



BLOGI

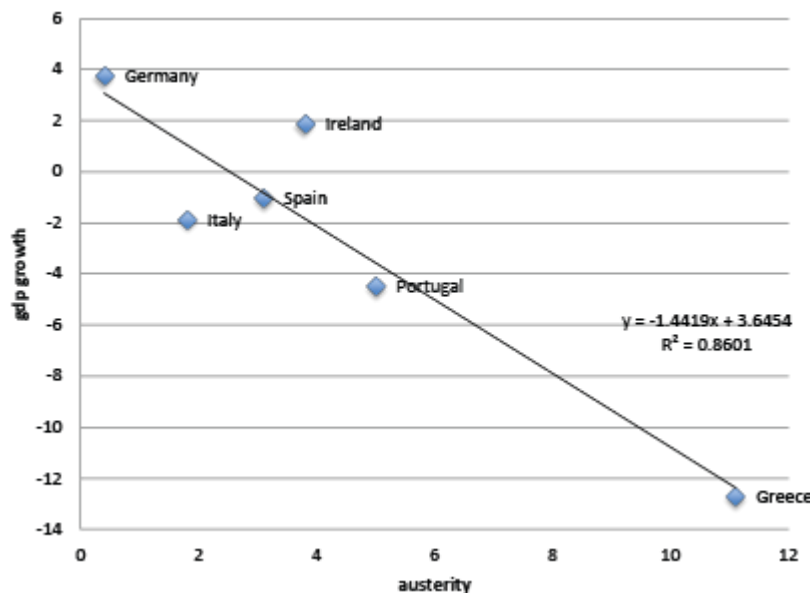
Säästääkö Eurooppa itsensä hengiltä?

14.3.2013 • BLOGI • TUOMAS SAARENHEIMO

Helsingin Sanomat uutisoi 4.3.2013 Euroopan finanssipolitiikasta käytävästä keskustelusta otsikolla ”Taloustieteilijät: Eurojohto syyllinen taantumaa”. Juttu lainaa kahden taloustieteilijän Paul de Grauwen ja Yuemey Lin (2013) kirjoitusta, jonka mukaan pelko ja paniikki ovat ajaneet euroalueen liialliseen julkistalouksien kiristämiseen ja tarpeettomaan kärsimykseen.

Finanssipolitiikan vaikutuksia koskevan keskustelun varsinainen käynnistäjä oli IMF:n vuoden 2012 syysennusteen yhteydessä julkaistu, Olivier Blanchardin ja Daniel Leighin laatima ns. finanssipolitiikan kertoimia käsittelevä kehikko (IMF, 2012). Kehikko osoitti että niissä maissa, joissa vuonna 2010 kaavailut säästötoimet olivat voimakkaimpia, kasvu on jäänyt eniten jälkeen ennustetusta. Kirjoittajien tulkinta oli, että finanssipolitiikan kiristäminen on kriisin aikana heikentänyt talouden aktiviteettia enemmän kuin mitä toimia suunnitellessa odotettiin – ts. finanssipolitiikan kerroin on osoittautunut tavanomaista suuremmaksi.

Blanchard ja Leigh eivät itse tehneet tulostensa pohjalta erityisiä politiikka-johtopäätöksiä. Myöhemmissä kirjoituksissaan he ovat vielä korostaneet, ettei heidän tuloksistaan voi tehdä suoraa päätelmiä finanssipolitiikan asianmukaisesta mitoituksesta (Blanchard ja Leigh, 2013). Monet arvovaltaiset tahot, kuten talousnobelisti Paul Krugman ja Financial Timesin kolumnisti Martin Wolf ja Wolfgang Münchau ovat olleet johtopäätöksissään vähemmän varovaisia. He tulkitsivat tulosten osoittavan, että euroalueen kriisinhoito perustuu väärille oletuksille ja on seurauksiltaan tuhoisaa. De Grauwen ja Lin kirjoitus jatkaa tätä keskustelua.



Kuva 1. De Grauwen ja Lin (2013) kirjoituksessa esitetty kuvio, joka osoittaa, miten euroalueen maissa kasvu 2011–2012 oli heikointa niissä maissa, joissa julkisen talouden säästötoimet ("austerity") vuonna 2011 olivat voimakkaimpia.

