Analyysi

Euroalueen stagnaation riski kasvanut koronakriisin myötä

Kansainvälinen talous | 17.09.2020 |

Lauri Vilmi, Sami Oinonen, Pasi Ikonen, Michaela Elfsbacka Schmöller

KIRJOITTAJAT



Lauri Vilmi
Vanhempi neuvonantaja



Sami Oinonen
Vanhempi ekonomisti



Pasi Ikonen
Vanhempi ekonomisti



Michaela Elfsbacka Schmöller
Vanhempi tutkijaekonomisti

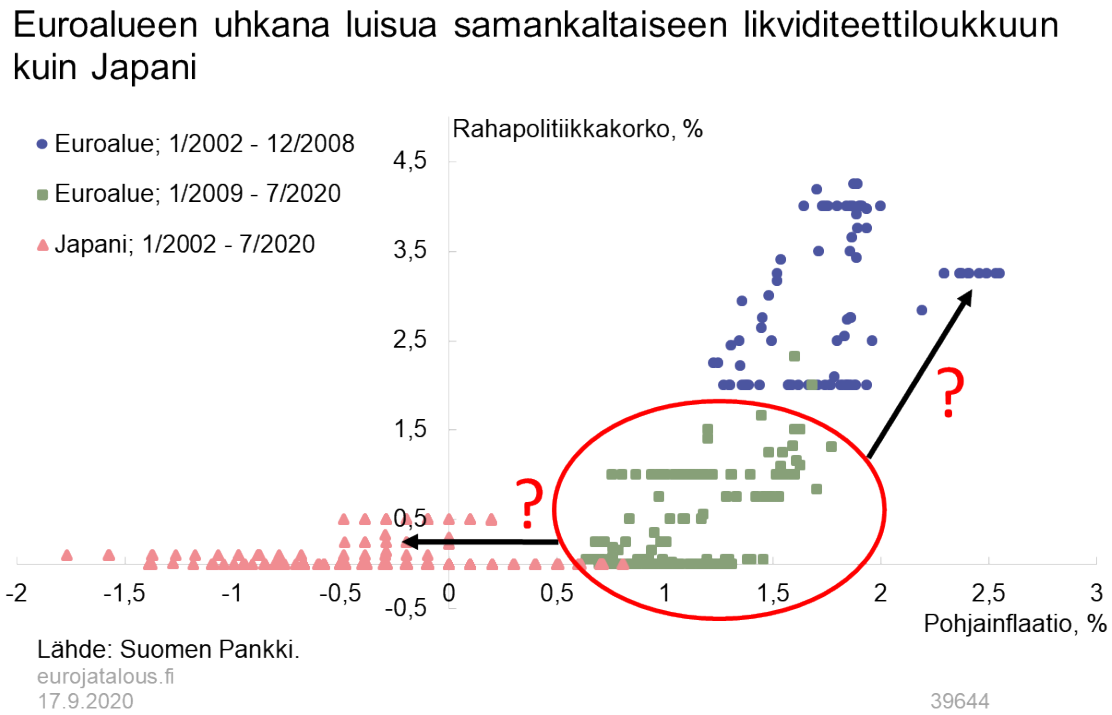
Stagnaatiolla tarkoitetaan hitaan talouskasvun kautta, johon usein liittyvät alhaiset korot ja hidas inflaatio. Vahvimmin stagnaatio on keskusteluissa yhdistetty Japanin talouskehitykseen 1990-luvun alun jälkeen. Euroalueella koronakriisi yhdistettynä jo valmiiksi ikääntyvään yhteiskuntaan, hidastuneeseen tuottavuuskehitykseen sekä paikoitellen jo ennen koronakriisiä korkeiksi nousseisiin velkatasoihin saattaa heikentää talouden elpymiskykyä. Uhkana on luisua hitaan inflaation ja alhaisten korkojen tasapainoon, ns. likviditeettiloukkuun. Riskinä on myös inflaatio-odotusten vaimentuminen. Euroalueella talouspolitiikalla on reagoitu päättäväisesti ja nopeasti koronakriisin heikentämiin talousnäkymiin. Oikein suunnatuilla politiikkatoimilla pystytäänkin vähentämään negatiivisen kehityskulun riskiä.



Euroalueen talouskehitys ei toistaiseksi samankaltaista kuin Japanissa

Koronapandemian käynnistämä talouskriisi on herättänyt kysymyksen, voiko euroalue ajautua samankaltaiseen kehityskulkuun kuin Japani. Samanlainen huoli heräsi myös vuonna 2008 puhjenneen finanssikriisin jälkeen.[1] Stagnaatiolla tarkoitetaan hitaan talouskasvun kautta, johon tyypillisesti liittyvät alhaiset korot ja hidas inflaatio. Vahvimmin stagnaatio on keskusteluissa yhdistetty Japanin talouskehitykseen 1990-luvun alun jälkeen. Japanissa hidas kasvu on yhdistynyt erittäin hitaaseen, jopa ajoittain lievästi negatiiviseen inflaatioon sekä alhaisiin korkoihin. Japanin kehityskulkua kuvataan kuvioissa 1 (nimellisen kasvun pysähtyminen) ja 2 (hitaan inflaation ja nollakoron tasapaino). Kuviossa 1 näkyy Japanin samanaikaisesti hitaasta kasvusta ja inflaatiosta johtuva nimellisen kokonaistuotannon kasvun tyrehtyminen jo 1990-luvun alkupuolelta alkaen. Toistaiseksi euroalueen ja Yhdysvaltojen talouksien nimellinen kasvu on pysynyt selvästi Japania vahvempana.

Kuvio 1.



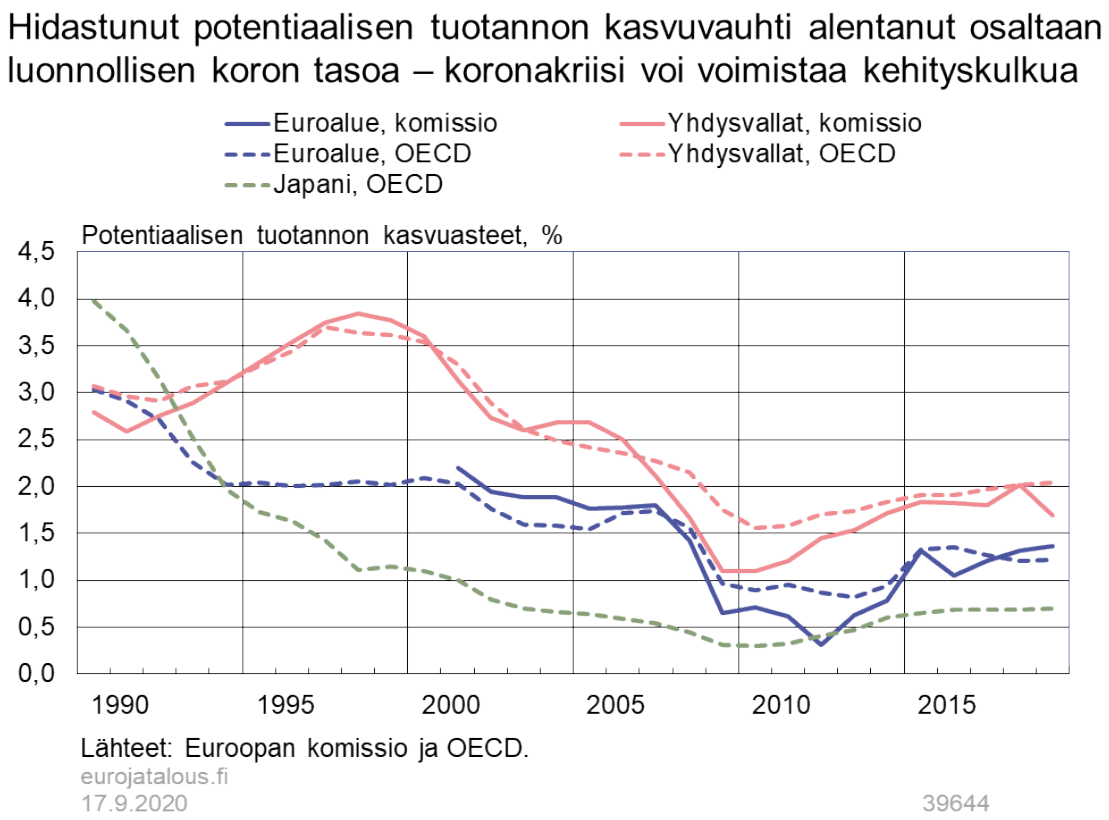
Japanissa stagnaatio alkoi 1990-luvun alun talouskriisin jälkeen. Talouskriisin seurauksena kiinteistöjen arvot ja osakkeiden hinnat romahtivat pitkäkestoisesti ja jyrkästi. Ennen kriisiä omaisuuserien hinnat olivat nousseet Japanissa voimakkaasti rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkamisen tukemana. Japani onkin kärsinyt hitaasta reaalisesta ja nimellisestä talouskasvusta jo kolmen vuosikymmenen ajan. Kriisin jälkeen Japanin taloutta on pyritty elvyttämään monin raha- ja finanssipoliittisin keinoin, mutta tästä huolimatta talouskasvu on pysynyt vaisuna ja inflaatio hitaana.[2] Syinä Japanin talouskehitykseen on pidetty muun muassa väestön ikääntymistä, hidastunutta tuottavuuskehitystä, kriisin alkuvaiheessa hitaasti ja liian pieninä sekä lyhytkestoisina toteutettuja politiikkatoimia ja rahapolitiikkatoimien tehon heikkenemistä, ns. likviditeettiloukkua.[3]

