

Tampereen Yliopisto

Johtamiskorkeakoulu

Vääriä näkemyksiä, tulkintoja ja ratkaisuja: Mikä aiheutti euroalueen talouskriisin?

Taloustiede

Pro Gradu -tutkielma

Kesäkuu 2015

Ohjaaja: Matti Tuomala

Esa Saarinen

TIIVISTELMÄ

Euroalueen talouskriisi on väärin tulkittu joko julkisten menojen tuhlaavaisuuden tai rapistuneen työvoiman kustannuskilpailukyvyn kriisiksi tai niiden yhdistelmäksi. Näiden diagnoosien perusteella kriisimaita on hoidettu vyönkiristyspolitiikalla, palkkojen leikkauksilla ja työmarkkinoiden sääntelyjen purkamisella. Odotuksena on kilpailukyvyn palautuminen ja talouskasvun saavuttaminen viennin lisäämisen kautta, samalla kun harjoitetaan supistavaa finanssipolitiikkaa. Lääkkeet eivät ole toimineet. Ongelmana on väärä diagnoosi: todelliset syyt euroalueen talouskriisin takana liittyvät yksityisen sektorin kestäättömään velkaantumiseen, euroalueen finanssimarkkinoiden vapauttamiseen ja integraatioon sekä globaaliin pankkipöhöttymiseen, mitkä sallivat pääomavarojen virran euroalueen pysähtyneestä ytimestä reunamaihin ruokkien kestäättöntä kasvua ja hintakuplaa.

SISÄLLYSLUETTELO

1. JOHDANTO.....	4
2. JULKISEN VELAN KRIISI?	8
2.1 Väärä diagnoosi ja väärä lääke.....	8
2.2 Kiristyspolitiikka.....	15
3. KILPAILUKYKYKRIISI?.....	22
3.1 Miten kansainvälinen kilpailukyky muodostuu?.....	22
3.2 Työvoimakustannusten muutokset ja efektiivinen reaalin valuuttakurssi.....	27
3.3 Epäsymmetrian ongelma	34
4. EUROALUEEN KRIISIN TODELLISET SYYT	38
5. KUINKA EUROALUEEN KRIISISTÄ SELVITÄÄN?	42
5.1 Elvytys.....	42
5.2 Uudistukset.....	44
5.3 Eurobondit ja Saksan rooli	46
6. LOPUKSI	49
LÄHTEET.....	51

1. JOHDANTO

Euroalue siirtyi lamaan vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä ja neljännesvuosittaiset kasvuvauhdit romahtivat alkuvuonna 2009, kun finanssikriisi iski Eurooppaan täydellä voimalla. Euroalueen 18 valtion yhteenlaskettu reaalin BKT laski kumulatiivisesti 5,8 prosenttiyksikköä kuuden peräkkäisen neljännesvuoden aikana. Vuoden 2011 alkupuoliskon aikana tapahtui hidasta kasvua, mutta sen jälkeen laskua jatkui kaksi vuotta. Vuoden 2014 loppuun mennessä Euroalueen BKT on kasvanut tasolle 98.1 % lähtötasosta. Toisin sanoen, Euroalue ei ole vielä kukaan ylittänyt kriisiä edeltäneelle BKT-tasolle, yli kuusi vuotta kriisin alkamisen jälkeen. Muutama euromaa, erityisesti Saksa (mutta myös Ranska), ovat pystyneet toipumaan kriisin aiheuttamasta BKT:n supistumisesta, mutta niiden toipuminen on kaukana vaikuttavasta. Saksan BKT on 3,9 prosenttiyksikköä korkeampi hetkellä 2014Q4 (vuoden 2014 neljäs vuosineljännes) kuin se oli 2008Q1, mikä tarkoittaa keskimääräistä reaalin BKT:n kasvua noin 0,56 prosenttia per vuosi; vastaava keskimääräinen vuotuinen BKT:n kasvu on Ranskalla 0,21 prosenttia.

Eteläiset euromaat tuskin uskaltavat edes uneksia toipumisesta – lähinnä vapaapudotus on saatu juuri ja juuri pysäytettyä. Kreikan BKT on vuoden 2014 lopussa kriisin alkuun nähden (2008Q1) laskenut 26,3 prosenttiyksikköä, Espanjan BKT 5,7 prosenttiyksikköä, Portugalin 6,8 prosenttiyksikköä ja Italian BKT on 9,6 prosenttiyksikköä. Samalla väistämättä työttömyys on paisunut ja vuonna 2013 työttömiä työläisiä oli euroalueella kokonaisuudessaan 19 miljoonaa, 7 miljoonaa enemmän kuin työttömiä oli vuonna 2008. Euroalueen keskimääräinen työttömyysaste on nyt 12 %, mutta työttömyyskriisi on syvempi eteläisissä euromaissa. Kreikassa, Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa oli vuonna 2013 yhteensä 11,3 miljoonaa työtöntä, 6,3 miljoonaa enemmän kuin vuonna 2008. Työttömyysaste (vuonna 2013) on Kreikassa 25,7 %, Italiassa 12,2 %, Espanjassa 26,1 % ja 16,4 % Portugalissa. Saman tasoista työttömyyttä ei ole tavattu sitten 1930-luvun. Myös köyhyys on kasvussa: köyhyysasteet ovat nousseet vuosien 2008-2011 välillä 4.4 prosenttiyksikköä Kreikassa, 2.4 prosenttiyksikköä Italiassa, ja 5.1 prosenttiyksikköä Espanjassa. Eriarvoisuus on sekin eteläisissä euromaissa nousussa: alhaisimman desiilin

tulotason tienaavat kokivat suuremman laskun käytettävissä tuloissaan kuin ylin kymmenys, ja tulosuhte ylimmän ja alimman desiilin välillä on kasvanut.

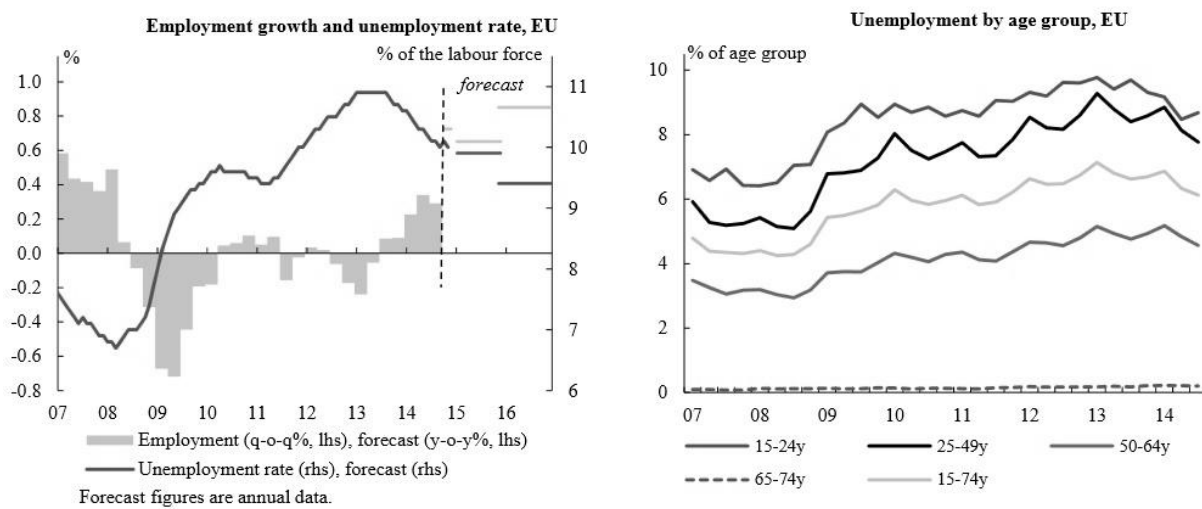
Taulukko 1.1 Euroalueen kriisin ääriiviivat

	Greece	Italy	Portugal	Spain	Euro-Area
Change in real GDP 2008-2013 (percent)	-23.3	-7.1	-7.9	-6.4	-2.0
Change in manufacturing output 2008-2012 (percent)	-26.1	-7.8	-11.8	-22.1	-8.3
Change in real household consumption 2008-2013 (percent)	-27.9	-6.1	-12.2	-9.0	-2.0
Change in real domestic demand 2008-2013 (percent)	-31.5	-10.8	-17.1	-15.7	-5.2
Change in real investment 2008-2013 (percent)	-30.7	-8.5	-12.3	-14.0	-4.3
Change in the (real) wage share 2008-2012 (percent)	-5.9	1.6	-4.6	-6.9	1.8
Change in the real wage rate (per hour of work) 2008-2012 (percent)	-14.2	0.9	0.2	2.0	4.5
Change in hourly labour productivity 2008-2012 (percent)	-8.3	-0.7	4.8	8.9	2.7
Unemployment rate in 2013, Quarter 1 (percent)	26.6	11.9	17.6	26.5	12.1
Unemployed persons (millions) in 2012	1.20	2.74	0.86	5.77	18.07
Change in the unemployment rate 2008-2013Q1 (percent)	18.9	5.1	9.1	15.1	4.5
Change in unemployment 2008-2012 (million persons)	0.83	1.05	0.39	3.18	6.13
Youth unemployment (%) in 2013 Q1	60.1	39.2	40.6	55.7	24.1
Income poverty in 2008 (percent)	18.5	18.3	17.0	15.9	14.6
Poverty threshold 2011 (euros/month)	549	799	421	626	
Increase in income poverty during 2008-2011 (percent)	4.4	2.4	-1.2	5.1	1.8
Increase in income poverty during 2008-2011 (1000 persons)	483	1,454	-128	2,336	5,886
Change in disposable income during 2007-2010: all deciles (in %)	-4	-1	-1	-3	-0.4*
Change in disposable income during 2007-2010: bottom 10% (in %)	-8	-6	+2	-14	-1.9*
Change in disposable income during 2007-2010: top 10% (in %)	-4	-1	-1	-1	-0.8*
Ratio of top 10% to bottom 10% 2008	10.6	8.8	10.0	10.0	8.0
Increase in ratio top 10% to bottom 10% during 2008-2011	+0.3	+1.7	-0.6	+4.9	+0.2
Memo items:					
Fiscal deficit (% of GDP) in 2007/2012	-6.5 / -10.0	-1.6 / -3.0	-3.1 / -6.4	+1.9 / -10.6	-0.7 / -3.7
Public consolidated debt (per cent of GDP) in 2007 / 2012	107.4 / 156.9	103.3/127.0	68.4 / 123.6	36.3 / 84.2	66.4 / 90.6

Lähde: Storm & Naastepad 2015

Euroalueen toipuminen on laajasti odotettu olevan hidasta: IMF:n raportin (2015) mukaan euroalueen kasvu tulee olemaan 1,2 % vuonna 2015 ja 1,4 % vuonna 2016, kun taas optimistisempi Euroopan komissio (2015) odottaa euroalueen kasvavan 1,3 % vuonna 2015 ja 1,9 % vuonna 2016. Huomionarvoista ei ole se, että ennusteet Kreikalle ja Espanjalle ovat korkeammat kuin euroalueen keskiarvo, ja samalla alhaisemmat Ranskalle, Italialle ja Portugalille, vaan se, että toipumisprosessi on verkkainen ja hauras. Vaikka Kreikan BKT kasvaisi niinkin paljon kuin 3 % vuonna 2015, sen lähtötaso on 26,3 % alempana kuin vuonna 2008. Ja jos 3 % kasvu pystyisi jatkumaan, kestäisi vuoteen 2026 asti jotta Kreikan BKT olisi takaisin kriisiä edeltäneellä tasollaan: 18 hävittyä vuotta. Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa kestäisi myös monta vuotta kuroa umpeen kriisistä johtunut BKT:n lasku. Ei ole kuitenkaan selvää mikä tuottaisi ennusteiden mukaisen kasvun: finanssipoliittinen asenne on supistava, kotitaloudet ja yritykset lähes kaikkialla kärsivät velkaantumisesta, ja ulkoinen kysyntä pysyy heikkona, lähinnä koska jokainen jäsenmaa on leikkaamassa menoja ja palkkoja. Ennusteet työttömyydestä näyttävät pysyvän rehottavina – odotetun työttömyyden arvellaan olevan 22 % Kreikassa vuonna 2016, 20,7 % Espanjassa ja 12,6 % Italiassa ja Portugalissa (Euroopan komissio 2015). He jotka kuvittelevat euroalueen koettelemusten olevan takanapäin olettavat joko toipumisprosessin kiihtyvän epätavalliseen tapaan tai lamaan juuttuneiden purevan hammasta. Kumpikaan skenaario ei vaikuta uskottavalta. Tässä tutkielmassa argumentoin, että tämä euroalueen päättymätön kriisi on ongelma, jonka on aiheuttanut kriisin vääränlainen käsittely, joka taas vuorostaan perustui väärille diagnooseille kriisin alkusyistä.

Kuva 1.1: Työttömyys Euroopan Unionissa



Lähde: Euroopan Komissio (2015)

Kaksi valtavirtanäkemystä on dominoinut keskustelua euroalueen kriisin syistä: ensimmäinen painottaa fiskaalista tuhlaavaisuutta kriisin perimmäisenä syynä, toinen taas keskittyy (työvoiman kustannusten) kilpailukykyyn. Ensimmäinen näkemys näkee euroalueen kriisin velkakriisinä, toinen näkemys pitää kriisiä kilpailukykykriisinä. Kumpikin on ollut euroalueen poliittisen keskustelun pääosassa, mutta kumpikin diagnoosi on virheellinen ja väärä, ja nämä virheet johtivat vääränlaiseen hoitoon. Taloudelliset – ja sosiaaliset ja poliittiset – kustannukset tästä väärinkäsittelystä ovat valtavat, ja valitettavasti laajalti vältettävissä.

2. JULKISEN VELAN KRIISI?

2.1 Väärä diagnoosi ja väärä lääke

Yhden näkemyksen mukaan Euroalueen talouskriisin syinä ovat taloudellinen kurittomuus ja jopa tuhlaavaisuus Etelä-Euroopassa, missä valtiolliset velat kohosivat muka jo ennen kriisiä. Tämä näkemys on laaja-alainen, ja se on ollut vaikuttanut taustalla kun eurooppalaiset päätöksentekijät Brysselissä ja Frankfurtissa ovat painottaneet ja peräänkuuluttaneet vyönkiristyspolitiikkaa. ”It is an indisputable fact” Wolfgang Schäuble (2011), Saksan vaikutusvaltainen valtionvarainministeri kirjoitti Financial Times –lehteen, että ” excessive state spending has led to unsustainable levels of debt and deficits that now threaten our economic welfare”. Jean-Claude Trichet (2010), EKP:n entinen pääjohtaja, on samaa mieltä: ”I want to be candid with you today. The roots of the sovereign debt tensions we face today lie in the neglect of the rules for fiscal discipline that the founding fathers of Economic and Monetary Union laid out in the Maastricht Treaty.” Christian Noyer (2012), Ranskan keskuspankin pääjohtaja, toistaa samaa linjaa: “main origin of the crisis lies in the lack of fiscal discipline on the part of most Member States. [...] [These Member States] ran up deficits and debts, including during times of growth. As a result in 2008, when the crisis started, these countries had no more fiscal room and their public finances deteriorated substantially.” Saksalaisen taloustutkimuslaitos IFO:n pääjohtaja Sinn (2010) on samaa mieltä ja kirjoittaa: “lesson to be learned from the crisis is that a currency union needs ironclad budget discipline to avert a boom-and-bust cycle in the first place”.

Mikäli julkisten menojen liiallinen suuruus todella on syynä ongelmille ja euroalueen talouskriisi on velkakriisi, kuten edellä on argumentoitu, niin leikkaus- eli kiristyspolitiikan täytyy olla ratkaisu ja julkisten säästöjen toimia sijoittajien luottamuksen palauttajana. Tämän päättelyketjun mukaan on vain luonnollista, että vyötä joudutaan kiristämään vuosien tuhlaavaisuuden ja julkisen velan kasvun jälkeen – euroalueen periferia ei yksinkertaisesti pysty jatkamaan ylikuluttamista tällä hetkellä tulevaisuuden kustannuksella. Toiseksi, finanssimarkkinat tulevat rankaisemaan maita, jotka eivät tee tarpeeksi leikatakseen alijäämiään, tehden lainaamisesta entistä kalliimpaa näille rahapulassa oleville valtioille. Joten euroalueen ytimen johtajat ovat vaatineet ankaria budjettileikkauksia hintana pelastuspaketeille Kreikkaan, Portugaliin, Espanjaan ja Italiaan. Euroopan keskuspankki on

ollut vieressä kannustamassa ja jopa viemässä asiaa pidemmälle. On kuitenkin ymmärretty, että ”tarpeelliset kattavat taloudelliset sopeuttamiset painavat alas lyhyen ajan taloudellista kasvua”, kuten Mario Draghi selitti EKP:n tiedotustilaisuudessa 2012, mutta ”niiden onnistunut täytäntöönpano tulee edistämään julkisten talouksien kestävyyttä, ja siten alentamaan valtiollisia riskipreemioita. Ympäristössä, jossa on tehostettu luottamus julkisen talouden tasapainoon, on myös edistettävä yksityisen sektorin aktiviteettia, tukien yksityistä investointia ja keskipitkän aikavälin kasvua.” Draghin optimismi perustuu ajatukseen ”elvyttävästä finanssipolitiikan kurinalaisuudesta”, jonka mukaan hallitusten tulisi leikata menojaan myös kohdatessaan korkeaa työttömyyttä, koska taloudellinen vakauttaminen (jos uskottavaa) nostaa kotitalouksien tulevaisuuden odotettuja käytettävissä olevia tuloja ja kulutusta, ja kohottaa sijoittajien luottamusta ja siten sijoituksia (Alesina ja Ardagna 2010). Tämän opin linjan mukaan Reinhart ja Rogoff (2010) väittivät, että talouskasvu romahtaa jyrkästi, kun valtion velka kasvaa yli 90 % bruttokansantuotteesta.

Alesinan ja Ardagnan tutkimustulokset on sittemmin osoitettu virheellisiksi. Tutkimuksessa käytettiin tilastotieteellistä mentelmää, joka tunnistaa historian aikana kiristyspolitiikan toimia, mutta tekniikka virheellisesti laskee eri taloudellisten tapahtumien hyötyjä kiristyspolitiikan menestykseksi, vaikka taustalla vaikuttikin jokin muu keskeinen tekijä (Jorda & Taylor 2013). Reinhartin ja Rogoffin tutkimuksesta taas löydettiin puutteellisia ja jopa vääriä menetelmiä (Herndon, Ash & Pollin 2013). Kaksi tärkeintä kiristyspolitiikkaa tukevaa tutkimusta on siis osoitettu virheellisiksi.

