen ominaisuus. Lisäksi se on hyvä muuttuja ennustamaan luottoekspansiota (IMF 2011).

USA:n vaihtotaseen vajetta (5,1 % BKT:stä vuonna 2007) on pidetty suurena ja ongelmallisena, mutta se kalpenee euroalueen ongelmamaiden alijäämien rinnalla. Kreikassa, Portugalissa ja Espanjassa ulkoinen velkaantuminen

Kuvio 4. Vaihtotaseen ylijäämä vuonna 2007, % BKT:stä



Lähde: OECD (2012).

saavutti ennen talouskriisiä massiiviset mittasuhteet ja maat ovat eläneet radikaalisti yli varojen. Irlannissa sen sijaan oli ylikuumenemisen tuoma nopea vaihtotaseen sukellus.

2000-luvun luottoekspansio ja vaihtotaseen vajeet keskittyvät siis juuri nykyisiin ongelmaimaihin. Lane (2010) tuo esiin, että 2000-luvulla optimistiset talouskasvunäkymät vaikuttivat vaihtotaseen epätasapainoihin euroalueella. Kuten aiemmin on tuotu esiin, löysän rahapolitiikan takia euroalueella oli liikaa likviditeettiä ja ongelmamaissa tapahtui riskipremioiden lasku. Nämä yhdessä saattoivat selittää sen, että liiallinen likviditeetti päätyi juuri liiallisen optimistisiin maihin eli nykyisiin ongelmaimaihin. Siksi luottoekspansio tapahtui juuri periferian maissa.

### 3.2. Valuuttakurssi ja vaihtotase

Ongelmamaiden suurien vaihtotaseen vajeiden taustalla ovat erot maiden kilpailukyvyssä. Rahaliiton maan kuluttajahintaindeksiin perustuva reaalin valuuttakurssi suhteessa muihin rahaliiton maihin voidaan määrittellä seuraavasti:

$$\varepsilon = \frac{P}{P^*},$$

missä jäsenmaan hintataso on P ja muuta euroaluetta merkitään tähdellä. Näin ollen  $\varepsilon$ :n nouseminen tarkoittaa valuuttakurssin vahvistumista. Ottamalla yhtälöstä logaritmi ja derivoimalla ajan suhteen saadaan reaalisesta valuutta-

kurssin muutos. Merkitsemällä aikaderivaattaa yläpisteellä ja inflaatiota  $\pi$ :llä saadaan

$$\frac{\dot{\epsilon}}{\epsilon} = \dot{\pi} - \dot{\pi}^*.$$

Muuta euroaluetta nopeampi inflaatio siis vahvistaa reaalista valuuttakurssia eli heikentää kilpailukykyä. Kuviossa 5 kuvataan yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin inflaatiota euroalueella. Kuviosta käy hyvin ilmi, että nopea inflaatio 2000-luvun nousukaudella yhdistää ongelmamaita. Suuret palkankorotukset ja kysyntäinflaatio pitivät inflaation periferiamaisissa korkeana.

Eurostatin kuluttajahintaindeksiin perustuva reaalinen valuuttakurssi suhteessa muihin

euromaihin tuo esiin, että ongelmamaiden reaalinen valuuttakurssi vahvistui suhteessa muihin euroalueeseen ja erityisesti Saksaan 2000-luvulla. Suhteelliset yksikkötyökustannukset kuvaavat kuitenkin kuluttajahintaindeksiin perustuvaa reaalista valuuttakurssia paremmin maan kilpailukykyä euroalueella.

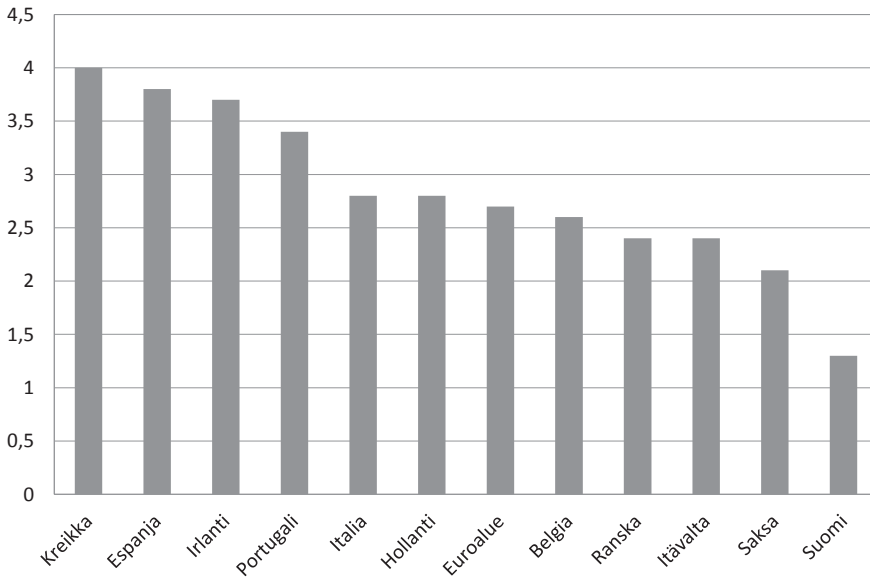
Oletetaan, että hintataso määräytyy palkkojen tai työvoimakustannusten ( $w$ ) ja tuottavuuden ( $a$ ) perusteella seuraavasti:

