# Euroalueen talouskriisin taustat

Juha Tervala

TTT-kurssi

15.1.14

# Euroalueen talouskriisin taustat - johdanto

- 2008 alkaneen euroalueen talouskriisin tausta:

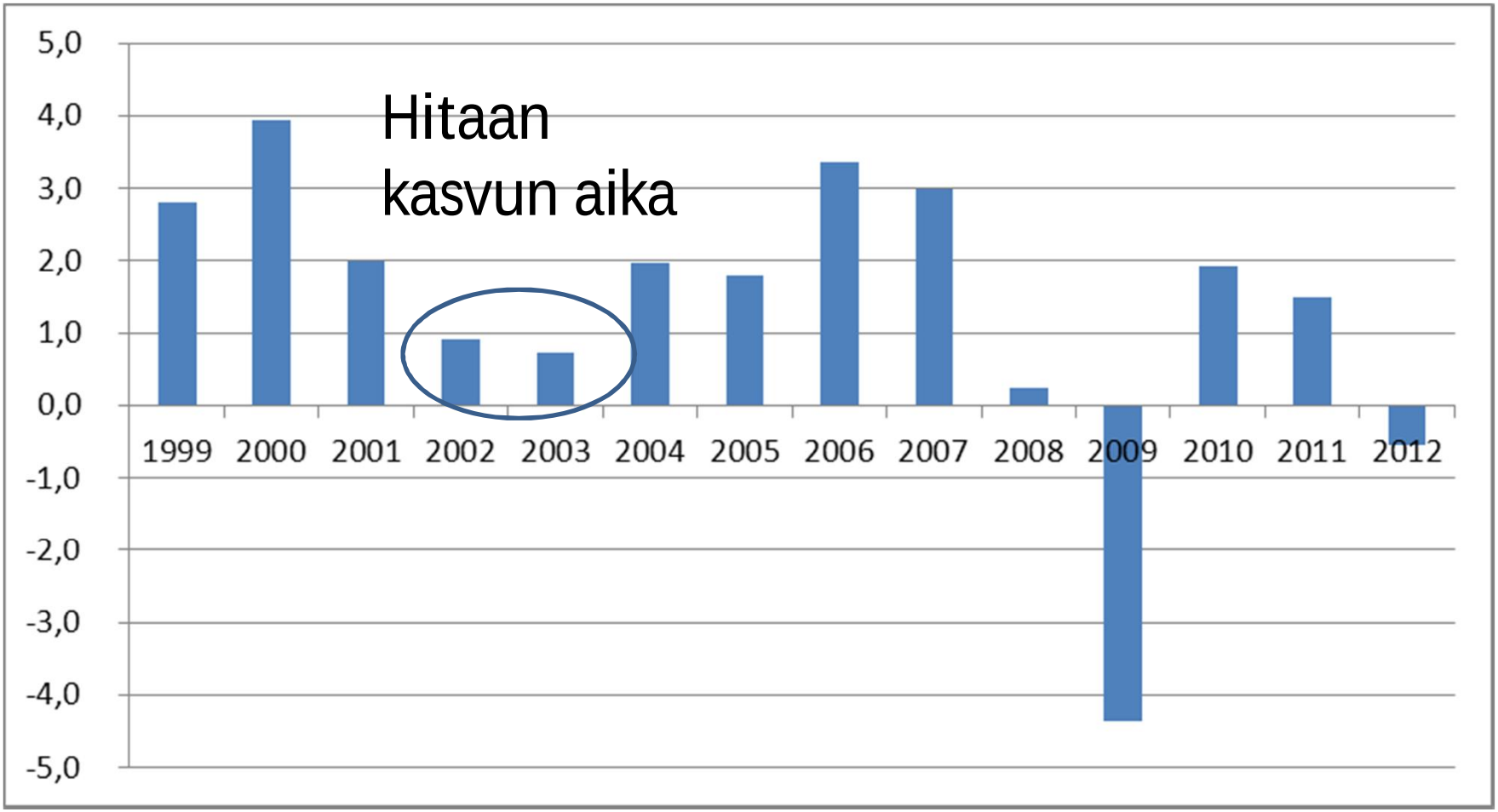
1. Ongelmamaiden (Kreikka, Portugali, Irlanti, Espanja ja Italia) kotitaloudet halusivat kuluttaa enemmän kuin tienasivat
2. Lisäksi ongelmamaiden kansainvälinen kilpailukyky rapistui nopeasti 2000-luvulla

- Kilpailukyvyn menetys johti vaihtotaseen alijäämien kasvuun vuosina 2000–2008.
- Velaksi tapahtuneen kulutuksen rahoittamiseksi euroalueen ytimestä (Saksa, Ranska, Hollanti, Belgia, Luxemburg, Itävalta ja Suomi) virtasi pääomia ongelmamaihin

# Euroalueen talouskriisin taustat - johdanto

- Nousukauden aikana ulkomainen pääomavirta kiihtyi, taloudet ylikuumenivat ja lopulta velkavetoisesta nousukaudesta tuli järjetön kupla
- Jälleen kerran kansakunnat pystyivät vakuuttelemaan itselleen, että – tällä kertaa, päinvastoin kuin aiemmin – ulkoisen velkaantumisen varassa ollut nousukausi on kestävällä pohjalla
- Lopulta Yhdysvalloista alkanut rahoituskriisi käynnisti globaalin taantuman, joka puhkaisi ongelmamaiden kuplan
- Näin velkavetoinen nousukausi päättyi – tälläkin kertaa – katkeriin kyyneliin
- Nyt jäljellä ovat velkaiset ja kilpailukyvyttömät taloudet (Kreikka, Portugali, Irlanti, Espanja ja Italia), joissa talouskriisin kielteiset vaikutukset ovat kaikkien nähtävissä

# Talouskasvu euroalueella




Kuvan lähde: OECD (2013)

# Rahapolitiikka

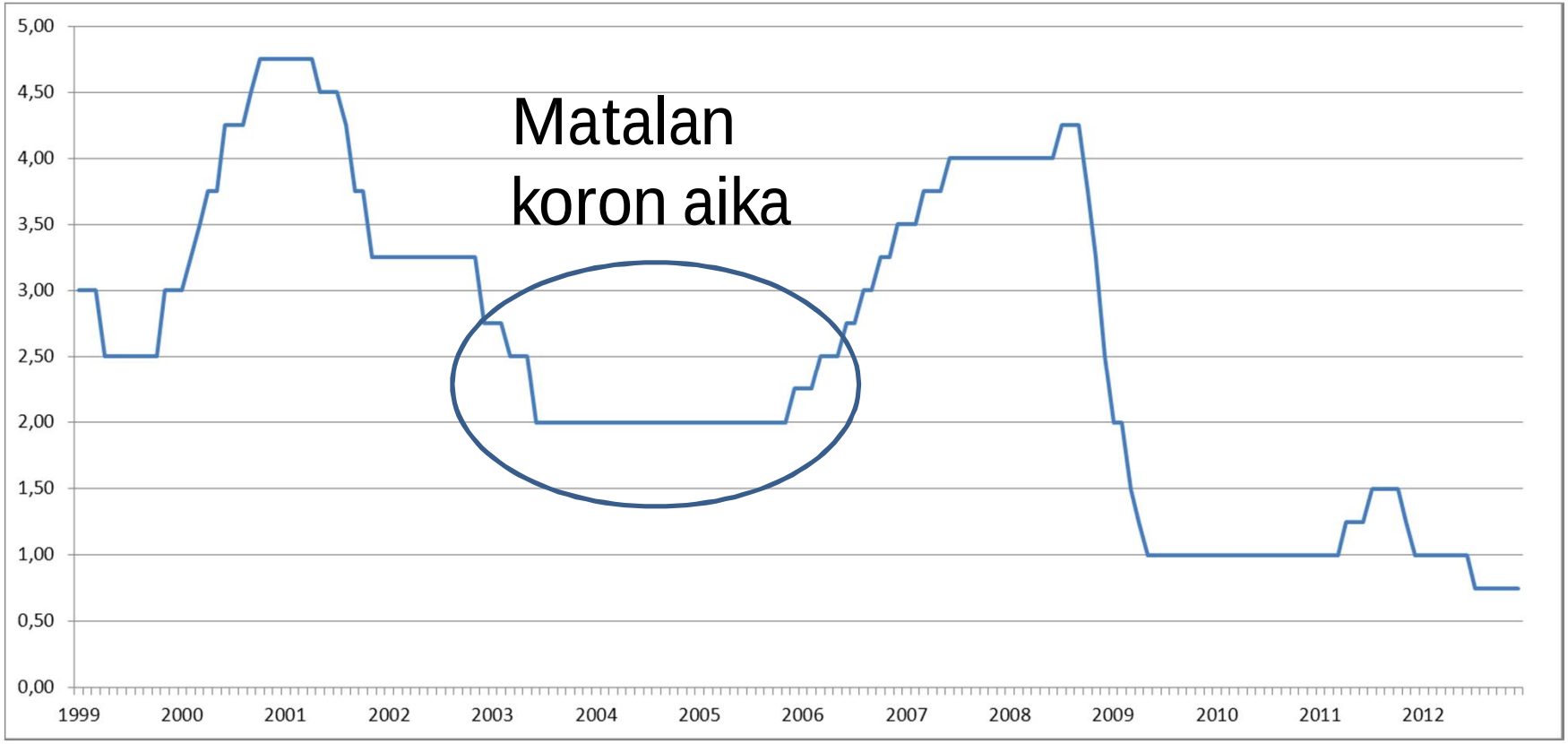
- Rahapolitiikka tarkoittaa talouspoliittisia toimia, jotka vaikuttavat rahoitusjärjestelmän kautta
- Rahapolitiikka on korkojen, rahan määrän tai valuuttakurssin ohjaaminen asetettujen tavoitteiden aikaansaamiseksi
- Rahapolitiikan tavoitteet:

