

## Miltä nousukausi näyttää syvän ja nopean taantumun jälkeen ?\*

Mika Kuismanen

*Pb.D, Subdanneyksikön päällikkö*

Valtiovarainministeriö

Vuoden 2009 taantumasta on nykyisen, vielä alustavan tilastotiedon valossa tulossa yksi Suomen taloushistorian syvimmistä. Tilastokeskuksen ennakkotiedon mukaan BKT:n vuosimuutos vuodelle 2009 olisi -8 %, vastaten noin 13,6 miljardin euron pudotusta vuodesta 2008. Tavaroiden ja palvelujen vienti romahti viidenneksen ja yksityiset investoinnit alenivat yli 17 prosenttia. Yksityinen kulutus laski myös varsin voimakkaasti, supistuen miltei kaksi prosenttia vuodesta 2008. On siis selvää, että Yhdysvalloista finanssikriisinä alkanut ja siitä kansainväliseen talouteen levinnyt taantuma oli luonteeltaan kysyntään vaikuttava shokki.

Tässä artikkelissa pohditaan aluksi nykyisen kriisin luonnetta. Sen jälkeen katsotaan lähitulevaisuuteen ja pohditaan erityisesti sitä, kuinka taloudellinen aktiviteetti tulee kehittymään seuraavien parin vuoden aikana. Suomessa aiemmin koettujen taantumien anatomiaan ei tässä yhteydessä yksityiskohtaisesti puututa,

mutta jossain määrin tehdään vertailua aikaisemmin koettuihin laskukausiin ja erityisesti 1990-luvun alun lamaan. Esimerkiksi Kiander ja Vartia (1998) tarjoaa kattavan kuvauksen 90-luvun kriisiin ja Hjerppe (1988) kattavan kuvauksen Suomen taloushistoriasta alkaen vuodesta 1860.

### Mistä kriisi sai alkunsa?

Selitys siitä, että rahoitusmarkkinoilla toimivien investointipankkiirien ahneus ja heidän kehittämänsä monimutkaiset rahoitusinstrumentit olisivat olleet finanssikriisin alullepanijoita, on jossain määrin puutteellinen. On kaiketi rationaalista olettaa, että rahoitusmarkkinoilla työskentelevien ihmisten käyttäytymisessä ei ole tapahtunut mitään suurta muutosta viimeisen kymmenen vuoden aikana. Se, että heille muodostui tilaisuus monimutkaisten rahoitusvaateiden kehittämiseen, johtui ainakin osittain harjoitetusta talouspolitiikasta ja maailmantalouden pitkään jatkuneesta epätasapainosta, joka loi ennennäkemättömän määrän ”ylimääräistä” likviditeettiä markkinoille. Esimerkiksi Holmström (2010) on useassa yhteydessä tuo-

\* *Esitetyt näkemykset ovat kirjoittajan omia, eivätkä siten kaikilta osin vastaa valtiovarainministeriön kantaa. Kiitän Harri Käbköstä, Meri Obstbaumia ja Mikko Sariolaa hyviä kommentteista.*

nut esiin, että kehittyvien maiden tuotanto kasvoi kulutusta nopeammin, ja siten kertyneet pääomat kanavoituivat kehittyneille pääomamarkkinoille paremman tuoton toivossa. Kansantalouksien kannalta valitettavaa oli likviditeetin ohjautuminen pitkälti sääntelyn ja valvonnan ulkopuolella olevan varjopankkijärjestelmän<sup>1</sup> piiriin.