Euroalueen kehitys muistuttaa joiltain, mutta ei toistaiseksi merkittäviltä osin Japanin kehitystä. Yhdysvalloissa talouden kehitys näyttäisi eroavan Japanin kehityksestä vielä enemmän kuin euroalueella. Koronakriisi on heikentänyt kasvu- ja inflaationäkymiä kaikissa kolmessa maassa uudestaan, ja kuten Japanin esimerkki osoittaa, merkittävän taantuman jälkeen riski talouden ajautumisesta stagnaatioon saattaa kasvaa. Euroalueella koronakriisi yhdistettynä jo valmiiksi ikääntyvään yhteiskuntaan, hidastuneeseen tuottavuuskehitykseen sekä paikoitellen jo ennen koronakriisiä korkeiksi nousseisiin velkatasoihin saattaa johtaa siihen, että talouden kyky elpyä heikentyy. Yhdysvaltoja kannattelee talouskasvun kannalta edullisempi demografia.

Kuvio 2 havainnollistaa Japanin hitaan inflaation ja nollakorkojen tasapainoa, jossa Japani on ollut jo vuodesta 1999 alkaen. Tällaista tasapainoa voidaan kuvailla myös ns. likviditeettiloukkuna, jossa kevyt rahapolitiikka ja keskuspankin nollassa pitämä ohjauskorko eivät ole onnistuneet kiihdyttämään inflaatiota tavoitteeseensa.[4]

Rahapolitiikan kannalta on olennaista, millaiseen korko- ja inflaatioympäristöön euroalueen talous päätyy koronakriisin jälkeisinä vuosina. Ennen finanssikriisiä euroalueen inflaatio pysyi tavoitteen tuntumassa. Euroalueella tavoitteena on ylläpitää inflaatio lähellä 2:ta prosenttia mutta alle sen keskipitkällä aikavälillä. Kuviosta 2 havaitaan, että vuosina 2002–2008 rahapolitiikkakorko oli selvästi nollan yläpuolella, vaihdellen noin 2:sta noin 4,5 prosenttiin (siniset pisteet). Myös pitkän ajan inflaatio-odotukset pysyivät vakaina. Tällöin rahapolitiikalla oli liikkumavaraa reagoida talouden sokkeihin ja inflaationäkymien muutoksiin tavanomaisella korkopolitiikalla. Kun inflaatio hidastui, ohjauskorkoa pystyttiin alentamaan ja siten elvyttämään taloutta.

Kuvio 2.



Japanin talous on sen sijaan ajautunut tilaan, jossa inflaatio on hidas ja nimelliskorot ovat alhaiset. Inflaatio on pysynyt sitkeästi nollan tuntumassa tai käynyt jopa negatiivisena korkojen ollessa nollassa (pinkit pisteet). Myös inflaatio-odotukset ovat olleet vaimeat. Tällaisessa tilanteessa tavanomainen korkopolitiikka ei pysty vakauttamaan inflaatiokehitystä, ja Japanin keskuspankki

onkin turvautunut lukuisiin epätavanomaisiin politiikkatoimiin. Tällaisesta tasapainosta on kuitenkin vaikea päästä pois.

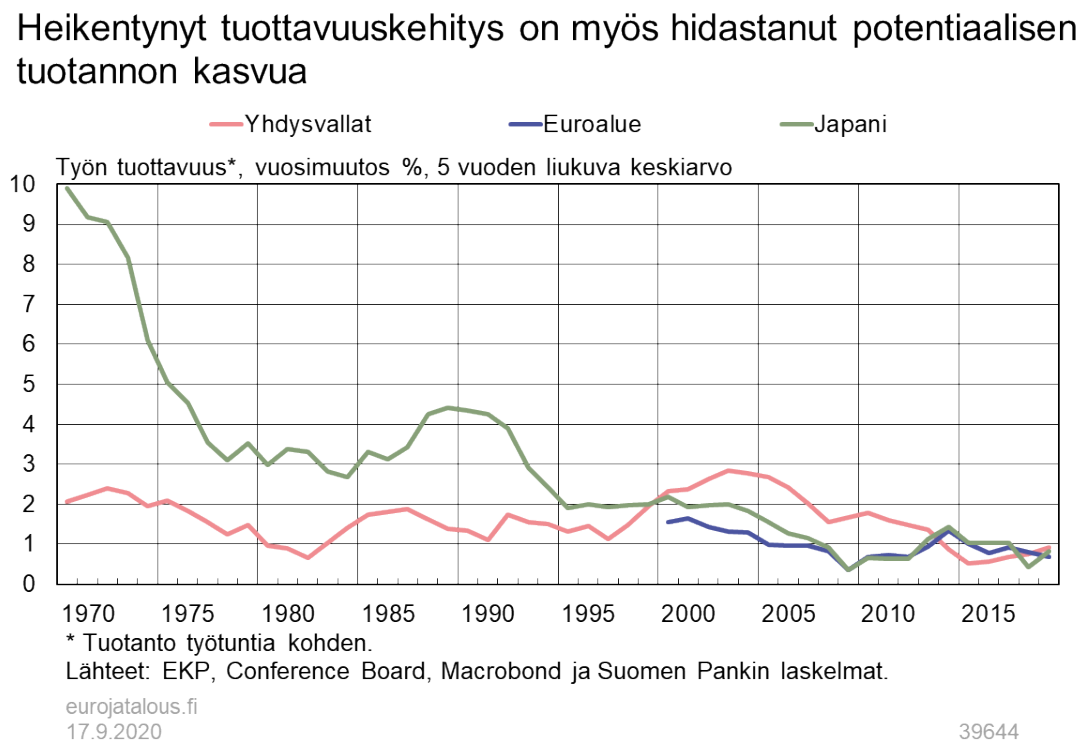
Finanssikriisin jälkeen euroalueen talous on ollut kahden edellä kuvatun talouden tilan välissä. Pohjainflaatio on pysynyt hitaana 1 prosentin tuntumassa (vihreät pisteet). Inflaatio-odotukset ovat myös laskeneet, mutta esimerkiksi markkinaperusteiset pitkän ajan (5 vuotta 5 vuoden jälkeen) odotukset ovat pysyneet viime vuosina pääosin noin 1 prosentissa tai tätä suurempina. Euroopan keskuspankki on reagoinut heikentyneisiin inflaationäkymiin voimakkaasti alentamalla ohjauskorkojaan (talletuskorko negatiivinen) ja ottamalla käyttöön lukuisia epätavanomaisia rahapolitiikan toimia. Koronakriisi on herättänyt huolen alhaisten korkojen ja hitaan inflaation kauden pitkittymisestä euroalueella sekä samankaltaiseen likviditeettiloukkuun joutumisesta kuin Japani. Yhdysvalloissa pohjainflaation kehitys on ollut vakaampaa, mutta koronakriisin vuoksi inflaatio on myös siellä vaimentunut ainakin väliaikaisesti.[5]

