

Rahapolitiikan välittyminen ja velkaantuminen euroalueella

9.3.2012

Euroalueen kotitalous- ja yrityslainojen nimelliskorot olivat ennen vuoden 2008 rahoitusmarkkinakriisin kärjistymistä verrattain yhtenäisiä ja seurasivat läheisesti Euroopan keskuspankin ohjauskorkoja. Euroalueen velkaantumisessa on sen sijaan ollut suuria maakohtaisia eroja. Keskeinen velkaantumiseroja selittävä tekijä oli eräiden reunavaltioiden muita nopeampi inflaatiiovauhti. Tämän vuoksi näissä maissa lainojen reaalkorot muodostuivat alhaisemmiksi kuin muualla ja velkaantumisen kasvu oli nopeaa.

Yritykset ja kotitaloudet velkaantuneet viime vuosikymmeninä

Kotitalouksien ja yritysten velkaantuminen on kasvanut nopeasti OECD-maissa 1980-luvulta lähtien. Tähän kehitykseen on nähty useita syitä, kuten rahamarkkinoiden liberalisointi, vakaa makrotaloudellinen kehitys, reaalkorkojen lasku sekä monien maiden velkaantumista suosiva verolainsäädäntö.¹ Myös keskuspankkien ohjauskorkojen suhteellisen matala taso uuden vuosituhannen alussa on mainittu yhtenä velkaantumista tukevana tekijänä.

Vuosina 1999–2011 yksityisen sektorin velat kasvoivat euroalueella keskimäärin noin 70 prosenttiyksikköä maiden bruttokansantuotteeseen suhteutettuna. Julkisen sektorin velkasuhde supistui vuosikymmenen alkupuolella mutta alkoi kasvaa voimakkaasti talouskriisin kärjistyttyä vuoden 2008 lopussa. Kaiken kaikkiaan yrityslainojen (pl. rahalaitokset) kasvu selittää kes-

kimäärin vajaan puolet, kotitalouslainojen kasvu runsaan kolmasosan ja julkisen sektorin velkojen kasvu viidenneksen euroalueen kokonaisvelkaantumisen lisääntymisestä vuosina 1999–2011² (taulukko 1).

Velkaantumiseen vaikuttaneista yhteisistä tekijöistä huolimatta maakohtaisissa velkaantumisvauhteissa on ollut huomattavia eroja. Irlannissa ja Espanjassa kotitalouksien ja yritysten velkojen yhteenlaskettu BKT-osuus suureni noin 130 prosenttiyksikköä, mutta Saksassa vain 3 prosenttiyksikköä. Erot ovat suuria, kun otetaan huomioon, että euroalueen vähittäislainakorkojen taso on ollut suhteellisen yhtenäinen.

Pankkilainojen korkotasolla on keskeinen merkitys rahapolitiikan välittymisessä. Uusien asunto- ja yrityslainojen korot vaikuttavat kotitalouksien ja yritysten sijoitus- ja investointipäätöksiin. Näin on etenkin euroalueella, jossa yritysten rahoitus ja kotitalouksien varainhallinta ovat vielä suhteellisen pankkikeskeisiä verrattuna esim. anglosaksisiin maihin. Seuraavassa tarkastellaan lähemmin Euroopan keskuspankin rahapolitiikan välittymistä euroalueen pankkien myöntämiin uusiin asunto- ja yrityslainojen korkoihin sekä pyritään selvittämään lainojen korkotason yhteyttä maakohtaisiin velkaantumiseroihin. Tarkastelu keskittyy rahoitusmarkkinakriisiä edeltävään ajanjaksoon, johon valtaosa euroalueen yksityisen sektorin velkaantumisen kasvusta ajoittui.



Harri Hasko
neuvonantaja
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

¹ Esim. Cecchetti ym. (syyskuu 2010) The real effects of Debt. BIS WP No 352.

² Euroalueen 11 maan painottamaton keskiarvo.

Taulukko 1.

Euroalueen maiden lainakantojen muutokset vuodesta 1999 vuoden 2011 kolmanteen neljännekseen sekä kokonaislainakanta vuonna 2010

	Yksityinen ja julkinen velka / BKT A+B+C	Yksityinen velka / BKT A+B	Kotitalous- lainat / BKT A	Yrityslainat / BKT B	Julkinen velka / BKT* C	Yksityinen ja julkinen velka % BKT:stä 2010
	Muutos (pros. yks.)	Muutos (pros. yks.)	Muutos (pros. yks.)	Muutos (pros. yks.)	Muutos (pros. yks.)	
Irlanti**	193	130	68	63	63	381
Espanja	132	134	44	90	-1	280
Portugali	125	81	46	36	44	316
Kreikka**	105	64	44	20	42	269
Ranska	73	50	21	28	23	222
Belgia	66	84	11	72	-18	322
Suomi	65	63	32	31	3	206
Italia	59	54	26	29	5	240
Alankomaat	47	45	48	-3	2	273
Itävalta	42	37	10	27	5	215
Saksa	25	3	-10	13	22	205
Ka.***	85	68	31	37	17	266

* Julkinen velka / BKT vuosina 1999–2010.