Ovatko euroalueen taantuman syy olleet eurojohtajien väärät päätökset? Keskustelu on ollut luonteeltaan moniulotteista, ja väitteet ovat usein olleet vahvempia kuin niiden taustalla oleva analyysi. Tämä blogikirjoitus pyrkii selkeyttämään asiaa.

Keskustelun hahmottamiseksi aihe on hyödyllistä pilkkoa kolmeen asiallisesti erilliseen kysymykseen:

1. Onko finanssipolitiikan vaikutus taloudelliseen aktiviteettiin nykyoloissa tavanomaista suurempi?
2. Aiheuttiko finanssipolitiikan kiristäminen euroalueen odotettua syvemmän taantuman?
3. Onko euroalueelle nykytilanteessa tarjolla parempia politiikkavaihtoehtoja?

Onko finanssipolitiikan kerroin nykyoloissa tavanomaista suurempi?

Erimielisyyttä ei juuri vallitse siitä, että finanssipolitiikan kiristäminen heikentää taloudellista aktiviteettia. Vastakkaisiakin tuloksia tosin on, mutta ne koskevat lähinnä luonteeltaan poikkeuksellisia episodeja. Euroalueen kriisimaiden sopeutusohjelmia laadittaessa ymmärrettiin hyvin, että säästöt tulevat syventämään taantumaa lyhyellä aikavälillä. Blanchardin ja Leighin hypoteesi on kuitenkin, että säästöjen negatiivinen vaikutus aliarvioitiin.

Mitä Blanchardin ja Leighin analyysi tarkkaan ottaen sitten osoittaa? Se kertoo jokseenkin kiistattomasti, että niissä maissa, joissa finanssipolitiikkaa on kiristetty voimakkaasti, talouskasvu on jäänyt odotettua hitaammaksi. Tämä havainto ei sinänsä vielä todista, että leikkaustoimet ovat olleet syynä kasvupettymykseen. Syynä kasvun hidastumiseen voi olla myös joku kolmas tekijä, joka syystä tai toisesta korreloi finanssipolitiikan kiristämisen kanssa.

Väite tavanomaista suuremmista finanssipolitiikan vaikutuksista saa tukea talousteoriasta. Erityisesti euroalueen kriisimaissa vaikuttaa moni sellainen tekijä, jotka teorian perusteella kasvattaa finanssipoliittisten toimien vaikutuksia kysyntään. Rahapolitiikka euroalueella on ajautunut lähelle nollaraajaa, samalla kun yksityisen sektorin rahoituksen saanti on kriisimaissa häiriytynyt ja työttömyys on korkea. Kaikki nämä tekijät johtavat siihen, että kriisimaiden yksityisen sektorin kyky kompensoida julkisen kysynnän supistumista tai työllistää julkiselta sektorilta vapautuvaa työvoimaa on poikkeuksellisen heikko.