1. hintavakaus
2. makrotaloudellinen vakaus
3. rahoitusmarkkinoiden vakaus

# Suhdannevaihtelut euroalueella

- Euroalue ajautui 2000-luvun alussa hitaan kasvun aikaan (tai taantumaan) Yhdysvaltojen vanavedessä
- Hitaan kasvun aikana Euroopan keskuspankki (EKP) toteutti rahapolitiikan keventämisen: EKP alensikin ohjauskorkoa useaan otteeseen vuosina 2001-2003
- EKP jatkoi matalan koron politiikkaa, vaikka talouskasvu oli täysin normaalia 2004-2005
- EKP:n rahapolitiikka oli vuosina 2001-2005 liian löysää, kun sitä verrataan Taylorin sääntöön

# EKP:n ohjauskorko

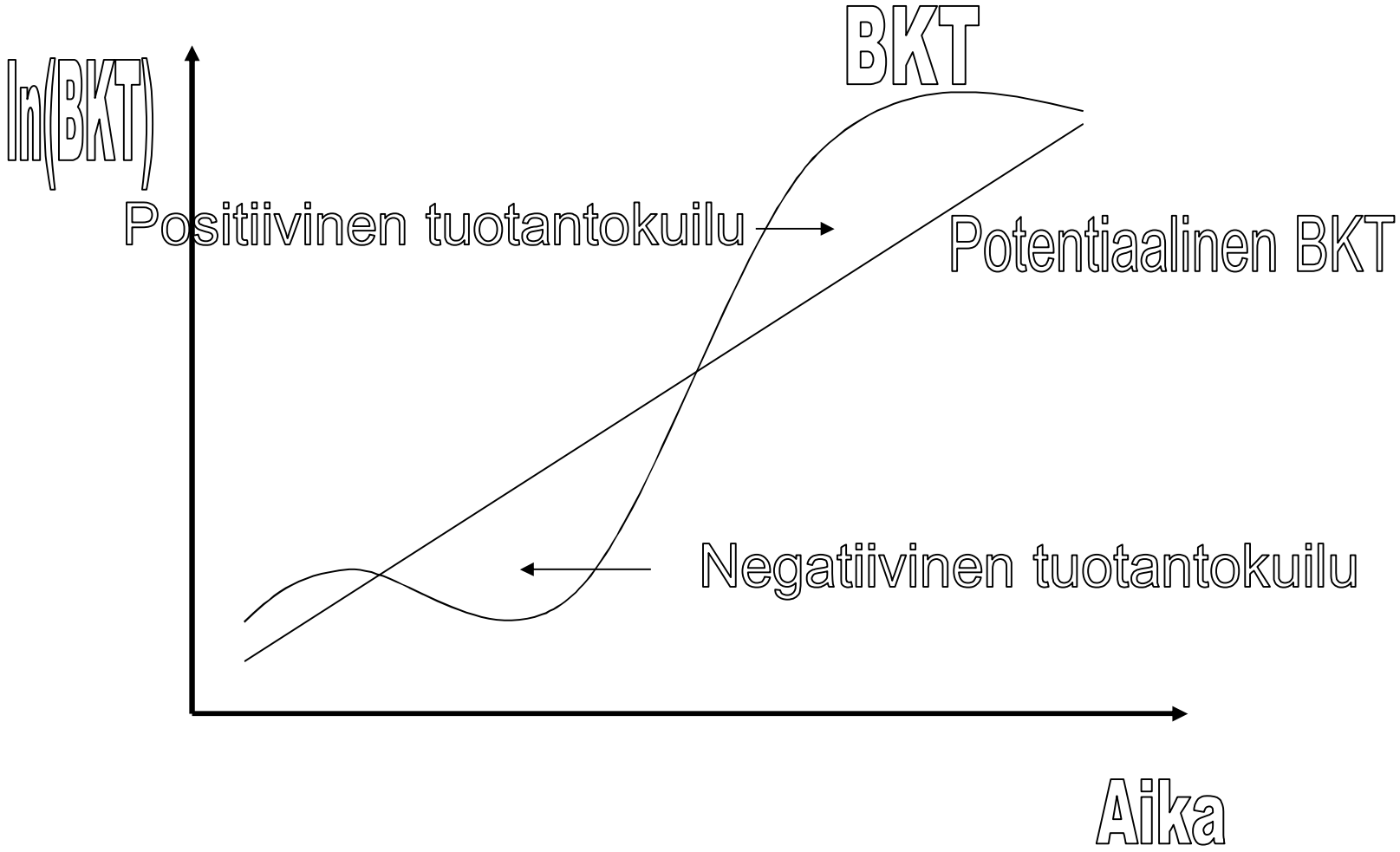



Kuvan lähde: OECD (2013)

# Taylorin rahapolitiikkasääntö

- Mikä on keskuspankin ohjauskoron tarkoituksenmukainen taso vallitsevassa taloustilanteessa?
- Taylorin sääntö:
- $i_t = 4 + \frac{1}{2}(Inflaatio - 2) + \frac{1}{2} * Tuotantokuilu$
- Tuotantokuilu (output gap): toteutuneen ja potentiaalisen (tai luonnollisen) BKT:n välinen ero
- Eli keskuspankki nostaa (laskee) korkoa, kun inflaation ylittää (alittaa) tavoitteen
- Keskuspankki laskee korkoa taantumissa, kun tuotantokuilu on negatiivinen

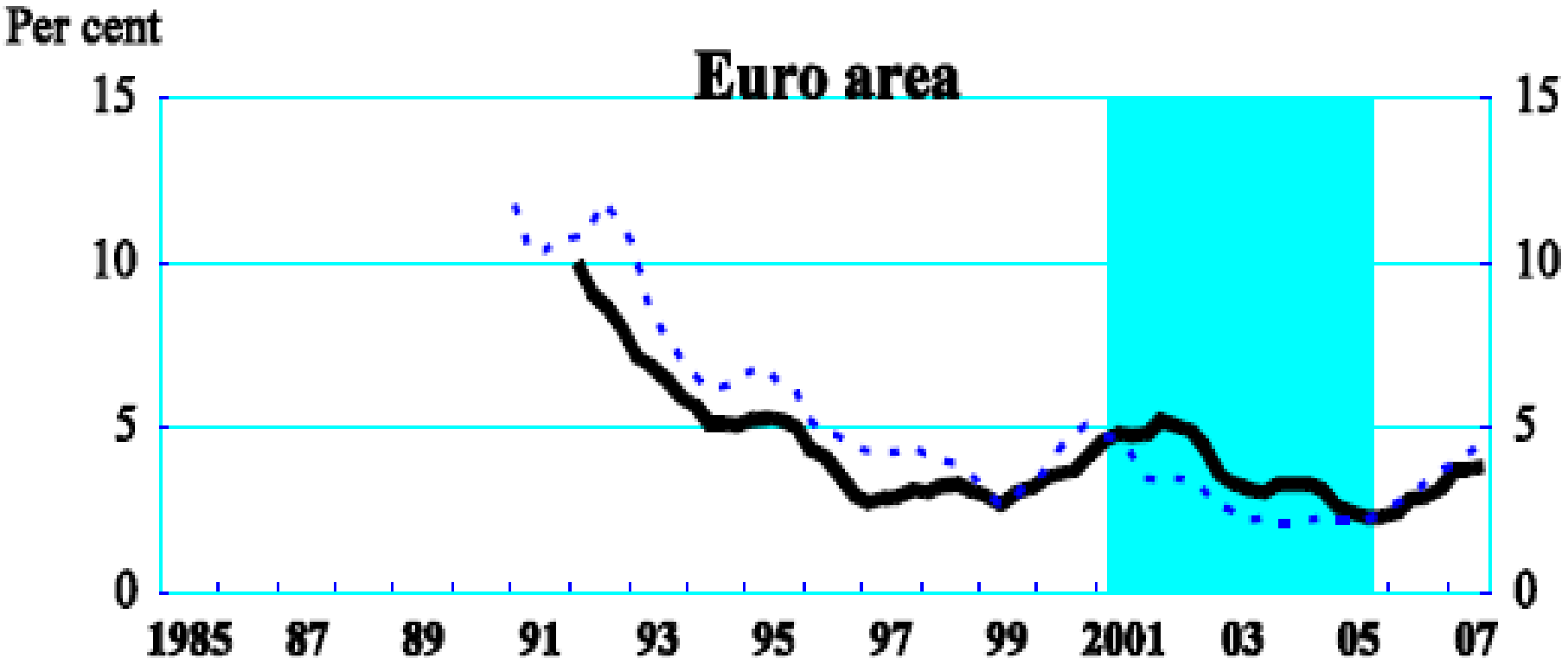
# Idealisoitu kuva suhdanteista



# Rahapolitiikka euroalueella

Katkoviiva kuvaa euroalueen lyhyttä korkoa
Yhtenäinen viiva Taylorin säännön mukaista korkoa
Liian löysän rahapolitiikan aika on merkitty sinisellä