** Kreikka ja Irlanti 2002/I–2011/III.

*** Painottamaton keskiarvo.

Lähde: Rahoitustilinpito.

Lainakorot verrattain yhtenäisiä ennen finanssikriisiä

Euroalueen asuntolainat voidaan jakaa vaihtuva- ja kiinteäkorkoisiin. Edellisten viitekorot ovat korkeintaan vuoden pituisia, ja niiden tyypillisin viitekorko on 12 kuukauden euribor. Kiinteäkorkoisten asuntolainojen viitekorot ovat tätä pitempiä, useimmiten vähintään 5 vuoden pituisia. Vaihtuvat lainakorot ovat vallitsevia Portugalissa, Espanjassa, Suomessa, Kreikassa, Irlannissa, Itävallassa ja Italiassa. Kiinteät asuntolainakorot ovat yleisimpiä Saksassa, Ranskassa ja Belgiassa ja osin myös Alankomaissa.

Uusien vaihtuvakorkoisten asuntolainojen korot ovat seuranneet raha-

liitossa läheisesti 12 kuukauden euriborkorkoa (kuvio 1). Euriborkorot taas heijastavat pääosin EKP:n ohjauksen tasoa ja markkinoiden odotuksien muutoksista. Näin EKP:n ohjauksen ja vaihtuvien asuntolainakorkojen kehityksen välillä on läheinen yhteys. Kiinteät asuntolainakorot seuraavat puolestaan euroalueen pitkien, lähinnä 5–10 vuoden valtionlainakorkojen kehitystä. Pitkien valtionlainakorkojen ja EKP:n ohjauksen välinen yhteys ei ole yhtä kiinteä kuin lyhyiden korkojen (kuvio 2). Pitkien korkojen kehitykseen vaikuttavat myös odotukset talouden pitemmän aikavälin kasvunäkymistä ja inflaatiokehityksestä. Pitkät korot ovat olleet vakaampia ja kes-

kimäärin korkeampia kuin lyhyet korot.

Valtaosa euroalueen pankkien myöntämistä uusista yrityslainoista on korkeintaan vuoden pituisia yli miljoonan euron lainoja. Niiden viitekorot voivat vaihdella periaatteessa yli yön-korosta 12 kuukauden markkina-korkoihin. Käytännössä uusien yrityslainojen korot seuraavat 12 kuukauden euriborkorkoa samaan tapaan kuin uusien vaihtuvakorkoisten asuntolainojen korot.

Euroalueen maiden väliset uusien asuntolainojen korkoerot supistuivat syksyllä 2008 ennen rahoitusmarkkina-kriisin kärjistymistä pienimmillään noin puoleen prosenttiyksikköön ja yrityslainojen runsaaseen prosenttiyksikköön.

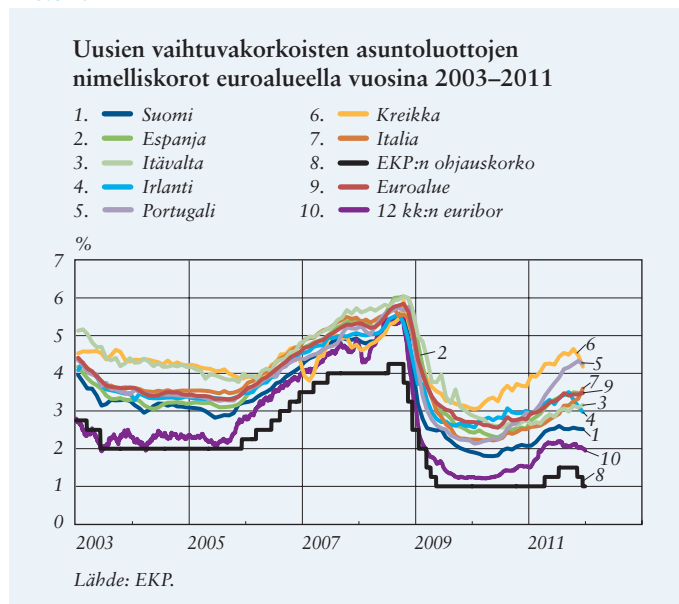
Euroalueen maiden velkaantumisivauhteissa suuria eroja