$$P = \frac{w}{a}.$$

Näin ollen maan inflaatio on

$$\pi = \frac{\dot{w}}{w} - \frac{\dot{a}}{a}.$$

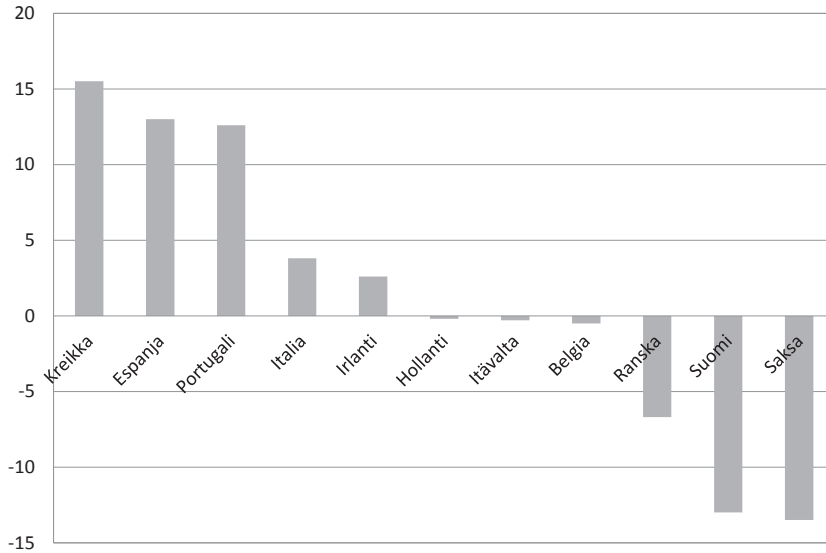
Kuvio 5. Inflaatio euromaissa, vuosien 2001–2007 keskiarvo



Lähde: Eurostat (2012).



Kuvio 6. Suhteellisten yksikkötyökustannusten poikkeama vuonna 2007 vuosien 1970–2010 keskiarvosta



Lähde: De Grauwe (2011).

Sijoittamalla inflaatiota kuvaava yhtälö reaalisen valuuttakurssin muutosta kuvaavaan yhtälöön ja olettamalla, että muiden euromaiden inflaatio määräytyy samoin, saadaan

$$\frac{\dot{\varepsilon}}{\varepsilon} = \frac{\dot{w}}{w} - \frac{\dot{w}^*}{w^*} - \frac{\dot{a}}{a} + \frac{\dot{a}^*}{a^*}.$$

Yhtälön mukaan korkeat palkankorotukset suhteessa muihin euromaihin vahvistavat reaalista valuuttakurssia eli heikentävät kilpailukykyä. Lisäksi hidas tuottavuuden kasvu suhteessa muihin euromaihin vahvistaa reaalista valuuttakurssia.

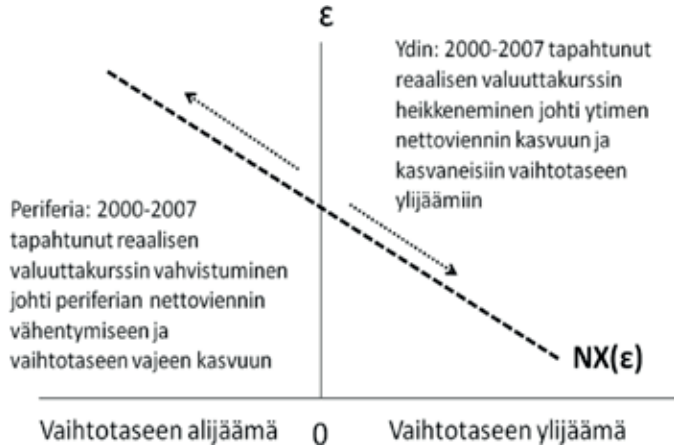
Palkat nousivat Italiassa, Kreikassa, Portugalissa, Espanjassa ja Irlannissa 2000-luvulla muuta euroaluetta, erityisesti Saksaa, huomattavasti nopeammin. Tuottavuuden kasvu ei ollut riittävää kompensoimaan palkkojen nousua. Siksi maat menettivät hintakilpailukykyä erityisesti suhteessa Saksaan (ks. esim. Levy 2012).

Edellä esitetty reaalisen valuuttakurssin määritelmä on hyvin samanlainen Euroopan komission euromaiden suhteellisen yksikkötyökustannuksen (*relative unit labour cost*) kanssa. De Grauwe (2011) löytää, että periferiamaiden suhteelliset yksikkökustannukset kasvoivat jatkuvasti vuosien 2000–2007 aikana. Eniten kilpailukykyä menettivät (suuruusjärjestyksessä) Irlanti, Espanja, Italia, Kreikka, Hollanti ja Portugali. Lienee kuitenkin hyödyllisempää tarkastella suhteellisen yksikkötyökustannuksen poikkeamia pitkän ajan keskiarvoista, koska vuosien 2000–2007 kehitys on voinut olla myös kehitystä kohti pitkän ajan tasapainoa.<sup>2</sup>

Kuvio 6 esittää suhteellisten yksikkötyökustannusten poikkeamaa vuonna 2007 maan vuosien 1970–2010 keskiarvosta. Jos poikkeama

<sup>2</sup> Esimerkiksi Hollannissa yksikkötyökustannusten nousu 2000-luvun aikana nosti yksikkötyökustannukset vuonna 2007 lähelle pitkän ajan keskiarvoa.

Kuvio 7. Reaalisen valuuttakurssin ja vaihtotaseen välinen riippuvuus



on positiivinen, maan kilpailukyky oli vuonna 2007 suhteessa muihin euromaihin huonompi kuin se on historiallisesti ollut. On syytä korostaa, että Saksan kilpailukyvyyn parantuminen suhteessa pitkän ajan keskiarvoon tapahtui juuri 2000-luvulla. Kuvio tuo hyvin esiin, että 2000-luvun alun nopeat palkankorotukset, jotka eivät olleet sopusoinnussa tuottavuuden kanssa, ovat tehneet periferiamaista kilpailukyvyttömiä suhteessa ytimeen, erityisesti suhteessa Saksaan. Kuvio korostaa, että ongelmat koreloivat voimakkaasti kilpailukyvyyn menettämisen kanssa.