Idea siitä, että kiristyspolitiikka on hyvästä ja velka pahasta, sai kuitenkin varauksetonta tukea poliittisista piireistä Brysselissä, Frankfurtissa, Berliinissä ja Washingtonissa. Kannatukseen vaikutti myös, että se ylläpiti toivoa siitä, että kriisimaat pystyisivät auttamaan itseään ilman laajaa tukea tai oikaisua pohjoisessa Euroopassa. Usko edellä mainittuun oppiin tuli niin vahvaksi, että Euroopan vakaus ja kasvusopimus uudistettiin estämään euromaiden taloudellisia virheitä tulevaisuudessa. Kiristyspolitiikka kirjattiin lakiin, ohittaen kansalliset hallitukset, samaan ”raudanlujaan” tapaan mitä professori Sinn peräänkuulutti. Uusi sopimus vakaudesta, yhteensovittamisesta ja hallinnasta (Treaty on Stability, Coordination and Governance) sisältää tiukan fiskaalisen säännön, jonka mukaan valtion talousarvion tulee olla tasapainossa tai ylijäämäinen, ja se on tasapainossa, jos vuotuinen rakenteellinen alijäämä on alle 0,5% BKT:sta. Sääntö tulee sisällyttää kansalliseen lainsäädäntöön. Euroopan Komissiolla on oikeus asettaa automaattisia rangaistuksia, jos sääntöä velasta tai alijäämästä rikotaan.

Edellä esitetty väittämä tuhlaavaisuudesta ja velkakriisistä osoittautui liian hyväksi ollakseen totta. Tuhlaavaisuus-argumentin tukeminen on hankalaa, koska olemassa oleva data ei tue sitä. Kahdeksana vuonna (2000 - 2007) ennen kriisiä valtiollinen velka euroalueella laski keskimäärin 6 prosenttiyksikköä, joka jo itsessään on ristiriidassa tuhlaavaisuuden kanssa. Italian velka laski 7 prosenttiyksikköä vuosina 2000 – 2007, Irlannin 8 prosenttiyksikköä, ja Espanjan jopa 24 prosenttiyksikköä. On totta että Kreikan julkinen velka kasvoi samana aikana neljä prosenttiyksikköä, mutta sen kutsumista tuhlaavaiseksi, holtittomaksi tai ylenmääräiseksi ei ole mitään järkeä: se tarkoittaisi myös että Saksa ja Ranska olivat tuhlaavaisia myös, koska niiden velat kasvoivat jopa 5 prosenttiyksikköä vuosina 2000 – 2007. Portugali on ainoa kriisimaa jossa velka kasvoi merkittävästi ennen kriisiä: vuoden 2000 tasosta eli 62,2 % BKT:sta vuoden 2007 tasoon 75,5 % BKT:sta, eli noin 13 prosenttiyksikköä. Mutta on kuitenkin vaikea todeta Portugalin velkatason vuonna 2007 olleen liiallinen tai vastuuton, jos verrataan lukua saman vuoden vastaavaan esimerkiksi Saksassa (65,7 %), Ranskassa (73 %) tai Belgiassa (88 %). Joukkovelkakirjamarkkinat eivät olleet huolissaan valtioiden maksukykyriskeistä, joten jäsenvaltioiden yksilölliset riskipreemiot laskivat erittäin alhaisille tasoille ja korkotasojen spreadit (osto- ja myyntihintojen erot) pysyivät vakaina ja alhaisina kriisin alkuun asti (Chen et al. 2012). Kreikan joukkovelkakirjalainojen spread verrattuna esimerkiksi Saksan vastaavaan, pysyi niinkin alhaisena kuin 30 pistettä (prosenttiyksikön sadasosaa) vielä vuoden 2007 lopulla. Lisäksi kaikki euromaat pystyivät ennen kriisiä lainaamaan samalla korolla. Joten on perusteetonta väittää että julkiset velat olivat nousseet jo kauan ennen kriisin alkua – tosiasiaa julkinen velka kasvoi vasta kriisin alettua, kun hallitukset kokivat painetta pelastaa konkurssikypsät pankit ja kun BKT alkoi supistua. Seurauksena julkinen velka kasvoi 33 prosenttiyksikköä vuosina 2008 – 2012 koko euroalueella – ja 78 prosenttiyksikköä Irlannissa, 44 prosenttiyksikköä Kreikassa, 48 prosenttiyksikköä Portugalissa ja 45 prosenttiyksikköä Espanjassa. Jo ilman kausaliitteitestausta voidaan päätellä, että yksityisten lainojen kansallistaminen, erityisesti pankkien lainojen pulaan joutuminen, olivat syitä jotka taannehtivasti muuttivat euroalueen kriisin velkakriisiksi.

Taulukko 2.1 Velkaantumisen lisääntyminen prosentteina BKT:sta, 2000-2007

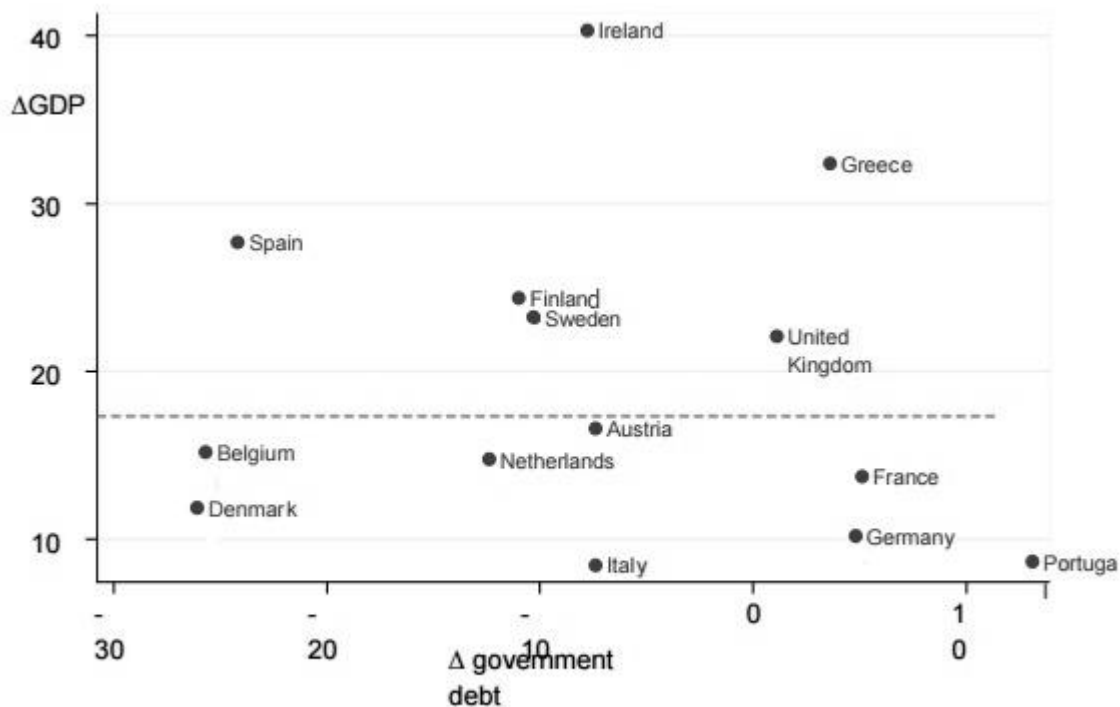
	Households	Non-Financial Corp.	Financial Corporations	Government	Total debt increase	Real home price index
Belgium	7 (11%)	57	124	-26	162	48.7
Germany	-10 (-25%)	0	33	5	27	-14.0
Ireland	54 (33%)	-13	612	-8	645	52.8
Greece	32 (24%)	13	41	4	90	37.2
Spain	34 (30%)	78	74	-24	162	73.1
France	15 (26%)	20	113	5	152	81.7
Italy	17 (48%)	23	22	-7	55	37.6
Netherlands	32 (53%)	-42	217	-12	195	14.4
Austria	7 (11%)	68	72	-7	140	1.2
Portugal	26 (74%)	12	71	13	122	-11.2
Finland	23 (23%)	-77	70	-11	4	37.7
<i>Eurozone-11</i>	<i>21 (27%)</i>	<i>12</i>	<i>132</i>	<i>-6</i>	<i>159</i>	<i>28.3</i>
Denmark	37 (76%)	60	145	-26	216	57.9
Sweden	24 (25%)	49	70	-10	133	55.3
U.K.	31 (35%)	-34	367	1	365	63.4
<i>Average</i>	<i>23 (30%)</i>	<i>15</i>	<i>145</i>	<i>-7</i>	<i>176</i>	<i>38.3</i>

Lähde: Storm & Naastepad 2015, Eurostat, OECD

Tärkeä seikka on myös se, että euroalueen kokonaisvelkadynamiikkaa on ohjannut lähes yksinomaan yksityinen velka – erityisesti paljon noussut yritysten velka, joka keskimäärin ja prosenttiosuutena euroalueen bruttokansantuotteesta nousi 132 prosenttiyksikköä vuosina 2000 - 2007. Kotitalouksien velat (asuntolainat) nousivat 21 prosenttiyksikköä BKT:sta, kun taas finanssialan ulkopuolisten yritysten vastuut kasvoivat 12 prosenttiyksikköä kriisiä edeltävinä vuosina. Kasvatavat yksityisen sektorin velat jättävät julkisen velan muutokset varjoonsa – erityisesti kriisimaissa. Kreikassa kotitalouksien velkaantuneisuus kasvoi 32 prosenttiyksikköä, yritysten velkaantuneisuus 13 prosenttiyksikköä ja finanssisektorin velkaantuminen 41 prosenttiyksikköä. Samassa ajassa Kreikan julkinen velka kasvoi vähäpätöisesti neljä prosenttiyksikköä. Espanja koki massiivisen kasvun finanssisektorin ulkopuolisten yritysten veloissa (78 prosenttiyksikköä kasvua 2000 – 2007 aikana), pankkien veloissa (74 prosenttiyksikköä) ja kotitalouksien velassa (34 prosenttiyksikköä) – kaikkien ollessa osallisena Espanjan suureen kiinteistökuplaan aikana, jolloin julkinen velkaantuminen laski jyrkästi. On siis selvää, että euroalueen kriisin laukaisi valtava ja kestämaton kasvu velkaantumisessa, mutta miksi julkisessa keskustelussa julkisen velan kasvu on päätynyt mikroskoopin alle, mutta yksityisen velan kasvua taas ei huomioida? Storm ja Naastepad (2015) tutkivat korkean velkaantuneisuuden ja talouskasvun välistä korrelaatiota euromaissa

ennen kriisiä, ja eivät löytäneet tilastollisesti merkitsevää suhdetta talouskasvun ja julkisen velan välillä. Vaihtelu julkisessa velassa ei siis tilastollisesti pysty selittämään talouskasvua euromaissa. Korrelaation puuttuminen tarkoittaa myös sitä, ylenmääräiset julkiset menot eivät voi olla syy euroalueen reunamaiden suuremmalle talouskasvulle ennen kriisiä. Samalla voidaan päätellä, että korkea reaali-palkkojen kasvu, kilpailukyvyn lasku, korkeampi tuonti ja kasvava vaihtotaseen alijäämä eivät johdu oletetusta taloudellisesta kurittomuudesta Etelä-Euroopassa. Palaan näihin seikkoihin myöhemmin.

Kuva 2.1: Kasvu julkisessa velassa ei ole yhteydessä kasvuun reaalisessa BKT:ssa

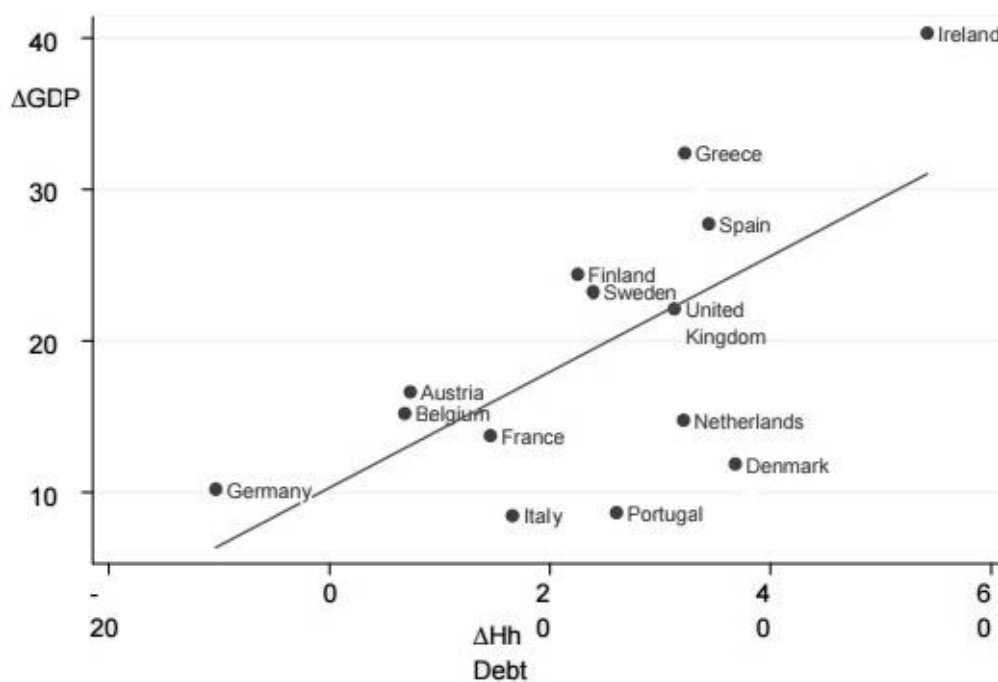


Lähde: Storm & Naastepad 2015

Storm ja Naastepad eivät niin ikään löydä tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota talouskasvun ja korkeamman velkaantuneisuuden välillä yrityksissä, eikä myöskään kasvun ja rahoituslaitosten räjähdysmäisen velkaantumisen välillä. Jälkimmäinen tulos ehdottaa, että rahoituslaitosten kasvaneet velat eivät johtaneet euroalueen nopeampaan talouskasvuun.

Euroalueen pankit ottivat harteilleen 13 biljoonaa euroa lisää velkaa vuosina 2000 – 2007, mutta mikä on ollut velan tarkoitus näissä lainalla rahoitetuissa finanssiyhtiöissä? Kasvaneet vastuut rahoituslaitoksissa näyttävät huolestuttavilta – erityisesti suhteessa pankkien omiin pääomiin. Pankkien velkojen epäkoordinoitu vähentäminen sisältää korkean riskin varallisuuden hintojen laskusta, vakuuksien konkurssimyynnistä ja luottokriisistä – kuten tosiasiaassa kävikin vuosina 2007 – 2008.

Kuva 2.2: Kasvu kotitalouksien veloissa on yhteydessä BKT:n kasvuun (2000-2007)



Note: The regression line is based on the following OLS regression:

$$\Delta \text{ real GDP} = 12.47^{***} + 0.25^* \Delta \text{ Hh Debt} + 14.53^{**} \text{ Ireland-dummy}$$

(7.22)
(2.02)
(2.54)

$$R^2 = 0.52; F = 8.9^{**}; n = 14.$$

Lähde: Storm & Naastepad 2015

Kotitalouksien velkaantumista tarkastellessa Storm ja Naastepad eivät löydä merkitsevää positiivista suhdetta reaalisen BKT:n kasvun ja kotitalouksien velkojen kesken ennen kriisiä. Regressiotuloksista saadaan selville, että yhden pisteen lisäys kotitalouksien velkaan

(prosentteina BKT:sta) saa aikaan 0,25 prosenttiyksikön kasvun reaalisessa BKT:ssa. Kasvanut kotitalouksien velka ruokki kasvanutta kulutusta kahdella tavalla: suoranaisesti vähentämällä kotitalouksien likviditeettirajoitteita ja epäsuorasti käyttämällä luottoa kohottamaan varallisuuden (asuntojen) hintoja ja täten luomaan varojen kasvua (Barba ja Pivetti 2008). Kasvanut kotitalouksien velka siis myötävaikutti korkeampaan kokonaiskysyntään ja talouskasvuun. Edellä arvioitua vakion arvoa 0,25 voidaan siis käyttää estimoimaan kotitalouksien kasvanutta velkaa (aikana 2000 - 2007) reaaliseseen bruttokansantuotteeseen. Euroalueella kasvaneet kotitalouksien velat pystyvät selittämään keskimäärin noin 27 % talouskasvusta (Chmelar 2013). Osuudet ovat korkeammat Italiassa (48 %), Alankomailla (53 %) ja Portugalilla (74 %), mutta alempana Kreikassa (24 %). Saksa on ainoa maa jossa kotitaloudet vähensivät velkaantuneisuuttaan (Saksan yhdistymisen ja 2000-luvun IT-buumin jälkeen) ja se selittää verkkaisen kotimaisen kysynnän ja hitaan kasvun Saksassa vuosina ennen kriisiä.

Kasvaneet kotitalouksien velat johtivat kasvaneisiin asuntojen hintoihin, ja kohonneet asuntohinnat taas puolestaan lisäsivät kotitalouksien kykyä ottaa yhä enemmän lainaa. Storm ja Naastepad laskevat korrelaation kotitalouksien velkojen kasvun ja asuntojen hintojen nousun välillä olevan tilastollisesti merkitsevä. Euroalueelle saadaan estimaatiksi 30,9 % asuntojen reaalihinnannousu, joka on lähellä todellista lukua 28,3 %. Näyttö siitä, että kotitalouksien velkojen kasvu ajoi asuntojen hinnat ylös, on vahva. Korkeat asuntohinnat ja kasvanut kotitalouksien varallisuus (paperilla) mahdollistivat lisävelan ottamisen, jota käytettiin kulutukseen ja edelleen asuntohintojen kasvattamiseen. Tuloksena on ollut kestävä yksityinen velkarahoitettu buumi, erityisesti Espanjassa ja Italiassa (IMF 2012; Martin & Philippon 2014). Euroalueen vitsauksena on ollut siis yksityinen velka, eikä julkinen. Saksan inspiroima huomion keskittyminen julkiseen velkaan on pahasti väärin kohdistettu. Euroalueen kotitaloudet, yritykset ja pankit ovat kaikki lisänneet velkaansa ennennäkemättömällä tasolla. Koko euroalueella kotitalouksien velka oli vuonna 2012 79 % bruttokansantuotteesta, vaihdellen Alankomaiden 131 prosentista kriisimaa Kreikan 51 prosenttiin. Yritysten velka vuonna 2012 oli 212 % euroalueen bruttokansantuotteesta, ollen verrattain matala Kreikassa (117 %) ja Italiassa (182 %), mutta korkeampi muualla. Pankkien velkaantuminen 2012 oli tasolla 512 %. Irlannin ja Alankomaiden pankkien velkojen osuudet maiden bruttokansantuotteesta olivat 1856 % ja 1018 %, jolloin voidaan puhua jo ”hyperfinansialisaation” tapauksesta. Myös Ranskan ja Saksan pankit ovat syyllisiä velkaantuneisuuteen. Vuonna 2012 suhde pankkien velkojen ja BKT:n välillä oli Saksassa

401 % ja Ranskassa 363 %, mitkä ovat huomattavasti suurempia lukuja kuin kriisimaissa keskimäärin (272 %). Kaikki yhteiskunnan sektorit kohtaavat nyt tarpeen vahvistaa ja korjata taseitaan. Kaikki sektorit kriisin jälkeen ovat vähentämässä velkaansa, mikä hidastaa taloudellista toimintaa ja aiheuttaa täysimittaisen taselaman. Taselama taas on mahdotonta ratkaista vähentämällä julkista velkaa. Oikeana ongelmana hallituksilla on korjata kotitalouksien, yritysten ja pankkien velkaantuminen. Kansainvälisen järjestelypankin ekonomistit Cecchetti, Mohanty ja Zampoli (2011) toteavat, että korkea yritysten ja kotitalouksien velkaantuminen toimii jarruna kasvulle, ja IMF-ekonomistit Bornhorst ja Ruiz-Arranz (2013) päättelevät, että korkea yksityinen velka on enemmän haitaksi talouskasvulle kuin korkea julkinen velka. Heidän tutkimustuloksensa osoittavat, että yksityisen sektorin korkean velan ja kasvun välillä on vahvempi yhteys kuin julkisen velan ja kasvun välillä, ja että suuri julkinen velka hidastaa kasvua vain kun yritykset ja kotitaloudet ovat myös korkeasti velkaantuneet.