Varjopankkijärjestelmän piirissä nk. strukturoitujen rahoitustuotteiden määrä kasvoi nopeasti. Nämä tuotteet ovat monimutkaisia ja läpinäkymättömiä ja ennen pitkää tuskin kenelläkään oli tiedossa järjestelmään kohdistuvan uudelleen jaetun riskin suuruutta. Vaikka jo vuoden 2007 aikana alkoi ilmaantua signaaleja (esim. riskilisien nousu) rahoitusmarkkinoiden epäterveestä kehityksestä, ei kehitykseen vielä laajamittaisesti reagoitu. Vielä Bear Sternsin konkurssinkaan aikana ongelman syvyyttä ei ymmärretty ja vasta Lehman Brothersin kaatuminen syksyllä 2008 laukaisi kriisin täydellä voimalla. Epävarmuuden noustessa ennätyskorkealle rahoitusmarkkinoiden toiminta halvaantui ja velkarahoituksen saatavuus aleni dramaattisesti.

Velkarahoituksen vähenemisen välittymisen reaalitalouden puolelle oli nopeaa. Välittyminen oli nopeaa ei ainoastaan rahoituksen saatavuuden vaikeutumisen takia, vaan myös pitkälti odotusten takia. Taloudellisten toimijoiden oli vaikea luotettavasti arvioida toimintaympäristöä edes lyhyellä aikavälillä. Suurin pudotus maailmankaupassa koettiin heti vuoden 2009 alussa ja kokonaisuudessaan maailmankauppa romahti kyseisenä vuonna vajaat 13 prosenttia<sup>2</sup>. Kysynnän voimakas supistumi-

nen heijastui eritoten yksityisissä investoinneissa ja kulutuksessa likimain kaikissa kriisin koettelemisissa maissa.

## Kriisin välittyminen Suomeen

Jälleen kerran nähtiin, että pienillä avoimilla talouksilla, kuten Suomella, ei käytännössä ole mahdollisuuksia suojautua globaaleja kysyntäshokkeja vastaan. Suomen talous oli ennen kriisiä kansainvälisesti vertailtuna hyvässä kunnossa. Kansantalouteemme kohdistunut shokki vaikutti erittäin nopeasti ja sen seurauksena julkinen talous kääntyi ylijäämäisestä alijäämäiseksi.

Jos talouskehitystä katsotaan ainoastaan kansantalouden kokonaistuotannon kehityksen valossa, niin suurimmat pudotukset viimeisen viidenkymmenen vuoden aikana BKT:n määrän muutoksissa ovat tapahtuneet 1970-luvun puolessavälissä, 1990-luvun alussa ja vuonna 2009. Näistä kolmesta episodista öljykriisin aikainen taantuma kesti vuoden verran<sup>3</sup> ja vuoden 2009 taantuma näyttää jäävän sitäkin lyhyemmäksi. 1990-luvun alun enemmän kotikutoinen lama sen sijaan oli kestoltaan erittäin pitkä, sillä BKT aleni kolmena peräkkäisenä vuotena.

Näyttää siis siltä, että kysyntään vaikuttavat shokit ovat useimmiten kestoltaan kohtalaisen lyhytikäisiä. Toisaalta on olemassa evidenssiä (ks. esim. Reinhart ja Rogoff (2009)), että pankkikriisien jälkeiset taantumukset ovat olleet varsinkin pitkäikäisiä. Tämänkertainen taantuma ei kuitenkaan Suomen näkökulmasta liittynyt oman finanssi- ja pankkijärjestelmämme huonoon tilaan, toisin kuin 1990-luvun alun lama.

<sup>1</sup> Varjopankkijärjestelmään kuuluvat esim. investointipanakit ja hedge-fundit.

<sup>2</sup> CPB:n arvion mukaan.

<sup>3</sup> Vanhan vuodesta 1975 alkavan neljännesvuositilinpidon mukaan vuoden 1975 kaikki neljännekset olivat miinuksella.

