Analyysi

Finanssipolitiikka ja velkakestävyys euroalueella koronapandemian ja energiakriisin jälkeen

Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka | 16.04.2024 | Markku Lehmus, Pasi Ikonen

KIRJOITTAJAT

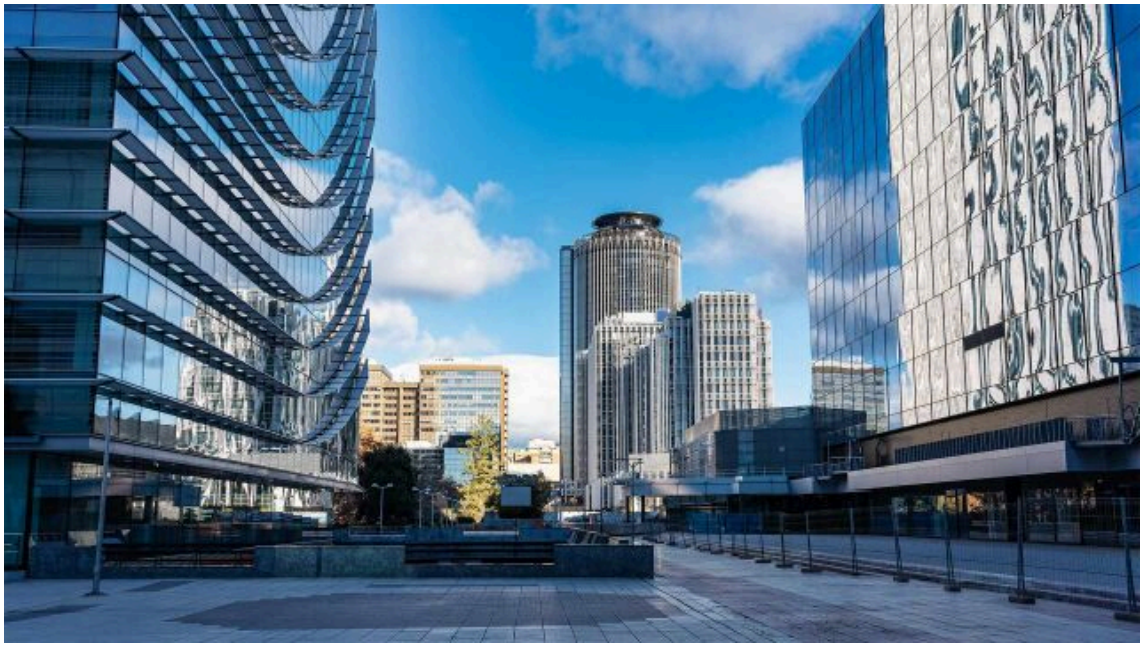


Markku Lehmus
Toimistopäällikkö



Pasi Ikonen
Vanhempi ekonomisti

Rakenteelliset alijäämät euroalueella ovat kasvaneet suuriksi verrattuna pandemiaa edeltävään tilanteeseen. Julkisten velkatasojen kestävyys riippuu koron ja kasvuvauhdin erotuksesta sekä perusjäämien tasosta. Kaikkiin näihin vaikuttavat monet rakenteelliset tekijät vihreästä siirtymästä maailmantalouden fragmentaatioon. Uudistetuilla finanssipolitiikan EU-säännöillä pyritään kohentamaan perusjäämiä ja parantamaan näin EU-jäsenmaiden velkakestävyyttä.