2.2 Kiristyspolitiikka

Jos euroalueen talouskriisin syynä on julkisen sektorin ylenmääräisyys, niin kiristyspolitiikan on oltava parannuskeino – ainakin jos uskoo mitä Schäuble (2011) kirjoitti Financial Times – artikkelissaan: ”The recipe is as simple as it is hard to implement in practice: Western democracies and other countries faced with high levels of debt and deficits need to cut expenditures, increase revenues and remove the structural hindrances in their economies, however politically painful.” Tiukkoja vakautusohjelmia asetettiin (ja asetetaan yhä) kriisimaille toivoen, että niistä jossain vaiheessa tulisi ekspansiivisia. Julkisia menoja leikattiin, ja samalla veroja nostettiin tavoitteena vähentää budjettialijäämää ja julkista velkaa. Ehdottomasti suurimmat vakaustoimet ovat tapahtuneet Kreikassa, 9 % bruttokansantuotteesta, perusteena muutokset rakenteelliseen tasapainoon vuosina 2011 – 2013. Portugalissa on myös ryhdytty suuriin vakautustoimenpiteisiin, lähes 7 % BKT:sta, kun taas sopesumisen osuus Irlannissa on 4 % BKT:sta samoina vuosina. Vakautustoimenpiteiden osuudet BKT:sta Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa ovat 3,7 %, 4 % ja 4,5 % kukin. Myös Saksa ryhtyi vakauttamistoiimiin, huolimatta suuresta julkisen talouden liikkumavarasta ja ennätysalhaisesta lainakustannuksista. Tulokset olivat yksiselitteisesti epätarkoituksenmukaisia. Kuten useissa tapauksissa, vakauttamispaketit johtivat suurempaan

alenemiseen bruttokansantuotteessa kuin julkisessa velassa. Poul Thomsen, IMF:n Kreikan vakauttamispaketin pääarkkitehti, avoimesti myönsi paketin toimimattomuuden ja että se vangitsi maan noidankehään, jossa vakautustoimet johtavat lamaan, joka taas johtaa uusiin vakautustoimiin ja syvempään lamaan, mikä tukahduttaa kaikki mahdollisuudet toipumiseen ja horjuttaa sosiaalista koheesiota yhteiskunnassa. Thomsenin tunnustus kuvasti suurempaa muutosta Kansainvälisessä valuuttavarannossa, tiukan kiristyspolitiikan vahvasta puolestapuhujasta sen vahvaan vastustajaan. IMF:n vuosiraportti (World Economic Outlook, 2012) esittää tutkimustuloksia, joiden mukaan alijäämien vähentäminen haittaa kasvua. Tulokset yhdenmukaisesti osoittivat, että kasvu oli odotettua heikompaa, mitä enemmän maat toteuttivat aggressiivisia vakauttamistoimia, verrattuna maihin, joiden vakautustoimet olivat maltillisempia (Guajardo, Leigh ja Pescaroti 2011). Tämä tarkoittaa, että maiden vyönkiristystoimet eivät olleet ekspansiivisia, vaan paljon haitallisempia kuin ekonomistit uskoivatkaan. Useimmat ekonomistit olettivat, että julkisen alijäämän leikkaus yhdellä prosenttiyksiköllä leikkaisi pois puolikkaan prosenttiyksikön taloudellisesta tuotoksesta, mutta todellinen aleneminen IMF:n mukaan on 0,9 ja jopa 1,7 prosenttiyksikön välillä. IMF:n arviot finanssikertoimesta ovat silti varovaisia. Eichengreen ja O'Rourke (2012) arvioivat, että finanssikerroin saa arvokseen 1,6, kun taas Gordon ja Krenn (2010) väittävät kertoimen olevan syvässä lamassa 1,8.

Finanssikertoimet ovat yleensä pienempiä avoimissa talouksissa, koska mitä avoimempi talous on, sitä enemmän shokki välittyy muihin maihin tuonnin kautta, ja pienillä mailla kuten Suomella on pienet kertoimet. Toinen tekijä, joka vaikuttaa kertoimeen on kulutuksen riippuvuus nykyisistä tuloista. Tämä usein liittyy likviditeettirajoituksiin, kun suurempi nykytulojen elastisuus on yleistä taloudellisesti epävapaammissa talouksissa, kuten Kreikassa, Belgiassa tai Yhdysvalloissa (Holland & Portes 2012). Normaalioloissa finanssikertoimet ovat yleensä alhaisempia kuin 1, lähinnä tuonnin, rahapolitiikan ja säästämisen syrjäytymisvaikutuksen vaikutusten kautta. Taulukko 1. kuvaa finanssikertoimia EU-maissa kahden eri finanssipoliittisen instrumentin kautta: julkisten menojen leikkaus ja verojen nosto.

Taulukko 2.2 Finanssikertoimet normaalioloissa

	Government consumption	Income tax
Austria	-0.52	-0.13
Belgium	-0.62	-0.12
Finland	-0.61	-0.06
France	-0.67	-0.27
Germany	-0.48	-0.26
Greece	-1.35	-0.53
Ireland	-0.36	-0.08
Italy	-0.63	-0.13
Netherlands	-0.59	-0.20
Portugal	-0.73	-0.11
Spain	-0.81	-0.11
United Kingdom	-0.54	-0.09
United States	-0.92	-0.19

Note: Impact on GDP in the first year of a 1 per cent of *ex-ante* GDP temporary cut in government consumption or rise in income tax. No shift in the budget target. Experiments conducted in one country at a time.

Lähde: Holland & Portes 2012

Taulukon 2.1 kuvaamat finanssikertoimet kertovat finanssipolitiikan odotetun vaikutuksen normaalioloissa, kun kukin maa toimii lähellä omaa tasapainotilaansa. Näihin lukemiin perustui kriisin alun kiristyspolitiikka. Euroalueen talouskriisin aikana ei kuitenkaan olla normaalioloissa, vaan pitkittyneen laman aikakaudella, joka määritelmän mukaan tapahtuu, kun tuotanto laskee edellisestä huipustaan. Kuten Delong ja Summers (2012), Auerbach ja Gorodnichenko (2012), IMF (2012) ja muut ovat osoittaneet, niin finanssipolitiikan kiristäminen laman aikana voi johtaa hyvin erilaisiin tuloksiin. Nämä erilaiset tulokset voivat johtua monista eri kanavista, jotka välittävät finanssipolitiikan vaikutuksia talouksissa. Ensinnä on korkovastaus. Normaalitylanteessa finanssipolitiikan kiristystä kompensoidaan löysentämällä rahapolitiikkaa. Taulukon 2.1 kertoimet, jotka kuvaavat vastausta normaaliaikana, sallivat endogeenisen lyhyen ajan korkovastauksen. Tulevaisuuteen katsovat rahoitusmarkkinat käyttävät pitkän ajan korkoa määritellessään lainan hintaa yrityksille, mikä taas riippuu odotetuista lyhyen ajan korkomuutoksista. Kun rahapolitiikka löystyy, pitkän ajan korot tippuvat ja lisäävät investointeja ja korvaavat kiristyneen finanssipolitiikan aiheuttamaa talouden supistusta. Mutta euroalueen talouskriisin aikana korkotaso on jo

valmiiksi ollut ennätysalhainen, joten finanssipolitiikan kiristystä ei voi korvata löysän rahapolitiikan mekanismin. Yhdysvaltojen keskuspankki ja muut isot keskuspankit laskivat korkotasojaan lähes nolleen vuonna 2009. Vaikka samalla määrällisen keventämisen toimenpiteitä eli setelirahoitusta on otettu käyttöön, niin niiden vaikutus on kuitenkin myös rajattua alhaisen korkotason takia. Lisäksi laman aikana työttömyyden ollessa korkealla ja työsuhteturvan alhainen, suurempi osa yrityksistä ja kotitalouksista ovat likviditeettirajoitteisia. Täydellisten markkinoiden ja tulevaisuuteen katsovien kuluttajien tilanteessa kotitaloudet tasaavat kulutustaan yli ajan, ja täten kulutus ei riipu talouden tilasta. Todellisuudessa kuitenkin osa populaatiosta on aina likviditeettirajoitteinen, eli heillä ei ole pääsyä esimerkiksi lainansaantiin, joten heidän kulutuksensa riippuu nykyisistä tuloista. Normaalitilan finanssikertoimet ottavat huomioon, mutta pitkittyneen laman aikana likviditeettirajoitteet ovat entistä suuremmat.

Kun työttömyys kasvaa, kasvaa samalla likviditeettirajoitteisen populaation osuus, joka ei saa lainaa hetkellä, jolla ne sitä omaa kulutustaan ajan yli tasataksaan tarvitsivat. Tästä johtuen voidaan olettaa kulutuksen olevan syklistä, ja sen elastisuuden riippuvan paikasta syklissä. Pankkikriisin jälkeen lainaehdot ovat tiukentuneet entisestään, joten tästäkin syystä voidaan olettaa finanssikertoimien riippuvan talouden tilasta, erityisesti verolisäysten kertoimien (Delong & Summers 2012).

Holland ja Portes (2012) laskivat finanssipoliittisten toimien seurauksia vuosilta 2011 – 2013 Euroopan Unionissa. Taulukossa 2.3 on raportoitu vuonna 2011 suunniteltuja kiristyspolitiikan toimia, jotka on määritelty odotettuna muutoksena verolaissa tai julkisissa kulutussitoumuksissa. Negatiivinen luku kuvaa supistavaa politiikkaa, eli veron nousua tai julkisten menojen leikkausta.

Taulukko 2.4 taas kuvaa suunniteltujen vakautustoimien odotettuja lopputuloksia Euroopassa suhteessa bruttokansantuotteeseen. Taulukossa on kaksi tapahtumasarjaa: ensimmäisessä skenaariossa Taulukon 2.3 toimet toteutetaan talouden normaalitilassa, eli joustavien korkojen ja pitkän aikavälin likviditeettirajoitteiden maailmantilassa. Toisessa skenaariossa toteutetaan vakautustoimet heikentyneen korkovastauksen ja kohonneiden likviditeettirajoitteiden maailmassa, mikä kuvaa euroalueen talouskriisiä realistisesti. Molemmissa skenaarioissa on toteutettu vakautustoimet samanaikaisesti, jotta heijastusvaikutukset maiden väleillä näkyvät luvuissa.

Taulukko 2.3. Kiristyspoliittisia toimia

	2011			2012			2013		
	Fiscal impulse (% of 2011 GDP)	of which tax based	of which spending based	Fiscal impulse (% of 2011 GDP)	of which tax based	of which spending based	Fiscal impulse (% of 2011 GDP)	of which tax based	of which spending based
Austria	-0.9	-0.4	-0.5	-0.4	-0.2	-0.3	-0.1	0.0	-0.1
Belgium	-0.7	0.0	-0.7	-1.2	-0.5	-0.7	-1.3	-0.4	-0.9
Finland	-0.3	-0.3	-0.1	-0.6	-0.5	-0.1	-0.1	-0.1	0.0
France	-1.4	-1.1	-0.3	-1.7	-1.1	-0.6	-1.7	-0.8	-0.8
Germany	-0.5	-0.2	-0.3	-0.2	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.0
Greece	-2.7	-1.2	-1.5	-5.1	-3.5	-1.6	-2.0	-0.9	-1.1
Ireland	-3.4	-0.9	-2.5	-2.4	-1.0	-1.4	-2.1	0.7	-1.4
Italy	-0.5	-0.3	-0.2	-3.0	-2.4	-0.6	-1.5	-0.6	-0.9
Netherlands	-0.8	-0.3	-0.5	-0.6	-0.5	-0.1	-0.6	-0.5	-0.2
Portugal	-5.9	-2.7	-3.2	-2.1	0.0	-2.1	-1.9	-0.5	-1.4
Spain	-2.5	-0.5	-2.0	-2.1	-0.4	-1.7	-1.4	-0.3	-1.1
UK	-2.1	-1.1	-1.0	-1.8	-0.2	-1.6	-1.0	0.0	-1.0

Source: Euroframe (2012). Does not include fiscal plans introduced after January 2012.

Note: Here we define the fiscal impulse as the *ex-ante* expected change in revenue/spending as a % of 2011 GDP as a result of announced policy changes. The impact on GDP will depend on the fiscal multipliers in each country, and cannot be read directly from this table. The *ex-post* impact on government balances will depend on the response of GDP, and so also cannot be read directly from this table.

Lähde: Holland & Portes 2012

Taulukko 2.4. Kiristyspolitiikan kaksi tapahtumasarjaa

	2011		2012		2013	
	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 1	Scenario 2	Scenario 1	Scenario 2
Austria	-0.2	-1.0	-0.2	-2.1	-0.3	-2.9
Belgium	-0.6	-2.2	-0.7	-4.3	-1.6	-5.2
Finland	0.0	-0.9	0.1	-1.8	-0.1	-2.2
France	-0.5	-1.4	-1.1	-2.9	-2.0	-4.0
Germany	-0.1	-1.0	0.0	-1.9	-0.1	-2.2
Greece	-2.4	-4.6	-6.7	-13.0	-8.1	-13.2
Ireland	-0.9	-1.2	-1.3	-3.1	-2.3	-5.0
Italy	0.0	-0.7	-0.7	-2.6	-1.9	-4.1
Netherlands	-0.6	-1.9	-0.7	-3.3	-1.1	-3.9
Portugal	-3.2	-4.4	-5.9	-7.8	-7.7	-9.7
Spain	-1.7	-2.5	-3.2	-5.3	-4.2	-6.7
UK	-0.5	-2.2	-1.2	-4.3	-1.8	-5.0
Euro Area	-0.5	-1.5	-1.0	-3.1	-1.7	-4.0

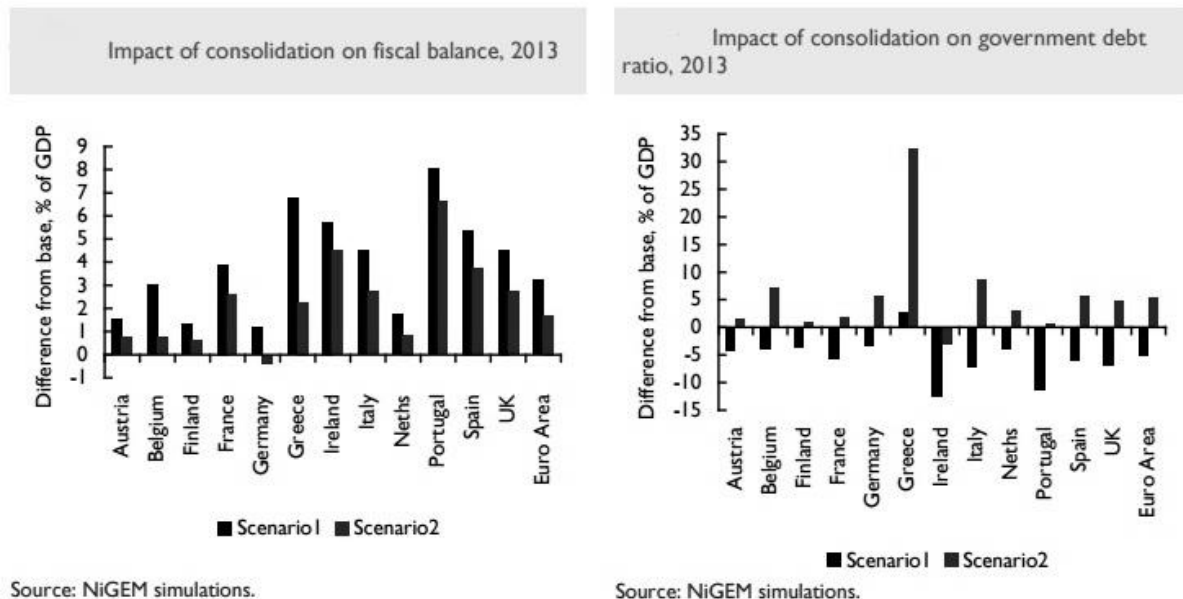
Note: Scenario 1 reflects expected impact were the economies operating near equilibrium. Scenario 2 allows for heightened liquidity constraints and impaired interest rate adjustment.

Lähde: Holland & Portes 2012

Kuvat 2.3 ja 2.4 kuvaavat toimien odotettua vaikutusta julkisen talouden tasapainoon ja maan velan määrään vuonna 2013. Vaikka budjettitasapainon voidaan oletettavan toipuvan monissa maissa kummassakin skenaariossa, niin likviditeettirajoitusten ollessa koholla ja korkotason alhaalla, parannus budjetissa jää huomattavasti heikommaksi kuin pudotus tuotannossa. Toisessa skenaariossa vakaustoimet onnistuvat lisäämään velka-BKT-suhdetta, toisin kun on tarkoitus. Velkaa onnistutaan vähentämään hieman, mutta samalla BKT laskee jyrkästi. Huomion arvoista on se, että edellä mainittu ei toteudu vain kriisimaissa, vaan myös esimerkiksi Saksassa ja Isossa-Britanniassa. Usein kiristyspolitiikan puolesta on

argumentoitu, että se laskee valtion lainapreemiota maissa, jotka kärsivät korkeasta velasta ja alijäämistä. Mutta Hollandin ja Portesin simulaatiot todistavat, että päinvastainen tapahtuma on mahdollinen: jos maan velka-BKT-suhde vaikuttaa lainapreemioon, johtaisi se lainakorkojen nousuun, pahentaisi negatiivisia vaikutuksia tuotantoon ja täten huonontaa vielä entisestään velka-BKT-suhdetta.

Kuvat 2.3 ja 2.4.