Kuviossa 7 kuvataan nettovientikäyrää  $NX(\epsilon)$ , joka kuvaa reaalisen valuuttakurssin ja kauppataseen välistä yhteyttä. Kuvio auttaa ymmärtämään euroalueen kauppataseen vajeiden käyttäytymistä 2000-luvulla. Jos maan reaalin valuuttakurssi on korkea, maan hyödykkeet ovat kalliita. Tällöin maan vienti on pientä heikon kansainvälisen kilpailukyvyntakia. Lisäksi maan omat hyödykkeet ovat kalliita kotimaassa ja maan tuonti on suurta. Näin

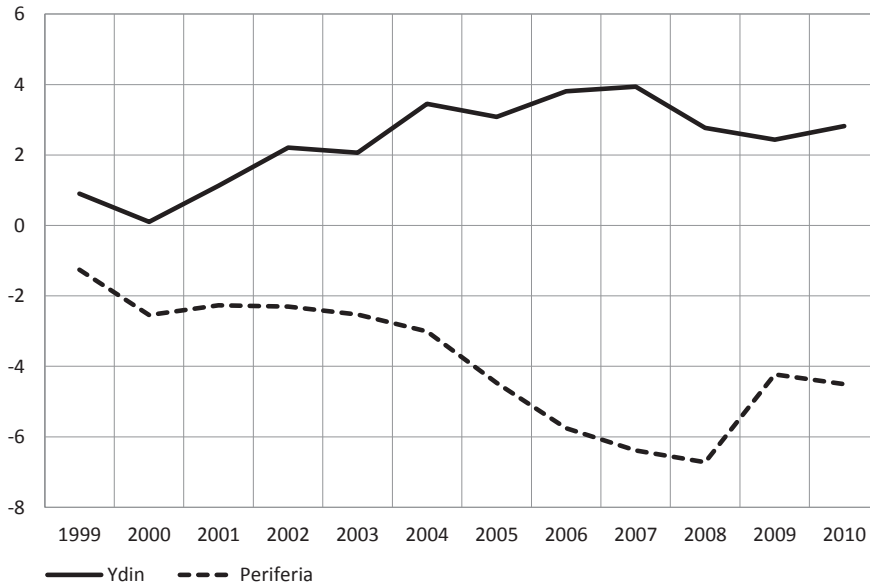
ollen vahvan valuuttakurssin maa vie vähemmän kuin tuo eli maalla on kauppataseen alijäämä. Tässä kirjoituksessa – yksinkertaisuuden vuoksi – kauppataseen ja vaihtotase samaistetaan ja puhutaan vain vaihtotaseesta.

Periferiamaiden reaaliset valuuttakurssit vahvistuivat jatkuvasti 2000-luvun alussa. Tämä tarkoittaa, että periferia on siirtynyt pitkän kuvion 7 nettovientikäyrää ylöspäin. Vaihtotaseen vajeiden taustalla on paljolti ollut jatkuva kilpailukyvyyn menetys suhteessa ytimeen. Vastavasti ytimen reaalin valuuttakurssi suhteessa periferiaan heikkeni. Tästä on seurannut ytimen vaihtotaseen ylijäämän kasvu vuosina 2000–2007.

Kuvio 8, joka esittää vaihtotaseen ylijäämiä ytimessä ja periferiassa vuosina 2000–2010, tukee näkemystä.<sup>3</sup> Kuviosta näkyy, että periferian vaihtotaseen vaje kasvoi trendinomaisesti 2000–2007 reaalisen valuuttakurssin vahvistu-

<sup>3</sup> Belgia ei ole mukana vuosien 1999–2001 luvuissa, koska sen vaihtotaseluvut puuttuvat World Bankin datasta.

Kuvio 8. Vaihrotaseen ylijäämä, % BKT:stä, euroalueen ytimessä ja periferiassa



Lähde: World Bank (2012).

essa. Vastaavasti ytimen vaihtotaseen ylijäämä kasvoi tänä aikana jatkuvasti kilpailukyyn jatkuvan parantumisen takia.

Franco (2010) tutkii euromaiden kauppata-seiden ja reaalisen valuuttakurssin yhteyttä. Hänen tutkimuksensa mukaan akkumuloitu-nut muutos nettoviennin suhteessa BKT:hen vuosina 2000–2008 ja eri kilpailukyymittarit (yksikkötyökustannukset ja reaalin valuutta-kurssi, joka perustuu joko kuluttajahintaindeksiin tai BKT:n hintaindeksiin) ovat sidoksissa toisiinsa: kauppata-seen vajeet ja kilpailukyky-mittarit korreloivat negatiivisesti. Eli maat, jotka menettivät kilpailukykyä 2000–2008, ovat olleet kauppata-seen vajeiden maita.

Euroalueen fundamentaalisen ongelman, suurten vaihtotaseen epätasapainojen, taustalla on siis yhtä fundamentaalinen ongelma: erot

kilpailukyvyissä ovat kasvaneet liian suuriksi. Tätä voidaan pitää euroalueen suurimpana on-gelmana. Kuten edellä on käynyt ilmi, euro ei poistanut inflaatioeroja. Syynä ovat olleet periferian maiden ydintä ja erityisesti Saksaa korkeammat palkankorotukset, jotka eivät ole olleet sopu-soinnussa tuottavuuden kanssa.

Tarinan keskeinen opetus on, että jos lähtee rahaliittoon Saksan kanssa, pitää omaksua sak-salainen palkkapolitiikka. Muiden euromaiden palkankorotusten tulee olla sopu-soinnussa Saksan palkankorotusten kanssa. Palkankoro-tukset voivat pitkässä juoksussa poiketa Sak-sasta vain tuottavuuseron verran (ja reaalisen kilpailukykyeron verran).

Voidaan siis sanoa, että ongelmamaat ovat itse aiheuttaneet ongelmansa. Niiden jäykät työmarkkinat ja suuria palkankorotuksia vaati-

neet työmarkkinajärjestöt ovat syyllisiä euroalueen nykyiseen talouskriisiin. Ne ovat tehneet maista kilpailukyvyttömiä ja ajaneet maat suurten vaihtotaseiden maiksi.