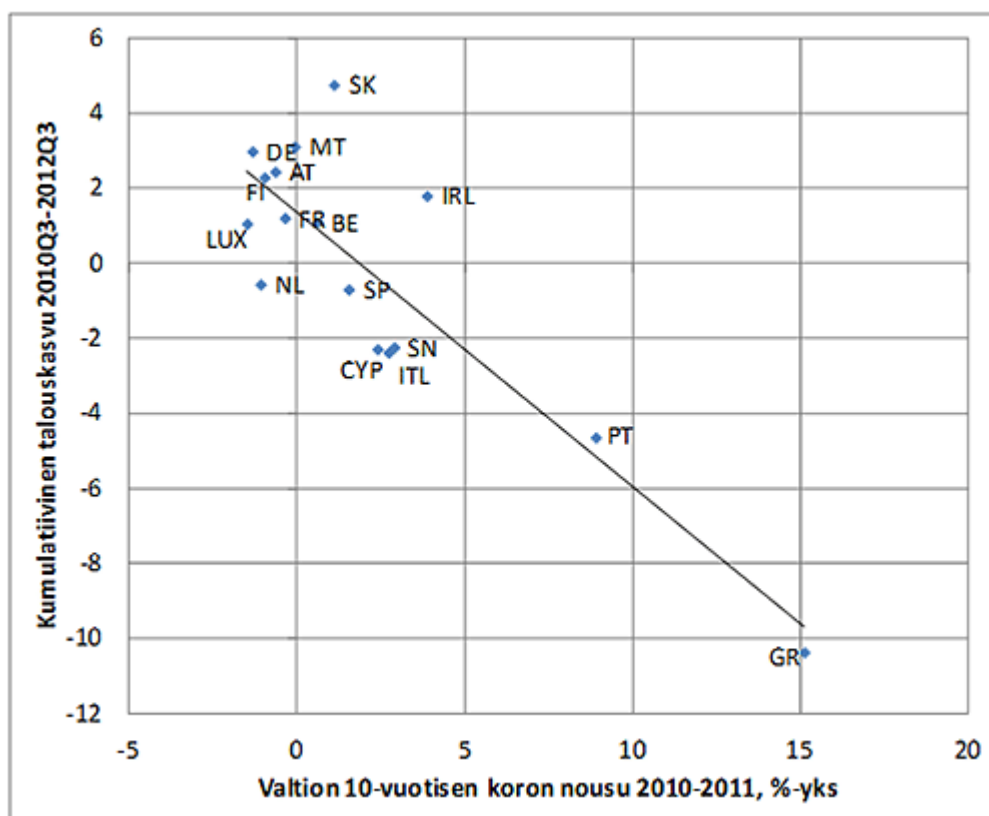
On siten hyviä syitä uskoa, että juuri euroalueen kriisimaissa finanssipolitiikalla on nykyoloissa tavanomaista suurempia vaikutuksia kokonaiskysyntään ja siten taloudelliseen aktiviteettiin. Vähemmän selvää on, missä määrin sama pätee euroalueen vahvempiin maihin, joissa rahoituksen saanti on helpompaa ja työttömyys tavanomaisella tasolla.

Aiheuttiko finanssipolitiikan kiristäminen euroalueen odotettua syvemmän taantuman?

Jos hyväksytään, että finanssipolitiikan vaikutukset ovat nykyoloissa tavanomaista suuremmat, tuntuisi luontevalta päätellä (kuten Blanchard ja Leigh), että finanssipolitiikan kiristäminen oli syy euroalueen odotettua syvempään taantumaan. Tällainen johtopäätös ei kuitenkaan ole ilmeinen. Voihan nimittäin olla, että syy taantuman syvyyteen onkin joku kolmas, finanssipolitiikan kanssa korreloitunut mutta siitä riippumaton tekijä.

Euroopan komissio analysoi tätä kysymystä euroalueen maiden osalta marraskuun 2012 ennusteensa yhteydessä. Komissio osoitti, että itse asiassa paras selittäjä euromaiden talouskasvun hidastumiselle ei ollutkaan finanssipolitiikan kiristäminen vaan maiden valtionvelan kustannusten nousu vuosina 2010–2012. Niissä maissa, joissa korot nousivat nopeimmin, talouskasvu hyytyi eniten. Jos tämä tekijä huomioidaan, eivät finanssipolitiikan kiristämisen vaikutukset enää näyttäydä tavanomaista suurempina (ks. Kuva 2). Komission tulkinta oli, että rahoitusmarkkinat pitivät kriisimaiden leikkausponnisteluja riittämättöminä ja nostivat sen seurauksena vaatimaansa

riskilisää, mikä lisäsi sekä valtion että yksityisen sektorin rahoituskustannuksia ja nitisti talouskasvun.



Kuva 2. Valtion velanoton kallistumisen vaikutus talouskasvuun euromaissa. (Lähde EKP)

Havainto korkojen keskeisestä roolista on hyödyllinen, mutta komission sille antama tulkinta on puutteellinen. Miksi rahoitusmarkkinoiden pettymys olisi kohdistunut voimakkaimmin juuri niihin maihin, joissa suunniteltu finanssipoliittinen kiristys oli suurin? Tähän kysymykseen on vaikea keksiä muuta vastausta kuin Blanchardin ja Leighin alkuperäinen tulkinta: finanssipoliittikan kiristys heikensi talouskehitystä eikä siten kohentanut talouksien velkakestävyyttä odotetusti. Talousteorian kielellä korkojen muutos on finanssipoliitikalle endogeeninen tekijä, eikä sitä siksi voi käyttää kontrollimuuttujana finanssipoliittikan vaikutuksia arvioitaessa.