Taloudelliset toimijat tietävät pääsääntöisesti varsin hyvin shokkien alkuperän. Esimerkiksi yrityksen ennustaessa kysynnän laskevan vain väliaikaisesti, hyvän työvoiman irtisanominen on vasta viimeinen vaihtoehto. Työvoiman ”hamstrauksen” suuruutta on empiirisesti vaikea todentaa, mutta kohtalaisella varmuudella voitaneen väittää näin tapahtuneen tällä kertaa. Osatukea tälle teorialle antaa se, että huolimatta BKT:n erittäin voimakkaasta supistumisesta, työttömyysasteen nousu on ollut odotettua maltillisempaa. Kulutuksessa puolestaan preferenssit näyttäisivät pysyneen melko lailla muuttumattomina. Yksityinen kulutus on nopeasti palautumassa hyvälle parin prosentin kasvurallalle johtuen ainakin osittain siitä, että jo vuoden 2009 alussa kuluttajaluottamus kääntyi nousuun ja näin kuluttajat ennakoivat oikein taantuman lyhytkestoisuuden. Kotitalouksien käytettävissä olevat nimellistulot myös lisääntyivät läpi taantuman. Taantuma ei näillä näkymin myöskään muuttanut kulutuksen rakennetta, mikä ainakin osittain tukee preferenssien muuttumattomuutta.

Kriisin pääosallinen välityskanava oli ulkomaankauppa. Valmistamme vientiin paljon investointipainotteisia koneita ja laitteita, joita käytetään ulkomaisessa tuotannossa. Näiden tavaroiden kysyntä romahti erityisesti euroalueella, joka on tärkein vientimarkkinamme. Suomen viennin romahdus tapahtui hiukan myöhemmin kuin muualla ja näyttää myös käyvän niin, että pääsemme maailmankaupan vahvaan imuun mukaan hiukan muita talousalueita myöhemmin.

Julkisen talouden tilan heikkeneminen on merkittävää huolimatta taantuman lyhytikäisyydestä reaalityalouden puolella. Taloudellisen aktiviteetin heikkeneminen on näkynyt erityisesti valtiontaloudessa, joka pitää sisällään suh-

danneherkimmät veroerät. Kuntatalous on selvinnyt kriisistä odotettua pienemmin vaurioin osittain valtion toimenpiteiden ansioista, sillä esim. yhteisövero-osuuden nosto ja kansaneläkemaksun poisto ovat vahvistaneet kuntataloutta taantuman aikana.

### **Maailmantaloudessa positiivista virettä**

Kuten jo edellä on argumentoitu, Suomen kasvu on lyhyellä aikavälillä keskeisesti riippuvainen kansainvälisen talouden kehityksestä. Kansainvälinen talous kasvaa tällä hetkellä nopeaan tahtiin, joka on tietenkin osittain syvän montun täyttämistä. Konsensusnäemyksen mukaan maailmantalous kasvaa tänä vuonna noin neljä prosenttia ja tämä kasvuvauhti näyttää jatkuvan myös seuraavina kahtena vuotena. Maailmankaupan kasvu taas muodostunee kovaksi, 18 %, erityisesti kuluvana vuonna, ja tämä tulee myös vetämään Suomen vientiä ylöspäin.

Ulkoisen kehityksen ongelmaksi muodostunee se, että meille tärkeän euroalueen kasvu jää maltilliseksi. Euroalueen kasvuksi arvioidaan kuluvana vuonna noin puolitoista prosenttia ja kaksi prosenttia ensi vuonna. Euroalueen sisällä kasvu on epätasaista, mutta meille tärkeän kauppakumppanin Saksan viimeiset talousluvut ovat olleet varsin rohkaisevia. Yhdysvaltojen tilanne on tällä hetkellä mielenkiintoinen. Neljänneksestä neljännekseen kasvu on hidastunut jo puolen vuoden ajan ja kuluvan vuoden toisen neljänneksen kasvu hidastui jo 2,4 prosenttiin. Myös työttömyysasteen aleneminen on pysähtynyt ja Yhdysvalloille epätyypilliseen tapaan kotitalouksien säästäminen jatkuu voimakkaana.