Euroalueen maiden yhdenmukaiset asunto- ja yrityslainojen korkotilastot alkavat vasta vuodesta 2003 (taulukko 2). Tämän vuoksi lainakorkojen ja lainamäärien keskinäistä yhteyttä koskeva tarkastelu käsittää ajanjakson, joka alkaa vuodesta 2003 ja päättyy vuoden 2008 kolmanteen neljännekseen, jonka jälkeen rahoitusmarkkina-kriisi kärjistyi nopeasti. Vertailussa rajoitetaan euroalueen ns. vanhoihin jäsenvaltioihin, koska uusien jäsenmaiden aikasarjat ovat liian lyhyitä mielekkääseen vertailuun.³

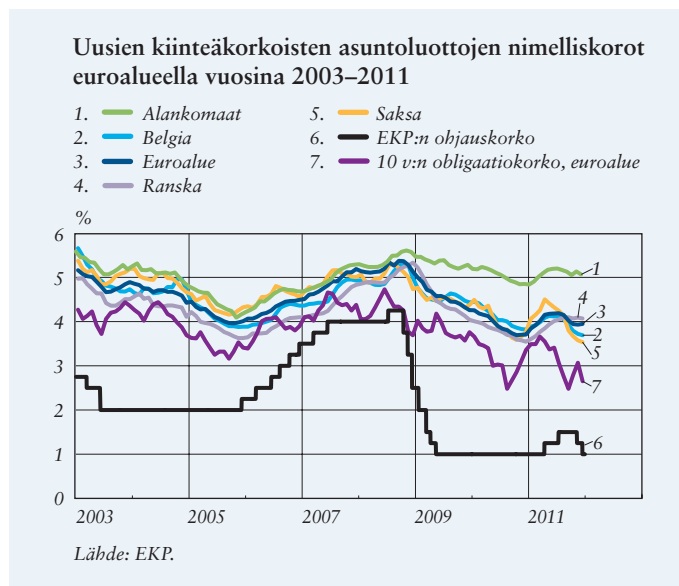
Kotitalouslainat ovat kasvaneet eniten ns. GIPS-maissa eli Kreikassa, Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa, joissa tyypillisesti käytetään vaihtuvia

³ Luxemburg on myös jätetty pois vertailusta, koska sen aikasarjat ovat osittain puutteellisia.

Kuvio 1.



Kuvio 2.



asuntolainakorkoja. Näiden maiden kotitalouslainakantojen BKT-osuudet suurenevät vuodesta 2003 vuoden 2008 kolmanteen neljännekseen keskimäärin 35 prosenttiyksikköä, kun vastaava muutos kiinteitä asuntolainakorkoja

Taulukko 2.

Kotitalouslainakantojen BKT-osuuden muutos, asuntolainakorot, kuluttajahintainflaatio ja talouskasvu euroalueella vuodesta 2003 vuoden 2008 kolmanteen neljännekseen

	Kanta / BKT muutos, prosentti- yksikköä	Keskim. nimelliskorko, %	Keskim. YKHI**, %	Keskim. reaalikorko, %	Keskim. BKT:n kasvu, %
Irlanti	56	4,0	2,9	1,1	5,1
Espanja	31	4,0	3,3	0,7	3,5
Kreikka	29	4,4	3,4	1,0	4,4
Portugali	23	4,1	2,7	1,4	0,9
Alankomaat	21	4,6	1,7	2,9	2,0
Suomi	17	3,8	1,4	2,4	3,5
Italia	14	4,2	2,5	1,8	1,0
Ranska	13	4,3	2,2	2,1	1,8
Euroalue	11	4,2	2,3	1,8	1,9
Belgia	10	4,6	2,4	2,2	2,3
Itävalta	5	4,6	2,1	2,6	2,4
Saksa	-10	4,8	2,0	2,9	1,4
GIPS-maat, vaihtuvat korot*	35	4,1	3,1	1,0	3,5
Muut maat, vaihtuvat korot*	12	4,2	2,0	2,2	2,3
Muut maat, kiinteät korot*	9	4,6	2,1	2,5	1,9

* Luvut ovat ko. ajanjakson painottamattomia keskiarvoja.