Komission tulokselle on kuitenkin olemassa uskottavampi tulkinta. Vuosien 2010 ja 2012 välillä markkinoilla tapahtui laaja riskien uudelleenarviointi suhteessa euroalueen maiden valtionvelkaan. Euro maiden euromääräinen valtionvelka oli aiemmin ymmärretty luonteeltaan samanlaiseksi kuin muiden maiden omassa valuutassa liikkeeseen laskettu velka. Velkakriisin aikana tämä käsitys muuttui. Luokituslaitokset ja sijoittajat oivalsivat, että yksittäisiltä euromailta puuttuu yksinoikeudellinen kontrolli valuuttaansa, ja

siksi eurovaltioiden velka rinnastuu luonteeltaan pikemmin Yhdysvaltain osavaltioiden velkaan kuin kotivaluutan määräiseen valtionvelkaan. (Ks. esim. Wolf, 2011)

Samaan aikaan virisi myös huoli euromaiden pankkien ja valtioiden kohtalonyhteydestä. Rahaliiton alkuvuosina oli laajalti jaettu käsitys, että yhteisvaluutta suojaa euromaita maksutasekriiseiltä. Velkakriisin aikana kävi kuitenkin ilmeiseksi, että näin ei olekaan. Itse asiassa yhteisvaluutta [] voi jopa altistaa euromaat paniikinomaisille pääomanliikkeille, jotka saattavat romahduttaa maan pankkisektorin ja horjuttaa sitä kautta myös valtiontaloutta.

Nämä oivallukset johtivat euromaiden valtioriskin uudelleen hinnoitteluun markkinoilla. Erityisesti nousivat niiden euromaiden korot, joiden valtiontalouden tasapainotustarve oli suurin, eli joissa valtiontalouden tila oli itsessään heikko tai pankkisektorin ongelmista odotettiin koituvan valtiolle kustannuksia. Korkojen nousu kuritti kriisimaiden yksityistä sektoria ja johti niissä talouskasvun ennakoitua nopeampaan jarrutukseen¹.

Tämä vaihtoehtoinen selitys sopii Blanchardin ja Leighin esittämiin empiirisiin tuloksiin yhtä hyvin kuin kirjoittajien oma hypoteesi finanssipolitiikan ajateltua suuremmista vaikutuksista. Todennäköisintä on, että molemmat tekijät ovat vaikuttaneet rinnakkain. Sen tarkempi erittely, kuinka suuri kunkin mekanismin rooli on ollut, vaatii lisää empiiristä työtä.

Onko euroalueelle tarjolla parempia politiikkavaihtoehtoja?

Aina ei ole ollut selvää, minkälaista vaihtoehtoista politiikkaa säästöpolitiikan kriitikot ovat esittäneet. On kuitenkin mahdollista erottaa ainakin viisi vaihtoehtoista suositusta, joita on syytä analysoida erikseen.

Ensimmäinen suositus on, että **finanssipolitiikan säästötavoitteita helpotetaan euroalueen kriisimaissa**. Tällaista suositusta kohtaan on helppo tuntea sympatiaa. Kuten yllä argumentoitiin, on syytä uskoa, että finanssipolitiikan vaikutus taloudelliseen toimintaan on suuri juuri näissä maissa. Monissa maissa kriisin syvyys alkaa lisäksi jo horjuttaa sosiaalista ja poliittista koheesiota.

Tämän suosituksen ilmeinen ongelma on, että finanssipoliittisista säästöistä tinkiminen edellyttäisi lisärahoitusta. Niin kauan kuin markkinat eivät ole halukkaita lisärahoitusta tarjoamaan, sen ainoa mahdollinen lähde on tuki-pakettien kasvattaminen. Jos lisärahoituksesta kyetään sopimaan, voi pidemmän sopeutusajan tarjoaminen kriisimaille hyvinkin olla perusteltua.