Lähde: Ahrend ym. (2008)

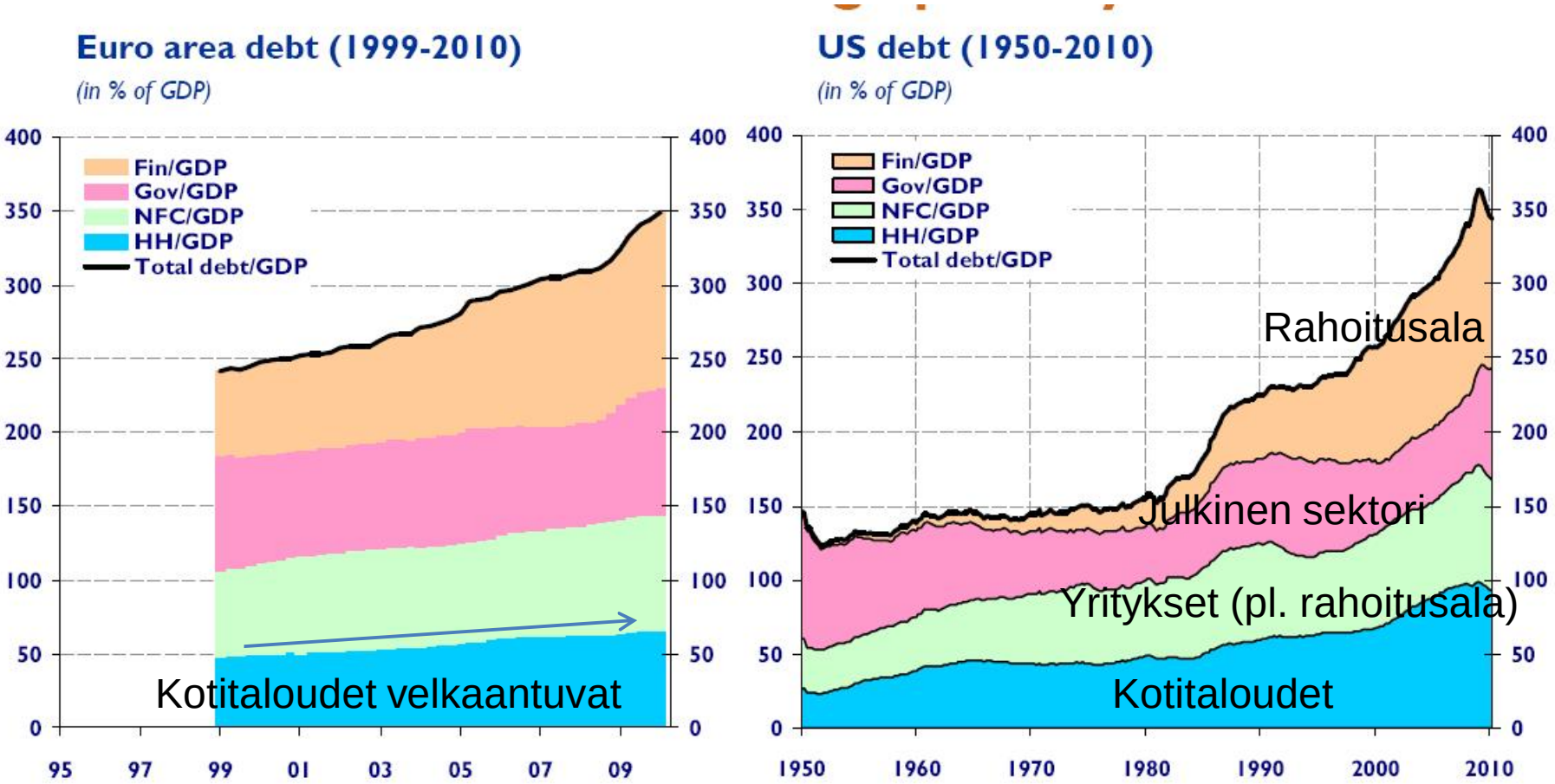


# Rahapolitiikka euroalueella

- Ohjauskorko oli 2001-2005 alle Taylorin säännön ehdottaman tarkoituksenmukaisen korkotason
- EKP:n 2000-luvun alun rahapolitiikkaa voidaankin pitää tarpeettoman elvyttävänä liian pitkään
- Matalat korot edistivät luottoekspansiota (luottokannan nopeaa kasvua)
- 1999–2007 kotitalouksien velan suhteessa osuus bruttokansantuotteeseen kasvoi 52 prosentista aina 70 prosenttiin
- Ennen kriisiä euroalueen julkisen velan suhde BKT:hen laski hieman: 72 % BKT:stä 1999 → 67 % 2007

# Luottoekspansio euroalueella vs USA:ssa

Lähde: Smets (2011)



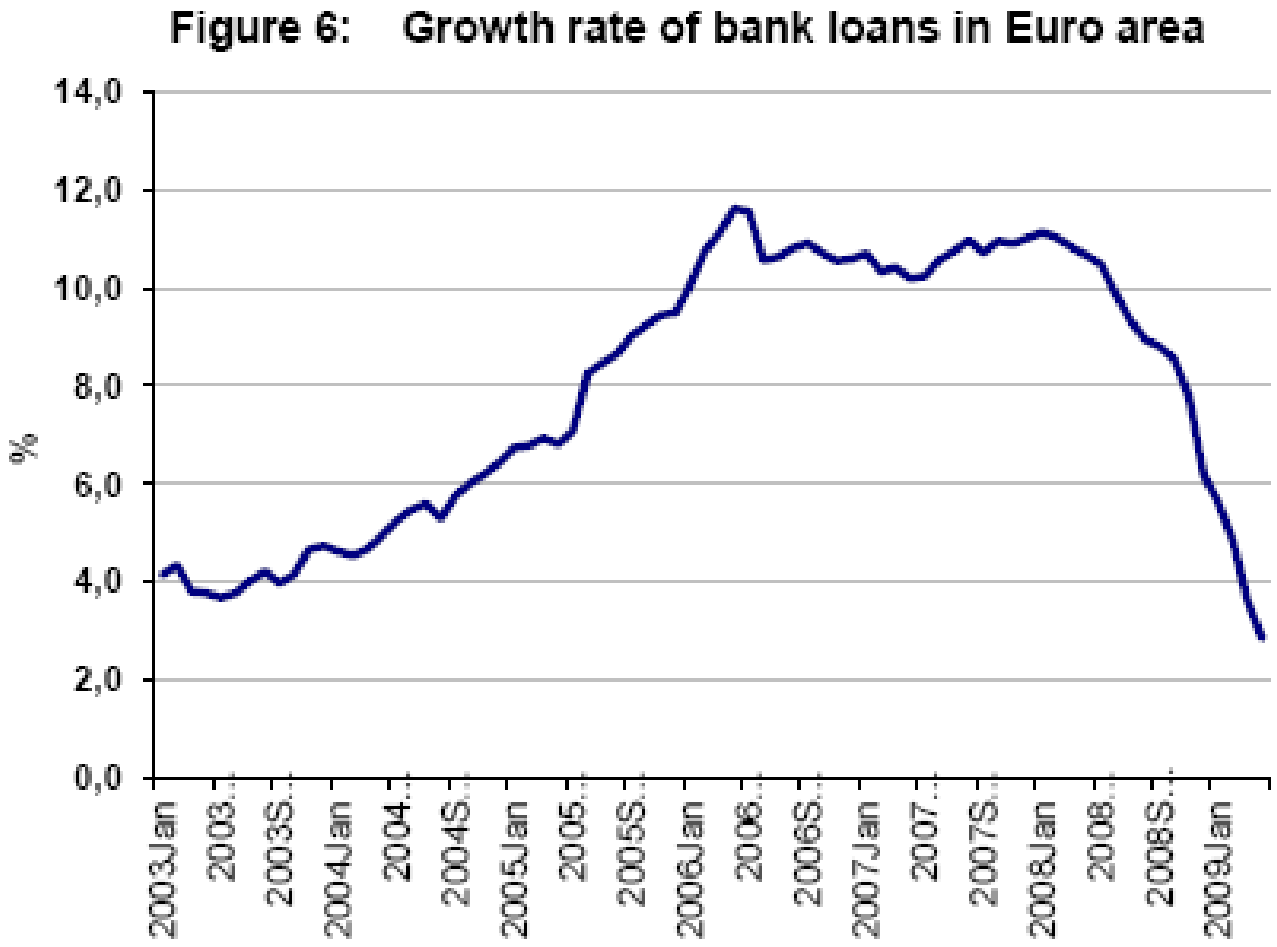

*Notes: Debt is defined as loans for euro area households (credit market instruments in the US), for NFCs and financial corporations debt is credit, securities excluding equity, and pension liabilities, net of inter-company loans (credit market instruments in the US), debt by governments are loans and securities.*