Tässä artikkelissa tarkastellaan pitkäkestoisesti vaimeaan talouskasvuun, hitaaseen inflaatioon ja alhaisiin korkoihin johtavia tekijöitä sekä verrataan euroalueen tilannetta Japaniin ja Yhdysvaltoihin. Lisäksi arvioidaan koronakriisistä johtuvaa stagnaation uhkaa euroalueella. Stagnaation uhka näyttäisi kasvaneen euroalueella, mutta talouspolitiikalla pystytään pienentämään tätä riskiä merkittävästi.

Koronakriisi voi alentaa luonnollisen koron tasoa ja siten rahapolitiikan liikkumavaraa entisestään

Luonnollinen reaalikorko on tärkeä talouden tilaa määrittävä tekijä. Luonnollinen reaalikorko tarkoittaa koron tasoa, jolla talouskasvu pysyy keskipitkällä aikavälillä potentiaalisella tasollaan ja inflaatio asettuu pitkän ajan tasapainoonsa. Luonnollisen reaalikoron tason arvioidaan alentuneen globaalisti finanssikriisin myötä (kuvio 3). Holstonin, Laubachin ja Williamsin arvioiden mukaan tasapainoinen reaalikorko oli ennen koronakriisiä laskenut sekä Yhdysvalloissa että euroalueella 2000-luvun alun noin 2–3 prosentista noin 0,5 prosenttiin. Markkinaperusteiset pitkät reaalikorot ovat linjassa tämän kehityksen kanssa (kuvio 3). Ne olivat vuoden 2020 toisella neljänneksellä noin −1 prosentissa sekä euroalueella että Yhdysvalloissa.

Kuvio 3.

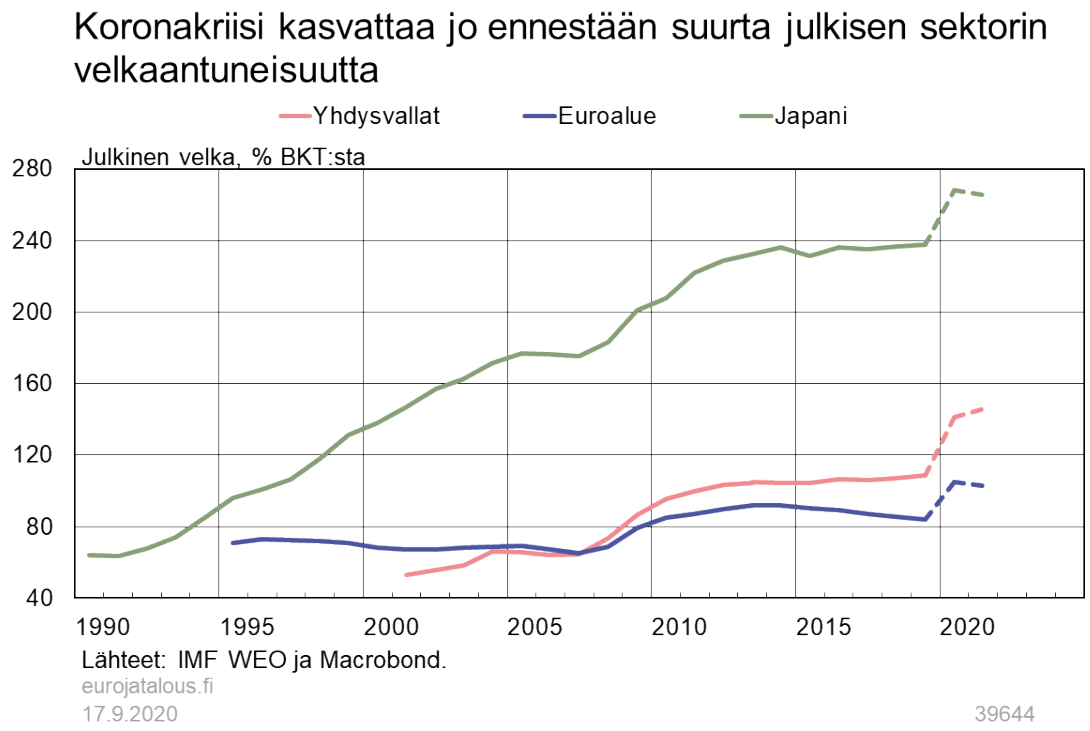


Luonnollisen reaalikoron alentumisen takia keskuspankeilla on taantumassa aikaisempaa vähemmän liikkumavaraa keventää korkotasoa, ja keskuspankit joutuvatkin yhä useammin operoimaan korkojen alarajalla (*effective lower bound*, ELB). Siten alentunut reaalikoron taso lisää stagnaation todennäköisyyttä. Alentunut luonnollisen koron taso saattaa ruokkia inflaatio-odotusten heikkenemispaineita ja siten vaikuttaa myös tätä kautta toteutuvaan inflaatioon.

Tasapainoisen reaalikoron laskulle on esitetty useita syitä, joista keskeisimpiä ovat potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdin vaimentuminen, väestön ikääntymisen tuomat muutokset säästämiskäyttäytymiseen ja investointihalukkuuteen, velkatasojen nousu sekä investointihyödykkeiden hintojen aleneminen.[6] Euroalueella, Japanissa ja Yhdysvalloissa potentiaalisen tuotannon kasvu on hidastunut 1990-luvun alkuun verrattuna (kuvio 4). Japanissa potentiaalisen tuotannon kasvun arvioidaan hidastuneen noin 1 prosenttiin jo 1990-luvulla. Yhdysvalloissa hidastuminen alkoi 2000-luvun alusta, ja euroalueella potentiaalisen tuotannon kasvun arvioidaan pysyneen suhteellisen vakaana 1990-luvun puolivälistä lähtien ja hidastuneen jyrkästi finanssikriisin yhteydessä. Ennen koronakriisiä talouden potentiaalisen kasvuvauhdin arvioitiin Yhdysvalloissa olevan noin 2 prosentin luokkaa, kun euroalueella sen arvioitiin olevan vain reilussa 1,0 prosentissa ja Japanissa yli 0,5 prosentissa. Koronakriisin myötä on riskinä, että potentiaalisen tuotannon kasvu hidastuu pysyvämmin työvoiman supistumisen ja pääomapanoksen vähentymisen takia, koska esimerkiksi pitkäaikaistyöttömyys kasvaa,

investointihalukkuus vaimenee tai yritykset joutuvat konkurssiin. Lisäksi koronakriisi voi heikentää tuottavuuskehitystä, mikä vaikuttaa suoraan potentiaaliseen tuotantoon.

Kuvio 4.