Kokemus on kuitenkin osoittanut, että lisärahoituksen järjestäminen ei ole ollut ongelmatonta sen paremmin rahoittajamaiden parlamenteissa kuin IMF:n päätöksentekoeleimissäkään.

Kriisimaiden kannalta ehkä vielä tärkeämpää kuin lisärahoituksen järjestäminen valtiolle olisi varmistaa kohtuuhintainen rahoitus maiden yksityiselle sektorille. Kun julkinen sektori supistaa, täytyy yksityisellä sektorilla olla edellytykset työllistää vapautuvat resurssit. Euroopan keskuspankki (EKP) on omalta osaltaan pyrkinyt tukemaan näitä edellytyksiä toimillaan, jotka ovat tukeneet rahoituksen välittymistä, mutta kriisimaiden luotontarjonta on tästä huolimatta säilynyt kireänä.

Toinen suositusvaihtoehto on, että **finanssipolitiikkaa tulisi keventää niissä euromaissa, joille rahoituksen hankkiminen ei ole ongelma**. Tässä taustalla on ajatus, että kysynnän lisääntyminen vahvoissa euromaissa (esim. Saksassa) kohentaisi kriisimaiden vientiä ja siten elvyttäisi taloutta myös niissä.

Tämän suosituksen logiikka on vähemmän vakuuttava kuin ensimmäisen. Ne perusteet, jotka viittaavat finanssipolitiikan suuriin vaikutuksiin kriisimaissa, eivät pääosin päde vahvempiin euromaihin, joissa työttömyys on normaalitasolla ja yksityisen sektorin rahoituksen saanti melko ongelmatonta. Finanssielvytyksen lisääminen Saksassa voisi johtaa varsin vaatimatomaan kysynnän lisäykseen. Tästäkin vain pieni osa kanavoituisi lopulta kriisimaiden hyödyksi.

Kolmas mahdollisuus on, että **kriisimaat korjaavat julkistaloutensa jättämällä velkansa yksinkertaisesti maksamatta**. Tätä näkemystä edustavat lähinnä tietyt populistiset poliittiset liikkeet (esim. Sinn Fein Irlannissa ja Movimento 5 Stelle Italiassa). Tämän vaihtoehdon ongelma on se, että valtion velan uudelleenjärjestely johtaisi ulkoisen rahoituksen katkeamiseen ja edellyttäisi siksi valtiontalouden välitöntä tasapainottamista eli useimpien kriisimaiden kohdalla entistä suurempaa säästötarvetta. Samalla velkajärjestely johtaisi lähes väistämättä maan oman pankkisektorin romahuttamiseen ja sitä kautta rahoituksen katkeamiseen myös yksityiselle sektorille. Tällä olisi suuria makrotaloudellisia seuraamuksia. Kuten Kreikan esimerkki osoittaa, valtionvelan uudelleenjärjestely voi yksittäisissä tapauksissa olla välttämätön, mutta ilman runsasta ulkopuolista tukirahoitusta se johtaa taloudelliseen kaaokseen.

Neljäs ehdotus on, että **kriisimaiden tulisi erota euroalueesta** ja sen yhteydessä konvertoida euromääräiset velkansa uuteen (heikompaan) valuuttaan. Eurosta luopuminen tukisi ajan myötä kriisimaiden kilpailukyvn korjaantumista, mutta välittömiltä vaikutuksiltaan se olisi samankaltainen kuin valtion velkojen maksamatta jättäminen: valtion velansaanti pysähtyisi ja maan pankkisektori romahtaisi. Se edellyttäisi tuekseen pääomanliikkeiden voimakasta sääntelyä ja johtaisi pitkälliseen oikeudellisen epävarmuuden tilaan, mikä edelleen vaikeuttaisi talouden elpymistä.