Lähde: Holland & Portes 2012

Hollandin ja Portesin simulaatiot ovat käyneet toteen. Jos esimerkiksi oletetaan finanssikertoimen olevan 1.8, niin julkisen talouden vakauttamisen 9 prosenttiyksikön osuus BKT:sta Kreikassa on vähentänyt Kreikan bruttokansantuotetta yli 16 % ja nostanut julkisen velan BKT-suhdetta 24 prosenttiyksikköä, jos oletetaan julkinen velka vakioksi. Portugalissa julkisen talouden 7 prosenttiyksikön (BKT:sta) leikkaus laskisi BKT:ta lähes 13 %, nostaen velka-BKT-suhdetta 12 prosenttiyksikköä. Tämän kaltaiset tulokset ovat tyypillisiä kiristyspolitiikalle, kuten IMF:n tutkimuksessaan Ball, Furceri, Leigh ja Loungani (2013) argumentoivat. He tarkastelivat 173 sopeuttamistapausta OECD-maissa viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana: kiristyspolitiikka laskee tuloja lyhyellä aikavälillä, palkansaajien kestäessä isoimmat iskut; se myös nostaa työttömyyttä, erityisesti pitkän ajan työttömyyttä. Vakausohjelma joka vähentää alijäämää yhden prosentin bruttokansantuotteesta, vähentää reaalityuloja noin 0.6 prosenttia ja nostaa pitkän ajan työttömyyttä lähes 0.5 prosenttiyksikköä. Nämä tulokset sopivat yhteen Euroopan Komission (2012) arvioiden kanssa, joiden mukaan

kotitalouksien käytettävissä olevat tulot tippuivat rajusti Kreikassa (-11.6 %), Italiassa (-1.6 %), Portugalissa (-6.3 %) ja Espanjassa (-4.3 %) pelkästään vuonna 2012. Vakauttamistoimet, joiden on väitetty olevan pakollisia lauhduttamaan sijoittajien ahdistus, on näлкиinnyttänyt kriisitaloudet, joissa yksityinen sektori kärsii velkaantumisesta, julkisista investoinneista ja tarpeellisista julkisista palveluista, mitkä voisivat saada yhteiskunnan takaisin liikkeeseen. Vakauttamistoimet ovat pahentaneet kärsimyksiä väestöissä, jotka joutuvat kestämään jopa 25 %:n aikuistyöttömyyttä ja 60 %:n nuorisotyöttömyyttä. Ja mikä pahinta, vakauttamisohjelmat ovat epäonnistuneet vähentämään hallitusten velka-BKT-suhdetta, usein jopa huonontaen sitä. Vaikka IMF on kääntänyt kelkkansa ja virallisesti kehottaa Eurooppaa jarruttamaan vakauttamispolitiikkaa, ”troikan” kaksi muuta jäsentä (Euroopan keskuspankki ja Euroopan komissio) pysyvät kannassaan. Paljon julkisuutta saaneessa puheessaan New Yorkissa Jens Weidmann, Saksan keskuspankin pääjohtaja, varoitti että Euroopan tulisi pysyä kurssillaan: “We can only win back confidence if we bring down excessive deficits and boost competitiveness [...] In such a situation, consolidation might inspire confidence and actually help the economy to grow.” Ja Draghi (toukokuussa 2013) toisti, että euroalueen hallitusten on kriittisen tärkeää olla purkamatta tehtyä edistystä lainatarpeiden vähentämisen suhteen ja olla luovuttamatta kiristyspolitiikan suhteen. Finanssipoliittinen elvytys pysyy pannassa, vaikka taloustieteellinen tutkimus ei tue vakautuspolitiikkaa.

On argumentoitu, että euroalueen viime vuosien huonoa kasvuvauhtia ei voi laittaa kiristyspolitiikan piikkiin. Mutta kuten Holland & Portes (2012) osoittivat, otettaessa huomioon vakauttamistoimien suurennut vaikutukset laman aikana, ja koordinoitujen kiristyspoliittisten toimien heijastinvaikutukset lähes kaikissa euromaissa, fiskaaliset kertoimet ovat huomattavasti suurempia kuin normaaliaikoina. Ja siitä syystä myös seuraukset ovat huomattavasti suurempia.

3. KILPAILUKYKYKRIISI?

3.1 Miten kansainvälinen kilpailukyky muodostuu?

Toinen selitys euroalueen kriisille keskittyy eroavaisuuksiin kustannuskilpailukyvyssä kiinteän valuuttakurssin vallitessa euroalueen ytimen ja reunamaiden kanssa. Näkemyksen tiivistää Smaghi (2013): ”maat, jotka kärsivät kilpailukyvyn menetyksestä ennen kriisiä, kokivat pienimmän kasvun kriisin jälkeen.” Kilpailukyky tässä tapauksessa tulkitaan hintakilpailukyknä – erityisesti yksikkötyökustannuksien kilpailukyknä, kuten sen määrittelee EKP:n entinen pääjohtaja Trichet (2011): ”kilpailukyky, jota määrittelee muutokset yksikkötyökustannuksissa” tai EKP:n nykyinen pääjohtaja Draghi (2012): ”käytännöllinen tapa mitata liiallisia epätasapainoja on katsoa yksikkötyökustannuksia, koska ne heijastavat kehitystä tuottavuudessa ja työvoiman kustannuksissa.” Draghin näkemyksen mukaan euroalueen kriisin syynä on se fakta, että ”euron käyttöönoton jälkeen yksikkötyökustannukset ovat nousseet 28 % alijäämämaissa, 2.5 kertaa niin paljon kuin ylijäämämaissa.” IFO:n pääjohtaja Sinn (2014) jatkaa samalla linjalla: ”Euroalueen reunamaat ovat menettäneet kilpailukykynsä yksinkertaisesti tulemalla liian kalliiksi.” Tämä kilpailukyvyn menetys on argumentoitu olevan syynä vaihtotaseen kasvaville alijäämille, kasvavalle ulkomaalaiselle velalle ja vähentyneille finanssipolitiikan mahdollisuuksille euroalueen reunamaissa. Tästä syystä reunamailla ei ollut joustavuutta kestää kriisin aiheuttama shokki, toisin kuin esimerkiksi kilpailukykyisempi ja vahvempi talous Saksa. Kasvu yksikkötyökustannuksissa eteläisessä Euroopassa tarkoitti, että reaali-palkat kasvoivat nopeammin kuin työvoiman tuottavuus, minkä syynä olivat maiden jäykät ja joustamattomat työmarkkinat, vahvat ammattiliitot ja vahva työsuhdeturva (Sinn 2014). Reunamaat kasvoivat vauhdilla, koska yhteinen valuutta auttoi alentamaan korkoa ja luomaan jyrkän nousun finanssimaiden luottamuksessa Kreikkaa, Italiaa, Espanjaa ja Portugalia kohtaan. Kriisin puhkeamista ennen kasvuvauhdin ajateltiin olevan osa normaalia konvergenssiprosessia Euroopan taloudellisessa integraatiossa, kun pääomaa virtasi pääomarikkaista ytimen maista, lähinnä Saksasta, pääomaniukkiin maihin euroalueen reunoilla. Tämä johti kasvuun kotimaisessa kysynnässä, tuotannossa ja samalla myös tuonnissa (Lane & Pels 2012). Odotuksena oli, että työmarkkinainstituutiot ja tulot euroalueen reunamaissa lähentyisivät euroalueen ytimen vastaavia, mutta sen epäonnistuessa Etelä-Euroopan jäykät työmarkkinat

saivat jälkiviisaasti syntipukin roolin. Sallimalla korkeat palkat työmarkkinat myötävaikuttivat palkkakasvun kiihtymiseen ja kasvaviin suhteellisiin yksikkötyökustannuksiin, mitkä tämän näkemyksen mukaan tappoivat Etelä-Euroopan viennin, nostivat vaihtotaseiden ylijäämiä ja loivat valtavia ulkoisia velkoja. Sinnin (2014) mukaan: ”Ratkaisematon ja perimmäinen syy finanssikriisille on kilpailukyvyn puute eteläisissä euromaissa ja Ranskassa. Jos mitään, niin investoijien lepyttäminen veronmaksajien takuilla lykkää tarpeellisia ja kivullisia sopeutustoimia, joilla kilpailukyky voidaan palauttaa.” Tämän näkemyksen mukaan ainoa tie ulos kriisistä on, että alijäämämaat alentaisivat yksikkötyökustannuksiaan suhteessa ylijäämämaihin, eli laskemalla voimakkaasti palkkoja (sisäinen devalvaatio) ja purkamalla sääntelyä työmarkkinoilla. Tasapainottaakseen vaihtotaseensa Kreikan, Portugalin ja Espanjan tulisi leikata palkkojaan 25-35 %, Ranskan 15-25 % ja Italian 5-15 % (Sinn 2014). Tämä näkemys on kodifioitu Euro Plus -sopimukseen, jonka Eurooppa-neuvosto otti käyttöön 2011, ja jonka tarkoituksena on edistää euroalueen (yksikkötyökustannus)kilpailukykyä ja nettovientiä työmarkkinoiden sääntelyiden purkamisella ja hyvinvointivaltion reformeilla, sekä sopeuttamispolitiikalla (Gabrisch & Staehr 2014). Tätä näkemystä toistaa myös Eurooppa-neuvoston viimeisin lausunto helmikuussa 2015.

Olemassa oleva data ei kuitenkaan tue näkemystä kilpailukykykriisistä. Kriisiä edeltäneen yksikkötyökustannusten nousun ja kriisin jälkeisen kasvun käyttäytymisen välillä ei ole tilastollisesti merkitsevää suhdetta euroalueella tai Euroopassa. Lisäksi suhteellisten yksikkötyökustannusten vienti- ja tuontijoukot Saksassa, Kreikassa, Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa, sekä koko euroalueella, eivät eroa tilastollisesti merkittävästi nolasta ja ovat muutekin pieniä (Storm & Naastepad 2015). Usein käytetyt kilpailukykyä kuvaavat indikaattorit, kuten suhteelliset yksikkötyökustannukset ja vaihtotaseen epätasapaino ovat tunnetusti heikkoja ennustamaan tulevaisuuden vientiä ja tuontia (Gaulier & Vicard 2012). Sen sijaan taloustieteellisiä tutkimukset aiheesta nostavat esiin seuraavat asiat:

1. useat euroalueelle tuodut hyödykkeet ja palvelut ovat ei-kilpailullisia tuontihyödykkeitä, joita käytetään välipanoksina valmistuksessa tai kulutuksessa – joten tuonti riippuu lähes kokonaan kotimaisista tuloista (Bussiere 2011).
2. Euroalueen jäsenten vienti on ylivoimaisesti määräytynyt maailman tulojen kasvun kanssa (Euroopan komissio 2010). Maat, esimerkiksi Saksa, joiden vienti kohdistuu nopeasti kasvaville markkinoille kokevat nopeaa viennin kasvua. Kun taas maat,

esimerkiksi Kreikka, Italia ja Portugali, jotka vievät hitaasti kasvaville markkinoille, kokivat paljon hitaampaa viennin kasvua (EKP 2009).

3. Euroalueen vaihtotaseiden epätasapainoihin ei vaikuta tilastollisesti merkitsevästi muutokset suhteellisessa yksikkötyökustannuksessa (Gaulier & Vicard 2012; Gabrisch & Staehr 2014)

Toisin sanoen, voidaan todeta että palkkakustannukset eivät ole niin merkitseviä. Kansainvälisessä kilpailukyvyssä merkitsevää on bruttotuotoksen hinta, sisältäen välipanosten ja työkustannusten hinnat sekä voittomarginaalin. Storm & Naastepad (2015) tutkivat bruttotuotoksen hintaa euroalueella 2000-luvulla: yksikkötyökustannusten osuus teollisuusalalla Saksassa, Kreikassa, Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa on vain 15-24 % bruttohinnasta ja välipanosten osuus 67-74 %. Kilpailukyvyn mittaamista pelkästään yksikkötyökustannuksia tarkastellen on harhaanjohtavaa.

Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että kilpailukyky ei merkitse mitään. Kansainvälisessä kilpailukyvyssä merkitsevintä on teknologinen kilpailukyky – ei hinta- tai kustannuskilpailu. Global Competitiveness Report 2014–2015 määrittää kilpailukyvyn seuraavasti: ”joukko instituutioita, toimintatapoja ja tekijöitä, mitkä määrittelevät maan tuotantotason.” Välimeren vientirakenne on monimutkaisuudellaan Kiinan tasoa. Siinä piilee euroalueen reunamaiden ongelma: kilpailukyky Saksaan verrattuna ei johdu korkeista yksikkötyökustannuksista, vaan siitä, että reunamaat ovat lukittu alhaisen ja keskitason teknologiaan. Etelä-Euroopasta ei löydy yhtä tunnettuja nimiä kuin Mercedes, BMW tai Siemens. Yksikkötyökustannusten vähentäminen ei ratkaise sitä ongelmaa.

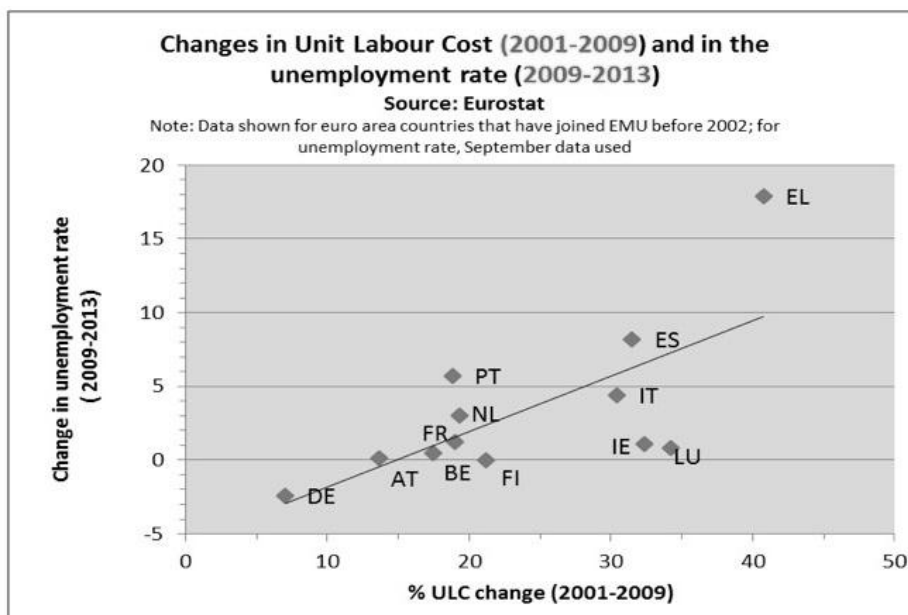
Kilpailukykykriisi-näkemyks on kuitenkin suosittu Euroopan johdon keskuudessa. Euroopan komission puheenjohtaja Juncker, Eurooppa-neuvoston puheenjohtaja Tusk, euroryhmän puheenjohtaja Dijsselbloem ja EKP:n pääjohtaja Draghi toteavat Eurooppa-neuvoston selvityksessä (JTDD, 2015), että eurokriisi on pohjimmiltaan kilpailukyvyn kriisi, jonka aiheutti rakenteelliset heikkoudet ja jäykkyydet, erityisesti työmarkkinoilla, mitkä johtivat yksikkötyökustannusten nousuun monissa euromaissa:

“...thereby reducing their competitiveness and leading to a negative balance of payments vis-à-vis other euro area countries which had kept labour unit cost stable or even lowered them. This brought about higher unemployment rates during the crisis. In addition, the relatively favourable financing conditions in the first years of the euro led to a misallocation of sources of financing towards less productive forms of investment, such as

real estate, and to a greater risk-taking and indebtedness of many private and public actors. When the crisis hit the euro area and markets reappraised the risk and growth potential of individual countries, the loss of competitiveness became visible and led to outflows of sources of finance strongly needed for investment, thereby further intensifying the impact of the crisis in these countries.”

JTDD ehdottavat, että korkeat palkat (tai yksikkötyökustannukset) ovat johtaneet korkeampaan työttömyyteen, ja kääntäen, että palkkoja laskemalla saadaan laskettua myös työttömyyttä euroalueella. Storm & Naastepad (2015) kuitenkin argumentoivat tutkimuksen olevan harhaanjohtava. JTDD:n regressio riippuu poikkeavasta havainnosta, eli Kreikasta. Kreikan poisjättäminen muuttaa tulosta siten, ettei yksikkötyökustannusten kasvun ja työttömyyden muutosten välillä ole minkäänlaista tilastollisesti merkitsevää suhdetta. Jansson (2015) havainnoi, että JTDD vertaavat muutoksia työttömyydessä kriisin alun jälkeen yksikkötyökustannusten kasvuun ennen kriisiä. Jos verrataan muutoksia yksikkötyökustannuksissa ja työttömyydessä kumpaakin vuosina 2009–2013, eli kriisin alun jälkeen, niin tuloksena on tilastollisesti merkitsevä negatiivinen korrelaatio. Eli leikkaukset palkoissa korreloivat työttömyyden kasvun kanssa, ja kestävä palkkakasvu taas kulkee käsi kädessä alenevan työttömyyden kanssa.

Kuvaaja 3.1: JTDD:n laskelma muutoksista yksikkötyökustannuksissa ja työttömyydessä

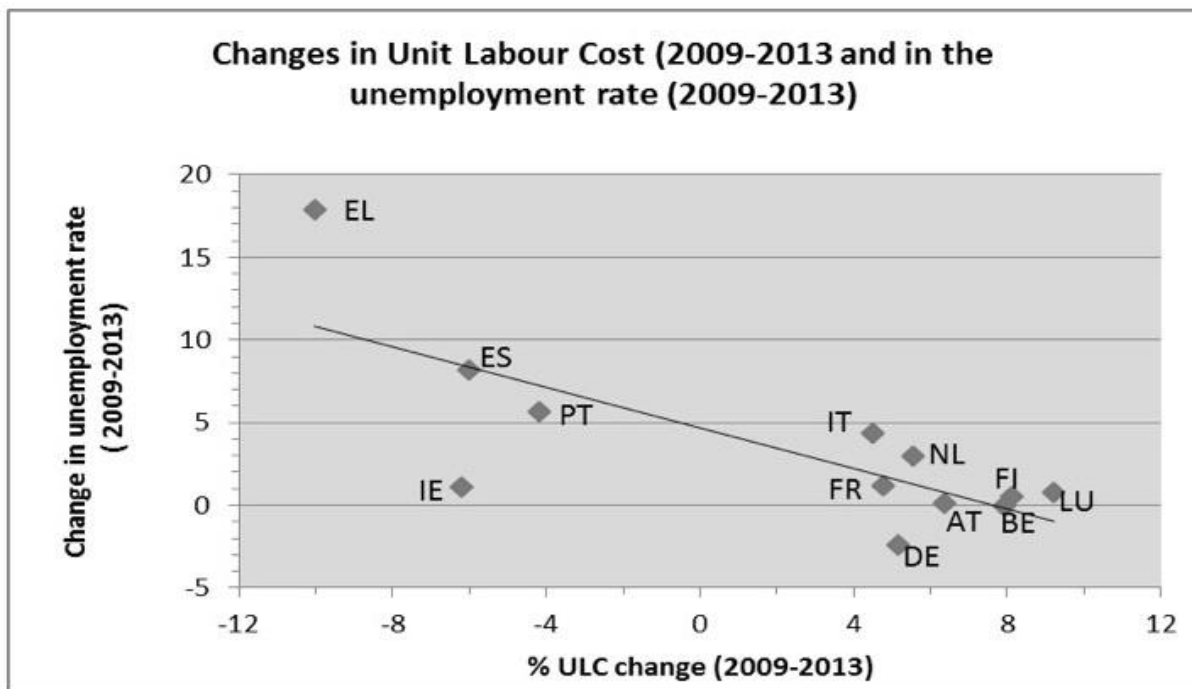


Lähde: Janssen (2015)

Jos taas verrataan kriisin aikana muutoksia yksikkötyökustannuksissa ja reaalisessa BKT:ssa, niin saadaan tulokseksi tilastollisesti merkitsevä positiivinen suhde, josta voidaan päätellä että sisäiset devalvaatiot aiheuttavat romahduksen reaalisen bruttokansantuotteen kasvussa.