Maailmantalouden negatiiviset riskit liittyvät julkisen sektorin velkaantumiseen ja rahoi-

tuksen epätasapainoon sekä työttömyyslukujen hitaaseen korjautumiseen. Vielä ei ole myöskään selvää millaiselle tasolle riskilisät asettuvat finanssikriisin jälkeen. Erityisesti Euroopassa riskinä ovat valtioiden korkea velkaantuminen ja pankkisektorin taseiden laatu, jotka saattavat vahvistaa toisiaan.

## Elvytyksen rooli

Taantumien aikana keskustelu elvytyksen roolista saa aina uutta puhtia. Lienee selvää, että tällä kertaa sekä rahapolitiikasta että finanssipolitiikasta vastuussa olevat tahot ovat reagoineet nopeasti ja varsin suurilla panoksilla. Toinen asia on se, onko tehdyillä elvytystoimenpiteillä ollut vaikutusta ja edesauttavatko toimenpiteet talouskasvua pidemmällä aikavälillä. Vai käykö jopa niin, että nyt tehdyt toimenpiteet muodostuvat kasvun esteeksi tulevina vuosina.

Rahapolitiikan osalta toimenpiteet ovat olleet varsin odotettuja. Kysyntäshokin johdosta hintapaineet ovat olleet ja tulevat olemaan lähivuosien ajan vaimeita, joten ohjauksen laskeminen on ollut riskitön vaihtoehto. Perinteistä rahapolitiikkaa tärkeämmässä roolissa ovat tällä kertaa olleet poikkeukselliset toimenpiteet, joilla pankit pystyivät hakemaan lyhytaikaista luottoa vakuuksia vastaan keskuspankeista käytännössä haluamansa määrän (ks. tarkemmin esim. Suvanto ja Virolainen (2010)). Ilman näitä toimenpiteitä on vaikea nähdä, että markkinoilla vallinnutta ennennäkemättömän suurta ja alati kasvavaa epävarmuutta olisi saatu hallintaan. Ainakin eurojärjestelmän piirissä on jo aloitettu toimenpiteet poikkeusjärjestelmien purkamiseksi asteittain, mutta ohjauksen säilynee varsin matalalla tasolla seuraavien parin vuoden ajan.

Rahapolitiikkaa enemmän on keskusteluttanut, ainakin Suomessa, finanssipolitiikan rooli. Varsin nopeassa tahdissa hallitukset reagoivat alentuneeseen yksityiseen kysyntään lisäämällä julkista kulutusta ja investointeja. Tämä on varsin luontevaa, sillä esimerkiksi tulopuolella verotuksessa tehtäviä muutoksia on vaikea toteuttaa riittävän nopeasti. Yleensäkin veropolitiikka ei ole osuvin väline suhdannepolitiikan harjoittamiseen. Julkisten menojen lisääminen ei ole ongelmatonta tulevan talouskasvun kannalta. Kansainvälinen tutkimus kyseisestä teemasta on aktiivista ja kuten odottaa saattaa tutkimustulokset ovat ristiriitaisia. Esimerkiksi Alesina ja Ardagna (2010) aineistollisesti kattavassa tutkimuksessaan päätyvät johtopäätökseen, että julkisten menojen lisäykset eivät ole edesauttaneet tulevaa talouskasvua. Toisaalta Chick ja Pettifor (2010) taas argumentoivat tulostensa pohjalta päinvastaisista. Suomalainen tutkimus asiasta on vähäistä ja lähimmäksi pääsee Kuismasen ja Kämpin (2010) tutkimus, jossa tarkasteltiin menopuolen ja tulopuolen muutosten vaikutusta talouskasvuun. Tulosten mukaan menojen lisäyksillä on taipumusta syrjäyttää yksityistä aktiviteettia Suomessa.