*Source: Quarterly Euro Area Accounts Eurostat, Flow of Funds Federal Reserve, BEA,*

EUROPEAN CENTRAL BANK

# Luottoekspansio euroalueella

Lähde: De Grauwe (2010)



# Rahapolitiikka, luottoekspansio ja rahoituskriisit

- Bordo ja Meissner (2012) tutkivat luottoekspansioita ja rahoituskriisejä
- Matalat korot ja nousukausi ovat parhaat muuttujat selittämään luottoekspansiota
- Luottoekspansio taas lisää rahoituskriisin todennäköisyyttä
- Tulkinta: *EKP rahapolitiikka oli 2000-alun alun taantuman jälkeen liian matala juuri nousukaudella*
- *Tämä tuki luottoekspansiota ja lisäsi rahoituskriisiin todennäköisyyttä*

# Jakautunut euroalue

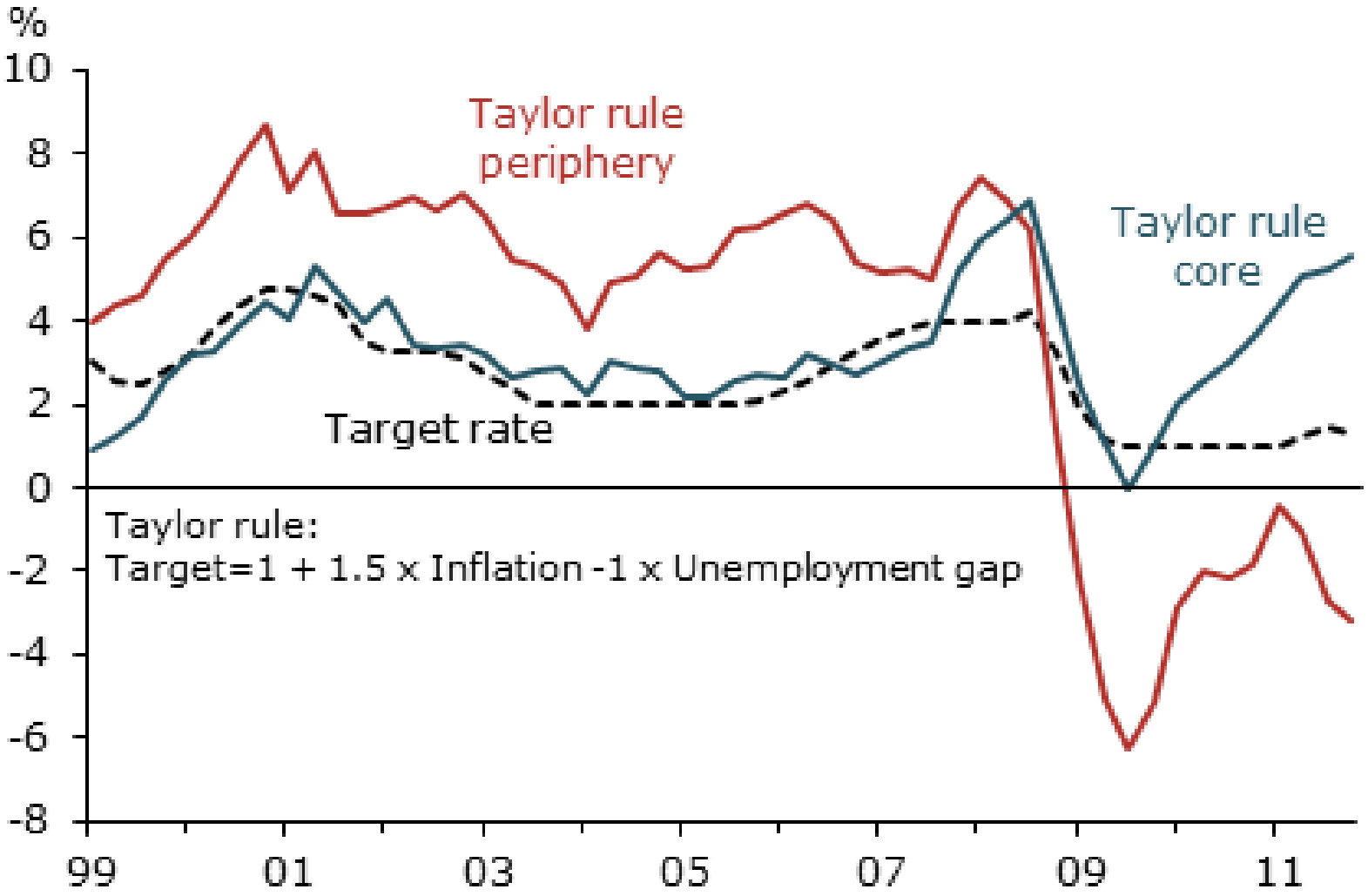
- Euroalue on jakautunut kahtia
- Saksan johtama ydin (Saksa, Ranska, Hollanti, Belgia, Luxemburg, Itävalta ja Suomi) piti yllä viennin hintakilpailukykyä
- Periferia (Espanja, Italia, Kreikka, Portugali ja Irlanti) unohti palkkamaltin
- Tuotantokuiluissa ja inflaatiossa on eroja alueiden välillä: siksi Taylorin säännön mukainen korko vaihtelee alueittain ja alueilla on erisuuruinen poikkeama Taylorin säännöstä

# Jakautunut euroalue

- Seuraava kalvo kuvaa tarkoituksenmukaista rahapolitiikkaa periferiassa ja ytimessä
- Tämän säännön mukaan EKP:n rahapolitiikka olisi ollut sopivaa ytimelle, mutta liian löysää periferialle
- Osin tästä syystä luottoekspansio tapahtui paljolti juuri periferiassa

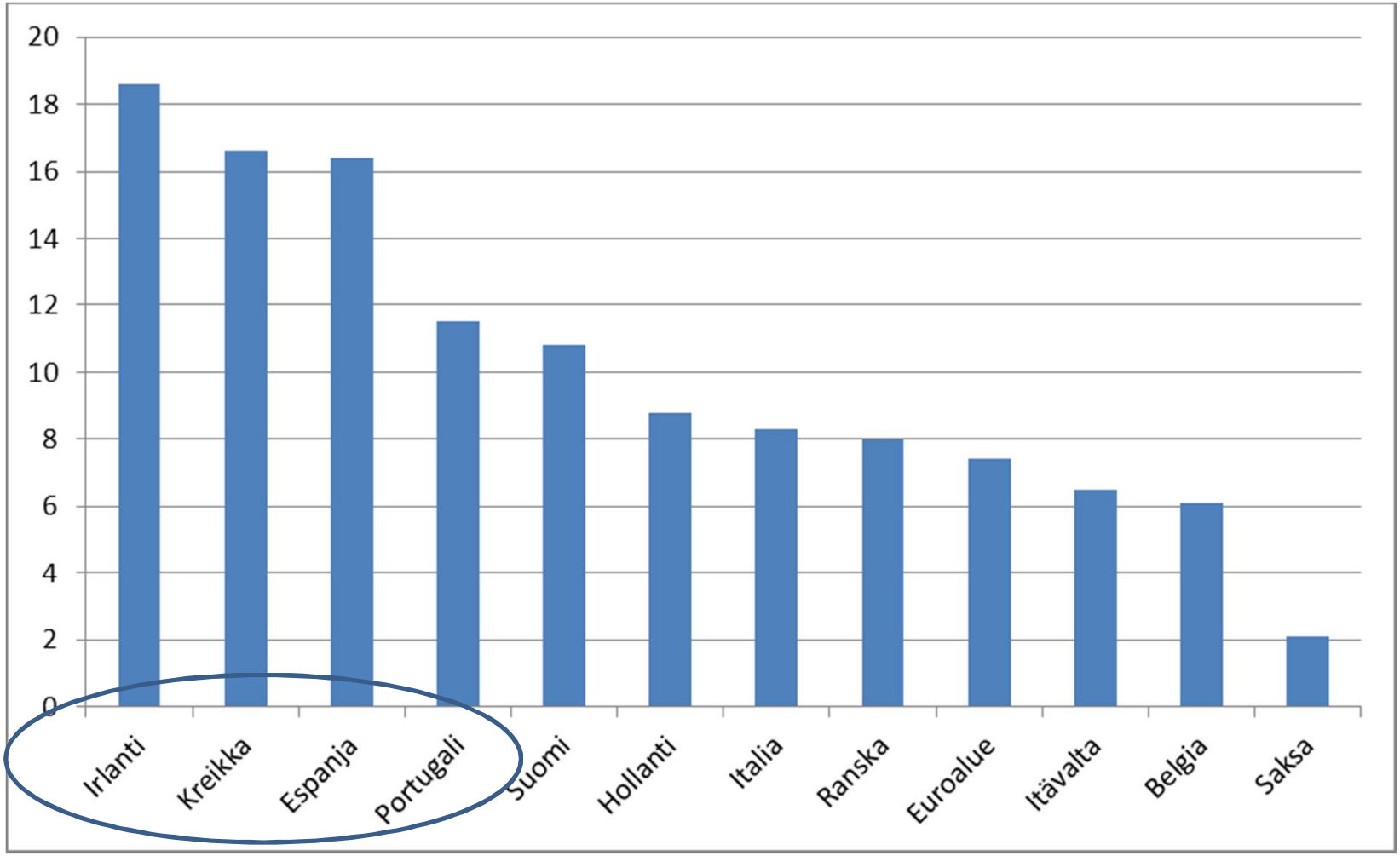
# Taylorin sääntö ytimessä ja periferiassa