Kuvaaja 3.2:

Yksikkötyökustannusten muutosten ja työttömyyden muutoksen suhde korjatulla aikavälillä



Lähde: Janssen 2015

Todellisuus vastaa jälkimmäisten tutkimusten kuvaamaa tilaa: jyrkästi laskevat palkat Kreikassa, Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa johtavat jyrkkiin laskuihin kysynnässä ja tuotannossa, ja vastaaviin nousuihin työttömyydessä. Tulos on päinvastainen kuin mitä Juncker, Tusk, Dijsselbloem ja Draghi väittävät. Tärkein seikka Eurooppa-neuvoston ehdottamassa toipumisstrategiassa on sisällyttää palkkarajoituksia euroalueen sisälle, mitä selonteossa kutsutaan ”modernisoiviksi rakenteelliseksi reformeiksi”. Käytännössä palkkarajoitukset olisivat työmarkkinoiden sääntelyiden purkamista ja hyvinvointivaltion alasajoa hinnaksi Euroopan keskuspankin pelastuslainoille. Miten Eurooppa voi kuvitella vähentävänsä euroalueen ytimen ja reunamaiden välisiä suuria eroja työn tuottavuudessa ja teknisissä kyvyissä leikkaamalla palkkoja ja hajottamalla sosiaalisia rakenteita?

Tästä päästään euroalueen todelliseen ongelmaan: kasvavat erot työn tuottavuudessa ja teknisissä kyvyissä euromaiden välillä. Tuottavuuden epäsymmetriat ovat kasvanet rahaliiton synnyn jälkeen. Saksa on onnistunut vahvistamaan tuotantorakennettaan, mutta euroalueen reunamaat ovat jääneet jälkeen: niiden valmistustoiminnat ja vientipohja ovat tulleet suhteellisesti kapeammiksi ja teknologisesti seisahtuneiksi. Käyttämällä erilaisia rakenteellisia indikaattoreita, kuten pääomaintensiteettiä, osaamisintensiteettiä ja innovaatiota, nähdään että Saksa on tasaisesti kasvattanut etumatkaansa reunamaiden jäädessä yhä kauemmas taakse (Janger et al. 2011). On huomionarvoista, että Saksan valmistus- ja vientivahvuus perustuu hyvin koordinoituun ja säädeltyyn malliin yritysten, työntekijöiden ja pankkien välillä, eikä halpaan ja joustavaan työvoimaan ja sitoutumattomaan rahaan, kuten euroalueen reunamaille ytimestä ehdotetaan. JDTT:n tärkein työkalu, eli yksikkötyökustannusten leikkaus, tulisi vain hidastamaan työvoimaa pelastavaa teknologista edistystä ja tukahduttamaan aloitteet viennin monipuolistamisesta ja uudistamisesta. Seurauksena olisi eteläisen euroalueen jumittuminen matalapalkkaiseksi, eйдynaamiseksi vientialueeksi. Epätasapainot euroalueella voidaan kuroa umpeen vain jos reunamaat saavat kiinni Saksan ja ytimen tuottavuuden ja teknologisen potentiaalin (Mazzucato & Perez 2014). Määrätietoisesti painottamalla palkkojen ja yksikkötyökustannusten leikkauksia JTDD saavuttavat päinvastaisen tuloksen.

3.2 Työvoimakustannusten muutokset ja efektiivinen reaalin valuuttakurssi

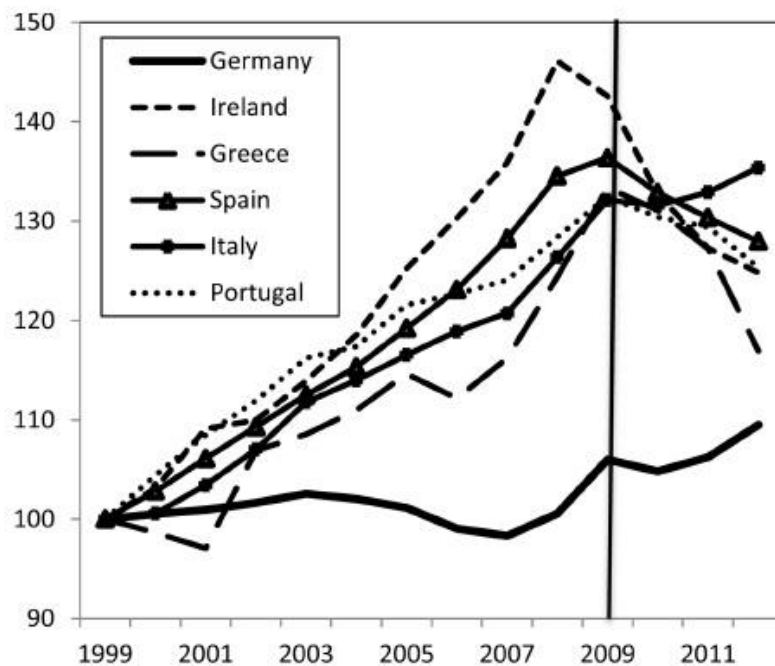
Harhaanjohtava näkemys kilpailukykykriisistä menee siis seuraavasti: korkea inflaatio yhdessä yhteisen valuutan kanssa on tehnyt jostain euromaista kilpailukyvyttömiä, mikä on johtanut näiden maiden budjettien alijäämiin. Kohdatessaan tarpeen tuoda inflaatiotasonsa alemmas kuin muualla euroalueella, on näiden maiden pitänyt hyväksyä hidas kasvu. Hidas kasvu taas puolestaan on johtanut entistä heikompaan budjettialijäämään. Markkinat siis oikeaoppisesti tulkitsivat tilanteen kestävämmäksi ja talouskriisi sai alkunsa. Avainasemassa oli yhteisvaluutasta johtuva rakenteellinen heikkous, kun valuuttakursseja oli mahdotonta käyttää lieventämään väistämättömän korjausliikkeen aiheuttamia haitallisia vaikutuksia.

Edellä esitetty näkemys kuitenkin yhdistää kaksi analyyttistä vajavuutta. Ensinnäkin, se ei selitä miksi inflaatio on ollut korkeampi joissakin euromaissa, eli inflaatio oletetaan eksogeeniseksi. Kokonaisen analyysin tulisi sisältää selitys inflaatioeroista. Toiseksi, näkemys sekoittaa keskenään simultaanisuuden eli samanaikaisuuden ja kausaliteetin. Inflaatio, vaihtotaseen alijäämät tai budjettialijäämät joissakin maissa eivät selitä esimerkiksi, että aiheuttiko inflaatio alijäämiä vain toisinpäin, vai vaikuttiko jokin ulkopuolinen kehitys näihin kaikkiin muuttujiin samanaikaisesti.

Näkemys euroalueen sisäisestä kilpailukykykriisistä on kuitenkin jo johtanut vaikutusvaltaisiin poliittisiin ehdotuksiin, joista osa on jo pantu käytäntöön: työvoiman kustannuksia eli palkkoja leikataan menetetyn kilpailukyvyn takaisin saamiseksi. Radikaalimman poliittisen ehdotuksen mukaan jälkeen jääneet maat eivät pysty saavuttamaan menetettyä kilpailukykyään takaisin, joten parempi vaihtoehto olisi erota eurosta ja antaa uuden valuutan arvon laskea. Ensimmäinen ehdotus hyväksyy pitkitetyn sosiaalisen kurjuuden, toinen taas kannattaa toimenpiteitä, joista seuraa sekasorto ennustettamattomissa olevien seurausten kanssa. Tiukka sopeuttaminen on joskus välttämätöntä, mutta oletuksena on, että suuren mittakaavan toimenpiteet perustuisivat aktiivisesti tutkittuihin todisteisiin pinnallisten havaintojen sijaan.

Laajasti hyväksytty näkemys joidenkin euromaiden kilpailukyvyn katoamisesta perustuu kuvion 3.3 kuvamaan tai vastaavaan versioon tapahtumista. Kuviossa esitetään nimellinen työn yksikkökustannus $U = WL/Y$, missä W on nimellinen kompensatio per työntekijä (palkka), L kuvaa työvoiman määrää ja Y on reaalin bruttokansantuote. Kuvio näyttää suurenevan aukon vuoteen 2009 asti, jolloin kriisipaineet kasvoivat (pystysuora viiva). Nimelliset vertailut on oikeutettu siksi, että maat jakavat yhdessä saman valuutan, mikä taas nähdään tarkoittavan, että kahdenväliset kustannusvertailut kuvaavat tarkasti suhteellista kilpailukykyä. Kuvio on johtanut lähes universaaliin loppupäätelmään, että talouskriisin on aiheuttanut kilpailukyvyn lasku eteläisissä euromaissa.

Kuvio 3.3. Yksikkötyökustannukset Saksassa ja kriisimaissa (indeksi: 1999 = 100)



Source: AMECO online. European Commission.

Lähde: Wyplosz (2013)

Suora vertaus nimellisten työkustannusten välillä kuitenkin herättää esiin kaksi kysymystä. Ensinnäkin, kuinka todisteet voidaan tulkita? Onko todisteet mielekkäitä, koska kyseessä on oletettu olevan eksogeeninen shokki? Toiseksi, onko vertailu merkityksellinen vai tulisiko tarkastella pidemmälle jalostettuja käsitteitä kilpailukyvyistä?

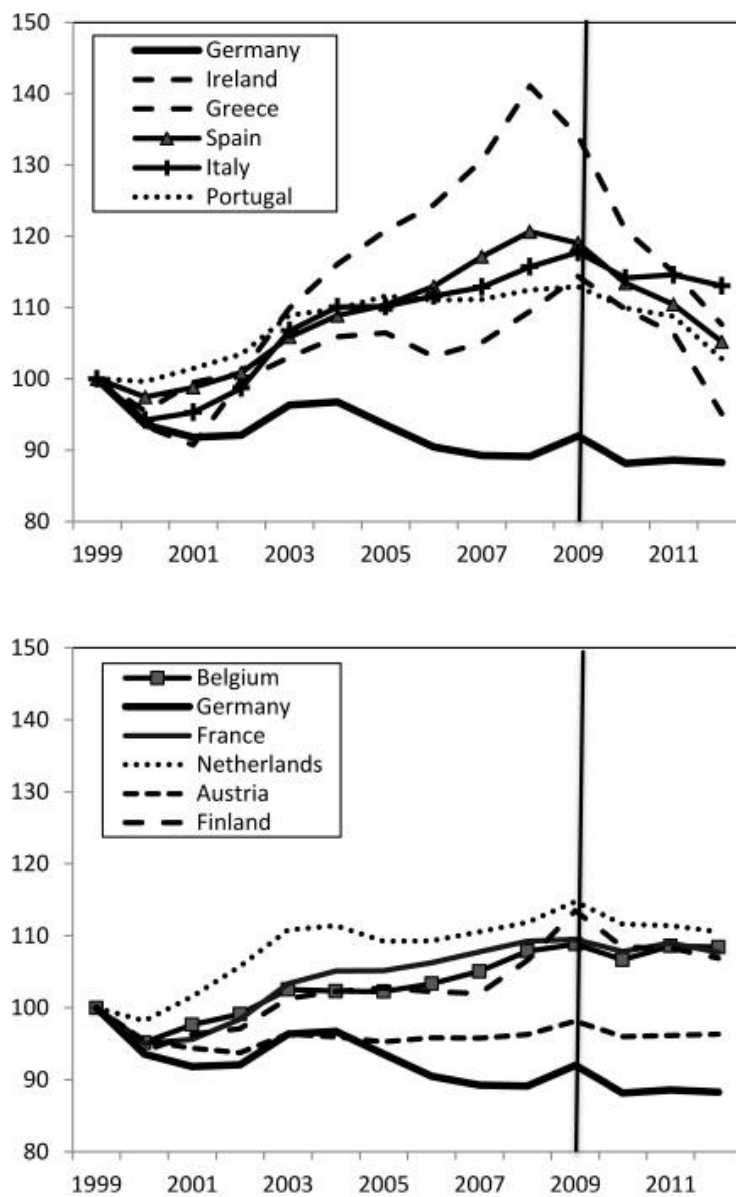
Työvoiman kustannukset voidaan nähdä eksogeenisina ja mielekkäinä euroalueen sisällä, jos hyödykemarkkinat ovat hyvin integroituneita ja työvoimamarkkinat segmentoituja. Tämä oletus on kuitenkin vain pinnallisesti järkeenkäypä. On totta, että työvoimamarkkinoiden instituutiot ovat syvästi maakohtaiset, sisältäen kotimaisia ammattiliittoja ja palkkaneuvotteluprosesseja joita ohjaa kotimaiset taloudelliset ja poliittiset tekijät. Palkkaneuvottelut ovat kuitenkin tiukasti yhteydessä yleiseen taloudelliseen tilaan (Bertola 2008). Tämä tarkoittaa sitä, että hyödykemarkkinoiden integraatiolla on vaikutusta työmarkkinoihin, kun tarkastellaan yhteisvaluutan käyttöönottoa. Vaikutukset myös saattavat muuttua ajan myötä, kun kansalliset työmarkkinainstituutiot endogeenisesti reagoivat muuttuviin olosuhteisiin (Calmfors 2001). Nämä seikat huomioonottaen voidaan todeta, että kuvion 3.3 kuvaajien yhteiset liikkeet eivät välttämättä ole eksogeenisia ja vaativat

selityksen. Edellä mainitut seikat myös voivat antaa vihjeitä kuvion 1 kuvaamiin suunnavaihtoihin vuoden 2009 jälkeen.

Näkemyks kilpailukykykriisistä myös antaa ymmärtää, että euroalueen maat kilpailevat vain keskenään. Vaikka euroalueen sisäinen kaupankäynti usein edustaa suurinta osaa kokonaisvaihdannasta, yksittäisillä mailla on eri erikoistumisensa ja käyvät myös kauppaa eri maailmanosien kanssa. Näkemys myöskään ota huomioon sitä, että kehitys suljetulla sektorilla, missä suurinosa holtittomasta palkkakehityksestä on tapahtunut, ei piittaa eksogeenisestä kilpailukyvyistä. Ideaalinen tapa lähestyä ongelmaa on tarkastella jokaisen maan reaalista efektiivistä valuuttakurssia (real effective exchange rate, REER), joka mitataan vertaamalla kotimaan vaihtohyödykkeiden hintaindeksiä kumppanimaiden vastaavaan keskiarvoon, muuttamalla arvot kotimaan valuuttaan, kun nämä kumppanimaat eivät ole euromaita.

Kansainvälisten ja vertailukykyisten kauppavaroiden hintadatan puutteen takia edellä mainittu vertailu on kuitenkin mahdotonta, mutta Wyplosz (2013) tutkii asiaa käyttämällä nimellisiä työkustannusten arvoja ja käyttää hyväkseen REER-laskutapaa, joka vertaa jokaisen maan hintoja ja keskihintoihin kumppanimaissa, mukaanlukien euroalueen ulkopuoliset maat. Kuvio 3.4 esittää jokaisen maan REER-luvun, joka perustuu nimellisiin työyksikkökustannuksiin EU/U^* , missä E on maan efektiivinen valuuttakurssi, U on nimellinen työkustannus ja U^* on yksikkötyökustannusten keskiarvo kumppanimaissa, käyttäen samaa geometristä painoarvoa E :n ja U^* :n kanssa. Ylempi kuvaaja kuvaa REER-lukuja kriisimaissa ja alempi kuvaaja euroalueen ydinmaiden vastaavia lukuja.

Kuvio 3.4: Suhteelliset yksikkötyökustannukset (indeksi: 1999 = 100)



Source: AMECO online. European Commission.

Lähde: Wyplosz (2013)

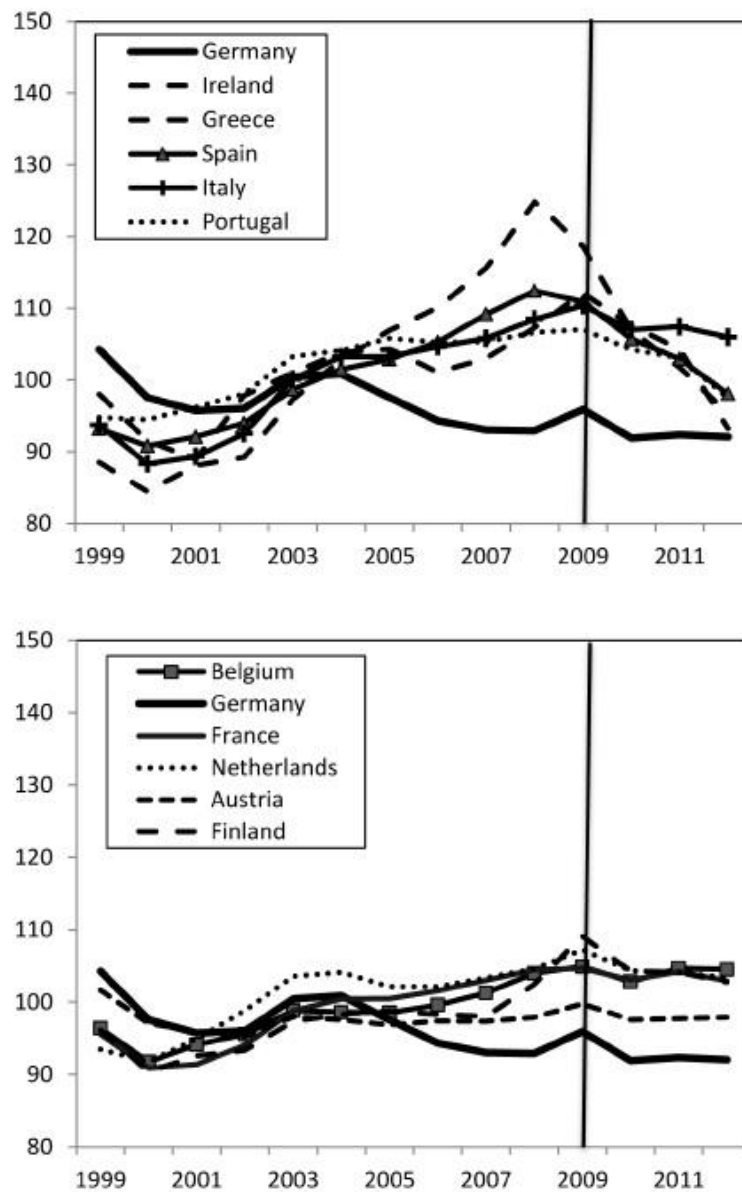
Kuvio 3.4 näyttää vahvistavan kuvion 3.3 väitettä, koska rako kriisimaiden ja Saksan välillä kasvaa vuoden 1999 jälkeen. Kuvio 3.4 kuitenkin esittää, että REER-arvot ovat laskeneet merkittävästi vuoden 2009 jälkeen ja ovat lähes vuoden 1999 tasolla. Suunnanvaihto antaa ymmärtää, että työmarkkinat ovat huomattavasti reagoivempia kuin tähän asti on kuviteltu ja

täten lähteminen yhteisvaluutasta ei ole perusteltua. Kuvio 3.4 myös todistaa, että Saksa on vieras havainto suhteessa molempiin kriisi- ja ei-kriisimaihin, lukuunottamatta ehkä Itävaltaa.