** YKHI = euroalueen yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi.

Lähteet: Raboituslilinpito, EKP, Eurostat ja kirjoittajan laskelmat.

soveltavissa euromaissa (Saksa, Ranska, Belgia ja Alankomaat) oli vain 9 prosenttiyksikköä. Reunavaltioissa inflaatio oli nopeampi kuin muissa euroalueen maissa, mistä syystä näiden maiden uusien asuntolainojen toteutuneet reaalikorot (eli nimelliskorot vähennettynä vallinneella inflaatiolla) olivat keskimäärin lähes 1,5 prosenttiyksikköä matalammat kuin muissa euroalueen maissa. Kotitalouslainakannan kasvu oli yleensä sitä nopeampaa, mitä alhaisempi oli maan uusien asuntolainojen

reaalikorko.⁴ Sen sijaan maan asuntolainojen nimelliskorkotasolla ei näytä olevan yhtä suoraa yhteyttä kotitalouksien lainakannan kasvuvauhtiin. Lainakanta kasvoi kuitenkin hitaimmin kiinteäkorkoisia asuntolainoja soveltavissa maissa, joissa asuntolainojen nimelliskorot olivat keskimäärin noin puoli prosenttiyksikköä korkeampia kuin vaihtuvia lainakorkoja soveltavissa maissa.

⁴ Koska keskimäärin noin 70 % euroalueen kotitalouslainoista on asuntolainoja, seuraavassa oletetaan, että asuntolainakorot ovat riittävän edustavia kuvaamaan koko kotitalouslainakannan korkotasoa ja sen muutoksia.

Uusien asuntolainojen *reaalikorkojen* ja kotitalouksien lainakantojen keskinäisen yhteyden eli korrelaation tarkastelu osoittaa, että uusien asuntolainojen reaalikorkojen laskiessa kotitalouksien lainanotto on kasvanut ja päinvastoin (kuvio 3). Korrelaatio on noin 52 %. Jos kaavasta poikkeavat Suomi ja Alankomaat jätettäisiin tarkastelun ulkopuolelle, korrelaatio kasvaisi 70 prosenttiin eli verrattain suureksi. Voidaan sanoa, että euroalueen maiden reaalikorkotasojen eroilla on selvä yhteys maiden kotitalouslainakantojen muutokseen.

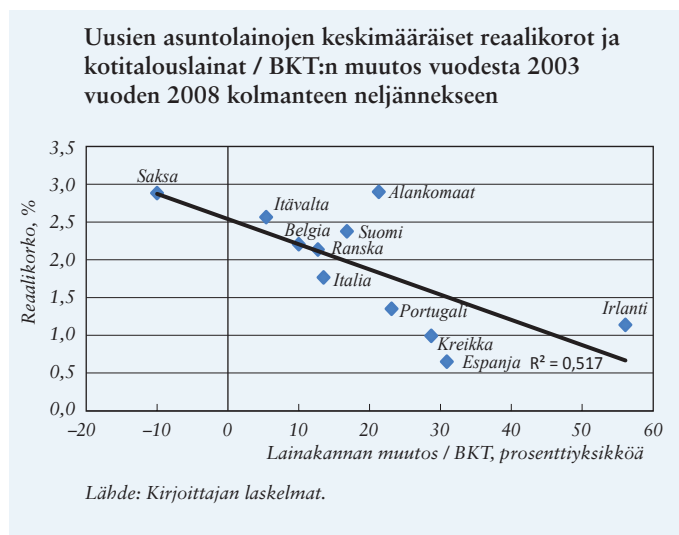
Vastaava yhteys vallitsee myös yritysainoissa. Euroalueen maiden uusien vaihtuvakorkoisten yritysainojen reaalikorkojen ja yritysainakantojen muutoksen välinen korrelaatio on yli 0,5.⁵ Yritysainojen määrä on kasvanut selvästi eniten Irlannissa, Espanjassa ja Belgiassa. Seuraavina ovat Portugali ja Kreikka. Saksassa ja Alankomaissa yritysainakannat supistuivat.