Viides ja viimeinen vaihtoehto lähtee siitä, että **finanssipoliittinen elvytys tulisi rahoittaa keskuspankin interventioiden turvin**. EKP:tä on vaadittu alentamaan korkoja ostamalla aggressiivisesti kriisimaiden velkakirjoja markkinoilta (mm. Wren-Lewis, 2011). Usein on viitattu muiden keskeisten keskuspankkien (USA, Iso-Britannia, Japani) mittaviin valtionpaperiostoihin.

Euroalueen institutionaalinen rakenne eroaa kuitenkin merkittävästi näistä kolmesta maasta. Ensinnäkin euroalueella ei ole yhteistä, liittovaltion liikkeeseen laskemaa velkaa, joka rinnastuisi esim. USA:n liittovaltion velkaan. Mikään näistä kolmesta keskuspankista ei ole ostanut osavaltioiden tai paikallishallintojen liikkeeseen laskemaa velkaa.

Lisäksi valtioiden rahoittaminen on EKP:n perussäännön mukaan yksiselitteisesti kielletty. EKP voi sinänsä ostaa valtioiden velkakirjoja jälkimarkkinoilta, mutta vain jos toimella on rahapoliittinen tavoite. Luvallista olisi esimerkiksi ostaa valtiopapereita osana ohjelmaa, jonka tavoitteena on lisätä keskuspankkirahan määrää. Yksittäisten eurovaltioiden budjettirahoituksen helpottaminen ei sen sijaan ole sallittu peruste. Nämä rajoitteet näkyvät EKP:n ilmoittaman suorien kauppojen (OMT) ohjelman ominaispiirteissä.

Jotkut ärhäkkäämmistä kommentaattoreista esittävät EKP:n toimet hyvinkin synkässä valossa. Oxfordin yliopiston professori Simon Wren-Lewis katsoo blogissaan (2011, 2012) EKP:n käyttävän valtaansa väärin pidättyessään laajamittaisista valtionpapereiden ostoista ja kysyy, onko viisasta antaa näin paljon valtaa demokraattisen tilivelvollisuuden ulottumattomissa olevalle instituutiolle.

Kysymys keskuspankin laajamittaisten valtionpaperien ostojen taloudellisista hyödyistä ja kustannuksista menee tämän blogin aiheen ulkopuolelle. Wren-Lewis nostaa kuitenkin esille tärkeän kysymyksen siitä, mitkä ovat delegoitua valtaa käyttävän, epäpoliittisen virastoinstituution valtuudet tulkita omaa toimivaltaansa.

EKP:n mandaatti ei syntynyt sattumalta, vaan se oli aikanaan vuosien poliittisen neuvotteluprosessin tulos. Valtioiden rahoituksen kieltä ei sekään pääntynyt perussääntöön vahingossa. Sen tarkoitus oli varmistaa, etteivät EKP:n toimet sido jäsenmaiden valtiontalouksia yhteen tavalla, johon poliittiset päättäjät ja euromaiden äänestäjät eivät olleet valmiita.

Jos demokraattisesti valituilla päättäjillä olisi ollut halua laajentaa EKP:n toimivaltuuksia, siihen olisi kriisivuosien aikana ollut runsaasti aikaa ja mahdollisuuksia. On jotain syvästi ironista siinä, että demokratian nimissä vaaditaan tarkkaan rajattuja, delegoituja valtuuksia käyttävää virastoa yllittämään lailliset valtuutensa ja tekemään poliittisten päättäjien puolesta päätöksiä, joihin nämä itse eivät ole valmiita.

Lopuksi

Finanssipolitiikan roolia koskevaa keskustelua on käyty tavanomaista kiihkeämmässä äänilajissa. Tämä kertoo osaltaan talouspolitiikan haasteiden mittaluokasta.

Keskustelu asiasta on tervettä, mutta se suoraviivaisuus, jolla IMF:n alkupe- räisestä havainnosta (”finanssipolitiikan kertoimet ovat saattaneet kriisin aikana olla tavanomaista suurempia”) on päädytty johtopäätökseen eurojohdon syyllisyydestä taantumaa, on hieman poikkeuksellinen.