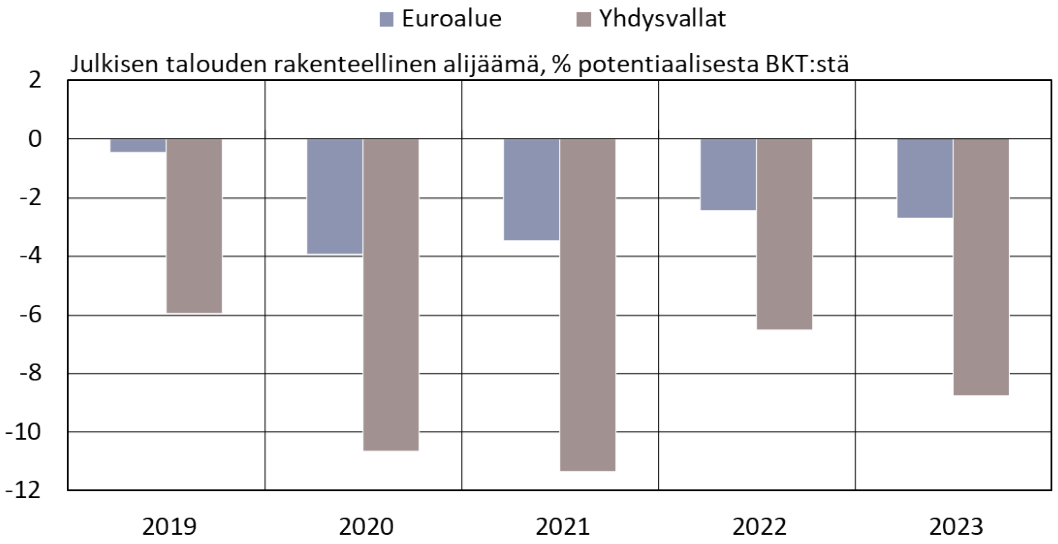


Rakenteelliset alijäämät euroalueella ja Yhdysvalloissa jääneet suuriksi

Rakenteellisesti mitattuna eli suhdanteen vaikutuksesta puhdistettuna julkisen talouden alijäämät ovat euroalueella ja Yhdysvalloissa yhä suuria, eivätkä ne ole palautuneet koronapandemiaa edeltävään tilanteeseen.[1] Voidaankin argumentoida, että finanssipolitiikan elvytyksestä koronaa edeltävään verrattuna vain osa on tähän mennessä lopetettu. Rakenteellinen alijäämä oli viime vuonna euroalueella reilut 2 prosenttiyksikköä ja Yhdysvalloissa noin 2,5 prosenttiyksikköä suurempi kuin vuonna 2019 Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n laskelmien mukaan (kuvio 1).

Kuvio 1.

Euroalueen ja Yhdysvaltojen julkisen sektorin rakenteellinen alijäämä vuosina 2019–2023, % BKT:stä



Lähteet: IMF WEO.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32424

Samanaikaisesti euroalueella ja Yhdysvalloissa rahapolitiikkaa ensin kevennettiin koronapandemian pahimpana vuonna 2020, mutta vuoden 2021 lopun päätöksistä lähtien sitä on kiristetty tuntuvasti reaktiona voimakkaasti kiihtyneeseen, laaja-alaistuneeseen ja pitkittyneeseen inflaatioon. Ohjauskorkoja on nostettu historiallisen nopeasti euroalueella vuoden 2022 heinäkuusta, Yhdysvalloissa saman vuoden maaliskuusta lähtien. Keskuspankit ovat myös ryhtyneet pienentämään taseitaan määrällisen kiristämisen (QT) toimin. Kansainväliset järjestöt, kuten OECD ja IMF, ovat viime aikoina varoitelleet raha- ja finanssipolitiikan eritahtisuudesta.

Akateemista tutkimusta eri tekijöiden roolista, mukaan lukien finanssipolitiikka, inflaation viimeaikaisessa kiihtymisessä on yhä varsin niukasti. Kannatusta on kuitenkin saanut näkemys, että inflaatio vuosina 2021–2023 johtui eritoten tarjontasokeista (ks. esim. Bernanke ja Blanchard 2023 sekä Oinosen ja Vilmin artikkeli Eurossa & taloudessa 2024). Samalla kevyt finanssipolitiikka sai aikaan kysyntäsokin, joka vaikutti vähintäänkin nopean inflaation jakson pitkittymiseen. Finanssipolitiikan vaikutuksesta on esitetty myös arvioita, jotka antavat sille korostuneemman merkityksen inflaation kiihtymisessä (esim. Barro ja Bianchi 2023).

Myös finanssi- ja rahapolitiikan yhteisvaikutuksesta inflaation hillinnässä on tehty viime aikoina uutta tutkimusta. Tuoreessa IMF:n tutkimuksessa Beyer ym. (2023) arvioivat raha- ja finanssipolitiikan koordinaation merkitystä euroalueen oloissa hyödyntäen empiiristä VAR-mallia ja kahta erilaista DSGE-makromallia. Tutkimuksen päätulos on, että jo varsin pieni finanssipolitiikan sopeutus mahdollistaisi lyhyiden korkojen merkittävän laskun. Samalla finanssipolitiikan osallistuminen inflaation hillitsemiseen vähentäisi tutkijoiden mukaan fragmentaation riskiä euroalueella.