Reaalikorko keskeinen velkaantumiseröjen selittäjä

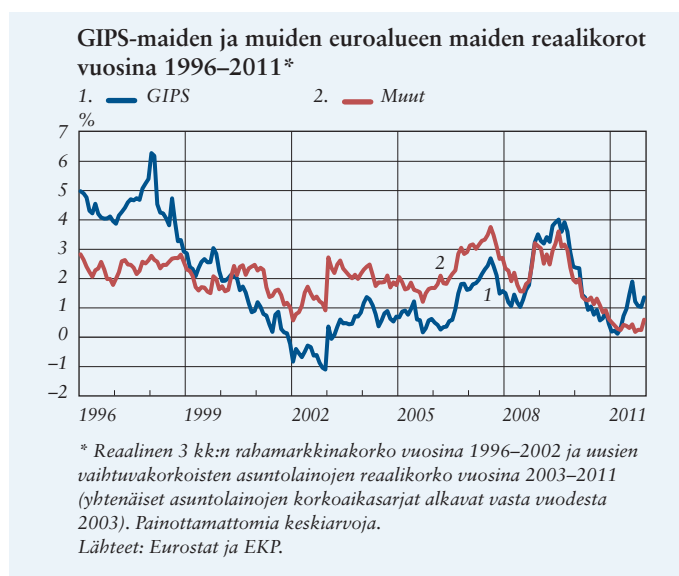
Tarkastelu osoittaa, että maiden reaalkorkoeroja selittävillä inflaatioeroilla on ollut keskeinen merkitys euroalueen kotitalouksien ja yritysten velkaantumisessa. Kun maiden inflaatiovauhdit lähentyivät rahaliitossa nimelliskorkoja hitaammin, nopean inflaation GIPS-maiden reaalkorot muodostuivat liian alhaisiksi niiden talouskehitykseen nähden. GIPS-maiden 3 kuukauden reaaliset *rahamarkkinakorot* olivat vielä

⁵ Yritysainojen tarkastelussa on otettava huomioon, että rahoitustilinpidoon lainakäsite sisältää myös muiden kuin pankkien myöntämät lainat yrityksille. Suomessa pankkien osuus on ollut 70–80 %:n luokkaa.

Kuvio 3.



Kuvio 4.



rahaliiton perustamisen kynnyksellä keskimäärin noin 2 prosenttiyksikköä korkeammat kuin muissa rahaliittoon liittyneissä maissa (kuvio 4). Muutaman vuoden kuluttua ne olivat jo noin 2 prosenttiyksikköä matalampia kuin muissa euromaissa. Vastaavasti vuoden 2003 alussa GIPS-maiden uusien

asuntolainojen reaalkorot olivat keskimäärin noin 2,5 prosenttiyksikköä matalampia kuin muiden euromaiden.

Reunavaltioiden reaalkorkokuilu muihin euroalueen maihin nähden umpeutui vasta rahoitusmarkkina-kriisin aikana. Kevästä 2011 lähtien reunavaltioiden uusien asuntolainojen reaalkorot ovat olleet keskimäärin korkeammat kuin muiden euroalueen maiden korot. Reaalkorot ovat nousseet etenkin Kreikassa ja Irlannissa.

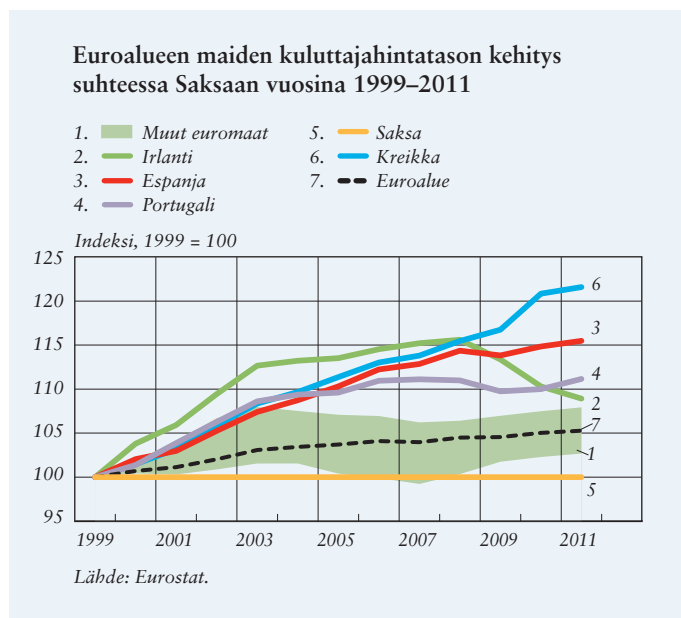
Vaikka GIPS-maiden noin 1–2 prosenttiyksikön inflaatioero muihin euroalueen maihin verrattuna voi tuntua pieneltä, pitkään jatkuneena sen vaikutus maiden hintatasoon ja kilpailukykyyn on ollut huomattava. Kun euroalueen maiden hintatasoa verrataan inflaatioltaan rahaliiton hitaimman maan eli Saksan hintatasoon (kuvio 5), havaitaan, että maiden hintataso nou-

sua kuvaava järjestys oli vuonna 2008 hyvin samankaltainen kuin kotitalouksien velkaantumismuutos (taulukko 2).⁶ Vuoteen 2008 mennessä hintataso oli noussut Irlannissa, Espanjassa ja Kreikassa noin 15 % vuodesta 1999. Näistä maista ainoastaan Irlanti on pystynyt taittamaan selvästi hinta- ja kustannustason nousun suhteessa muuhun euroalueeseen.