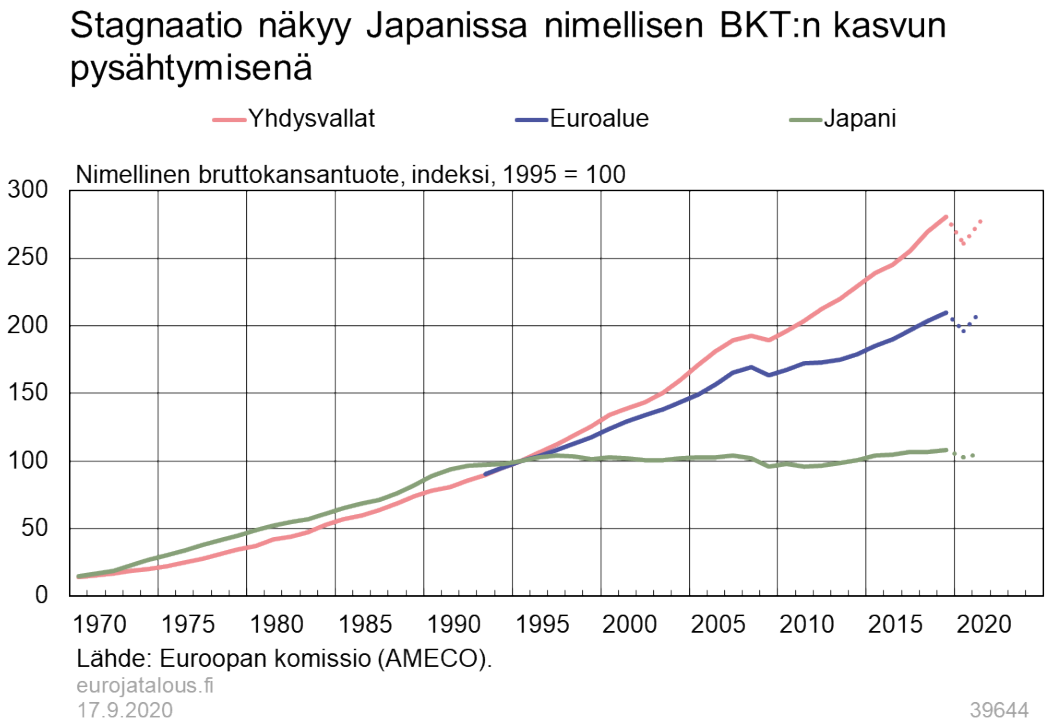
Väestön ikääntyminen ja tuottavuuden kasvun hiipuminen altistivat taloudet stagnaatiolle jo ennen koronaepidemian puhkeamista

Yksi potentiaalisen tuotannon kasvua hidastava tekijä on demografinen kehitys, jossa syntyvyyden laskusta ja eliniän pidentymisestä seuraa väestön ikääntyminen ja työikäisen väestön määrän väheneminen. Japanissa kehitys alkoi jo 1990-luvun puolivälissä ja on ollut useita muita maita voimakkaampaa. Vuoteen 2018 mennessä Japanin työikäisen väestön määrä (15–64-vuotiaat) oli laskenut noin 17 prosentilla verrattuna vuoden 1995 määrään. Samalla aikavälillä Yhdysvalloissa työikäinen väestö kasvoi 23 prosentilla ja euroalueellakin noin 3 prosentilla. Jatkossa euroalueen demografisen kehityksen uskotaan muistuttavan yhä enemmän Japanin polkua. Työikäisen väestön määrä on jo alkanut laskea euroalueella, ja laskun uskotaan kiihtyvän yhä. Euroalueella 15–64-vuotiaiden määrä supistuu noin 0,15 prosentin vuotuista vauhtia, kun Yhdysvalloissa 15–64-vuotiaiden määrä kasvaa suunnilleen samaa vauhtia. Nämä erot demografiassa heijastuvat suoraan talouden kasvuvauhteihin (kuvio 5). Kuviosta nähdään, että vuodesta 1995 lähtien kokonaistuotanto on kasvanut Yhdysvalloissa noin 80 prosentilla,

euroalueella 40 prosentilla, mutta Japanissa vain 20 prosentilla. Kun BKT:n kehitys suhteutetaan työikäisen väestön kasvuun, erot alueiden välillä häviävät ja Japanin talouskehitys näyttää samankaltaiselta kuin euroalueella ja Yhdysvalloissa. Merkittävä osa Japanin viime vuosikymmenien heikosta talouskasvusta johtuukin siis sen muita maita aikaisemmin ja voimakkaampana kohtaamasta demografisesta muutoksesta. Toisin sanoen työikäisen väestön kasvun hidastuminen tai jopa supistuminen vaimentaa kasvulukuja, vaikka tuottavuuden kasvu pysyisi ennallaan.

Väestön ikääntyminen vaikuttaa talouskasvuun ja luonnolliseen korkoon useita eri kanavia pitkin. Työikäisen väestön supistuminen vähentää suoraa työn tarjontaa ja siten hidastaa potentiaalisen tuotannon kasvuvauhtia. Väestön ikääntyminen alentaa myös kokonaiskysyntää, koska se lisää säästämistä ja pienentää tuloja. Nämä tekijät heikentävät yritysten investointihalukkuutta. Kasvanut eliniän odote lisää säästämistarpeita, mikä alentaa tasapainoisen luonnollisen koron tasoa.[7] Euroalueen vaisujen väestönäkymien uskottiin alentavan reaalikoron tasoa jo ennen koronaepidemian puhkeamista.

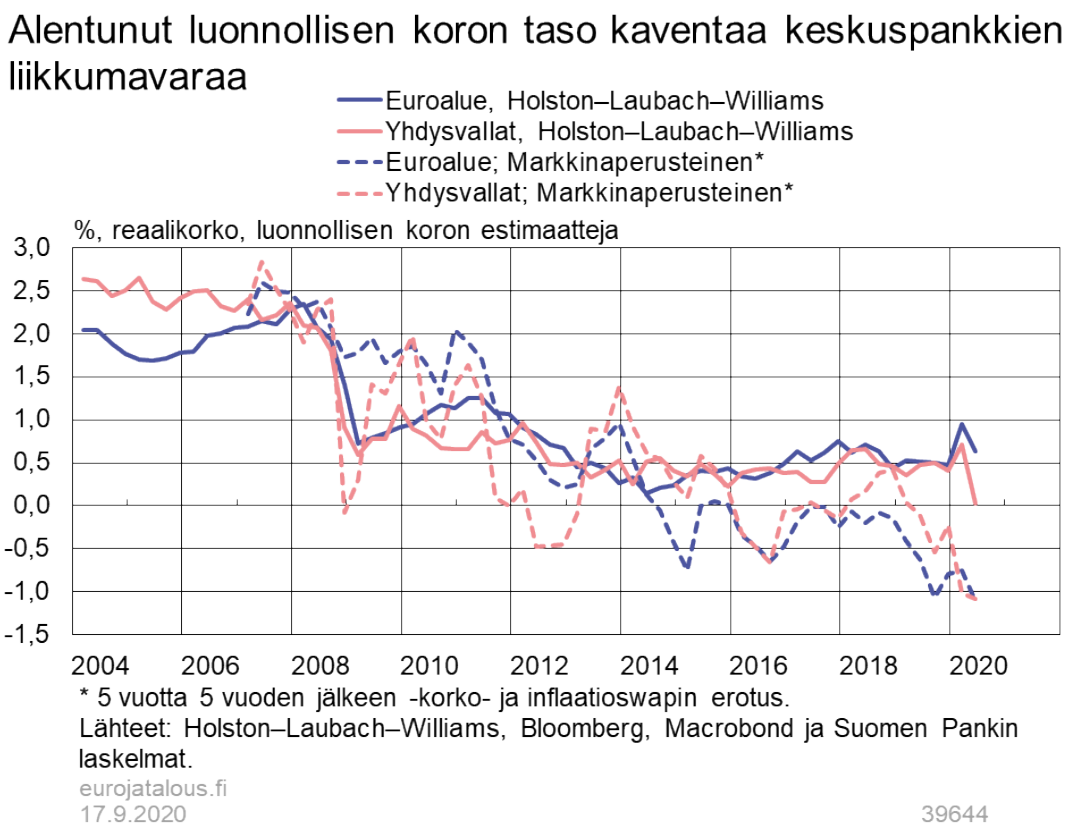
Kuvio 5.