Tällä hetkellä näyttää siltä, että taloudellinen taantuma jää lyhytaikaiseksi. Osa julkisten menojen lisäyksistä tulee väistämättä osumaan suhdannetilanteeseen nähden epäsuotuisaan aikaan. Tämä riski on tietysti aina olemassa ja poliittisten päättäjien on vain punnittava elvytyksestä aiheutuvia etuja ja haittoja. Joka tapauksessa julkisten talouksien laajat ja yhtäaikaiset vakautustoimet saattavat lyhyellä aikavälillä supistaa yksityistä kysyntää. Lisäksi erityisesti Euroopassa ongelmaksi voivat muodostua edellä mainitut valtioiden korkea velkaantuminen ja pankkisektorin taseiden laatu. Pankit

saattavat joutua kirjaamaan alas hallussaan olevien papereiden arvoja, jolloin valtiot saattavat joutua tukemaan pankkisektoria tilanteessa, jossa julkisen sektorin rahoitus on jo haasteellista.

### **Ennuste Suomen talouskehitykselle vuoteen 2012 saakka**

Lähivuosien talouskehitystä arvioidessa on otettava huomioon se, että elvyttävän finanssipolitiikan vaikutus alkaa joka tapauksessa heiketä ajan saatossa. Kestävälle kasvu-uralle palautuminen edellyttää luottamuksen edelleen vahvistumista ja markkinavetoisen kasvun jatkumista. Valtiovarainministeriön tuore syyskuun ennuste lähtee siitä, että yksityinen markkinavetoinen kasvu on käynnistymässä maailmalla, mutta kriisiä edeltäviin koviin kasvukuihin ei tulla pääsemään johtuen useistakin tekijöistä. Näitä ovat esimerkiksi edelleen jatkuva epävarmuus rahoitusmarkkinoilla, julkisten talouksien epätasapainot ja velkaantuneisuus ja teollistuneiden maiden alhainen tuottavuuskehitys.

Suomen kansantalouden kasvuksi kuluvana vuotena arvioidaan 2,1 prosenttia ja vuonna 2011 kasvu kiihtyy 2,9 prosenttiin. Ensi vuosi tulisi olemaan ennusteperiodin kovin kasvuvuosi, sillä vuonna 2012 kasvu hidastuisi 2,6 prosenttiin. Ennusteen taustalla on luonnollisesti iso joukko oletuksia ja tärkeimpiä niistä ovat, edellä mainittu kansainvälisen talouden asteittainen viriäminen, vakioinen valuuttakurssioletus (1 euro=1,32\$) sekä maltillisesti nousevat lyhyet ja pitkät korot.

Suomessa tavaraviennin alamäki on ollut muita maita tuntuvasti jyrkempää, eli Suomi on menettänyt vientiosuuttaan maailmanmarkkinoilla. Kehittyvien maiden tulo maailmanmark-

kinoille on yleisesti kaventanut kehittyneiden maiden markkinaosuuksia, mutta Suomen kehitystä selittää lisäksi keskeisesti Suomen vaihtosuhteen trendinomainen heikkeneminen. Olemme siirtyneet viennissä korkeimman teknologian tuotteista massatuotantotavaroiden suuntaan, minkä johdosta vientihintamme ovat lähes koko 2000-luvun ajan laskeneet samalla kun tuontihinnat ovat nousseet. Myös hinta- ja kustannuskilpailukyky on heikentynyt, erityisesti muutaman viime vuoden ajan (tämä kehitys on 2000-luvulla muodostunut vallitsevaksi trendiksi Suomen syrjäisen sijainnin, heikkenevän kilpailukyyn sekä Aasian maiden nousevan aseman seurauksena). Euroopan taloustilanteen kohenemisen seurauksena vienti EU-alueelle ja erityisesti keskeisiin vientimaihimme Ruotsiin ja Saksaan on kuitenkin lähtenyt vahaan nousuun vuoden toisen neljänneksen aikana ja kokonaisuudessaan viennin ennustetaan lisääntyvän kuluvana vuonna 6 %. Maailmankaupan vilkastuminen näkyy Suomen investointi- ja välituotepainotteisen vientirakenteen vuoksi Suomessa monia muita maita hitaammin ja viennin nopein kasvuvaihe ajoittuikin ensi vuodelle. Vuonna 2011 viennin kasvu nopeutuu 8 prosenttiin.