Talouden ylikuumenemisen hallinta haastavaa

Yksi keskeinen tekijä, joka voisi selittää etenkin Välimeren maiden muita euroalueen maita nopeamman hintojen nousun, on elintasoerojen kaventuminen. Jotta köyhemmät maat saavuttaisivat vauraampien elintason, tuottavuuden pitäisi kasvaa niissä nopeammin kuin vauraammissa maissa. Nopeampi tuottavuuden kasvu johtaa yleensä nopeampaan inflaatioon.⁷ Tämä ei kuitenkaan muodostu ongelmaksi, jos vientisektorin palkkakehitys pysyy tuottavuuden kasvun mukaisena. Välimeren maissa tuottavuuden kasvu on kuitenkin ollut hitaampaa ja palkkakustannusten nousu nopeampaa kuin muualla euroalueel-

Kuvio 5.



⁶ Muiden euromaiden järjestys oli Italia, Alankomaat, Belgia, Ranska, Itävalta, Suomi ja Saksa. Ainoastaan Suomen sijoitus hintatasoverailussa poikkeaa selvästi taulukon 2 järjestyksestä hyvin hitaan inflaation (ja sen vuoksi suhteellisen korkeiden reaalkorkojen) vuoksi.

⁷ Ilmiötä kutsutaan Balassa–Samuelson-efektiksi. Muita nopeampi hintojen nousu perustuu siihen, että suljetun sektorin palkat nousevat samaa tahtia kuin kilpailulle avoimen sektorin, vaikka suljetun sektorin tuottavuus ei kasva yhtä nopeasti.

la.⁸ Tämä on johtanut maiden hinta- kilpailukyyn tuntuvaan heikkenemi- seen ja markkinaosuuksien menetyksiin.

Nopean talouskasvun hallinta ilman talouden ylikuumenemisen muka- naan tuomia ylilyöntejä on osoittautu- nut haastavaksi. Samanlaisia ongelmia kuin reunavaltioilla on viime vuosina ollut mm. Islannissa, Baltian maissa ja 1980- ja 1990-luvulla yleisemminkin rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin yhteydessä, myös meillä Suomessa. Bernanken, Gertlerin ja Gilchristin kehittämä ns. rahoituskiihdytinteoria (”financial accelerator”) on yksi tunne- tuimmista yrityksistä pyrkiä ymmärtä- mään, miksi talouskasvun hallinnassa ote niin usein kirpooa ja seurauksena on syvä taantuma.⁹

Yksinkertaisimmillaan rahoitus- kiihdytinteoriassa on kysymys siitä, että lainoille annettujen vakuuksien arvojen muutokset vaikuttavat myönnettyihin lainamääriin ja sitä kautta talous- kasvuun.¹⁰ Talouden nousuvaiheessa varallisuuskohteiden, kuten asuntojen, kiinteistöjen ja osakkeiden hinnat nou- sevat (eli vakuuksien arvot kasvavat). Tämä helpottaa lainansaantia ja kasvat-

taa lainojen kokoa. Myös tulo-odotukset ovat optimistisia, minkä vuoksi koti- taloudet ja yritykset ovat valmiita kas- vattamaan velkaantumistaan ja lisäävät kulutusta ja investointeja. Näin syntyy kehä, jossa yritysten ja kotitalouksien investoinnit kasvattavat tuotantoa, työl- lisyyttä ja tuloja. Vahva tulonmuodostus kiihdyttää asuntojen ja osakkeiden kauppaa ja nostaa niiden hintoja entises- tään jne. Jos nousukasi on pitkä, avaina- loilla syntyy työvoimapulaa, palkkojen nousu kiihtyy ja jossain vaiheessa maan kilpailukyky alkaa tavallisesti rapautua.

Bernanke ym. uskovat, että kun ylikuumeneminen on edennyt tarpeeksi pitkälle, pienikin kielteinen ”talous- sokki” voi kääntää myönteisen kierteen tuhoisaksi noidankehäksi. Koko maail- maa kohdanneessa finanssikriisissä investointipankki Lehman Brothersin konkurssi muodostui tällaiseksi veden- jakajaksi. Konkurssi synnytti paniikin rahoitusmarkkinoilla ja suisti kehitty- neet maat syvään pankkikriisien ja taloustaantumien noidankehään, josta niiden on ollut vaikea irrottautua. Kun vakuuksien arvot laskivat, pankit kiris- tivät lainanantoon. Tämä heikensi eri- tyisesti pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusta, mutta myös kotitalouksien lainansaantia. Kulutus ja investoinnit supistuivat, työttömyys kasvoi ja asun- not ja osakkeet halpenivat. Varallisuus- kohteiden hintojen lasku heikensi pank- kien vakavaraisuutta, ja luottotappioi- den kasvu on syönyt niiden omia pää- omia. Pankkeja kohtaan tunnettu epä- luottamus on kasvattanut niiden oman toiminnan rahoituskustannuksia, mikä on kiristänyt luotonantoa entisestään jne.