Edellä ollut esitelmä REER-arvoista voi olla mahdollisesti myös harhaanjohtava. Kun normalisoidaan kaikki REER-arvot arvoon 100 vuonna 1999, eli vuoteen jolloin euro syntyi, esitetään samalla että kaikki valuuttakurssit olivat tasapainossa sinä hetkenä. Sitä vastoin todistusaineisto näyttää, että jotkut maat (esimerkiksi Portugali ja Kreikka) ottivat käyttöön aliarvostetun vaihtokurssin ja Saksa hyväksyi yliarvostetun vaihtokurssin. Jos tämä on totta, niin voidaan odottaa reaalista vahvistumista edellä mainituissa maissa ja reaalista arvonalentumista Saksassa.

Ja niin todellisuudessa kävikin, kuten näkyy kuvioista 3.5, joka käyttää samaa dataa kuin kuvio 3.4, mutta normalisoi REER-arvot lukuun 100 koko mittausjakson eli vuosien 1995-2012 ajaksi. Ratkaisevasti nähdään, että vuonna 2012 REER-arvot Kreikassa ja Irlannissa ovat alle esimerkkikeskiarvojensa ja mikään REER-indeksi ei ole korkeampi kuin 105, paitsi Italia arvolla 106. On kuitenkin mahdollista, että jollain mailla on olla yliarvostettu vaihtokurssi koko jakson ajan, joten tämä ei todista, että mikään vaihtokurssi ei säily yliarvoisena. Vain dataa katsomalla ei saada siihen vastausta. Mutta sama pätee myös kuvioon 3.3, joka kärsii lisäksi muista epäsuorista ja mielivaltaisista oletuksista. Kuvion 3.5 antama vaikutelma voi olla edelleen harhaanjohtava, mutta kaikki huomioonottaen voidaan todeta, että kuvio 3.3 on vielä enemmän harhaanjohtava. Wyplosz (2013) laskee myös REER-arvot käyttämällä vaihtoehtoista, mutta kapeampaa datajoukkoa pidemmällä otoksella eli vuodesta 1960. Tämä data ehdottaa pientä yliarvostusta vaihtokurssissa kriisimaille vuonna 2009, mutta vuoteen 2012 mennessä yliarvostus on korjattu Irlannin ja Kreikan kohdalla, ja osittain korjattu Portugalin ja Espanjan kohdalla. Tämän datan mukaan millään maalla ei ole yliarvostusta yli kymmenen prosentin. Samalla data myös osoittaa että Saksan aliarvostus on kasvanut vuosien 2009 ja 2012 välillä.

Kuvio 3.5. Suhteelliset yksikkötyökustannukset (indeksi: 1995-2012 = 100)



Source: Same data as Figure 2.

Lähde: Wyplosz (2013)

Tässä vaiheessa voidaan siis päätellä, että kilpailukykykriisin näkemyksen mukaiset massiiviset häviöt kilpailukyvyssä, kun lasketaan REER-arvot oikein ja verrataan niitä pitkän aikavälin tasapainoon mielivaltaisen perusvuoden sijaan, ovat liioiteltuja ja pitkälti korjaantuneita vuoteen 2012 mennessä.

3.3 Epäsymmetrian ongelma

Tähän asti käytetty REER on ollut muotoa EU/U^* eli suhde kotimaisten yksikkötyökustannusten U ja ulkomaisten keskimääräisten yksikkötyökustannusten U^* välillä muutettuna samaan valuuttaan käyttämällä nimellistä efektiivistä vaihtokurssia E . REER-arvon kehitys mitattuna suhteellisten työvoimakustannusten keskinäisellä suhteella voi kuitenkin olla lopputulos, johon vaikuttaa monta eri taloudellista tekijää, kuten reaali-palkka, työllisyys ja kasvu, nimellinen valuuttakurssi, ja hinnat. Ilmaiseamalla $u = U/P$ ja $u^* = U^*/P^*$, eli käyttämällä reaalisia kotimaisia ja ulkomaisia työvoimankustannuksia, voidaan REER kirjoittaa muodossa:

$$\frac{EU}{U^*} = \frac{u}{u^*} \frac{EP}{P^*}$$

Taulukko 3.1 Hajotelma REER-arvojen muutoksista

	Total REER = EU/U^*	u/u^*	EP/P^*	E	P/P^*	P
Crisis countries						
Greece	14.4	2.6	11.5	11.7	-0.1	38.6
Ireland	34.1	13.0	18.6	15.6	2.6	26.4
Italy	17.7	5.6	11.5	12.3	-0.8	26.8
Portugal	13.0	1.9	10.8	6.9	3.7	30.1
Spain	19.0	-2.7	22.3	10.3	10.9	40.1
Non-crisis countries						
Austria	-1.9	-2.2	0.3	7.1	-6.3	16.7
Belgium	8.8	0.6	8.2	9.1	-0.9	22.5
Finland	13.5	9.6	3.5	11.9	-7.5	16.3
France	9.5	2.9	6.4	10.7	-3.9	20.8
Germany	-8.0	-2.5	-5.7	11.4	-15.3	8.9
Netherlands	14.8	2.4	12.0	8.8	3.0	26.3

Note: u/u^ is the ratio of domestic and foreign real unit labor costs WL/PY (code QLCDQ); E is the nominal effective exchange rate (code XUNNQ); P/P^* is the ratio of domestic and foreign GDP deflators (code: PVGDQ); P is the domestic GDP deflator (code PVGD).*

Lähde: Wyplosz (2013)

Taulukko 3.1 tarjoaa hajoitelman REER-arvojen muutoksista kuvaamalla muutokset arvoissa u/u^* ja EP/P^* . Sen lisäksi muutokset suhteellisissa hinnoissa EP/P^* on hajoitettu muutoksiin nimellisessä vaihtokurssissa E ja muutoksissa suhteellisissa inflaatioissa eli arvoissa P/P^* . Lukuunottamatta Suomea ja Irlantia ja pienessä määrin Italiaa, suhteelliset reaaliyksikkötyökustannukset eivät ole ajautuneet kauas merkittävästi ja eivät selitä REER:in yliarvostusta siellä missä sitä on esiintynyt. Koska u edustaa työvoiman osuutta tuloista, niin näkemys, jonka mukaan työvoimakustannusten on annettu kasvaa räjähdysmäisesti euron käyttöönoton jälkeen maissa kuten Kreikka tai Portugali, ei löydä tukea datasta. Irlantia lukuunottamatta missä tahansa kilpailukyky on kärsinyt, pääsyy REER:in kasvulle on vahvistuminen reaalisessa vaihtokurssissa EP/P^* .

Purkamalla EP/P^* -lukua pidemmälle, näyttää siltä, että pääsyy reaaliselle vahvistumiselle ei ole inflaatioerot, vaan nimellinen vahvistuminen. Euron synnystä lähtien, alun arvonalentumisen jälkeen, euro on vahvistunut ja ollut huipussaan vuonna 2009. Maakohtaisten nimellisten vaihtokurssien kehitys vaihtelee maiden kesken johtuen erilaisista maantieteellisistä kaupankäyntitavoista. Tämä selittää miksi jotkin maat, esimerkiksi Irlanti, joka käy paljon kauppaa Iso-Britannian kanssa, kokivat suuremman vahvistumisen kuin muut maat, esimerkiksi Portugali, jotka ovat pidemmälle integroituneita Euroopan Unioniin.

Lopuksi Taulukko 3.1 osoittaa, että Saksa on selvä poikkeushavainto. Saksan reaalin arvonalennus on tärkeä syy suosituksen näkemyksen takana, jonka mukaan kriisimaat ovat kärsineet mittavista kilpailukyvyn häviöistä. Tosiasiassa Saksa saavutti valtavan edun kilpailukyvyssä, kun euro luotiin. Saksan talouden koon takia sillä on iso vaikutus muiden euromaiden talouksiin. Onko euroalueella siis ”Saksa-ongelma”, jonka Saksan tulisi korjata korjaamalla oma aliarvostuksensa?

Tilanne on asymmetrinen, minkä Wyplosz (2013) selittää seuraavalla tavalla: Kuvitellaan rahaliitto, jossa on kaksi jäsenvaltiota, joilla on samankokoiset taloudet ja kumpikin kärsii korkeasta rakenteellisesta työttömyydestä. Seuraavaksi kuvitellaan, että toinen valtio laskee työvoimakustannuksiaan, mutta toinen ei. Tämä on klassinen asymmetrinen shokki, mitä käsitellään Optimaalisen valuutta-alueen teoriaa käsittelevässä kirjallisuudessa. Jos kummallakin maalla on oma valuuttansa, niin ”hyveellinen” (millaiseksi esimerkiksi Saksaa on luonnehdittu) eli palkkaleikkaajavaltio näkisi vaihtokurssinsa vahvistuvan, joten tekojen seurauksena olisi tälle valtiolle parantunut vaihdosuhte (kaupankäynnin ehdot) ja muita kotimaisia vaikutuksia kuten alhaiset korot ja korkeampi työllisyys, ilman vaikutusta toiseen

valtioon. Jos taas valtioilla on yhteinen valuutta, niin sen vaihtokurssi vahvistuu, mutta vähemmän kuin ensimmäisessä tapauksessa. Tämä tarkoittaa, että ”ei-hyveellisen” valtion kilpailukyky ulkoinen kilpailukyky on rapistunut ja hyveellinen valtio nauttii kilpailukykyetua. Vahva kysyntä hyveellisen valtion tuotannolle johtaa vaihtotaseen ylijäämään ja lopulta inflaatioon. Ajan myötä inflaatio tuottaa saman reaalisesti vaihtokurssin arvonnousun kuin tapauksessa ilman yhteisvaluutta. Jos hyveellinen valtio on valmis kestämään korkeamman inflaatioasteen, niin sen ei tarvitse tehdä mitään, vaan odottaa ja korjata tekojensa luoman potin. Toinen valtio taas näkee vaihtotaseensa laskevan ja kysynnän laskevan, eli kokee supistavan vaikutuksen. Jos tilanne säilyy, eli inflaatio kasvaa hitaasti hyveellisessä valtiossa, ei-hyveellisen valtion ulkoinen velka kasvaa ja sen julkinen talous rapistuu, kun kasvu hidastuu. Tästä voi seurata kriisi.

Epäsymmetria tarkoittaa, että vastuu toimimisesta on valtiolla, joka ei ole leikannut tuotantokustannuksiaan. Se ei tarkoita, että ei-hyveellinen valtio olisi toiminut väärin, vaan se yksinkertaisesti jakaa valuutaan hyveellisen valtion kanssa. Tämä ilman yhteistyötä saavutettu lopputulos on huono kummallekin valtiolle: korkea inflaatio hyveellisessä valtiossa ja kriisiriski toisessa.

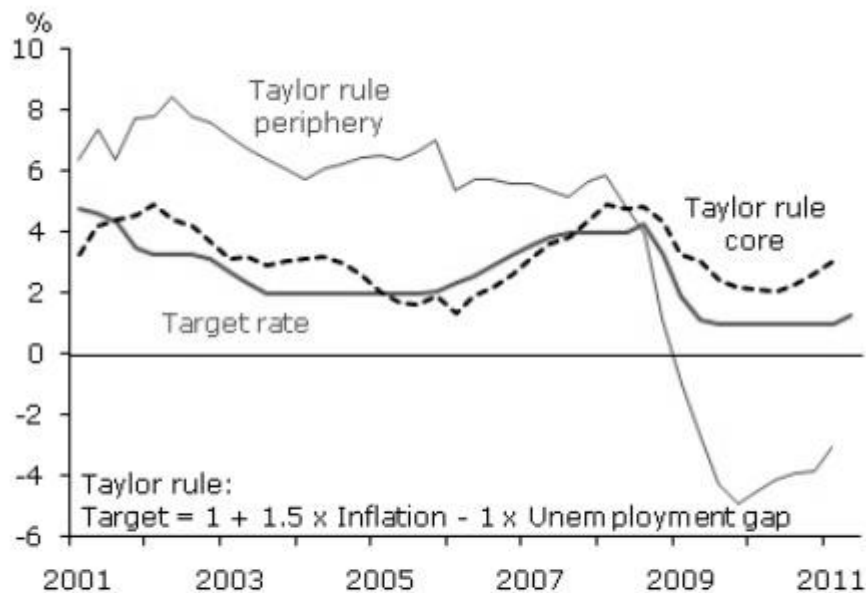
Epäsymmetria-ongelma on tunnettu jo kauan aikaa. Bretton-Woods-kokouksen aikana Keynes kuuluisasti halusi IMF:n sääntöjen olevan symmetrisiä kiinteässä valuuttajärjestelmässä. Keynes hävisi. IMF kehitti apuohjelman, joka asetti ehtoja ei-hyveellisille valtioille, mutta ei taas hyveellisille valtioille. Bretton-Woods-sopimus kuitenkin salli ei-hyveellisten maiden alentaa valuuttansa arvoa. Euroalueen nykyinen tilanne muistuttaa paljolti Bretton-Woods-sopimuksia, sisältäen ehdollisia lainoja Euroopan rahoitusvakausvälineeltä ja sen seuraajalta Euroopan vakausmekanismilta, mutta muutamien tärkein ero on. Yksi selvä ero on, että arvonalennus ei ole mahdollista euroalueella, joten ei-hyveelliset valtiot kohtaavat jyrkemmän esteen. Toinen ero on, että yhteys yksityisen ja julkisen velan välillä on muuttunut tiukemmaksi sitten Keynesin ajan, ja molemmat velat ovat kasvaneet merkittävästi. Tämä tekee tilanteesta entistä kriisialttiimman ja epäsymmetrian kustannuksista isommat. Kolmas ero on, että euroalueen mailla ei ole mahdollisuutta viimekäden lainaajaan (lender of last resort). Vaikkakin Euroopan keskuspankki on ajatunut tähän rooliin, se ei ole yhtä tehokas kuin kansallinen keskuspankki. Ja viimeiseksi, euroalueen mailla ei ole paljoa tilaa finanssipolitiikalle.

Wyploszin mukaan voidaan siis lopulta todeta, että kilpailukyvyn laskeminen euroalueella tapahtuu, kun euron vahvistumista (tai hyveellisen valtion palkkaleikkauksia) ei kompensoida vähentämällä työvoiman kustannuksia muualla. Toisin sanoen, maat jotka eivät leikanneet suhteellisia työvoimakustannuksiaan kohdatessaan vahvistuvan euron – tai Espanjan tapauksessa, eivät leikanneet tarpeeksi, kokivat suurimmat alenemiset kilpailukyvyssään. Onko vika kuitenkin ei-hyveellisessä valtiossa? Sopeutusprosessi on ollut erittäin epäsymmetrinen, kun euroalueen etelämaissa työttömyys on kasvanut räjähdysmäisesti ja samalla Saksa nauttii hyviä taloudellisia aikoja. Kiinteän valuuttakurssin alueen ja valuuttaunionin välillä on siis jyrkkä ero.

4. EUROALUEEN KRIISIN TODELLISET SYYT

Euroalueen kriisin oikea syy on oikeastaan melko proosallinen. Euroopan rahaliiton ensimmäisinä kahdeksana vuotena valtavat pääoma- ja rahavirrat seisahtaneen euroalueen ytimestä (Saksa) reunamaihin ovat ruokkineet varallisuushintojen kuplia ja velkapohjaisia kulutusbuumeja, mitkä taas ovat kasvattaneet reunamaiden kotimaista- ja tuontikysyntää, vähentäneet työttömyyttä ja nostaneet palkkoja ja inflaatiota. Ekonometristen tulosten perusteella on vahvaa näyttöä siitä, että vaihtotaseiden alijäämät reunamaissa kasvoivat ensin, ja vasta sen jälkeen kasvoivat suhteelliset yksikkötyökustannukset (Gabrisch & Staehr 2014). Joten euroalueen epätasapainot nousivat tuloksena vahvasta kotimaisen kysynnän kasvusta reunamaissa, jota joudutti kotimainen luoton kasvu, jonka taas mahdollisti Euroopan taloudellinen integraatio, mikä poisti esteet rajoittamasta yksityisen velan virtaa ytimestä reunamaihin (Chen et al. 2012). Rajanylittävät rahavirrat kasvoivat paljon enemmän kuin rajanylittävät virrat hyödykkeissä ja palveluissa, etenkin 2003 – 2007 aikana, jolloin euroalueen ytimen pankeista liikkeelle lähteneessä velkavirrassa oli valtava piikki. Täten kestäättömät vaihtotaseen epätasapainot johtuivat muutoksissa pääomataseessa, kun korkeampi velan rahoittama kysyntä levisi kasvaneeksi tuonniksi. Perimmäinen tekijä luottolaajenuksessa reunamaissa oli epätavallisen alhaiset pitkän ajan korot jotka vallitsivat 2000-luvun alussa. Euroopan keskuspankki päätti laskea korkotasoa vastauksena alhaiselle inflaatiolle ja inflaatiouhan puuttumiselle, kun otetaan huomioon euroalueen ytimen lattea kasvu ja korkea pitkän ajan työttömyys, erityisesti Saksassa. On huomattu, että EKP:n politiikka seurasi euroalueen ytimen Taylorin sääntöä asettaessaan korkotasoa. EKP:n korkopolitiikka oli liian löysää kriisiä edeltävänä aikana reunamaille, eli korko oli liian alhainen Etelä-Euroopassa ottaen taloudelliset olosuhteet huomioon (Nechio 2011).

Kuvaaja 4.1: EKP:n rahapolitiikka: Euroalueen ydin vs reunamaat



Note: Core countries include Austria, Belgium, France, Finland, Germany and the Netherlands. Peripheral countries include Greece, Ireland, Portugal and Spain.

Lähde: Nechio 2011

Yhdistynyt nimellinen korkotasoa merkitsi keskiarvoa alhaisempia korkotasoja euroalueen reunamaissa, joissa molemmat kasvu ja inflaatio olivat korkeammalla, varsinkin kun maakohtaiset riskipreemiot olivat tippuneet historiallisesti pieniin lukuihin. 1990-luvulla korkotasoa Ranskassa, Italiassa, Kreikassa ja Espanjassa oli Saksaa korkeammalla, mutta tippui rahaliiton Saksaa alemmas rahaliiton jälkeen. Espanjan reaalikorko oli vuosina 2000-2007 historiallisen matala 0.4 %, ja Kreikalla ja Portugalilla se oli epätavallisen matala 1.4 %. Markkinat eivät odottaneet merkittäviä konkurssiriskejä, kun euroalueen velallisten joukkovelkakirjalainat muuttuivat substituuteiksi Saksalaisille velkakirjoille – eivätkä markkinat varsinkaan odottaneet talouskriisiä, joka uhkasi koko euroaluetta. Pankit ja sijoittajat euroalueen ytimessä loivat valheellisen turvantunteen, jopa euforian, lainaamisesta reunamaille. Saksan kotimaisten markkinoiden seisahtuessa syntyi saksalainen luoton yltäkylläisyys, kun kansainvälistyvät saksalaispankit olivat innokkaita lainaamaan

ulkomaille, olipa kyseessä sitten Yhdysvaltojen ja Espanjan asuntolainat, pankkien väliset lainat tai valtion velkakirjat euroalueella. Velka ja varallisuushintojen kasvu, mitkä ajoivat kasvua reunamaissa, eivät tietenkään voineet jatkua loputtomiin. Loppu tuli vuonna 2008/2009, kun Kreikan, Irlannin, Portugalin ja Espanjan hallitukset olivat kansallistaneet jättimäiset kasat yksityistä velkaa, löytääkseen itsensä rangaistuna finanssialan iskun uhrina.