Kirjoituksessa on tuotu esiin, että talouskriisin taustalla on ainakin löysä rahapolitiikka, riittämätön pankkivalvonta ja vaihtotaseen vajeet. Merrouche ja Nier (2011) tukivat näiden tekijöiden suhteellista merkitystä OECD-maiden 2000-luvulla kokemissa talouskriiseissä ja päätyvät lopputulokseen, että vaihtotaseen vajeet ovat rahapolitiikkaa huomattavasti merkittävämpi tekijä talouskriisien taustalla. Toisaalta rahapolitiikalla nähdään rooli rahoituslaitosten velkasuhteen kasvamisessa, mikä on sopusoinnussa edellä esiteltyjen näkemysten kanssa.

Merrouchen ja Nierin (2011) mukaan hyvä pankkivalvonta lievensi huomattavasti rahapolitiikan ja vaihtotaseen vajeiden merkitystä rahoituslaitosten taseiden kasvamiseen ja siten luottoekspansioon. Tämän tutkimuksen ja edeltävän analyysin pohjalta voidaan sanoa, että merkittävin tekijä euroalueen talouskriisissä lienee vaihtotaseen vajeet, mutta myös löysä rahapolitiikka ja heikko pankkivalvonta ja rahoituslaitosten kasvanut riskien ottaminen ovat kriisin taustalla.

Gourinchas ja Obstfeld (2012) vertaavat vuosien 2007–2009 talouskriisejä aiempiin pankki-, valuutta- ja julkisiin velkakriiseihin. Tutkimuksen mukaan kotimainen luottoekspansio ja reaalin valuuttakurssin vahvistuminen ovat parhaat muuttujat selittämään talouskriisejä. Tulos auttaa ymmärtämään euroalueen kriisiä. Edellä on käynyt ilmi, että suurinta luottoekspansio oli Irlannissa, Kreikassa, Espanjassa ja Portugalissa. Lisäksi reaalin valuuttakurssi vahvistui suhteellisella yksikkötyökustannuksella mitattuna vuosina 2000–2007

huomattavasti Irlannissa, Espanjassa, Italiassa, Kreikassa ja Portugalissa. Euroalueen kriisi voidaankin nähdä juuri luottoekspansio ja periferian reaalin valuuttakurssin vahvistumisen aiheuttamana.

Kirjoituksessa vaihtotaseen vajeita on pidetty kriisin taustatekijänä, kun taas Gourinchas ja Obstfeld (2012) pitävät reaalin valuuttakurssin vahvistumista ongelmana. On kuitenkin huomattava, että euroalueen suuret vaihtotaseen vajeet ovat enemmänkin oire ongelmista kuin niiden suoranainen syy. Ongelmamaiden suuret vaihtotaseen vajeet ovat paljolti seurausta reaalin valuuttakurssin vahvistumisesta.

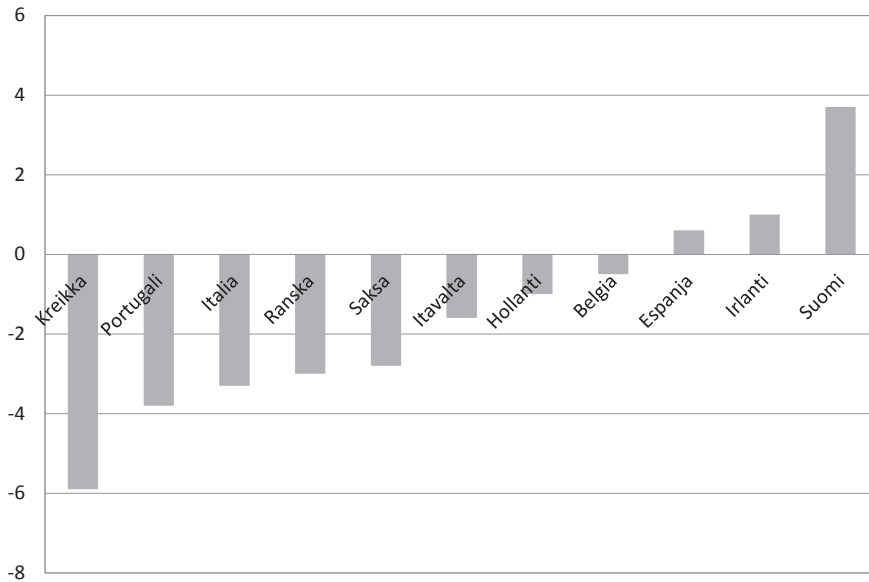
#### **4. Finanssipolitiikan rooli talouskriisissä**

Usein väitetään, että euroalueen ongelmien keskeiset syyt ovat julkiset alijäämät ja velka. Toisaalta esimerkiksi De Grauwe (2010) on tuonut esiin, että ennen kriisiä euroalueen julkisen velan suhde BKT:hen laski hieman. Julkista velkaa oli euroalueella 72 % BKT:stä vuonna 1999 ja 67 % vuonna 2007. Ennen talouskriisiä velkaantuminen oli siis paljolti kotitalouksien aikaansaamaa.

Kuviosta 9 käy ilmi, että ongelmat ja julkiset alijäämät korreloivat jossakin määrin. Toisaalta Espanjan ja Irlannin julkinen talous näyttää olleen suhteellisen hyvässä kunnossa 2000-luvun nousukaudella ennen kriisiä. Lisäksi Italian julkinen talous oli lähes yhtä hyvässä kunnossa kuin Ranskan ja Saksan, jos kohta kaikkien alijäämät olivat liiallisia nousukaudelle. Kreikan ja Portugalin alijäämät olivat taas aivan liian suuria nousukaudelle.

Ongelmamaiden ylikuumentunut talous antaa kuitenkin liian optimistisen kuvan alijää-

Kuvio 9. Julkinen ylijäämä (% BKT:stä), vuosien 2001–2007 keskiarvo



Lähde: OECD (2012).

mistä: jos tuotanto olisi ollut luonnollisella tasolla, alijäämät olisivat olleet paljon suurempia. Lisäksi suuren julkisen velan maiden olisi pitänyt harjoittaa huomattavasti tiukempaa finanssipolitiikkaa 2000-luvun nousukaudella. 2000-luvun julkiset alijäämät Kreikassa, Portugalissa ja Italiassa ovat olleet osa maiden velkaongelmaa.