Työvoiman tarjonnan lisäksi potentiaalisen tuotannon kasvua on hidastanut heikko tuottavuuskehitys. Tuottavuuden keskimääräinen kasvu on vaimentunut kaikilla kolmella talousalueella viime vuosina alle 1,0 prosenttiin, kun se vielä 2000-luvun alussa oli euroalueella 1,5 prosentin tuntumassa ja Japanissa ja Yhdysvalloissa lähellä 2:ta prosenttia (kuvio 6).

Tuottavuuden heikentynyt kehitys ei ole erityisesti euroalueen ongelma, vaan sen kehitys on ollut viime vuosina melko samankaltaista euroalueella, Japanissa ja Yhdysvalloissa. Ero 2000-luvun alkuun verrattuna on se, että silloin Yhdysvalloissa tuottavuuden kasvu oli selvästi Japania ja euroaluetta voimakkaampaa. Gordon (2015) arvioi kehityssuunnan johtuvan siitä, että uusien teknologioiden ja innovoinnin vaikutus talouskasvuun on vähentynyt. Erityisesti tietotekniikan tuottavuushyötyjen on arvioitu vähentyneen 2000-luvun alkuun ja sitä edeltäneeseen aikaan verrattuna. Myös palveluiden kasvanut osuus taloudessa on vaikuttanut tuottavuuden kasvun heikkenemiseen, sillä palvelusektorilla tuottavuus on ollut heikompaa kuin teollisuudessa ja tietotekniikassa.[8] Finanssikriisiin liittyvissä tutkimuksissa on havaittu, että kriisillä on ollut pitkäkestoisia talousvaikutuksia myös tuottavuuskehityksen kautta, sillä se alensi sekä yritysten tuotekehityspanostuksia että uuden teknologian käyttöönottoa.[9] Jos koronakriisillä on vastaavanlaisia pitkäkestoisia negatiivisia vaikutuksia erityisesti tuotekehitysinvestointeihin, tuottavuuden kasvu voi hidastua entisestään ja pitkäkestoisesti myös tämän kriisin seurauksena. Toisaalta, jos koronakriisin vuoksi panostukset digitaaliseen teknologiaan ja sen käyttöönottoon kiihtyvät, saattavat koronakriisin kokonaisvaikutukset tuottavuuskehitykseen muuttua parhaassa, mutta ei kovin todennäköisessä, tapauksessa jopa myönteisiksi. Lisäksi koronakriisi voi muokata työelämän käytäntöjä ja yritysten toimintamalleja tehokkaammiksi.[10] Näiden hyötyjen toteutumiseen liittyy kuitenkin hyvin paljon epävarmuutta. Jos näin kuitenkin kävisi, myös luonnollinen korko nousisi ja rahapolitiikan liikkumavara kasvaisi.

Kuvio 6.



Kriisin vuoksi nousseet velkatasot ja kasvaneet taseiden sopeutustarpeet voivat lisätä stagnaation riskiä

Talouskriiseihin ovat usein liittyneet varallisuushintojen jyrkkä lasku ja ylivelkaantuneisuuden purku. Esimerkiksi Japanin 1990-luvun alun talouskriisin jälkeen asuntojen hinnat laskivat pitkäkestoisesti 18 vuoden ajan, ja hinnat laskivat yhteensä 45 %. Samalla yksityisen sektorin velkatasot laskivat tasaisesti ja kääntyivät kasvuun vasta vuonna 2012 alkaneen Abenomicsin myötä. Velkasopeutus vähentää kulutus- ja investointimahdollisuuksia ja näkyy siten heikompana talouskasvuna ja alempana luonnollisen koron tasona. Ylivelkaantuminen ja voimakas tasesopeutus olivat nähtävissä myös vuoden 2008 finanssikriisin yhteydessä. Erityisesti Yhdysvalloissa mutta myös esimerkiksi Espanjassa asuntojen hinnat nousivat ennen kriisiä voimakkaasti ja romahtivat kriisin puhjettua. Useassa maassa yksityisen sektorin velkatasot sopeutuivat pitkän ajan. Koronakriisi lähti liikkeelle epidemian puhkeamisesta. Sitä ennen euroalueella ei ollut nähtävissä moneen aikaisempaan kriisiin liittyvää velkaantuneisuuden kertymistä ja myös asuntojen hinnat kehittyivät maltillisesti. Kuitenkin velkatasot ovat paikoitellen pysyneet korkeahkoina viime vuosinakin, ja koronaepidemian sekä poikkeustoimien seurauksena julkisen sektorin lisäksi erityisesti osa yrityksistä on joutunut turvautumaan

runsaaseen velanottoon kriisin akuutista vaiheesta selvitäkseen. Tämä lisää tulevina vuosina tarvetta sopeuttaa velkatasoja. Eggertsson, Mehrotra ja Robbins (2019) osoittavat, että myös väliaikaiset velkaantuneisuuden vähentämistarpeet saattavat johtaa pitkäkestoisesti alhaiseen luonnollisen koron tasoon. Mian, Straub ja Sufi (2020) osoittavat, että korkeat yksityiset ja julkiset velkatasot jo sinänsä vähentävät kokonaiskysyntää ja painavat luonnollista reaalikorkoa alaspäin.

Heikentyneiden reaalitalouden perustekijöiden lisäksi riskinä vaimeat inflaatio-odotukset

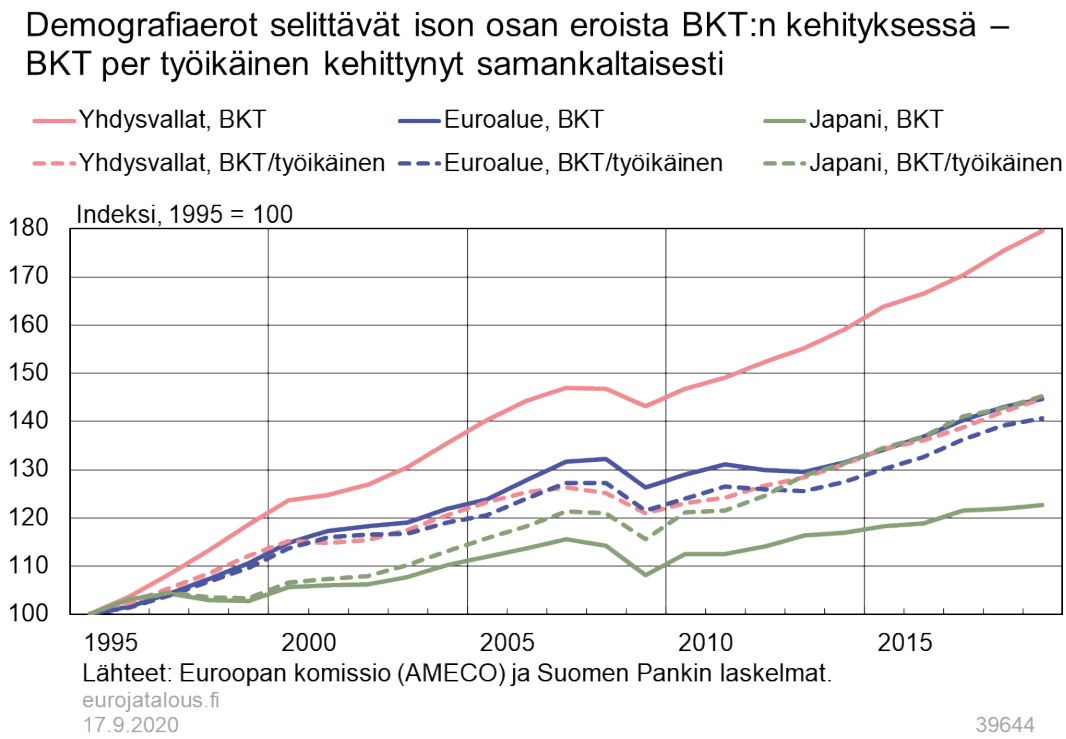
Väestön ikääntyminen ja tuottavuuden kasvun hiipuminen ovat pitkäkestoisia muutoksia talouden perustekijöissä. Nämä muutokset ovat alentaneet luonnollisen koron tasoa ja korkojen alarajan vuoksi vähentäneet keskuspankin liikkumavaraa reagoida tavanomaisella korkopolitiikalla taloustilanteen heikentymiseen. Mitä voimakkaammin ja useammin korkojen alaraja heikentää rahapolitiikan reaktioita, sitä todennäköisemmin myös inflaatiokehitys jää keskuspankin tavoittelemaa vajavaisemmaksi. Tämä voi johtaa hitaan inflaation ja alhaisten korkojen tasapainoon.[11] Tähän kehitykseen liittyy inflaatio-odotusten lasku pitkäkestoisesti vaimeiksi. Talouden perustekijöiden heikkenemisen lisäksi inflaatio-odotuksia voivat painaa myös itseään toteuttavat inflaatio-odotukset.[12]