Rahoituskiihdytin- teorian mukaan lainavakuuksien arvojen muutokset vaikuttavat talouskasvuun.

⁸ Maailmanpankin tuoreen raportin mukaan tuotta- vuuden keskimääräinen vuosikasvu oli vuosina 2002– 2008 Espanjassa –0,5 %, Italiassa –0,6 % ja Portuga- lissa –0,1 % sekä Kreikassa –2,0 % vuosina 2003– 2007. Muiden euromaiden tuottavuuden kasvuluvut olivat vuosina 2002–2008 keskimäärin yhden prosen- tin luokkaa (lamavuosina tuottavuus yleensä heikke- nee). Ks. Indermit, G. ja Reiser, M. (2012) Golden Growth: Restoring the Lustre of the European Eco- nomic Model. World Bank Report.

⁹ Bernanke, B., Gertler, M. ja Gilchrist, S. (1996) The Financial Accelerator and Flight to Quality. The Review of Economics and Statistics, s. 1–15.

¹⁰ Vakuuksilla on tärkeä osa, koska lainan myöntäjällä (esim. pankilla) ei ole samaa tietoa kotitalouden velanmaksukyvyistä tai yrityksen investointihankkei- den kannattavuudesta kuin näillä itsellään. Koska tällaista tietoa on vaikea tai kallista hankkia, lainan- antaja vaatii luotolle turvaavan vakuuden suojaksi lainanottajan mahdollisen maksukyvyttömyyden varalle.

Reunavaltioiden kannalta oli kohtalokasta, että inflaatiovauhti niissä pysyi nopeampana kuin muualla euroalueella lähes vuosikymmenen ajan.

Rahoituskiihdytinteorian mukaan lainakorot yhtenäistyvät talouden nousvaiheessa, kun vakuusarvojen kasvuaessa lainanantoon liittyvä riski pienenee ja pankit voivat tinkiä marginaaleistaan. Laskusuhdanteessa korkoerot taas kasvavat, koska taantumassa lainanhakijoiden maksukykyyn kohdistuvat riskit vaihtelevat ja turvaavia vakuuksia on vaikeampi saada. Juuri näin on käynyt myös euroalueella viime vuosina (kuvio 1). Maakohtaiset uusien asuntolainakorkojen erot ovat kasvaneet kesän 2008 noin 0,5 prosenttiyksiköstä suurimmillaan noin 2 prosenttiyksikköön, ja ero EKP:n ohjauskorkoon vastaavasti vajaan yhdestä prosenttiyksiköstä suurimmillaan yli 3 prosenttiyksikköön (Portugali ja Kreikka). Uusien yrityslojien maakohtaiset korkoerot ovat kasvaneet kesän 2008 runsaasta prosenttiyksiköstä vuoden 2011 lopun 4,5 prosenttiyksikköön ja ero EKP:n ohjauskorkoon vastaavasti 1–2 prosenttiyksiköstä suurimmillaan noin 5,5 prosenttiyksikköön (Kreikka). Samalla rahapolitiikan välittyminen on heikentynyt, kun heikoimmassa asemassa olevien maiden lainakorot ovat nousseet eniten ja parhaimmassa kunnossa olevien maiden yritykset ja kotitaloudet saavat lainaa edullisemmin ehdoin.

Rahaliitossakin jokaisen maan on huolehdittava oman taloutensa tasapainosta

Euroopan yhdyttyessä pääomia ja investointeja on ohjautunut muita enemmän valtioihin, jotka tavoittelevat varakkaampien maiden elintaso (catching up). Monissa maissa runsas pääomien tarjonta ja velkaantuminen

aiheuttivat talouskehityksen ylikuumentumisen, mikä purkautui syvänä taantumana kansainvälisen rahoitusmarkkinakriisin kärjistyttyä. Bernanken ym. rahoituskiihdytinteoria auttaa ymmärtämään, miksi tällaisissa oloissa talouskehitys usein kriisiytyy.