Vaikka raha- ja valuuttakurssipolitiikka ovat stabilisaatiopolitiikan pääkeinot, ei finanssipolitiikka ole tarpeetonta makrotaloudellisen vakauden tavoittelussa. Tähän on kaksi syytä: automaattiset vakauttajat ja vakavat taantumet. Rahaliitto myös tarkoitti luopumista itsenäisestä raha- ja valuuttakurssipolitiikasta, mikä korostaa finanssipolitiikan roolia suhdanneväliinänä.

Euromaiden lainsäädäntö ja julkistalous on rakennettu niin, että tuotannon laskiessa julki-

set menot kasvavat ja verotulot vähenevät. Finanssipolitiikasta tulee taantumassa automaattisesti ja oikea-aikaisesti elvyttävää. Valtion budjettien kuitenkin pitäisi olla tasapainossa, kun tuotanto vastaa luonnollista tasoa, jotta velkaantumisen pysyy hallinnassa taantumissa. Aktiivinen finanssipolitiikka on tärkeä stabilisaatiopolitiikan keino vasta vakavissa taantumissa, kun ohjauskorko on nollassa.

Raha- ja valuuttakurssipolitiikan kompensoimiseksi olisi tarvittu hyvinä aikoina ylijäämäistä budjettia ja pientä velkaa, jotta taantumassa voidaan harjoittaa suhdanteita tasoittavaa finanssipolitiikkaa. Lisäksi suuren julkisen velan, yli 90 % BKT:stä, on havaittu hidastavan talouskasvua (Reinhart ja Rogoff 2010). Tässä valossa on ymmärrettävää, miksi alijäämät 2000-luvun nousukaudella olivat virhe: valtion budjettien olisi tullut olla paljon paremmassa

kunnossa ennen kriisiä, jotta taantumassa automaattisten vakauttajien käyttö olisi ollut mahdollista ilman liiallista velkaantumista. Finanssipolitiikasta on tullut prosyklistä ja julkinen velka on monissa euromaissa ylittänyt talouskasvua hidastavan tason.

Reinhart ja Rogoff (2009) löytävät, että julkinen velka kasvaa rahoituskriisien jälkeen useasta syystä: pankkien pelastuspaketteihin uppoaa rahaa, taantuma vähentää verotuloja (merkittävin tekijä), taantuma nostaa julkisia menoja ja ajoittain maat harjoittavat finanssielvytystä. Euroalueen suuret julkiset alijäämät ja velkaantumisen nopea kasvu ovat paljolti seurausta talouskriisistä, ei sen syy.

Kreikan, Portugalin ja Italian ongelmien taustalla on kuitenkin myös finanssipolitiikka. 2000-luvun finanssipolitiikka oli virhe, koska se esti automaattisten vakauttajien käyttämisen ja pakotti julkisten alijäämien supistamiseen vakavassa taantumassa eli aikana, jolloin finanssipolitiikka on tehokasta.

Portugalin ja Kreikan julkisia alijäämiä voidaan pitää kriisin osatekijöinä myös toisesta syystä. Benetrix'in ja Lanen (2009, 2010) empiiriset tutkimukset tuovat esiin, että ekspanstiivinen finanssipolitiikka siirtää tuotantoa avoimelta sektorilta suljetulle sektorille, heikentää voimakkaasti kauppasetta ja vahvistaa reaalista valuuttakurssia. Näin ollen maiden finanssipolitiikka on surkastuttanut maan avointa sektoria, kasvattanut kauppaseteen alijäämää ja heikentänyt maan kilpailukykyä aikana, jolloin vaihtotaseen vajeet kasvoivat ja kilpailukyky rapistui muutenkin nopeasti.

Eriyisesti Kreikassa ja Portugalissa finanssipolitiikkaa voidaan pitää ongelmien aiheuttajana. Ensiksikin niiden alijäämät olivat aivan liian suuria nousukaudelle, eikä niiden julkinen talous ollut kestäväällä pohjalla edes ennen krii-

siä. Toiseksi niiden finanssipoliittinen ekspansio 2000-luvulla edesauttoi maiden kilpailukyynn menettämistä ja vaihtotaseen vajeiden kasvua.

Yhtenä talouspolitiikan tehtävänä nähdään usein vaihtotaseen vajeen pitäminen kohtuullisena. Näin ollen kaikkien suurten vaihtotaseen vajeiden maiden (Kreikka, Portugali, Espanja ja Irlanti) finanssipolitiikkaa voidaan pitää virheenä, koska ne eivät finanssipolitiikalla pyrkineet pitämään vajeita kohtuullisena.

Ajoittain väitetään, että vakaus- ja kasvuso-pimuksen (VKS) laiminlyönti on euroalueen ongelmien syy. VKS:n tavoitteena oli budjettikurin noudattaminen: julkisen alijäämän tuli olla alle 3% BKT:stä ja velan alle 60 % BKT:stä. Edellä on käynyt ilmi, että euroalueen ongelmien taustalla ovat luottoekspansio, erot hintakilpailukyvyssä ja vaihtotaseen epätasapainot. Lisäksi ongelmat eivät korreloi VKS:n rikkomisen kanssa: Espanja ja Irlanti eivät rikkoneet sopimusta; Ranska ja Saksa rikkovat. VKS:n laiminlyönti oli virhe, mutta tuskin ongelmien pääsyy. Sen noudattaminen olisi auttanut, muttei pelastanut ongelmamaita (Espanjan ja Irlannin esimerkki).