Yksityinen kulutus näytti päässeen kasvuun jo varhain viime vuoden puolella ja viittasi siten nykysuhdanteen poikkeavan aiemmista kuluusvetoisuudellaan. Alkuvuonna kulutus supistui kuitenkin uudelleen varsin laaja-alaisesti. Kotitalouksien luottamus on keväästä saakka jälleen kohentunut ja on pitkän aikavälin keskiarvonsa yläpuolella. Yksityisen kulutuksen kasvu vauhdittunee uudelleen työmarkkinoiden vähitellen kohentuessa, ja koko vuonna kulutus lisääntynee jo pari prosenttia viime vuodesta. Kuluttajahintojen nousupaine on vähäinen eikä valtion tuloverotus kiristyne tänä

eikä ensi vuonna, joten reaalityulojen kasvulle on suotuisat lähtökohdat. Yksityinen kulutus kasvaa myös ensi ja seuraavana vuonna. Vuonna 2012 kulutuksen kasvu kiihtyy edelleen ensi vuodelle arvioidusta noin kahdesta prosentista.

Investointien lasku näyttäisi jäävän lyhyeksi. Vuoden 2010 investointiennuste on tosin edelleen miinusmerkkinen, mutta supistuminen jää aiemmin arvioitua selvästi pienemmäksi. Sektorikohtaisesti ja investointitavaratyyppisesti eroja on kuitenkin vielä paljon; asuntoinvestointien vahva nousu korvaa muiden tavaratyyppien vähenemisen. Yksityiset investoinnit kääntyvät kasvuun jo tänä vuonna, sen sijaan julkiset investoinnit supistuvat kuntasektorin vähennysten takia. Kapasiteetin käyttöasteiden noustessa ja kysynnän elpessä investoinnit vauhdittuvat ensi vuonna jo noin viiden prosentin kasvuun.

Työmarkkinoiden toiminta kriisin aikana on yllättänyt monet ennustajat, ainakin valtiovarainministeriön. Ennustimme vielä vajaa puoli vuotta sitten huomattavasti korkeampaa työttömyysastetta, 10,2 %, kuluvalle vuodelle kuin mitä tällä hetkellä näyttäisi toteutuvan, eli 8,6 prosenttia. Kuten jo edellä mainittiin, ymmärryksemme shokin luonteesta ei ollut riittävä. Toisaalta poikkeuksellisen paljon työkäisiä on työvoiman ulkopuolella, eli he eivät ole työllisiä eivätkä työttömiä työnhakijoita. Myös määräaikaisesti lomautettuja ja pääasiassa työlliseksi tilastoitavia työntekijöitä oli v. 2009 keskimäärin 60 000, eli runsas 2 % työvoimasta. Vuodelle 2011 ennustamme, että työvoiman ulkopuolella olevat reservit työllistyvät entistä paremmin, mikä näkyy mm. työllisyysasteen kohoamisena. Työllisyysaste kohoaa 69,2 prosenttiin ja työttömyysaste alenee 8,2 prosenttiin. Aktiviteetin lisääntyessä ennakoitusti, vuonna 2012 tilanne paranee entisestään.

Hintapaineet ennusteperiodin aikana ovat maltilliset. Kuluvana vuonna inflaatio kiihtyy kansallisen hintaindeksin mukaan 1,5 prosenttiin, kun energian ja muiden raaka-aineiden huomattava kallistuminen maailmanmarkkinoilla kuluvan vuoden alkupuolella alkaa tuottajahintojen jälkeen näkyä myös kuluttajahinnoissa. Asuntohinnat ja korot eivät enää alene. Ensi vuonna hintoihin ei odoteta vielä kohdistuvan merkittävää painetta kysynnän voimistumisesta, mutta tuonti- ja tuotantohinnat jatkavat maltillista, kesän kuluessa tasaantunutta nousuaan. Vuoden alussa voimaan tuleva energiaveronkorotus vaikuttaa kuluttajahintoihin sekä suoraan kotitalouksilta kerättävien verojen korotuksina, että välillisesti kohonneina hintoina, kun yrityksille kohdistettu vero kohottaa kuluttajahintoja. Kaikkiaan kuluttajahintojen ennustetaan nousevan n. 2,5 %.