Inflaatio-odotuksia pidetään talousteoriassa keskeisenä ajurina keskipitkän ajan inflaationäkymille. Kun yritykset ja kotitaloudet odottavat inflaation pysyvän vaimeana tulevaisuudessa, kilpailluilla markkinoilla toimivat yritykset ovat haluttomia nostamaan hintoja ja joustavat ennemmin marginaaleistaan. Inflaatio-odotusten keskeinen rooli hinnanasetannassa tulee ilmi myös makrotalousteoriassa keskeisessä osassa olevassa uuskeynesiläisessä Phillipsin käyrässä, jonka mukaan nykyiseen inflaatiovauhtiin vaikuttavat odotukset tulevasta inflaatiosta, nykyiset kotimaiset kustannuspaineet sekä ulkoa tulevat kustannuspaineet raaka-aineiden ja muiden tuontihintojen takia.

Kuviossa 7 on esitetty inflaatio-odotukset kaikille kolmelle talousalueelle. Inflaatio-odotukset laskivat Japanissa 1990-luvun alussa selvästi ja pysyivät tämän jälkeen sitkeästi nollan tuntumassa ja kävivät jopa negatiivisina.[13] Euroalueella pitkät inflaatio-odotukset ovat laskeneet vuoden 2012 jälkeen toteutuneen inflaation tavoin. Odotukset ovat kuitenkin pysyneet selvästi positiivisina, ja euroalue on onnistunut välttämään Japanin vuosien 1999–2012 kaltaisen inflaatio-odotusten romahtamisen jopa negatiivisen puolelle. Yhdysvalloissa pitkän ajan inflaatio-odotukset ovat pysyneet suurempina kuin euroalueella, noin 2 prosentissa tai sitä ylempänä. Alentuneet inflaatio-odotukset ovat yksi potentiaalinen selitys euroalueella pitkään jatkuneelle hidastuneen inflaation aikakaudelle. Riskinä on, että koronakriisi saattaisi jatkossa lisätä inflaatio-

odotuksiin kohdistuvia heikkenemispaineita.

Kuvio 7.



Benhabib, Schmitt-Grohé ja Uribe (2001) tutkivat itseään toteuttavien inflaatio-odotusten kautta syntyvää inflaatio-odotusten laskua ja osoittavat, että kun nollakorkoraja aiheuttaa epälineaarisuuksia rahapolitiikan reagointiin esimerkiksi rajoittamalla tavanomaisen korkopolitiikan liikkumavaraa, talous voi asettua joko keskuspankin inflaatiotavoitteen mukaiseen tasapainoon tai nollakorkojen ja hitaan inflaation tasapainoon. Ensimmäisessä tapauksessa inflaatio-odotukset ovat ankkuroituneet keskuspankin inflaatiotavoitteen mukaisesti ja rahapolitiikka pystyy reagoimaan korkopolitiikalla talouden tilan muutoksiin. Hitaan inflaation ja alhaisten inflaatio-odotusten tasapainossa rahapolitiikan kyky reagoida on sen sijaan rajoittunut. Koronakriisin yhteydessä on tärkeää estää inflaatio-odotusten laskuun johtava kehityskulku käyttämällä aktiivisesti rahapolitiikan epätavanomaisia keinoja, jotta voidaan välttää hitaan inflaation tasapainoon ajautuminen.

Hills, Nakata ja Schmidt (2019) tarkastelevat inflaatio-odotusten laskua korkojen alarajasta ja talouden perustekijöistä, kuten potentiaalisen tuotannon kasvuvauhdista ja luonnollisen koron tasosta, johtuvina. Heidän mukaansa inflaatio-odotusten laskua voi selittää se, että jo pelkästään mahdollisuus korkopolitiikan ajautumisesta alarajalle tulevaisuudessa luo häntäriskin tulevalle inflaatiokehitykselle ja laskee inflaatio-odotuksia. Viime vuosien erittäin alhaisten korkojen aikakausi on voinut konkretisoida tätä mahdollisuutta entisestään. Kun koronakriisin myötä

potentiaalisen tuotannon kasvu on voinut hidastua, epävarmuus on kasvanut ja luonnollinen korko on voinut alentua, tällaisen häntäriskin toteutuminen on voinut tulla aikaisempaa todennäköisemmäksi.[14] Hillsin, Nakatan ja Schmidtin (2019) tulosten perusteella tämä näkyisi aikaisempaa vaimeampina inflaatio-odotuksina ja hitaampana inflaationa, vaikka rahapolitiikan liikkumavara ei olisikaan juuri tällä hetkellä rajoittunutta.

Koronakriisin myötä kasvanut stagnaation riski lisää voimakkaiden politiikkatoimien tarvetta

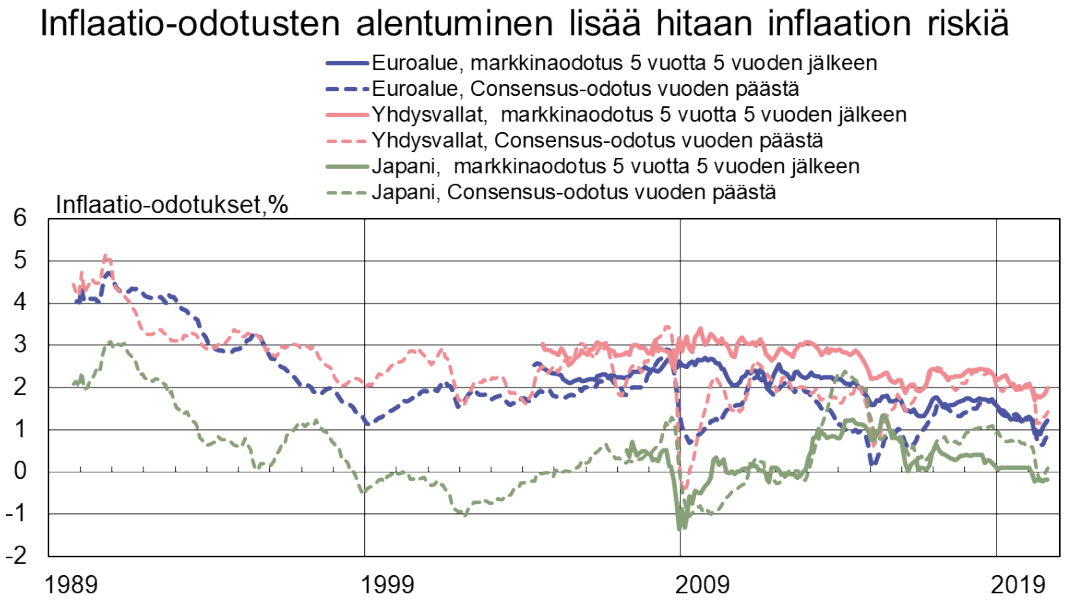
Koronapandemian aiheuttama talouskriisi käynnistyi terveyteen kohdistuvasta uhasta ja viruksen hillitsemisen kannalta välttämättömistä talouden rajoitustoimista. Tällä kertaa rahoitussektorin ongelmat eivät laukaisseet kriisiä. Tilanne eroaa monessa mielessä useasta aiemmasta kriisistä, kuten Japanin 1990-luvun alun talouskriisistä ja vuonna 2008 kärjistyneestä globaalista finanssikriisistä, joita edelsivät voimakas velkaantuminen ja talouden kasaantuneet epätasapainot. Koronakriisi voi erilaisesta luonteestaan huolimatta voimistaa jo pitkään ennen tämän kriisin puhkeamista ilmenneitä kehityskulkuja euroalueella. Kuten kaikissa suurissa kriiseissä, elpymisen takaisin lähtötasolle voi odottaa olevan hidasta. Koronakriisi voi hystereesin (eli mekanismien, jotka hidastavat tai jopa estävät palautumista lähtötilanteeseen) kautta johtaa pitkäkestoisiin tai jopa pysyviin vaikutuksiin tuottavuuskehityksessä ja työmarkkinoilla. Kriisin jälkeen sekä yksityiset että julkiset velkatasot ovat nousseet, ja kasvanut epävarmuus kriisin kestosta ja seurauksista voi vaikuttaa yritysten investointihalukkuuteen pitkäkestoisesti. Nämä kaikki tekijät voivat alentaa potentiaalisen tuotannon tasoa ja laskea luonnollisen koron tasoa.