VKS pitää sisällään vain finanssipolitiikkaan liittyviä kriteerejä, ja sen taustalla on ajatus, että julkisen tasapainon saavuttaminen on riittävää talouden vakauttamiseksi samalla, kun EKP ylläpitää hintavakautta. Obstfeld (2012) on kuitenkin korostanut, että euroalueen talouskriisi on ratkaisevasti horjuttanut uskoa siihen, että suurilla vaihtotaseen epätasapainoilla ei ole merkitystä, jos julkinen talous on kunnossa. Yksi syy tähän on, että yksityisistä (pankkien) veloista tulee usein kriiseissä julkisia, kun valtio tukee/pelastaa pankkeja. Tulevaisuudessa tarvitaankin talouspolitiikkaa, joka rajoittaa tehokkaasti sekä julkista alijäämää että vaihtotaseen vajeita.

## 5. Asuntohinnat ja talouskriisi

Asuntokuplaa pidetään usein yhtenä talouskriisin osatekijänä. Taylor (2009) argumentoi, että rahapolitiikka voi selittää asuntokuplan syntyä. Jaksossa 2 tuotiin kuitenkin esiin, että rahapolitiikan rooli asuntohintoihin on mitätön, mutta löysä rahapolitiikka yhdessä luottoekspansioon ja rahoitusinnovaatioiden kanssa voi selittää asuntohintojen nousua. Toisaalta Bernanke (2010) väittää, että asuntohintojen nousua selittävät pääomavirrat: maissa, joissa vaihtotase heikkeni vuosina 2001–2006, asuntohinnat kasvoivat eniten.

Favilukis, Kohn ja Ludvigson (2011) tutkivat reaalikoron, vaihtotaseen vajeiden ja rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin merkitystä asuntohintoihin. Rahoitusmarkkinoiden liberalisointi viittaa nyt sääntelyssä ja rahoituslaitosten toiminnassa tapahtuneisiin muutoksiin, jotka tekivät helpommaksi ja halvemmaksi kotitalouksille saada asuntolainaa, ottaa lainaa käyttämällä asunto-omaisuutta panttina ja sopeuttaa asumiseen liittyvää kulutusta. Se siis käytännössä tarkoittaa luotontarjonnan lisääntymistä, ml. kasvaneita lainoja suhteessa asunnon arvoon, asuntolainatyyppien lisääntymistä, dokumentointivaatimusten väljentymistä, yksityisen arvopaperistamisen yleistymistä ja vähentyneitä kustannuksia ottaa lainaa asuntovarrallisuutta vastaan.

Favilukis, Kohn ja Ludvigson (2011) löytävät, että vaihtotaseen rooli asuntohintojen määrittämisessä on varsin pieni. Tärkein syy asuntohintojen nousuun ja laskuun on 2000-luvulla tapahtunut rahoitusmarkkinoiden liberalisointi ja taantumassa tapahtunut rahoitusmarkkinoiden täyskäännös.

Favilukisin, Kohnin ja Ludvigsonin (2011) tutkimus on osin ristiriidassa edellä mainittu-

jen tutkimuksen kanssa. Ahrend, Cournede ja Price (2008) löytävät, että löysä rahapolitiikka yhdessä rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin ja innovaatioiden kanssa voi selittää asuntohintojen nousua. Maddaloni ja Peydro (2012) taas havaitsevat, että rahoituslaitosten riskinottohalukkuus lainojen suhteen kasvaa matalien korkojen aikana. Näin ollen luotonsaamisen helpous riippuisi osin rahapolitiikasta.

On kuitenkin syytä huomata, että Favilukis, Kohn ja Ludvigson (2011) käyttävät reaalikorkoa rahapolitiikan roolin analysoimiseen, kun taas muissa tutkimuksissa käytetään poikkeamaa Taylorin säännöstä. Selvää on kuitenkin, että asuntohintojen nousun suurin syy 2000-luvulla ei ole rahapolitiikka eikä vaihtotaseen vajeet vaan luottoekspansio, jonka taustalla on luotonsaamisen helpous.

## 6. Talouspolitiikka talouskriisissä

Kirjoituksessa on käynyt ilmi, että euroalueen suurimmat ongelmat ovat erot kilpailukyvyssä ja vaihtotaseen vajeet. Perinteinen lääke kilpailukyvyistä johtuviin vaihtotaseongelmiin on nimellisen valuuttakurssin devalvoiminen. Raha-liitossa tämä ei kuitenkaan ole mahdollista.

Reaalisen valuuttakurssin muutosta kuvaava yhtälö tuo esiin, että on kolme tapaa ratkaista erot kilpailukyvyssä. Ensimmäinen – ja suotava – keino on ytimen (erityisesti Saksan) palkkainflaatio. Toinen keino on palkkojen laskeminen ongelmamaissa ja palkankorotusten jäädyttäminen vuosien ajaksi. Yleensä palkat laskevat vain pitkissä taantumissa, joten keino on hidas ja kivulias.

Kolmas keino on tuottavuuden parantaminen periferiassa. Ongelmana on, että tuottavuutta parantavat rakenteelliset toimet vaativat vuosia. Käytännössä tarvittaisiin yhdistelmä:

palkankorotuksia ytimessä, periferiassa tuottavuuden kasvattamista ja ensin palkkojen laske-  
mista ja tämän jälkeen nollalinjaa vuosien ajan.

Periferiamaat tarvitsisivat nopeasti paran-  
nusta kilpailukykyyn, joka käynnistäisi vienti-  
vetoisen talouskasvun ja sopeuttaisi vaihtota-  
setta. Merkkejä tästä on ollut vain Irlannissa.  
Siksi euroalueen ongelmat eivät ole ratkenneet.

Periferian kilpailukyyn korjaaminen on val-  
tava haaste euroalueelle. Tämä on kuitenkin  
mahdollista, kuten Wolf (2011) tuo esiin. Sak-  
sojen yhdistymisen jälkeen tapahtunut uusien  
osavaltioiden (entinen Itä-Saksa) hintakilpailu-  
kyyn menetys ja korjaaminen on esimerkki on-  
nistuneesta sisäisestä devalvaatiosta rahaliitossa.