Taluskriisin seurauksena Suomen lähtökohtaisesti vahva julkinen talous on heikentynyt voimakkaasti, v. 2009 peräti 12 mrd. euroa eli 7 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen. Automaattisten vakauttajien on annettu toimia vapaasti, minkä lisäksi myös päätösperäiset elvytystoimet ovat heikentäneet julkisen talouden rahoitusasemaa.

Julkisyhteisöjen ns. EMU-velka on kuluvana vuonna noin 78 mrd. euroa. Koska julkinen talous pysyy alijäämäisenä, myös julkinen velka kasvaa ja 100 mrd. euroa ylittyy näillä näkymin v. 2012. Vaikka Suomen julkinen velkasuhde on EU-maiden vertailussa edelleen suhteellisen alhainen, velan kasvuvauhti on huolestuttava. Vuodesta 2008 vuoteen 2012 velka-aste uhkaa kasvaa noin 17 prosenttiyksikköä. Valtionvelan korkomenot ovat tänä vuonna jo yli 2 mrd. euroa. On hyvä muistaa, että valtion nettovelat olivat kuluvan vuoden ensimmäisellä neljänneksellä n. 20 miljardia; valtion velat siis ylitti-

vät valtion rahoitusvarallisuuden tuolla summalla

Valtiontalous muodostaa suhdanneherkimmän osan julkisesta taloudesta. Taloudellisen aktiviteetin heikkeneminen näkyy voimakkaimmin yhteisö-, pääomatulo- ja autoverojen tuotoissa, jotka laskivat jyrkästi viime vuonna. Vaikka talouskasvu piristyy, valtiontalouden rahoitusasema heikkenee edelleen kuluvana vuonna. Alijäämä yltää jo lähes 6 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Ensi vuonna alijäämä pienenee talouskasvun piristymisen ja veronkorotusten myötä reiluun 4 prosenttiin suhteessa kokonaistuotantoon. □

## Kirjallisuus

- Alessina, A. ja Ardagna, A. (2010), "Large changes in fiscal policy: taxes versus spending", *Tax policy and the Economy* (painossa).
- Chick, V. ja Pettifor, A. (2010), "The Economic Consequences of Mr. Osborne. Fiscal Consolidation: Lesson from a Century of Macroeconomics", <http://www.debtinaction.org/wp-content/uploads/2010/06/Fiscal-Consolidation1.pdf>.
- Hjerppe, R. (1988), *Suomen talous 1860–1985: Kasvu ja rakennemuutos*, Suomen Pankin julkaisuja, Kasvututkimuksia XIII, Helsinki.
- Holmström, B. (2010), "Discussion of "The Credit Rating Crisis" by Benmelech and Duglosz", *NBER Macroeconomic Annual* 2009: 215–222.
- Kiander, J. ja Vartia, P. (1998), *Suuri lama. Suomen 1990-luvun kriisi ja talouspoliittinen keskustelu*, ETLA Sarja B 143, Taloustieto, Helsinki.
- Kuismanen, M. ja Kämppi, V. (2010), "The effects of fiscal policy on economic activity in Finland", *Economic Modelling* 27: 1315–1323.
- Suvanto, A. ja Virolainen, K. (2010), "Rahoitusmarkkinat ja rahapolitiikka kriisin aikana ja sen jälkeen", teoksessa Rouvinen, P. ja Ylä-Anttila, P. (toim.), *Kriisin jälkeen*, Sitra 288, Taloustieto, Helsinki: 57–69.