Halpa luotto oli väärin kohdennettu, kuten JTDD (2015) myöntävät, kohti kiinteistöjä ja muita kauppatavaraksi kelpaamattomia kohteita kohtaan. Mutta JTDD ovat väärässä syyttäessään ”merkittäviä nimellisiä ja reaalisia jäykkyyksiä”, erityisesti työmarkkinoilla. Väärinkohdennus johtui kapitalistisesta logiikasta, kun pääomaa allokoitiin niihin toimiin, joilla on korkeimmat tuotot. Euroalueen maissa valmistuksesta saatavat tulot ovat yleisesti pienemmät kuin rakentamisesta saadut vastaavat. Ero vähentyi Saksassa 90-luvun 21,9 prosentista 2000-07 ajan 6,9 prosenttiin, kun taas Espanjassa ero kasvoi päinvastaisesti 10,2 prosentista 21,2 prosenttiin (taulukko 4.1). Nämä trendit selittävät rakennusinvestointien laskun Saksassa ja kasvun Espanjassa (Storm & Naastepad 2015). Lisäksi Saksassa investointien tuotot olivat yleisesti ottaen alhaisia seisahtaneessa Saksassa, mikä johti yksityisen pääoman puskemiseen etelään. Espanjan rakennus- ja turistialat tarjosivat euroalueen selvästi suurimmat pääoman tuotot, joten ei ole ihmeäkään kun Saksan ja Ranskan pankit jonottivat rahoittaakseen Espanjalaisia rakennuttajia ja turistifirmoja. Entistä haitallisemmaksi tämän rahoituksen teki se, että kyseiset alat eivät luoneet lisää tuotantokapasiteettia tai teknologista edistystä. Tällä tavalla pääomavirrat vahvistivat olemassa olevia rakenne-eroja euroalueen ytimen ja reunamaiden välillä (Botta 2014; Janger et al. 2011). Euroalueen reunamaat jäivät jälkeen niin valmistustoiminnassa kuin viennin monipuolistamisessa, molempien tullessa entistä kapeammiksi ja teknologisesti jälkeenjääneiksi. Nyt velkamaat pakotetaan purkamaan sääntelyjä ja leikkaamaan palkkoja. Täten ne jäävät matalapalkkaisen vientiteollisuuden vangiksi ja kilpailemaan viennistä ennemmin Kiinan kuin Saksan kanssa.

Taulukko 4.1: Reaalinen kiinteän pääoman bruttomuodostus ja pääoman tuottoerot: Saksa, Italia ja Espanja. 1992-99 vs 2000-2007

Real Gross Fixed Capital Formation (% of GDP):						
	Germany		Italy		Spain	
	1992-99	2000-07	1992-99	2000-07	1992-99	2000-07
Machinery and Equipment	10.1	13.2	10.7	15.2	8.7	13.8
<i>of which: ICT capital</i>	3.1	6.3	2.2	5.3	2.7	6.0
Construction	14.3	11.0	11.1	11.3	15.7	18.5
<i>of which: residential</i>	8.1	6.3	5.2	4.9	6.3	8.9
<i>non-residential</i>	6.2	4.6	5.9	6.4	9.4	9.6
Total fixed investment	24.5	24.2	21.9	26.5	24.4	32.3
Industry-specific Rates of Return on Capital (%):						
	Germany		Italy		Spain	
	1992-99	2000-07	1992-99	2000-07	1992-99	2000-07
Total manufacturing	6.9	11.0	7.5	6.0	13.5	13.0
Construction	28.8	17.9	22.2	18.4	23.7	34.2
Wholesale and retail trade	9.6	10.6	21.6	12.3	16.7	15.5
Hotels and restaurants	-17.0	-6.0	7.6	9.1	25.2	31.9
Transport, storage & communications	2.8	5.5	3.8	6.3	10.4	9.4
Finance, insurance and real estate	7.7	6.2	8.3	8.8	6.8	10.5

Lähde: Storm & Naastepad 2015

Rahallinen ja taloudellinen integraatio ovat tähän mennessä ajaneet Euroopan talouksia erilleen, ja vanha keskustelu poliittisesta ja taloudellisesta liitosta nostaa päätään. Monien vierestä seuraajien mielestä se voi olla ainoa keino pitää euroalue yhdessä. Niin kauan kuin eurooppalainen integraatio on markkinavetoista, niin finanssiliitto on liian heikko mekanismi torjumaan voimia, jotka yrittävät iskostaa kaksi-tasoista Eurooppaa, jossa alemman tason jäsenet ovat rakenteellisesti riippuvaisia tulonsiirroista ykkösluokan jäseniltä.

5. KUINKA EUROALUEEN KRIISISTÄ SELVITÄÄN?

5.1 Elvytys

Erilaisia ja nykyisistä toimenpiteistä poikkeavia lääkkeitä euroalueen kriisistä selviämiseen on tarjottu laidasta laitaan, radikaalista ratkaisuista kohtuullisempiin ehdotuksiin. Taloustieteessä on laaja konsensus nykyisen talouspolitiikan toimimattomuudesta tai vähintään vääräaikaisuudesta, mutta konkreettisia vaihtoehtoja on vaikeampi löytää.

Professori Haaparanta (2015) peräänkuuluttaa elvytyksen merkitystä Suomen ja koko Euroopan ongelman ratkaisemiseksi: Euroopan, erityisesti EMU:n kriisi on hyvin pitkälle samanlainen kuin Yhdysvaltojen: kokonaiskysynnän vähäisyys. Kriisin syynä ovat lainat, erityisesti asuntolainat, jotka on myönnetty köyhimmille, Euroopassa siis eteläisen Euroopan asukkaille. Yhdysvallat on jo päässyt tai on ainakin lähellä päästä ulos kriisistä, mutta EMU on yhä kriisissä. Yhdysvalloissa Fed aloitti elvytyksen lähes heti kriisin alettua, ja elvytystä tuki myös finanssipolitiikka. Eurooppa ja erityisesti EMU valitsi toisen tien. EKP aloitti tilanteeseen ainoan sopivan elvytyksen, määrällisen elvytyksen myöhään ja voimakkaana vasta vuosia kriisin alun jälkeen. Koko euroalueen finanssipolitiikassa menoja on karsittu voimakkaasti ja veroja nostettu. Tämäkin vertailu tukee väitettä, että Euroopan ongelmat ovat kokonaiskysynnän ongelmia, eivät tarjonnan ongelmia

Koska elvytys kasvattaa BKT:ta, on luonnollisesti mahdollista, että elvytys rahoittaa itse itsensä. Itsensä rahoittamisella voidaan tarkoittaa kahta eri asiaa. Sillä voidaan tarkoittaa sitä, että elvytys luo niin paljon verotuloja ja säästää niin paljon sosiaalimenoja, että ne yhteensä ylittävät elvytykseen käytetyt menot. Toisaalta itsensä rahoittavuus voi tarkoittaa sitä, että elvytys pitää ennallaan velkasuhteen eli julkisen velan suhteen BKT:en. Jos elvytys rahoittaa itsensä ensimmäisessä mielessä, niin se rahoittaa itsensä myös jälkimmäisessä mielessä, ts. ensin mainittu on vahvempi vaatimus.

Nollakorkotasapainossa työvoiman tarjonta ja työn tuottavuuden kasvu kumpikin lisäävät työttömyyttä ja alentavat BKT:ta (Eggertsson 2010), ja Eggertsson et al. (2014) esittää empiiristä todistusaineistoa Euroopasta tälle ilmiölle. Peruste on selvä: kumpikin muutos lisää painetta inflaation alenemiselle/deflaation voimistumiselle. Nämä paineet ruokkisivat

deflaatio-odotuksia, jolloin reaalkorot nousisivat ja kysyntä vähenisi. Lisäksi velkojen reaaliarvo nousisi, mikä taas heikentäisi velallisten asemaa ja siten myös kokonaiskysyntää. Tämän vuoksi kokonaiskysyntä vähenee. Suomessa ilmiö näkyi selvästi vuonna 2009, jolloin työkäisten määrä kasvoi, mutta sen jälkeen työttömyysaste nousi ja työllisyysaste laski. Muuten 2000-luvulla työvoiman tarjonnan ja työllisyysasteen muutosten korrelaatio oli positiivinen. Näin ollen nykytilanteessa olisi ehdottomasti vältettävä työvoiman tarjontaa nopeasti kasvattavia uudistuksia. Sama pätee uudistuksiin, joiden ensisijainen vaikutus on työn tuottavuudessa. Ainoa tapa rationalisoida tämän tapaiset uudistukset on se, että ne vaikuttavat hintakilpailukykyyn. Koko euroalue on nollakorkotilassa, eikä yksi maa pysty yksin sitä muuttamaan. Tällöin ilman kotimaista elvytystä ainoa tapa lisätä kotimaisten tuotteiden kysyntää on ryöstää markkinoita ulkomaiden markkinoilta, erityisesti muilta euromailta. Tähän auttaisi työn tuottavuuden nostaminen, joka alentaa kustannuksia tuoteyksikköä kohden verrattuna kilpailijamaihin. Mutta jos samaan aikaan supistetaan kotimaista kysyntää, erityisesti julkista kysyntää, niin nettovaikutus on todennäköisesti negatiivinen. On esimerkiksi vaikea kuvitella, että Suomen vientikysyntä reagoisi niin paljon suomalaisten tuotteiden hinnan alentamiseen, että sen avulla kokonaiskysyntä kasvaisi. Se on myös epätodennäköistä siksi, että kaikki euromaat harjoittavat samaa politiikkaa. Tuottavuuden nousu ja elvytys sen sijaan voivat tukea toisiaan. Julkinen infrastruktuuri tukee tuottavuuden kasvua, joten infrastruktuuri-investoinnit samanaikaisesti lisäävät sekä kotimaista kysyntää että loisivat pohjaa tuottavuuden parantumiselle.

Haaparanta nostaa myös esiin James Meaden (1989), taloustieteen nobelistin, idean: palkan sijasta (ainakin osittain) työntekijät saisivat osinkotuloa. Yritysten osakekannat jaettaisiin kahteen osaan, perinteisiin osakkeisiin ja työntekijäosakkeisiin. Jos palkkoja ei maksettaisi lainkaan, niin työntekijäosakkeiden osuus kaikista osakkeista olisi normaalisti 60–80 prosenttia. Meaden ehdotuksessa päätösvalta jakautuisi kuitenkin tasan kummankin osakeryhmälle. Sama pätee, vaikka työntekijäosakkeiden osuus olisi alle puolet, jos esimerkiksi osa työntekijöiden tulosta tulisi palkkana. Kaikille osakkeille maksettaisiin sama osinko. Vain tavallisille osakkeille olisi olemassa markkinat, kun taas työntekijäosakkeet olisivat sidottuja työsuhteeseen. Yksittäisen työntekijän siirtyessä toiseen yritykseen tai jäädessä eläkkeelle hän menettää osakkeensa, jolloin yritys tekee päätöksen, hankitaanko tilalle uusi työntekijä. Se, että työntekijöillekin maksetaan korvaus työstä osinkoina, tarkoittaa sitä, että korvaus on joustava – yrityksen tulos määrittää sen. Uudelle työntekijälle tarjotaan osakkeita määrä, joka vastaa hänen tuomaansa arvonlisää. Siksi yrityksen kannattaa

aina palkata työntekijöitä, mutta jos kukaan ei ota tarjousta vastaan, niin he ovat saaneet paremman tarjouksen: täystyöllisyys on saavutettavissa.

Elvytys, tuottavuuden kasvu ja työllisyys voidaan nollakorkotilasta huolimatta kytkeä yhteen lisäämällä valtion investointeja uuden tiedon ja innovaatioiden tuottamiseen. Nykykeskustelussa on unohdettu, että valtion rooli innovaation luojana on ollut historiallisesti keskeinen.

5.2 Uudistukset

Kreikkalainen ekonomisti ja Kreikan nykyinen valtiovarainministeri Yanis Varoufakis (Varoufakis, Holland & Galbraith 2013) ehdottaa laajempia uudistuksia Euroopalle. Varoufakisen ja ym. mukaan Euroopan hallitukset tarkastelevat harhaanjohtavia valintoja esimerkiksi tasapainon ja kasvun välillä, kiristyspolitiikan ja elvytyksen välillä, sekä kansallisen itsehallinnon ja federalismin välillä. Sen sijaan oikea valinta tulisi tehdä deflaation ja investointivetoisen toipumisen välillä. Investoinnit rahoitettaisiin globaalilla pääomalla, jonka on tarjonnut valtiolliset rahastot ja eläkerahastot, mitkä etsivät pitkän ajan sijoituskohteita. Saksan ja muiden ylijäämämaiden veronmaksajien ei tarvitse maksaa Euroopan Unionin elvytysohjelmaa, julkisen velan uudelleenjärjestelyä tai pankkikriisin ratkaisua. Liittovaltiokehitys veisi liian pitkään ja saa vastaansa niin paljon vastustusta, että siitä ei ole ratkaisuksi tämän hetkiseen kriisiin. Näiden seikkojen pohjalta Varoufakis ym. ehdottavat neljää toimintaa kriisin ratkaisemiseksi.

Ensimmäinen ehdotus on ”Case-by-Case Bank Programme”, joka ohittaa pankkiunionista seuraavan umpikujan ja mahdollistaa oikean pankkiunionin muodostamisen myöhemmin. Euroalueen on ennemmin tai myöhemmin muututtava yhdeksi pankkialueeksi, jolla on yksi pankkiviranomainen. Kesäkuussa 2012 Euroopan Unionin pääkokouksessa pankkien pääoman uudelleenjärjestelystä sovittiin periaatteessa, mutta ehdoksi asetettiin pankkiunionin luominen. Siitä lähtien kehityksen jarruna on ollut pankkiunionin lakien, suunnittelun ja käyttöönoton vaikeus. Samalla maksukyvyttömät kansalliset pankit ja valtiot jatkavat kärsimystään. Ehdotuksen mukaan maan hallituksilla olisi optio luopua velvollisuudestaan valvoa ja pelastaa maksukyvyttömän pankin. Euroopan vakausmekanismi ja EKP osoittaisivat pankille uuden johtokunnan ja toimintamenettelyt pankin maksukyvyttömyyden

ratkaisemiseksi. Tästä kertynyt kokemus auttaisi EVM:ää ja EKP:tä lopulta pankkiunionin luomisessa, kun nykyinen kriisi on saatu selvitettyä.

Toinen ehdotus on ”Limited Debt Conversion Programme”, jonka tavoitteena on saada euroalueen velka kuriin. Maastrichtin sopimus sallii jäsenvaltioiden velan kasvavan 60 prosenttiin BKT:sta, mutta kriisin puhkeamisen jälkeen suurinosa euromaista on ylittänyt tämän rajan. Ehdotuksen mukaan EKP tarjoaa jäsenmailleen mahdollisuuden muuttaa velkaansa Maastricht-yhteensopivaksi velaksi, jota EKP ei osta tai takaa, vaan toimii välikätenä investoijien ja jäsenmaiden välillä ja lunastaa Maastricht-yhteensopivat velat maturiteetin päätteeksi.

Kolmantena ehdotuksena on Investment-led Recovery and Convergence Programme, joka kierrättää euromaiden ylijäämiä investoinneiksi Euroopassa. Pääpointtina on, että tämä investointilainaa ei lasketa valtionvelaksi. Saksan ja Itävallan sisällä on omia starttirahastoja pienille yrityksille, mutta euroalueen periferia tarvitsee samanlaisen järjestelmän luodakseen uusia sektoreita, kilpailukykyä ja koheesiota.

Neljäntenä ehdotuksena on Emergency Social Solidarity Programme (EESP), joka euroalueen epäsymmetriaa hyväksikäyttäen luo rahastoja, joiden tavoitteena on täyttää jokaisen kriisistä kärsineen ihmisen perustarpeet. Käytännössä mallia voitaisiin ottaa Yhdysvaltojen ruokakuponkijärjestelmästä, ja rahoittaa se Euroopan keskuspankkien korkorahoilla, transaktiokustannuksilla tai muilla tulevaisuuden EKP:n valvontavelvollisuuksilla, joita on paljon suunnitteilla.

Varoufakis ja ym. ehdotukset käytännössä kannattavat eurooppalaisen desentralisaation prosessia autoritaarista liittovaltiokehitystä vastaan. Neljä talouden osa-aluetta eurooppalaistetaan: pankkien tarve EVM-rahoitukselle, julkisen velan hallinta, eurooppalaisen ja globaalin säästämisen kierrätys Euroopan hyvinvointia edistäviksi investoinneiksi ja perussosiaaliturvan rahoitus. Kun pankit, velka ja investoinnit on eurooppalaistettu ilman tarvetta valtiollisille takuille tai tulonsiirroille, niin julkisen velan kasvun hidastuminen seuraa perässä.

5.3 Eurobondit ja Saksan rooli

Vaikutusvaltaisen suursijoittajan George Sorosin (2013) näkemyksen mukaan Saksalla on ollut suuri rooli politiikkavirheissä, jotka ovat johtaneet euroalueen talouskriisiin, mutta samalla Saksalla on tärkeä rooli kriisin ratkaisemisessa. Nykyisen euroalueen talouskriisin ja vuoden 1982 kansainvälisen pankkikriisin välillä on paljon yhtäläisyyksiä. Silloin IMF ja kansainväliset pankkiauktoriteetit pelastivat kansainvälisen pankkijärjestelmän lainaamalla juuri sen verran rahaa, että velkaantuneet maat välttivät konkurssin, mutta kärsivät silti pitkän laman. Latinalainen Amerikka koki menetetyn vuosikymmenen.

Tänä päivänä Saksa on silloisen IMF:n roolissa, kun lainanantajat sysäävät koko vastuun sopeuttamisesta velkaantuneille maille ja välttelevät omia vastuitaan epätasapainojen synnyssä. Kuten 1980-luvulla, syyllisyyden taakka on asetettu periferialle ja ytimen vastuita ei ikinä huomioitu. Reformit reunamaissa voivat olla tarpeen, mutta on myös tunnustettava, että euro on itsessään täynnä ongelmia ja Saksan keskuspankki toimi sen pääarkkitehtina. Saksa on ajautunut vastoin tahtoaan johtavaan rooliin euroalueella ja on vastahakoinen hyväksymään roolin mukana tulleita velvoitteita ja vastuita. Se ei halua toimia euroalueen syvinä taskuina ja ojentaa juuri riittävästi apua konkurssin välttämiseksi, mutta heti markkinapaineiden tynnyttyä pyrkii tiukentamaan avun ehtoja. Saksan euroalueelle määräämä talouspolitiikka on kuitenkin väärää. Saksan julkinen yleisö kokee sen vaikeaksi ymmärtää, sillä toimivathan reformit Saksassakin ennen kriisiä, joten miksi ne eivät toimisi euroalueella muutamaa vuotta myöhemmin? Vyönkiristyspolitiikka toimii vähentämällä tuontia ja lisäämällä vientiä. Kun kaikki yrittävät toteuttaa samaa politiikkaa, se lakkaa toimimasta.