Lähde: Malkin ja Nechio (2012)



# Yksityisen sektorin (pl. rahoitusala) luottokannan muutos (% vuodessa) 1999-2008

Lähde: Smets (2011)



# Rahapolitiikka euroalueella

- Luottoekspansio keskittyi paljolti periferiaan
- Yksi ongelmamaita yhdistävä tekijä onkin juuri niiden kokema voimakas luottoekspansio
- Luottoekspansion taustalla ovat siis osin matalat korot
  - Mutta myös riittämätön pankkivalvonta ja rahoituslaitosten riskinoton lisääntyminen
- EKP:n löysä rahapolitiikka 2000-luvun alussa siis tuki luottoekspansiota 2000-luvun alun nousukaudella ja siksi sitä voidaan pitää osasyyllisenä euroalueen nykyisiin ongelmiin

# Vaihtotase

- Jos maa tuottaa enemmän kuin kuluttaa, maalla on vaihtotaseen ylijäämä
  - Nettovienti on positiivinen
- Jos maa kuluttaa enemmän kuin tuottaa, maalla on vaihtotaseen alijäämä
  - Nettovienti on negatiivinen
- Vaihtotaseen ylijäämä → maa säästää ulkoisesti / ulkoisen varallisuuden lisääntyminen
- Vaihtotaseen alijäämä → maa velkaantuu ulkomaille / ulkoisen nettovelan kasvu

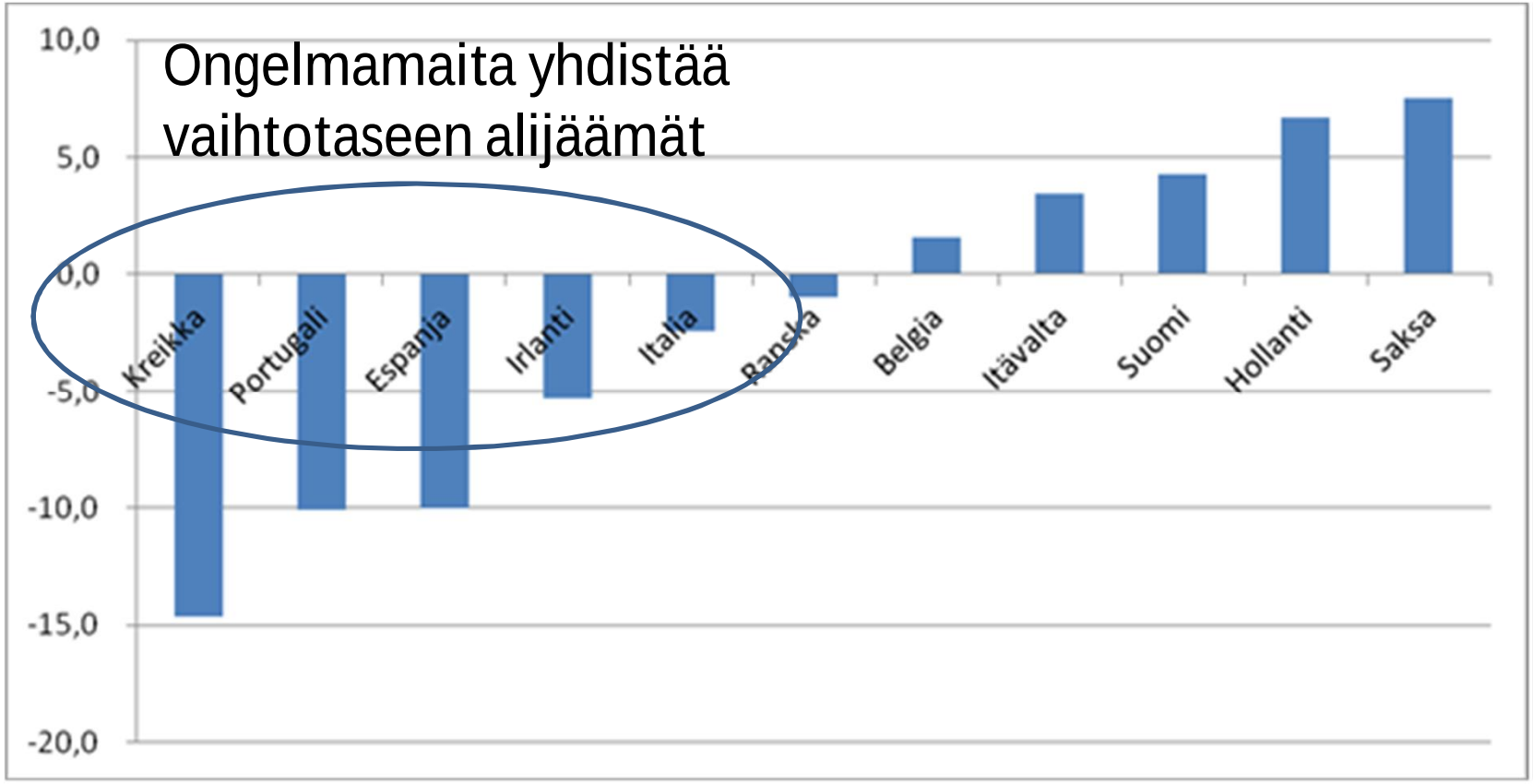
# Periferian luottoekspansio

- Vaihtotasetta vastaa vastakkaismerkkinen nettopääoman virta

1. Euro helpotti pääomien virtaa ytimestä periferiaan
2. Euroalue laski korkoja monessa periferiamaassa
   - Halu ottaa lainaa kasvoi
3. Euro toi monelle periferiamaalle paremman luottoluokituksen sijoittajien silmissä

- Lopputulos oli luottoekspansio: Euroaikana periferiamaat rahoittivat ulkoisella velalla kulutus- ja asuntobuumia ja usein myös julkisia alijäämiä