Talouspolitiikka voi vähentää stagnaation riskiä voimakkailla, kohdennetuilla, oikea-aikaisilla sekä riittävän pitkäkestoisilla toimilla. Niin raha-, finanssi- kuin rakennepolitiikalla pystytään merkittävästi tukemaan talouden toipumista.[15] Talouskasvun ja investointien tukeminen sekä potentiaalista tuotantoa nostattavat rakenneuudistukset lisäävät luonnollisen koron tasoa ja tukevat inflaatio-odotuksia. Oikeilla politiikkatoimilla pystytään vähentämään koronakriisin mahdollisia pitkän ajan vaikutuksia erityisesti tuottavuuteen ja työllisyyteen. Työllisyysastetta kasvattavat rakenneuudistukset vähentävät myös väestön ikääntymisestä johtuvia haasteita. Samalla myös EKP:n käynnistämä rahapolitiikan strategia-arvio auttaa vastaamaan euroalueen taloudessa tapahtuneisiin muutoksiin.[16] Rahapolitiikan toimilla pystytään vaikuttamaan inflaatio-odotuksiin myös suoraan. Koronakriisin myötä kaikkien näiden politiikkatoimien merkitys on vain kasvanut.

Voimakkaat politiikkatoimet kasvattavat tänä vuonna sekä julkista velkaa että keskuspankkien taseita (kuviot 8 ja 9), mutta turvaavat talouden tuotantopotentiaalia ja elpymisedellytyksiä.

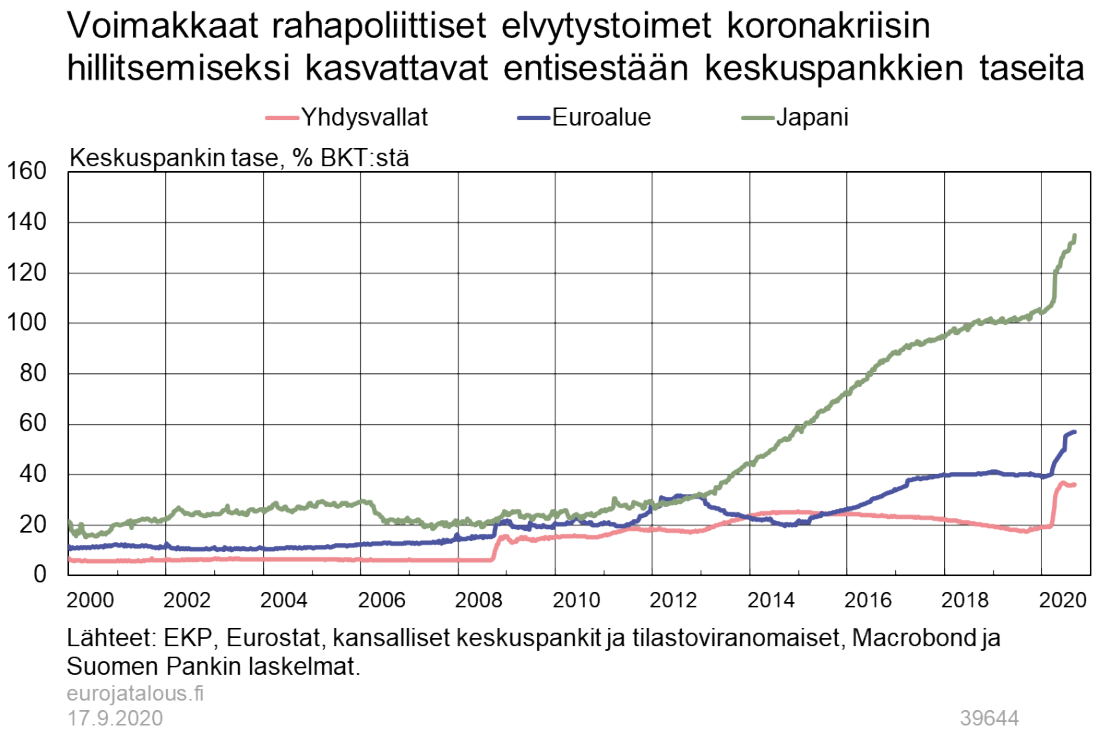
Finanssipoliittisten toimien avulla on muun muassa pyritty turvaamaan työpaikkojen säilyminen ja estämään kannattavien yritysten kaatumisia. Kasvanut julkinen velka vähentää finanssipolitiikan liikkumavaraa ja lisää tarvetta vahvistaa pitkän aikavälin velkakestävyyttä, etenkin jos talouskasvu pysyy vaimeana. Japanissa julkinen velka on noussut tasaisesti 1990-luvun alusta lähtien eikä julkista velkaantuneisuutta ole onnistuttu vähentämään. Myös euroalueella ja Yhdysvalloissa julkinen velka on pysynyt finanssikriisin jälkeen aikaisempaa suurempana.

Kuvio 8.



Keskuspankit ovat koronakriisin myötä lisänneet epätavanomaisia rahapolitiikan toimia talouden elvyttämiseksi lähellä korkojen alarajaa, mikä vähentää myös itseään toteuttavan inflaatio-odotusten heikkenemisen riskiä. Epätavanomaisen rahapolitiikan seurauksena keskuspankkien taseet ovat kasvaneet euroalueella, Japanissa ja Yhdysvalloissa, mutta vuodesta 2012 lähtien Japanin keskuspankin tase on kasvanut erityisen vauhdikkaasti. Japanissa politiikkatoimet ovat vahvistaneet kasvua ja inflaatiopaineita mutta eivät ole kuitenkaan saaneet Japania pääsemään pois heikon talouskasvun, alhaisten korkojen ja hitaan inflaation tasapainosta. Eräänä syynä Japanin tilanteeseen pidetään sitä, että Japanin 1990-luvun alun talouskriisin yhteydessä eri politiikan alat reagoivat melko hitaasti kasvaneeseen stagnaation riskiin.[17] Tämä sekä hidasti potentiaalisen tuotannon toipumista että lisäsi inflaatio-odotusten ja inflaatiodynamiikan heikkenemispaineita.

Kuvio 9.



Aktiivisella ja nopeasti reagoivalla raha-, finanssi- ja rakennepolitiikalla onkin keskeinen merkitys stagnaation torjunnassa.[18] Finanssikriisin jälkeen euroalueella ja etenkin Yhdysvalloissa on reagoitu kasvun hidastumiseen ja inflaatio-odotusten laskuun nopeammin ja päättäväisemmin kuin Japanissa 1990-luvun alussa. Koronakriisi on iskenyt maailmantalouteen poikkeuksellisen voimakkaasti ja maantieteellisesti laajasti, ja talousnäkymiin liittyy yhä merkittävää epävarmuutta. Eri politiikanalojen koordinoinnin ja nopean reagoinnin tarve stagnaation estämiseksi on vain korostunut. Kehittyneissä talouksissa, kuten euroalueella, koronakriisiin on reagoitu talouspolitiikalla voimakkaasti ja välittömästi, mikä on vähentänyt huomattavasti negatiivisten kehityskulkujen riskiä.