Itä-Saksa liittyi Länsi-Saksaan liian vahvalla  
valuutalla, ja 1990-luvun alussa palkat nousivat  
uusissa osavaltiossa paljon vanhoja osavaltioita  
(entinen Länsi-Saksa) nopeammin. Tuottavuuden  
kasvu ei vastannut palkkakehitystä ja siksi  
suhteelliset yksikkötyökustannukset nousivat.  
Ne olivat noin 20 % vanhoja osavaltiota suu-  
rempia 1990-luvun puolivälissä. Heikon hinta-  
kilpailukyyn takia vienti, työllisyys ja tuotanto  
laskivat. (Wolf 2011.)

1990-luvun puolivälissä palkkaneuvottelut  
hajautettiin ja palkkakehitys alkoi vastata van-  
hoja osavaltioita. Suhteelliset yksikkökustan-  
nukset lähtivät laskuun rakenteellisten, tuotta-  
vuutta parantavien, reformien avulla. Ne olivat  
vuonna 2000 samalla tasolla vanhojen osavalti-  
oiden kanssa. (Wolf 2011.)

Tämän jälkeen palkkainflaatio on vastannut  
vanhoja osavaltioita, ja suhteellinen tuottavuus  
on parantunut. Suhteelliset yksikkötyökustan-  
nukset ovat olleet noin 15 % alle vanhojen osa-  
valtioden. Uusien osavaltioiden toteuttama  
sisäinen devalvaatio tarkoittaa, että suuren hin-  
takilpailukyyn menetyksen korjaaminen on  
mahdollista rahaliitossa. (Wolf 2011.)

Opetus euroalueelle on, että sopeutumisaika  
on huomattavan pitkä, jos sopeutumistarve  
on suuri ja palkkoja ei voida laskea absoluuttisesti.  
Kilpailukyky parantui noin 2–3 % vuo-  
dessa. Sopeutuminen tapahtui lähinnä tuotta-  
vuuden kautta, mikä korostaa rakenteellisten,  
tuottavuutta parantavien, toimien tarvetta.  
Tämä helpottaa palkkojen sopeutumisen (eli  
laskemisen) tarvetta. (Wolf 2011.)

Euroalueen maan nettovienti voi myös  
muuttua annetulla reaalisella valuuttakurssin ta-  
solla. Ensiksikin reaalisella kilpailukyyn paran-  
taminen lisää vientiä. Siksi ongelmamaiden tu-  
lisi painostaa vientisektorin toimintaedellytyk-  
siin. Toiseksi taantuma ongelmamaassa supistaa  
tuontia. Tämä on ollut yksi syy euroalueen  
vaihtotaseen epätasapainon supistumiseen  
2008–2010. Kolmanneksi ekspansiivinen talo-  
uspolitiikka ytimessä lisää vientiä. Tämä keino  
auttaisi euroalueen vaihtotaseen epätasapainoi-  
hin.

On ongelmallista, että talouskriisin aikana  
toteutettu talouspolitiikka ei ole keskittynyt  
keskeisiin ongelmiin: eroihin hintakilpailuky-  
vyssä ja vaihtotaseen epätasapainoihin. Toimet  
keskittyvät lähes kokonaan pankki- ja (julki-  
sen) velkakriisin ratkaisuun. Euroalueen talo-  
uskriisin ratkaiseminen kuitenkin vaatisi en-  
sisijaisesti kilpailukykyerojen ja vaihtotaseen  
epätasapainojen ratkaisemista. Talouspolitiikan  
keskittyminen väärin asioihin (ml. luottamus-  
leikki markkinoiden kanssa ja mystisen palo-  
muurin rakentaminen) on tärkeä syy siihen,  
miksi talouskriisistä on tullut pitkä.

Euroalueen talouspolitiikan pitäisi korjata  
periferian kilpailukykyongelmaa korottamalla  
palkkoja ytimessä, laskemalla palkkoja ja kas-  
vattamalla tuottavuutta periferiassa. Lisäksi  
ytimen pitäisi mahdollisuuksien mukaan har-  
joittaa ekspansiivisempaa talouspolitiikkaa ja



periferian pitäisi panostaa vientisektorin toimintaedellytyksiin.

## 7. Loppupäätelmät

“Given the high costs of credit boom-bust cycles, policymakers should closely monitor the joint behavior of capital inflows and domestic lending.” (IMF 2011, 50.)

Euroalueen taluskriisin kaksi keskeisintä tekijää ovat luottoekspansio ja vaihtotaseen vajeet. EKP:n rahapolitiikka oli 2000-luvulla liian löysää, kun sitä verrataan Taylorin sääntöön. Löysä rahapolitiikka voi selittää osan luottoekspansiosta, riskien alihinnoittelusta, antolainauksen standardien heikkenemisestä ja rahoituslaitosten velkasuhteen kasvusta.

Rahapolitiikka oli liian löysää periferiale, mikä voi osin selittää luottoekspansion ja taluskriisin keskittymisen periferiaan. Matalat korot nousukaudella voivat empiirisen tutkimuksen mukaan selittää luottoekspansiota. Lisäksi euro helpotti pääomien virtaa ytimeistä periferiaan, laski korkoja periferiassa ja toi monelle periferiamaille paremman luottoluokituksen sijoittajien silmissä. Näiden yhteisvaikutus oli periferiassa tapahtunut vaihtotaseen vajeilla rahoitettu luottoekspansio, joka lisäsi rahoituskriisin todennäköisyyttä.

Toinen keskeinen syy taluskriisiin on ongelmamaiden suuret vaihtotaseen vajeet. Ongelmamaiden suuret palkankorotukset, erityisesti suhteessa Saksaan, ovat vieneet niiden kilpailukyvyyn. Tämä on aiheuttanut huomattavan vaihtotaseen epätasapainon euroalueella. Periferian suurta vaihtotaseen vajetta voidaankin pitää enemmän oireena rapistuneesta kilpailukyvyistä kuin suoranaisten kriisin aiheuttajana.