Sorosin vastaus kriisiin voidaan ilmaista yhdellä sanalla: eurobondit. Eurobondilla tarkoitetaan euromaiden yhteistä joukkovelkakirjaa, jossa lainanottajina ja takaisinmaksajina olisivat kaikki euromaat yhdessä. Jos maat jotka noudattavat fiskaalista sopimusta pystyisivät muuttamaan koko valtion velkansa eurobondeihin, positiivinen vaikutus olisi lähellä ihmettä. Konkurssin uhka käytännössä katoaisi ja samoin katoaisivat riskipreemiot. Pankkien taseet kokisivat välittömän vahvistumisen, ja samoin kävisi myös velkaantuneiden maiden taseille,

koska ne pystyisivät hoitamaan omaa velkaansa halvemmalla. Sorosin laskielmien mukaan esimerkiksi Italia säästäisi heti jopa 4 prosenttia bruttokansantuotteestaan, ja budjetin jäädessä ylijäämän puolelle se pystyisi käyttämään finanssipoliittista elvytystä menokurin sijaan. Suuri osa hankalista ongelmista katoaisivat. Vaikka monet maat silti kohtaavat tarpeen reformeille, olisi euron suurin rakenteellinen vika korjattu.

Saksa vastustaa eurobondeja, koska sen näkemyksen mukaan ei ole mitään taetta siitä, että reunamaat eivät taas riko yhteisiä sääntöjä. Sorosin mukaan oikeuden menettäminen eurobondien myöntämiseen ja korkeiden riskipremioiden pelote olisivat korkea kannustin pysymään ruodussa. Saksassa on myös huoli eurobondien negatiivisesta vaikutuksesta Saksan omaan luottoluokitukseen, mutta Sorosin mukaan huoli on liioiteltua. Vertaus Marshall-apuun ei toimi, koska se oli oikea meno, kun taas eurobondit vaatisivat vain takauksen jota ei koskaan tulnaisi käyttämään. Takuilla on erikoinen ominaisuus: mitä uskottavampia ne ovat, sitä harvemmin niihin tarvitsee turvautua. Yhdysvaltojen ei ikinä tarvinnut maksaa kerryttämäänsä velkaa, kun se muunsi yksittäisten osavaltoiden velat liittovaltion obligaatioiksi. Vaikka Saksan oman velan kustannukset nousisivat eurobondien myötä, voidaan kuitenkin argumentoida, että sen nykyisten joukkovelkakirjojen tuotot ovat oire periferian ongelmista. Epäsuora hyöty Saksalle, mikä euroalueen toipumisesta seuraisi, kuitenkin ylittäisi Saksan omien velkojen kustannusten nousun.

Eurobondit eivät kuitenkaan ole patenttiratkaisu, sillä euroalueen fiskaalinen sopimu on silti huonosti suunniteltu instrumentti. Eurobondit toisivat euroalueen lisäpotkun, mutta sen lisäksi finanssi- ja rahapoliittinen elvytys voi olla tarpeen. Soros myös myöntää, että valuuttaliiton lisäksi on tarvetta pankkiunionille ja lopulta myös poliittiselle liitolle.

Eurobondien käyttöönotto olisi halvempi ratkaisu kuin nykyinen talouspolitiikka, joka tekee vain vähimmäisen tarvittavan määrän euron kasassa pysymiseen. Saksalle on langennut suurin vastuu päätöksestä, mutta samalla sillä ei ole oikeutta estää velkaantuneita maita ottamasta keskenää eurobondeja käyttöön. Toisin sanoen, jos Saksa vastustaa eurobondeja muiden ollessa eurobondien puolesta, tulisi Saksan harkita eurosta poistumista. Tästä seuraisi yllättävä lopputulos: eurobondit (ilman Saksaa) pärjäisivät silti hyvin vertailussa esimerkiksi Yhdysvaltojen, Ison-Britannian tai Japanin joukkovelkakirjojen kanssa: näiden kolmen maan nettovelka suhteessa BKT:hen on korkeampi kuin euroalueella yhteensä ilman Saksaa.

Koska kaikki kerrytetty velka on nimitetty euroissa, on erittäin tärkeää mikä maa jää euron johtoon. Jos Saksa lähtisi eurosta, euron arvo laskisi, ja velanottajamaiden talous lähtisi

nousuun. Maiden velka laskisi reaaltermeissä ja eurobondien myötä konkurssiuhka katoaisi. Velasta tulisi vakaata. Suurin osa sopeutustarpeista kaatuisi eurosta lähteneiden maiden niskaan. Niiden vientituotteista tulisi vähemmän kilpailukykyisiä ja kilpailu kotimaisilla markkinoilla euromaita vastaan nousisi. Ne myös kärsisivät tappioita euromääräissä saamisissa ja investoinneissa. Tappioiden suuruus riippuisi arvonalennuksen suuruudesta, joten on intressien mukaista pitää arvonalennus kurissa. Toteutuisi Keynesin unelma: kansainvälinen valuuttajärjestelmä, missä velan myöntäjillä ja velan ottajilla on molemmilla vastuu tasapainon säilyttämisessä.

Jos taas esimerkiksi Italia lähtisi eurosta, sen euromääräinen velkataakka kasvaisi kestäättömäksi ja jouduttaisiin lopulta uudelleenjärjestelemään. Tämän seurauksena muu Eurooppa ja muu maailma syöksyisi talouskriisiin, joka olisi monetaarisille auktoriteeteille liian iso ongelma pitää kurissa.

Ilmiselvästi olisi siis parempi ratkaisu jos Saksa lähtisi eurosta Italian sijaan, mutta yhtä ilmiselvästi olisi parempi jos Saksa hyväksyisi eurobondit ja pysyisi eurossa. Ongelmana on, että Saksa ei ole pakotettu valitsemaan, vaan se pystyy jatkamaan nykyistä politiikkaa, ja tekemään euron hyväksi mahdollisimman vähän. Nykyinen talouspolitiikka ei kuitenkaan ole Saksalle paras vaihtoehto, muuta kuin erittäin lyhyellä aikavälillä.

6. LOPUKSI

Kaksi valtavirtanäkemyistä on dominoinut keskustelua euroalueen kriisin syistä: ensimmäinen painottaa fiskaalista tuhlaavaisuutta ja julkisen velan kasvua kriisin perimmäisenä syynä, toinen taas keskittyy (työvoiman kustannusten) kilpailukykyyn. Ensimmäinen näkemys näkee euroalueen kriisin velkakriisinä, toinen näkemys pitää kriisiä kilpailukykykriisinä. Kumpikin on ollut euroalueen poliittisen keskustelun pääosassa, mutta kumpikin diagnoosi on virheellinen ja väärä, ja nämä virheet johtivat vääränlaiseen hoitoon. Oikea tulkinta on tunnistaa velkakriisin ja kilpailukykykriisin näkemykset oireina, ja sen jälkeen lähteä tutkimaan kriisin todellista perimmäistä syytä.

Julkisen sektorin kulutus ei aiheuttanut euroalueen talouskriisiä. Julkisen velan kasvu jäi yksityisen velan, erityisesti kotitalouksien ja finanssilaitosten velkaantumisen varjoon. Yksityisen velan nopean kasvua ajoi ja mahdollisti kestämaton varallisuushintojen räjähdysmäinen kasvu. Kiristyspolitiikka on tähän väärä ratkaisu, tuoden vain kärsimystä ilman edistystä.

Suhteellisten yksikkötyökustannusten kasvu ei johtanut vaihtotaseen alijäämiin euroalueen periferiassa. Kansainvälinen kilpailu ei liity pelkästään työn kustannuksiin, vaan teknologiaan ja innovatioon. Kun huomioidaan maan teknologiset valmiudet suhteessa maan tuotantorakenteeseen, viennin kasvun ja tuonnin kasvun määrittelevät ulkomainen ja kotimainen kysyntä. Yritykset parantaa kilpailukykyä palkkaleikkauksilla ja työmarkkinoiden sääntelyjen purkamisella voi kostautua. Mikään maa ei ole onnistunut nostamaan teknologista kehitystasettaan alhaisilla palkoilla ja sitoutumatomilla työntekijöillä. EU-instituutioiden ylimmät johtajat Juncker, Tusk, Dijsselbloem ja Draghi eivät vain hauku väärää puuta, vaan ajavat ehdotuksellaan euroaluetta erilleen, eli päinvastoin kuin on tavoitteena.

Ainoa järkevä tapa suhtautua euroalueen talouskriisiin on ajatella sen olevan pääomavirtojen ja yksityisen velkaantumisen kriisi. Euroopan rahaliiton ensimmäisinä kahdeksana vuotena valtavat pääoma- ja rahavirrat seisahtaneen euroalueen ytimestä (Saksa) reunamaihin ovat ruokkineet varallisuushintojen kuplia ja velkapohjaisia kulutusbuumeja, mitkä taas ovat kasvattaneet reunamaiden kotimaista- ja tuontikysyntää, vähentäneet työttömyyttä ja nostaneet palkkoja ja inflaatiota. Tämän mahdollistivat eurooppalaisten finanssimarkkinoiden vapautus ja integraatio, sekä globaali pankkien pöhötys.

Akateeminen konsensus on pitkälti Euroopan nykyistä talouspolitiikkaa vastaan. Vaihtoehtoisia politiikkaehdotuksia ja ratkaisuja on ehdotettu, esimerkiksi elvytyksen, uudistusten ja muiden ratkaisujen muodossa. Saksalle on langennut valtarooli euroalueella, mutta se ei ole hyväksynyt sen mukana tulleita velvollisuuksia ja vastuita, tehden vain vähimmäismäärän euroalueen hajoamisen estämiseksi.

LÄHTEET

- Alesina, A. and S. Ardagna. 2010. Large changes in fiscal policy: taxes versus spending. In J.R. Brown (ed.), *Tax Policy and the Economy*, vol. 24. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- Auerbach, Alan J., and Yuriy Gorodnichenko. 2012. "Measuring the Output Responses to Fiscal Policy." *American Economic Journal: Economic Policy*, 4(2): 1-27.
- Atoyán, R., A. Jaeger and D. Smith. 2012. The pre-crisis capital flow surge to emerging Europe: did countercyclical fiscal policy make a difference? IMF Working Paper WP/12/222. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Ball, L., D. Furceri, D. Leigh and P. Loungani. 2013. The Distributional Effects of Fiscal Consolidation. IMF Working Paper WP/13/151.
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13151.pdf>
- Bini Smaghi, L. 2013. Austerity and stupidity. VoxEU.org.
- Bornhorst, F. and M. Ruiz-Arranz. 2013. Indebtedness and deleveraging in the euro area. 2013 Article IV Consultation on euro area policies: Selected Issues Paper, Luku 3, IMF Country Report 13/232.
- Botta, A. 2014. Structural asymmetries at the roots of the Eurozone crisis: What's new for industrial policy in the EU. Levy Economics Institute of Bard College Working Paper No. 794.
- Bussière, M., G. Callegari, F. Ghironi, G. Sestieri and N. Yamano. 2011. Estimating trade elasticities: demand composition and the trade collapse of 2008-09. Mimeo.
- Cecchetti, S.G., M. S. Mohanty and F. Zampolli. 2011. The real effects of debt. BIS Working Paper No. 352. Basel: BIS.
- Chen, R., G.M. Milesi-Ferretti and T. Tressel. 2012. External imbalances in the Euro Area. IMF Working Paper WP/12/236. Washington, DC: IMF.
- Chmelar, A. (2013b). Household debt and the European crisis. ECRI Research Report No. 13, June 2013. aei.pitt.edu
http://aei.pitt.edu/42865/1/Household_Debt_and_the_European_Crisis.pdf
- DeLong, J.B. & Summers, L. (2012), Fiscal Policy in a Depressed Economy, *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 233–274.
- Draghi, M. 2012. “[Competitiveness of the Eurozone and within the Eurozone](#)”, Speech at the colloquium “Les défis de la compétitivité”, Paris, 13 March.
- ECB. 2005. Competitiveness and the export performance of the Euro Area. Occasional Paper Series No. 30. Frankfurt am Main: European Central Bank.

ECB. 2012. Competitiveness and external imbalances within the Euro Area. Occasional Paper Series No. 139. Frankfurt am Main: European Central Bank.

Eggertsson, G. (2010), The Paradox of Toil, Federal Reserve Bank of New York, Staff Reports No. 433. http://www.econ.brown.edu/fac/gauti_eggertsson/papers/sr433.pdf.

Eggertsson, G. & Ferrero, A. & Raffo, A. (2014), Can Structural Reforms Help Europe? *Journal of Monetary Economics*, 61, 2–22.
http://www.econ.brown.edu/fac/gauti_eggertsson/papers/CR_April15.pdf.

Eichengreen, B. and K.H. O'Rourke. 2012. Gauging the multiplier: lessons from history. VoxEU.org.

European Commission. 2009. The Evolution of EU and Its Member States' Competitiveness in International Trade. Final Report CEPII-CIREM ATLASS consortium.

European Commission. 2009. Competitiveness developments within the euro area. Quarterly Report on the Euro Area 8 (1). Brussels: European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

European Commission. 2010. The Impact of the Global Crisis on Competitiveness and Current Account Divergences in the Euro Area. Quarterly Report on the Euro Area. Special Issue. Brussels: European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs.

European Commission. 2012. The distributional effects of fiscal consolidation in nine EU countries. Research Note 01/2012. Brussels: European Commission, Directorate-General for Employment, Social Affairs and Inclusion.

European Commission. 2012. Social Europe. EU Employment and Social Situation. Quarterly Review. March. Brussels: EC.

European Commission. 2015. European Economic Forecasts Winter 2015. Saataavilla: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/ee1_en.pdf

Gabrisch, H. and K. Staehr. 2014. The Euro Plus Pact: cost competitiveness and external capital flows in the EU countries. Working Paper Series No. 1650. Frankfurt: European Central Bank.

Gaulier, G. and V. Vicard. 2012. Current account imbalances in the euro area: competitiveness or demand shock? *Banque de France Quarterly Selection of Articles* No. 27. Paris: Banque de France.

Gordon, R.J. and R. Krenn (2010). The End of the Great Depression 1939-41: Policy Contributions and Fiscal Multipliers. NBER Working Paper 16380, September 2010.

Guajardo, J., D. Leigh and A. Pescatori. 2011. Expansionary austerity: New international evidence. IMF Working Paper WP/11/158. Washington, DC: IMF. Saataavilla:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11158.pdf>

Haaparanta, P. (2015), Miten Suomen taloutta voitaisiin elvyttää?
<http://www.labour.fi/TjaYpdf/ty12015/ty12015Haaparanta.pdf>

Herndon, T., M. Ash and R. Pollin. 2013. Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff, Working Paper Political Economy Research Institute, University of Massachusetts at Amherst.

IMF. 2012a. Dealing with household debt. Chapter 3 in World Economic Outlook. Growth Resuming, Dangers Remain. April. Washington, DC: IMF.

IMF. 2012b. World Economic Outlook. Coping With High Debt and Sluggish Growth. October. Washington, DC: IMF.

IMF. 2015. World Economic Outlook Update. Saatavilla:
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/update/01/pdf/0115.pdf>

Informal European Council. 2015. Preparing for the Next Steps on Better Economic Governance in the Euro Area. Analytical Note written by J.-C. Juncker, D. Tusk, J. Dijsselbloem and M. Draghi. Brussels: European Commission.

Janger, J., W. Hölzl, S. Kaniovski, J. Kutsam, M. Peneder, A. Reinstaller, S. Sieber, I. Stadler, and F. Unterlass. 2011. Structural Change and the Competitiveness of EU Member States - Final Report. Saatavilla: http://ec.europa.eu/enterprise/policies/industrial-competitiveness/documents/files/structural_change_en.pdf

Janssen, R. 2015. European economic governance and flawed analysis. Social Europe. Saatavilla: <http://www.socialeurope.eu/author/ronald-janssen/>

Jorda, O. & Taylor, A.M. (2013), The Time for Austerity: Estimating the Average Treatment Effect of Fiscal Policy, NBER Working Paper 19414.
<http://economics.ucdavis.edu/people/amtaylor/files/w19414.pdf>.

Lane, P.R. and B. Pels. 2012. Current account imbalances in Europe. IIS Discussion Paper No. 397. Trinity College Dublin.

Martin, P. and T. Philippon. 2014. Inspecting the mechanism: leverage and the Great Recession in the Eurozone. NBER Working Paper No. 20572. Cambridge, MA: NBER.

Mazzucato, M. and C. Perez. 2014. Innovation as growth policy: the challenge for Europe. SPRU Working Paper Series SWPS 2014-13. University of Sussex: SPRU.

Meade, J. (1989), Agathotopia: The Economics of Partnership, Hume Paper No. 16, The David Hume Institute, Aberdeen University Press.

Nechio, F. 2011. Monetary policy when one size does not fit all. FRBSF Economic Letter 2011-18. San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco.

- Noyer, C. 2012. Remaining challenges facing the euro area. Saatavilla: <http://www.bis.org/review/r121010b.pdf>
- Reinhart, C.M. and K.S. Rogoff. 2010. Growth in a Time of Debt. *American Economic Review: Papers & Proceedings* 100 (May 2010): 573–578.
- Schäuble, W. 2011. Why austerity is the only cure for the Eurozone. *Financial Times*, September 5. Luettavissa: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/97b826e2-d7ab-11e0-a06b-00144feabdc0.html#axzz355KUI33Z>
- Sinn, H.W. 2010. Reining in Europe’s Debtor Nations. Project Syndicate, April.
- Sinn, H.W. 2014. Austerity, growth and inflation: remarks on the Eurozone’s unresolved competitiveness problem. *The World Economy* 37 (1): 1-13.
- Soros, G. 2013. ‘How to save the EU from the Euro crisis’, <http://www.theguardian.com/business/2013/apr/09/george-soros-save-eu-from-euro-crisis-speech>
- Storm, S. and C.W.M. Naastepad. 2015a. Europe’s Hunger Games: income distribution, cost competitiveness and crisis. *Cambridge Journal of Economics*. <http://cje.oxfordjournals.org/content/early/2014/09/15/cje.beu037.full.pdf+html>
- Trichet, J.-C. 2010. <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2010/html/sp101203.en.html>
- Trichet, J.-C. 2011. Competitiveness and the smooth functioning of EMU. Lecture at the University of Liège, 23 February.
- Varoufakis, Y., Holland, S. and Galbraith, J. K. 2013. ‘Modest Proposal for Resolving the Eurozone Crisis – Version 4.0’, <http://yanisvaroufakis.eu/euro-crisis/modest-proposal>
- Wyplosz, C. 2013. The Eurozone crisis and the competitiveness legend. *Asian Economic Papers* 12 (3): 63-81.