Kriitikot ovat luultavasti oikeassa siinä, että euroalueella kriisin aikana ei todennäköisesti onnistuttu löytämään sitä talouspolitiikkaa, jolla olisi saavutettu nopein kasvu parin viime vuoden aikana. Sellainen tulkinta, että paremman talouspolitiikan esteenä on ollut ensisijaisesti eurooppalaisen eliitin huono taloustieteellinen osaaminen tai vääristynyt ideologia, on kuitenkin väärä. Pikemmin kriisinhoidon keinovalikoimaa ovat kutistaneet monenlaiset taloudelliset, institutionaaliset, juridiset ja demokraattiseen päätöksentekoon liittyvät rajoitteet. Eräät sellaiset politiikkavaihtoehdot, jotka olisivat olleet mahdollisia ja suositeltaviakin kiinteän liittovaltion oloissa, eivät yksinkertaisesti ole käytettävissä EU:n euroalueen valtiosopimukseen perustuvassa institutionaalisessa kehikossa.

Ilmeistä on, että euroalueen institutionaalista kehikkoa ei rakennettu nykyisen kaltaista kriisiä silmällä pitäen. Välineet velkakriisin hoitoon olivat heikot, ja yhteisymmärryksen saavuttaminen uusista välineistä tilanteessa, jossa kriisi pikemmin polarisoi kuin yhdisti euroalueen maita, on ollut haasteellista. Parin vuoden takaisin tuomiopäivän ennusteisiin suhteutettuna jo sitä, että euroalue on edelleen yhtenäisenä olemassa, voi pitää kohtuullisena onnistumisena.

Markkinoilla on nyt merkkejä optimismista euroalueen osalta, ja myös maailmantalouden tilanteen koheneminen tarjonnee vetoapua. Kriisimaiden sopeutumistarvekin alkaa olla monilta osin täytetty. Kriisi ei vielä ole takana, ja lähivuodet ovat euroalueella väistämättä taloudellisesti vaikeita. Voi silti olla, että arvio euroalueen talouspolitiikan onnistumisesta näyttää jo parin vuoden kuluttua myönteisemmältä.

Viittaukset:

Blanchard, Olivier & Daniel Leigh (2013): “Growth forecast errors and fiscal multipliers”

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1301.pdf>

de Grauwe, Paul & Yuemey Li (2013): “Panic-driven austerity in the Eurozone and its implications”,

<http://www.voxeu.com/article/panic-driven-austerity-eurozone-and-its-implications>

European Commission (2012): “European economic forecast – autumn 2012” (Box 1.5)

http://ec.europa.eu/economy_finance/eu/forecasts/2012_autumn/box_af12_-_multipliers_en.pdf

IMF (2012): World Economic Outlook, October 2012

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/02/pdf/text.pdf>

Wolf, Martin (2011): “To the eurozone: advance or risk ruin”,

<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4dc988ca-14fd-11e1-a2a6-00144feabdc0.html>

Wren-Lewis, Simon (2011): “Starting a blog, and the role of the ECB in the Euro crisis”

<http://mainlymacro.blogspot.co.uk/2011/12/starting-blog-and-role-of-ecb-in-euro.html>

Wren-Lewis, Simon (2013): “ECB conditionality exceeds their mandate”

<http://mainlymacro.blogspot.fi/2012/08/ecb-conditionality-exceeds-their-mandate.html>

¹De Grauwe ja Li (2013) esittävät samanlaisen, markkinasentimenttiin liittyvän tulkinnan korkojen nousulle. Ero on lähinnä se, että he tulkitsevat tapahtuman puhtaasti paniikin aiheuttamaksi ja fundamenteihin liittymättömäksi. Tämän blogin argumentti on sen sijaan se, että sentimentin muutoksen taustalla oli pikemmin markkinoiden ymmärryksen aito lisääntymisen euroalueen institutionaalisen kehikon luonteesta.



KIRJOITTAJA

Jarmo Kontulainen on rahapolitiikka- ja tutkimusosaston osastopäällikkö sekä EKPJ:n rahapolitiikan komitean jäsen.

[Jarmo.Kontulainen \(at\) bof.fi](mailto:Jarmo.Kontulainen@bof.fi)

AVAINSANAT:

- [Euroalue](#)
- [Finanssikriisi](#)
- [Rahapolitiikka](#)
- [Talouspolitiikka](#)