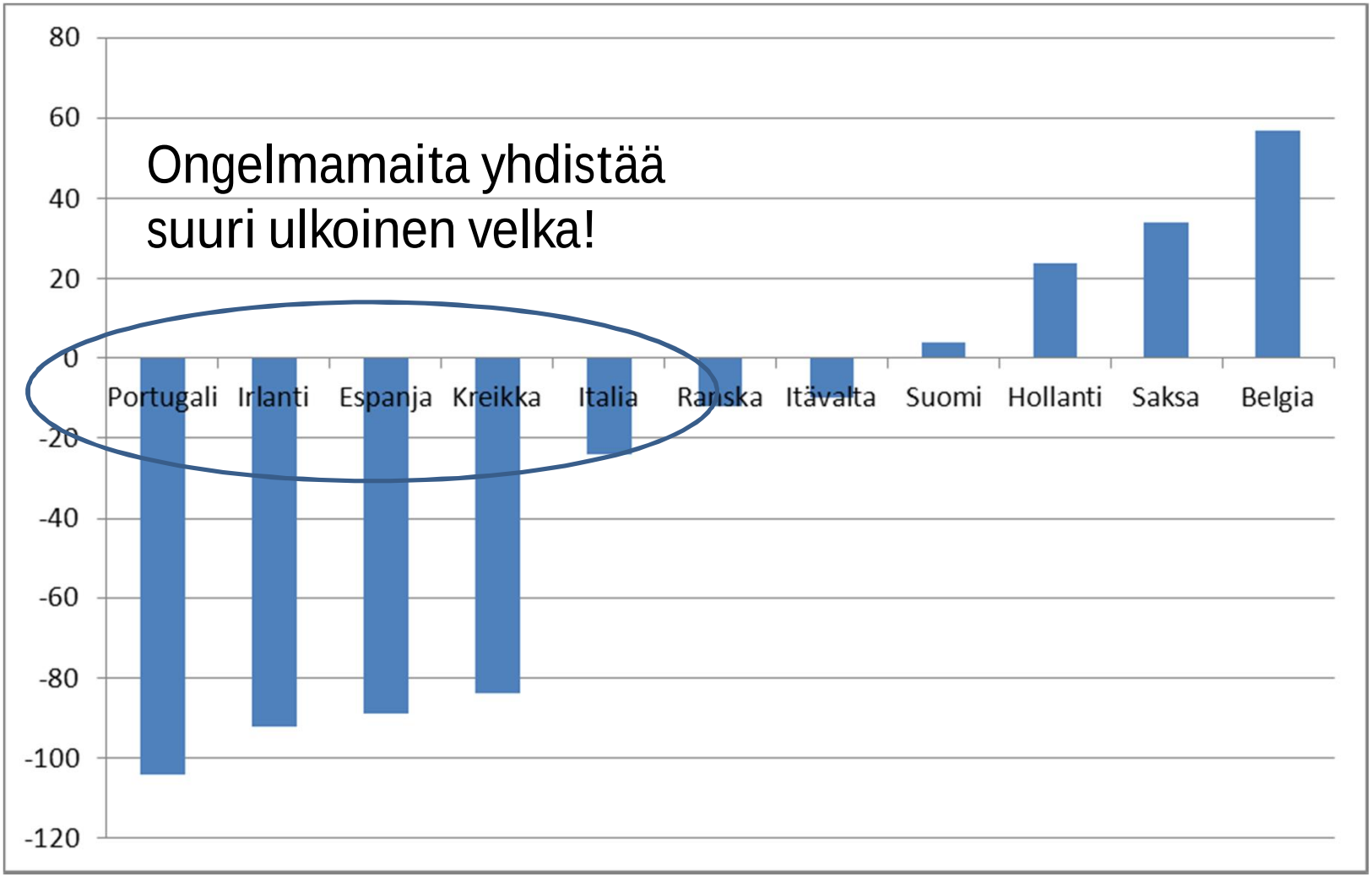
# Vaihtotaseen ylijäämä vuonna 2007, % BKT:stä. Lähde: OECD (2012)



# Vaihtotaseen vajeet

- Vaihtotaseen vaje on rahoituskriisin tyypillinen ominaisuus ja se ennustaa luottoekspansiota
- USA:n vaihtotaseen vaje (5,1 % 2007) on ollut suuri, mutta se kalpenee euroalueen ongelmamaiden alijäämien rinnalla
- Kreikassa (15,4 % 2007), Portugalissa (10,1 %) ja Espanjassa (10,0 %) ulkoinen velkaantuminen lähti käsistä
  - Maat ovat eläneet radikaalisti yli varojen koko euroajan
  - Irlannissa ylikuumenemisen tuoma nopea vaihtotaseen sukellus (5,3 %)
  - Italiassa pieni, mutta krooninen vaihtotaseen alijäämä
- Ongelmamaiden huomattavat vaihtotaseen vajeet ovat tarkoittaneet maiden (yksityisen ja/tai julkisen) ulkoisen nettovelan nopeaa lisääntymistä 2000-luvulla (seuraava kalvo)

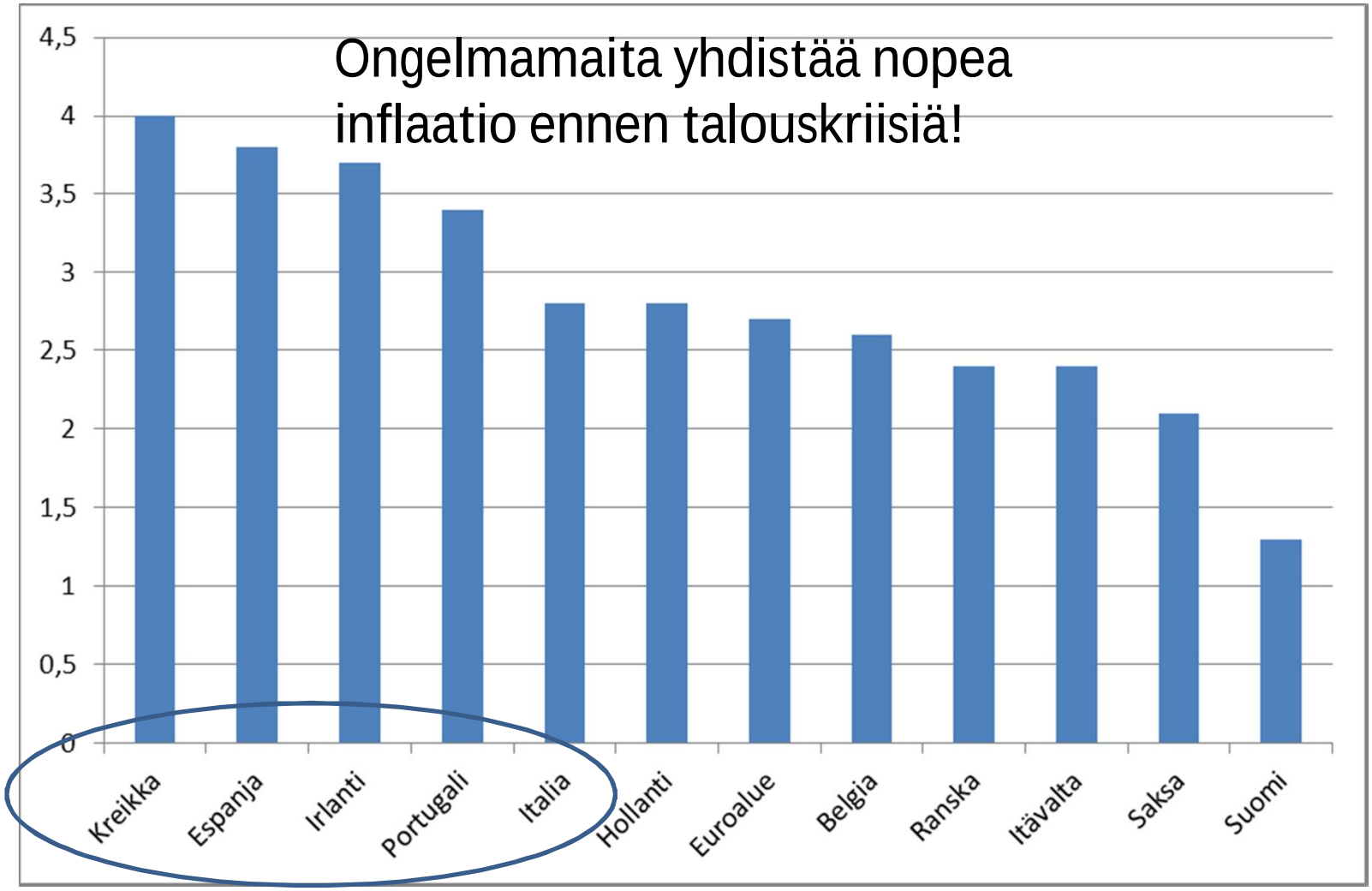
# Euromaiden ulkoinen nettovarallisuus (% BKT:stä). Lähde: Eurostat (2012)



# Miksi vaihtotaseen epätasapaino?

- Ongelmamaiden suurien vaihtotaseen vajeiden taustalla ovat erot maiden kilpailukyvyssä
- Euroalue on jakautunut kahtia
- Ydin piti yllä hintakilpailukykyä → matala inflaatio → niiden hyödykkeiden hinnan suhteellinen laskeminen → kysynnän siirtyminen niiden hyödykkeisiin → nettoviennin kasvaminen
- Periferia otti unohti palkkamaltin → korkea inflaation → kysynnän siirtyminen poista niiden hyödykkeistä → nettoviennin laskeminen
- Lopputulos on ollut suuri euroalueen sisäinen vaihtotaseen epätasapaino