Lähteet

Anzoategui, D. – Comin, D. – Gertler, M. – Martinez, J. (2019) Endogenous Technology Adoption and R&D as Sources of Business Cycle Persistence. American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 11 (3), s. 67–110.

Benhabib, J. – Schmitt-Grohé, S. – Uribe, M. (2001) Monetary Policy and Multiple Equilibria. American Economic Review, 91 (1): 167–186.

Bianchi, F. – Kung, H. – Morales, G. (2019) Growth, Slowdowns, and Recoveries. Journal of

Monetary Economics, Vol. 101, s. 47–63.

Blanchard, Oliver J. – Summers, Lawrence H. (2020) Automatic Stabilizers in a Low-Rate Environment. PIIE Policy Brief, helmikuu, https://www.piie.com/system/files/documents/pb20-2.pdf.

Carvalho, C. – Ferrero, A. – Nechio, F. (2016) Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism. European Economic Review, Volume 88, 2016, s. 208–226.

Cooley, Thomas F. – Henriksen, Espen – Nusbaum, Charlie: Demographic Obstacles to European Growth. NBER Working Paper 26503.

Cuba-Borda, Pablo – Singh, Sanjay R. (2019) Understanding Persistent Stagnation (2019-03-07). FRB International Finance Discussion Paper No. 1243.

Draghi, M. (2020) Puhe: Japanification, Secular Stagnation, and Fiscal and Monetary Policy Challenges Panel Session, American Economic Association 5.1.2020, https://www.aeaweb.org/conference/2020/preliminary/1357.

Duprat, M.-H. (2015) Euro Zone: In the Grip of "Secular Stagnation"? Econote, Société Générale.

Eggertsson, G. B. ym. (2019) A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation. American Economic Journal: Macroeconomics, Vol. 11, No. 1, s. 1–48.

Fornaro, L. – Wolf, M. (2020) Covid-19 Coronavirus and Macroeconomic Policy. CEPR Discussion Paper, No. DP14529.

Gagnon, E. – Johannsen, B. – Lopez-Salido, D. (2016) Understanding the New Normal: The Role of Demographics. Finance and Economics Discussion Series 2016-080. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Gopinath, G. (2020) Limiting the economic fallout of the coronavirus with large targeted policies. VoxEU 12 March 2020.

Gordon, Robert J. (2015) Secular Stagnation: A Supply-Side View. American Economic Review, 105 (5): 54–59.

Hills, T. – Nakata, T. – Schmidt, S. (2019) Effective Lower Bound Risk. European Economic Review (2019), Vol. 120.

Holston, Kathryn – Laubach, Thomas – Williams, John C. (2017) Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants. Journal of International Economics, Elsevier, vol.

108(S1), s. 59–75.

Lane, P. (2019). Determinants of the real interest rate. Puhe 28.11.2019, Dublin.

Mian, A. – Straub, L. – Sufi, A. (2020) Indebted Demand. NBER Working Paper 26940.

Sajedi, R. – Thwaites, G. (2016) Why Are Interest Rates So Low? The Role of the Relative Price of Investment Goods. IMF Economic Review, vol. 64(4), s. 635–659.

Schmöller, M. – Spitzer, M. (2020) Endogenous TFP, Business Cycle Persistence and the Productivity Slowdown in the euro area. ECB Working Paper, No. 2401.

Summers, L. (2014) U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. Business Economics, Vol. 49, No. 2, 2014.

Wakatabe, M. (2012) Turning Japanese? Lessons from Japan's Lost Decade to the Current Crisis. Columbia University, Center on Japanese Economy and Business, Working Paper No. 309.

Yoshino, N. – Taghizadeh-Hesary, F. (2015) Japan's Lost Decade: Lessons for Other Economies. ADBI Working paper No. 521.

Viitteet

1. Ks. esimerkiksi Duprat, M.-H. (2015) ja Summers, L. (2014). ↑
2. Raha- ja finanssipolitiikalla aiempaa laajempi ja voimakkaampi elvytys alkoi vuonna 2012 Abenomicsina tunnetun elvytysohjelman myötä, vaikka taloutta oli toki pyritty elvyttämään jo aiemminkin, mutta 2012 lanseerattu Abenomicsina tunnettu elvytysohjelma oli mittakaavassaan huomattavasti aiempia laajempi ja isompi. ↑
3. Ks. esimerkiksi Wakatabe, M. (2012) ja Yoshino, N. ja Taghizadeh-Hesary, F. (2015). ↑
4. Luonnollinen korko ja sen myötä keskuspankin ohjauskorko ovat alentuneet, ja siten myös keskuspankin rahapolitiikan liikkumavara on pienentynyt. Ilmiötä voidaan kutsua nimillä secular stagnation, japanification tai long-term liquidity trap. Seurauksena on, että korot ovat hyvin alhaiset ja niiden odotetaan pysyvän sellaisina hyvin pitkään. Ks. Blanchard ja Summers (2020). ↑
5. "Kansainvälisen talouden hauras elpyminen koronakriisistä on käynnistynyt" keskustellaan tarkemmin koronakriisin vaikutuksista inflaatioon. Myös inflaation kiihtyminen koronakriisin myötä on eräs skenaario. ↑
6. Sajedi ja Thwaites (2016) osoittavat, että investointihyödykkeiden hintojen lasku selittää investointien alenemista ja luonnollisen koron laskua. Eggertsson ym. (2019) analysoivat laajemmin luonnolliseen reaalikorkoon vaikuttavia tekijöitä. ↑
7. Ikääntymisen vaikutusta luonnolliseen korkoon ovat tarkastelleet muun muassa Carvalho, Ferrero ja Nechio (2016), Gagnon, Johanssen ja López-Salido (2016), Eggertsson, Mehrotra ↑

ja Robbins (2019) sekä Cooley, Henriksen ja Nusbaum (2019).

8. Lane, P. (2019). ↑
9. Ks. Anzoategui ym. (2019) ja Bianchi ym. (2019) Yhdysvaltojen sekä Schmöller ja Spitzer (2020) euroalueen osalta. ↑
10. Ks. pääartikkelin keskustelu koronakriisin mahdollisista pitkän ajan vaikutuksista erityisesti digitalisaatioon ja tuottavuuteen liittyen. ↑
11. Ks. kuvio 2 ja siihen liittyvä keskustelu. ↑
12. Cuba-Borda, P. ja Singh, S. (2020) vertailevat ja analysoivat näitä inflaatio-odotusten laskua selittäviä mekanismeja. ↑
13. Pitkäaikaiset inflaatio-odotukset kuvaavat parhaiten inflaatio-odotusten ankkuroitumista, mutta datan saatavuuden takia kuviossa esitetään myös 12 kuukauden Consensus-ennuste, joka on saatavilla 1990-luvun alusta lähtien. Se näyttää kuitenkin kehittyneen pitkällä aikavälillä samankaltaisesti pitkäaikaisten inflaatio-odotusten kanssa. ↑
14. Ks. esimerkiksi Fornaro ja Wolf (2020). ↑
15. Ks. esimerkiksi Gopinath, G (2020). ↑
16. Yhdysvalloissa Fed on jo päivittänyt rahapolitiikan strategiaansa. Tarkemmin Fedin strategiapäivityksestä ks. Kansainvälisen talouden hauras elpyminen koronakriisistä on käynnistynyt ja https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/review-of-monetary-policy-strategy-tools-and-communications-statement-on-longer-run-goals-monetary-policy-strategy.htm. ↑
17. Ks. esimerkiksi Wakatabe, M. (2012). ↑
18. Ks. Draghin (2020) puheenvuoro. ↑

Asiasanat

alhaiset korot, hidas inflaatio, hidas talouskasvu, korona