Euroalueella tähän kurimukseen suistuivat alueen nk. reunavaltiot, joissa pääomien runsaaseen tarjontaan vastasi poikkeuksellisen alhaisten reaalikorkojen kiihdyttämä voimakas lainojen kysyntä. Reunavaltioiden kannalta oli kohtalokasta, että niissä inflaatiovauhti pysyi – heikosta tuottavuuden kasvusta huolimatta – nopeampana kuin muualla euroalueella lähes vuosikymmenen ajan, aina rahoitusmarkkinakriisin kärjistymiseen asti. Esimerkiksi Espanjan ja Irlannin nopean talouskasvun hillitseminen olisi edellyttänyt nk. Taylor-korkosääntöön perustuvien laskelmien mukaan useita prosenttiyksikköjä toteutunutta korkeampaa rahapolitiikkakorkoa.¹¹ Tämä olisi pitänyt ottaa huomioon niillä talouspolitiikan lohkoilla, jotka ovat kansallisen päätöksenteon piirissä. Seyfriedin mukaan euroalueen rahapolitiikka on sen sijaan ollut pääpiirteissään sopivaa mm. Saksalle ja Ranskalle.

Miksi reunavaltioiden talouskehityksen epätasapainoon ei osattu puuttua ajoissa? Rahaliiton alkutaipaleella valitettavasti vierastettiin maakohtaista talouskehityksen tarkastelua ja puuttamista asioihin. Haluttiin korostaa, että

¹¹ Seyfried, W. (2010) Monetary policy and housing bubbles: a multinational perspective. *Research in Business and Economics Journal*, vol. 2, s. 1–21. Seyfriedin Taylor-sääntöön pohjautuvien laskelmien perusteella Espanjassa ja Irlannissa olisi tarvittu jopa 4–8 prosenttiyksikköä korkeampaa rahapolitiikkakorkoa.

rahaliitto muodostaa yhteisen talousalueen, jonka kehitystä on arvioitava koko alueen mittareilla. Poikkeuksen muodostivat vakaus- ja kasvusopimukseen sisältyvät maakohtaiset julkista taloutta koskevat velvoitteet. Nyt nähdään, että monien euromaiden finanssi politiikan olisi pitänyt olla huomattavasti toteutunutta kireämpää.

Voidaan kysyä, olisiko lähentymiskriteereissä pitänyt kiinnittää huomiota pitkien korkojen ja inflaation lähentymisen lisäksi myös lyhyiden rahamarkkinakorkojen lähentymiseen. Jos inflaation painaminen lähentymiskriteerin edellyttämälle tasolle edellytti poikkeuksellisen tiukkaa rahapolitiikkaa, oli ehkä odotettavissa, että korkotason yhdentyessä inflaatiopaineet palaisivat jälleen. Reunavaltioissa lyhyet korot asettuivatkin samalle tasolle kuin muualla euroalueella vasta vuoden 1998 viimeisinä kuukausina, kun muissa rahaliittoon liittyneissä maissa rahamarkkinakorot olivat yhdentyneet jo vuonna 1996. Reunavaltioiden inflaatioluvut painuivat samalle tasolle muiden maiden lukemien kanssa vain vuonna 1997. Tämä oli vuosi, jonka talouslukujen perusteella lähentymiskriteerien täyttymistä arvioitiin. Lähentymisen arviointi vain yhden vuoden lukujen perusteella antoi liian paljon pelivaraa tilapäistoimien käytölle tavoitteiden saavuttamiseksi. Näin Euroopan unionin perussopimuksen vaatimus lähentymisehtojen ”kestävästä toteutumisesta” jäi arvioimatta.

Euroopassa ja muuallakin on viime vuosina valmisteltu talouskehitykselle ennakkovaroitusmittareita, jotta epätasapainoihin osattaisiin tarttua aikai-

nessa vaiheessa. Nämä koskevat mm. maan vaihtotasetta, ulkomaista velkaantumista, viennin markkinaosuuksia, yksikkötyökustannuksia, yksityistä luotonantoa ja velka-asteita, asuntojen hintakehitystä ja työttömyysastetta.

Talous- ja velkakriisin hoito Euroopassa on opettanut, että ennakkovaroitusjärjestelmistä huolimatta jokaisen rahaliittoon liittyvän maan on viime kädessä itse huolehdittava hintavakautensa, kilpailukykyä ja ulkoisen tasapainonsa säilymisestä sellaisella tasolla, että maa selviytyy rahaliitossa ja kansainvälisessä kilpailussa. Ulkopuolelta epätasapainoja on hyvin vaikeaa, ellei peräti mahdotonta, korjata. Talouskriisi on osoittanut, että näiden velvollisuuksien laiminlyönnillä voi olla kauaskantoisia heijastusvaikutuksia myös muihin euromaihin, minkä vuoksi tiivistää talouspoliittista koordinaatiota on tullut entistä ilmeisemmäksi.

Asiasanat: rahapolitiikka, lainakorot, velkaantuminen