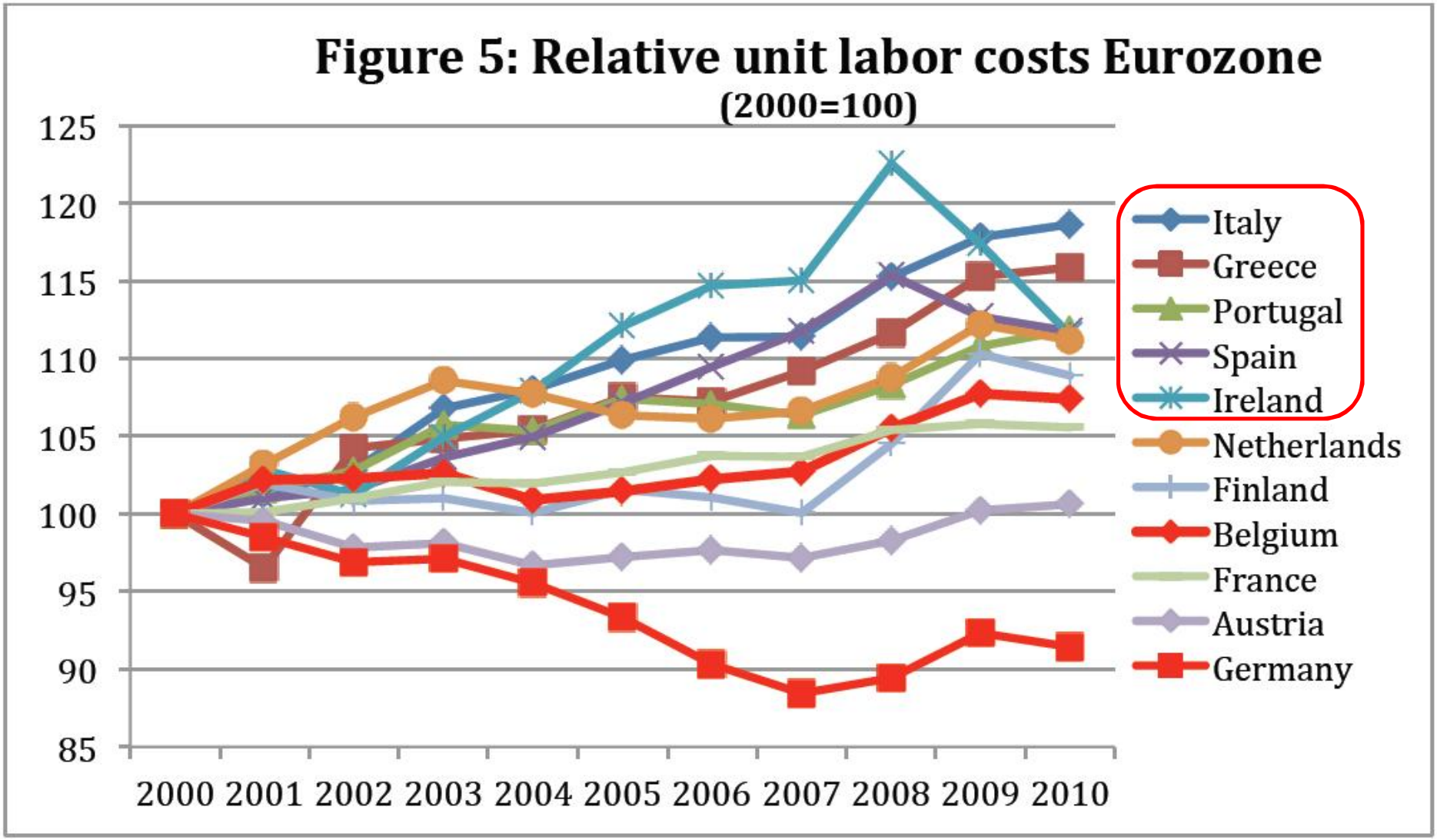
# Inflaatio euromaissa, vuosien 2001–2007 keskiarvo. Lähde: Eurostat (2012)



# Palkankorotukset

- 2000-luvulla palkat nousivat Italiassa, Kreikassa, Portugalissa, Espanjassa ja Irlannissa muuta euroaluetta, erityisesti Saksaa, huomattavasti nopeammin
- Tuottavuuden kasvu ei ollut riittävää kompensoimaan palkkojen nousua
- Siksi periferian maan menettivät hintakilpailukykyä, erityisesti suhteessa Saksaan
- Työmarkkinajärjestöt ovat keskeisiä kriisin aiheuttajia

# Euroaikana eniten hintakilpailukykyä menettäneet maat ovat Italia, Kreikka, Portugali, Espanja ja Irlanti



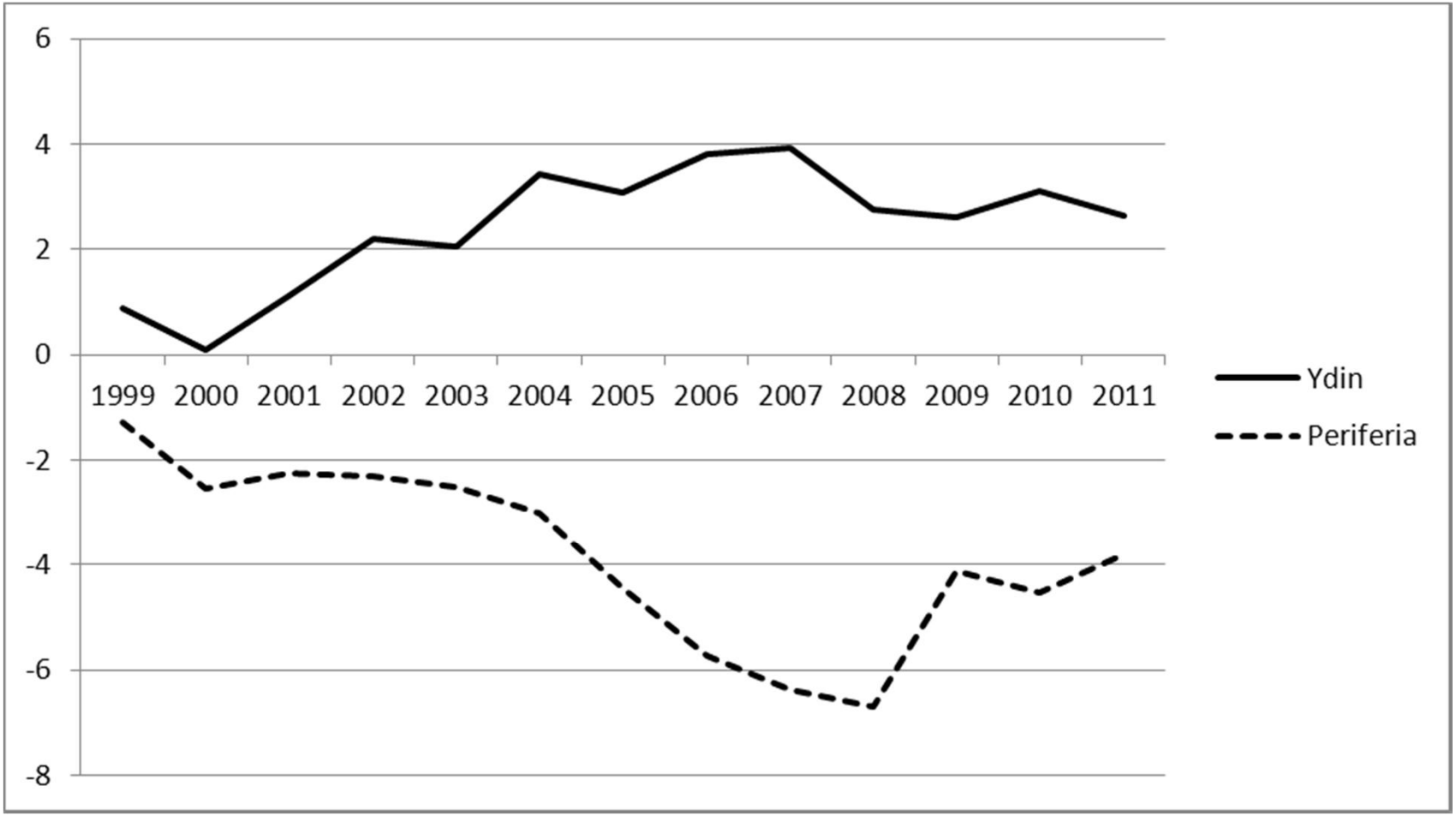

Source: European Commission, Ameco

# Vaihtotaseen vajeet

- 2000-luvun alussa periferiamaiden reaaliset valuuttakurssit vahvistuivat jatkuvasti
- Tämä tarkoittaa, että periferia nettovienti laski
- Periferian vaihtotaseen vajeiden taustalla oli paljolti jatkuva kilpailukyvyn menetys suhteessa ytimeen
- Vastaavasti ytimen, erityisesti Saksan, reaalinen valuuttakurssi suhteessa periferiaan heikkeni
- Tästä on seurannut ytimen ja erityisesti Saksan vaihtotaseen ylijäämän kasvu vuosina 2000–2007

# Vaihtotaseen ylijäämä, % BKT:stä, euroalueen ytimessä ja periferiassa.

Lähde: World Bank (2012).