Reinhart ja Rogoff (2009) löytävät, että rahoituskriisit tapahtuvat tyypillisesti talouden

ajautuessa taantumaan sellaisen jakson jälkeen, jolle on tyypillistä varallisuusesineiden (ml. asuntojen) hintojen nouseminen, velkaantumisen lisääntyminen, suuret ja pitkään jatkuneet vaihtotaseen alijäämät ja rahoitusmarkkinoiden liberalisointi tai innovaatiot.

Ongelmamaissa rahoitusmarkkinoiden liberalisointia ja luottoekspansiota seurasi asuntohintojen nousu. Lisäksi niissä kaikissa velka kasvoi huomattavasti. Ongelmamaiden vaihtotaseen vajeet, jotka ovat olleet huomattavasti suurempia kuin vajeet ovat tyypillisesti olleet rahoituskriiseissä, voidaan nähdä keskeisenä tekijänä euroalueen taluskriiseissä. Lisäksi 2000-luvulla tapahtui merkittävä rahoitusmarkkinoiden liberalisointi, kun euro helpotti pääomien virtaa ytimeistä periferiaan ja rahoituslaitosten toiminnassa tapahtui muutoksia, jotka lisäsivät luottojen tarjontaa. □

## Kirjallisuus

- Ahrend, R., Cournede, B. ja Price, R. (2008), “Monetary policy, market excesses and financial turmoil”, OECD Working paper 597.
- Bebchuk, L.A., Cohen, A. ja Spamann, H. (2010), “The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008”, *Yale Journal on Regulation* 27: 257–282.
- Benetrix, A. ja Lane, P. (2010), “Fiscal shocks and the sectoral composition of output”, *Open Economies Review* 21: 335–350.
- Benetrix, A. ja Lane, P. (2009), “Fiscal shocks and the real exchange rate”, IIS Discussion Paper No. 286.
- Bernanke, B. (2010), “Monetary policy and the housing bubble”, esitelmä, Annual Meeting of the American Economic Association.
- Bhagat, S. ja Bolton, S. (2011), *Bank executive compensation and capital requirements reform*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1781318](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1781318), (viitattu 20.3.2011).

- Bank for International Settlements (2010), *80<sup>th</sup> Annual Report*, Bank for International Settlements, Switzerland.
- Bordo, M.D. ja Meissner, C. M. (2012), "Does inequality lead to a financial crisis?", NBER Working Paper No. 17896.
- De Grauwe, P. (2011), "The governance of a fragile eurozone", CEPS Working Document, No.346.
- De Grauwe, P. (2010), *Fighting the wrong enemy*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/5062> (viitattu 30.3.2012).
- Eurostat (2012), <http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/eurostat/home>.
- Favilukis, J., Kohn, C. ja Ludvigson, S.C. (2011), *International capital flows and house prices: Theory and evidence*, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1969261##](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1969261##) (viitattu 13.4.2012).
- Franco, F. (2010), "Improving competitiveness through fiscal devaluation, the case of Portugal", julkaisematon käsikirjoitus.
- Gourinchas, P.-O. ja Obstfeld, M. (2012), "Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First", *American Economic Journal: Macroeconomics* 4: 226–265.
- IMF (2011), *World economic outlook: Slowing growth, rising risks*, International Monetary Fund, Washington DC.
- Kannan, K., Rabanal, P., ja Scott, A. (2009), "Macroeconomic patterns and monetary policy in the run-Up to asset price busts", IMF Working Paper 09, 252.
- Lane, P. (2011), "External imbalances and macroeconomic policy in New Zealand", IIS discussion paper No. 376.
- Lane, P. (2010), *A European perspective on external imbalances*, Swedish Institute for European Policy Studies, Tukholma.
- Levy, M. (2012), *Diverging Competitiveness among EU Nations: Constraining Wages Is the Key*, <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/7536> (viitattu 30.3.2012).
- Maddaloni, A. ja Peydro, J.-L. (2012), "Bank risk-taking, securitization, supervision, and low interest rates: Evidence from the euro-area and the U.S. lending standards", *Review of Financial Studies* 24: 2121–2165.
- Malkin, I. ja Nechio, F. (2012), "U.S. and euro-area monetary policy by regions", *FRBSF Economic Letter* 2012–2016.
- Mehran, H., Morrison, A. ja Shapiro, J. (2012), "Corporate governance and banks: What have we learned from the financial crisis?", teoksessa Dewatripont, M. ja Freixas, X. (toim.), *The crisis aftermath: New regulatory paradigms*, Centre for Economic Policy Research, Lontoo: 11–44.
- Merrouche, O. ja Nier, E. (2011), "What Caused the Global Financial Crisis? Evidence on the Drivers of Financial Imbalances 1999–2007", IMF Working Paper 10/265.
- Obstfeld, M. (2012), "Does the Current Account Still Matter?", esitelmä, American Economic Association Annual Meeting.
- OECD (2012), *Economic Outlook Annex Tables*, [http://www.oecd.org/document/61/0,3343,en\\_2649\\_34573\\_2483901\\_1\\_1\\_1\\_1,00.html](http://www.oecd.org/document/61/0,3343,en_2649_34573_2483901_1_1_1_1,00.html).
- Reinhart, C. ja Rogoff, K. (2010), "Growth in a Time of Debt", *American Economic Review* 100: 573–578.
- Reinhart, C. ja Rogoff, K. (2009), *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.
- Smets, F. (2011a), "Kiel Lecture I: A tale of the last 15 years, monetary policy and risk-taking, stress-testing the ECB's strategy", luentokalvot.
- Smets, F. (2011b), "Kiel Lecture II: A chronology of the financial crisis and non-standard measures and the lower bound on policy rates, luentokalvot.
- Taylor, J. (2009), *Getting off track: How government actions and interventions caused, prolonged, and worsened the financial crisis*, Hoover Institution Press Publication, Stanford.
- Wolf, H. (2011), "Internal devaluation in a monetary union", *International Economics and Economic Policy* 8: 3–6.
- World Bank (2012), *Data*, <http://data.worldbank.org/> (viitattu 13.4.2012).