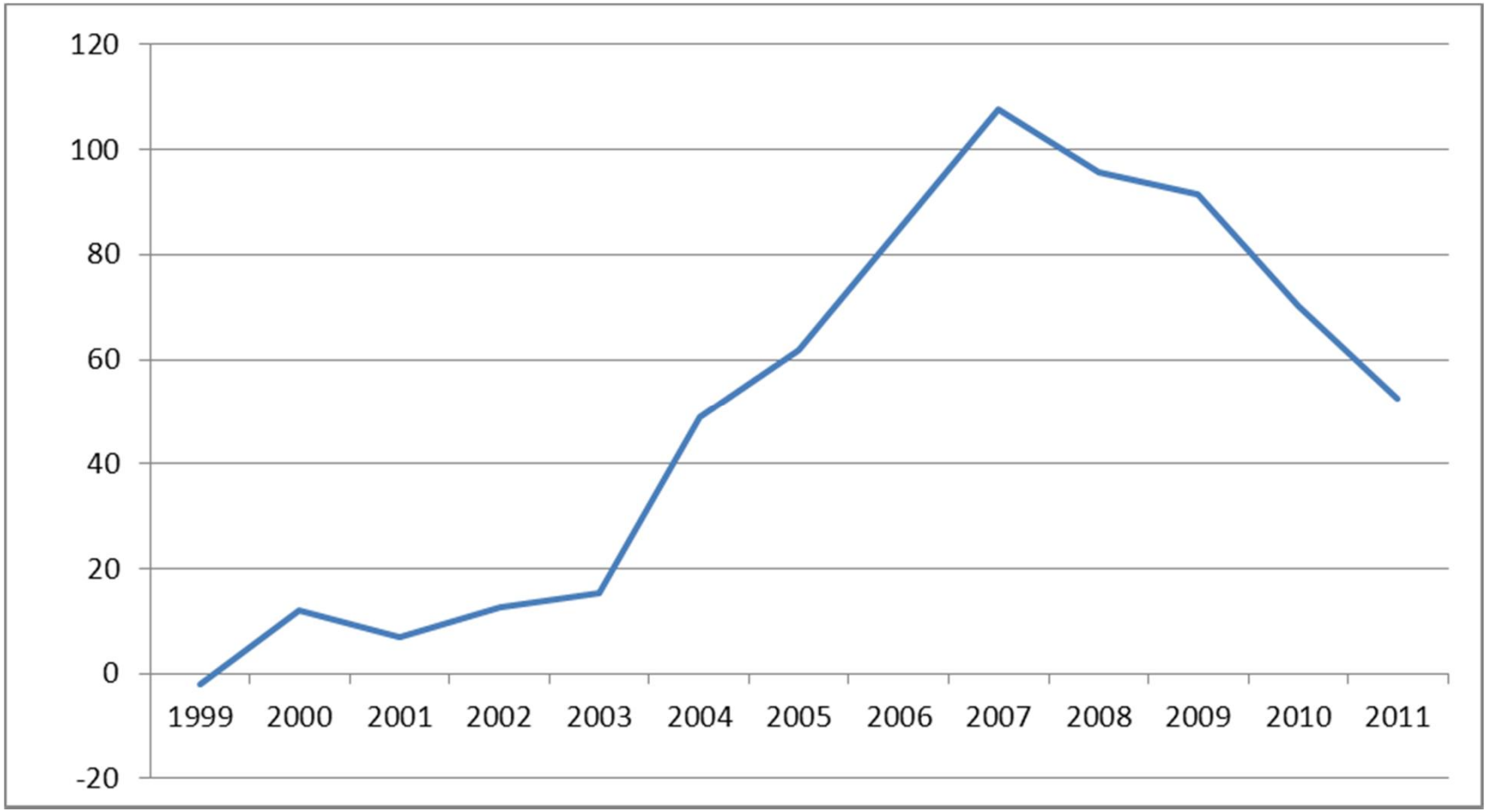


# Saksan vaihtotase

- Ytimen vaihtotaseen ylijäämä on suurelta osin seurausta Saksan ylijäämästä
  - Ranskan vaihtotase oli 2000-luvun nollan tuntumassa ja ennen talouskriisiä jopa negatiivinen
  - Hollannilla ja Suomella oli huomattavat ylijäämät suhteessa BKT:hen, mutta talouksien suhteellisen pienten kokojen takia niiden absoluuttinen suuruus ei ollut merkittävä
- Tarkastellaan lähemmin Saksan vaihtotasetta
- Seuraava kuvio kuvaa Saksan vaihtotaseen ylijäämää *pelkästään muiden euromaiden kanssa*
- Siitä käy hyvin ilmi, että Saksan vaihtotaseen ylijäämä muiden euromaiden kanssa kasvoi kilpailukyvyn parantuessa 2000-luvulla

# Saksan vaihtotaseen ylijäämä (miljardia euroa) muiden euromaiden kanssa.

Lähde: Deutsche Bundesbank (2012).



# Vaihtotaseen epätasapainot

- Euroalueen fundamentaalisen ongelman, suurten vaihtotaseen epätasapainojen, taustalla on siis yhtä fundamentaalinen ongelma: erot kilpailukyvyissä ovat kasvaneet liian suuriksi
- Tätä voidaan pitää euroalueen suurimpana ongelmana
- Kuten edellä on käynyt ilmi, euro ei poistanut inflaatioeroja
- Inflaatioerojen syynä ovat olleet periferian maiden ydintä ja erityisesti Saksaa korkeammat palkankorotukset, jotka eivät ole olleet sopusoinnussa tuottavuuden kanssa

# Euroalueen syvän taantuman taustat

- Talouskriisin taustalla on ainakin löysä rahapolitiikka ja vaihtotaseen vajeet
- Merrouche ja Nier (2011): näiden tekijöiden (ja pankkivalvonnan) suhteellista merkitystä OECD-maiden 2000-luvulla kokemissa talouskriiseissä
- Vaihtotaseen vajeet ovat rahapolitiikkaa huomattavasti merkittävämpi tekijä talouskriisin taustalla
  - Toisaalta rahapolitiikalla nähdään rooli
- Tämän tutkimuksen ja edeltävän analyysin pohjalta voidaan sanoa, että merkittävin tekijä euroalueen talouskriisissä lienee vaihtotaseen vajeet, mutta myös löysä rahapolitiikka

# Euroalueen syvän taantuman taustat

- Gourinchas ja Obstfeld (2012) vertaavat vuosien 2007–2009 talouskriisejä aiempiin pankki-, valuutta- ja julkisiin velkakriiseihin.
- Kotimainen luottoekspansio ja reaalisen valuuttakurssin vahvistuminen ovat parhaat muuttujat selittämään talouskriisejä
- *Euroalueen kriisi voidaankin nähdä juuri luottoekspansion ja periferian reaalisen valuuttakurssin vahvistumisen aiheuttamana*
  - Edellä on käynyt ilmi, että suurinta luottoekspansio oli Irlannissa, Kreikassa, Espanjassa ja Portugalissa
  - Lisäksi reaalinen valuuttakurssi vahvistui suhteellisella yksikkötyökustannuksella mitattuna vuosina 2000–2007 huomattavasti Irlannissa, Espanjassa, Italiassa, Kreikassa ja Portugalissa

# Euroalueen syvän taantuman taustat

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

# Euroalueen talouskasvu

# Euroalueen kriisi oli väistämätön

- Vuonna 2007 euroalue olikin kuin huojuva lato, joka oli vaarassa kaatua seuraavaan myrskyyn
- Myrsky, joka kaatoi ladon, kehittyi 2000-luvun alussa Yhdysvalloissa
- Yhdysvaltojen taantuma (alkoi joulukuussa 2007) ja rahoitusmarkkinakriisi käynnistivät tapahtumat, jotka aloittivat euroalueen taantuman 2008

# Tiivistelmä

- Euroalueen talouskriisin kaksi keskeisintä tekijää ovat luottoekspansio ja erot kilpailukyvyssä
- EKP:n rahapolitiikka oli 2000-luvulla liian löysää (kalvo 10)
- Löysä rahapolitiikka voi selittää osan luottoekspansiosta
- Rahapolitiikka oli liian löysää periferialle (17), mikä voi osin selittää luottoekspansion ja talouskriisin keskittymisen periferiaan
- Lisäksi euro helpotti pääomien virtaa ytimestä periferiaan ja laski korkoja periferiassa
- Näiden yhteisvaikutus oli periferiassa tapahtunut luottoekspansio, joka lisäsi rahoituskriisin todennäköisyyttä (kalvo 18)

# Tiivistelmä

- Toinen keskeinen syy talouskriisiin on erot euromaiden kilpailukyvyssä ja ongelmamaiden suuret vaihtotaseen vajeet
- Ongelmamaiden suuret palkankorotukset, erityisesti suhteessa Saksaan, ovat vieneet niiden kilpailukyvyn
- Tämä on aiheuttanut huomattavan vaihtotaseen epätasapainoon euroalueella (kalvot 22 & 30)
- Periferian suurta vaihtotaseen vajetta voidaankin pitää enemmän oireena rapistuneesta kilpailukyvystä kuin suoranaisena kriisin aiheuttajana

# Tiivistelmä

- Nopea inflaatio (kalvo 26) ja palkankorotukset tuhosivat periferian kilpailukyvyn (28) ja ajoivat maat suurien vaihtotaseen vajeiden maiksi (22 & 30)
- Niinpä ei ole yllätys, että näiden neljän maan vaihtotaseen vajeet olivat ennen talouskriisin alkua euroalueen suurimmat (30)
- Suurien ja/tai pitkään jatkuneiden vaihtotaseen vajeiden seurauksena neljälle pahimmalle ongelmamaalle oli kertynyt huomattavasti muita euromaita enemmän ulkoista velkaa (24)
- Euroalueen talouskriisissä on siis kyse ongelmamaiden kilpailukyvyn menettämisestä ja ulkoisella velalla rahoitetusta yksityisestä luottoekspansiosta