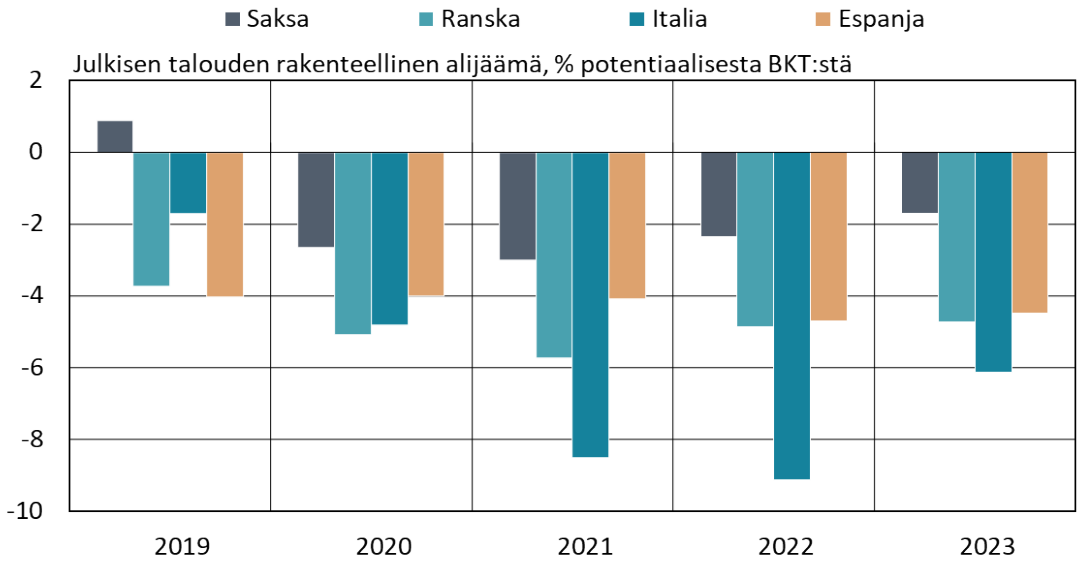
Toinen IMF:n ekonomistien Chenin ym. (2023) artikkeli päätyy rakenteellisia malleja hyödyntävässä tarkastelussaan siihen, että finanssipolitiikan yhtäaikainen sopeutus talouksissa olisi tässä tilanteessa erityisen kustannustehokas tapa alentaa myös inflaatiopaineita, sillä kaikkien maiden kiristäessä rahapolitiikkaansa yhtä aikaa valuuttakurssit muuttuvat vähemmän ja rahapolitiikan valuuttakurssikanava ei toimi.

Euroalueen suurissa talouksissa julkisen velan kestävyydessä eroja

Verrattaessa rakenteellisia alijäämiä vuoden 2019 lukuihin, samankaltainen päätelmä kuin Yhdysvalloista ja euroalueesta (aggregaattina) voidaan tehdä myös euroalueen suurimmista talouksista erikseen tarkasteltuina. Rakenteelliset alijäämät eivät olleet viime vuonna palautuneet vuoden 2019 tasoille sen koommin Saksassa, Ranskassa, Espanjassa kuin Italiassakaan EU:n komission laskelmien perusteella (kuvio 2). Suurin ero vuosien 2023 ja 2019 rakenteellisissa alijäämissä on Italiassa, jossa finanssipolitiikka on ollut voimakkaasti elvyttävää; lähimmäksi vuoden 2019 rakenteellista alijäämää päästiin viime vuonna Espanjassa. Niinpä euroalueen finanssipolitiikan viritys ei juonnu erityisemmin yhden suuren jäsenmaan kehityksestä, vaan finanssipolitiikkaa on viritetty suurissa jäsenmaissa jokseenkin samansuuntaisesti vuosina 2020–2023, vaikka joitakin eroja politiikkatoimien voimakkuuksissa voidaan myös havaita.

Kuvio 2.

Saksan, Ranskan, Espanjan ja Italian julkisen sektorin rakenteellinen alijäämä vuosina 2019–2023, % BKT:stä

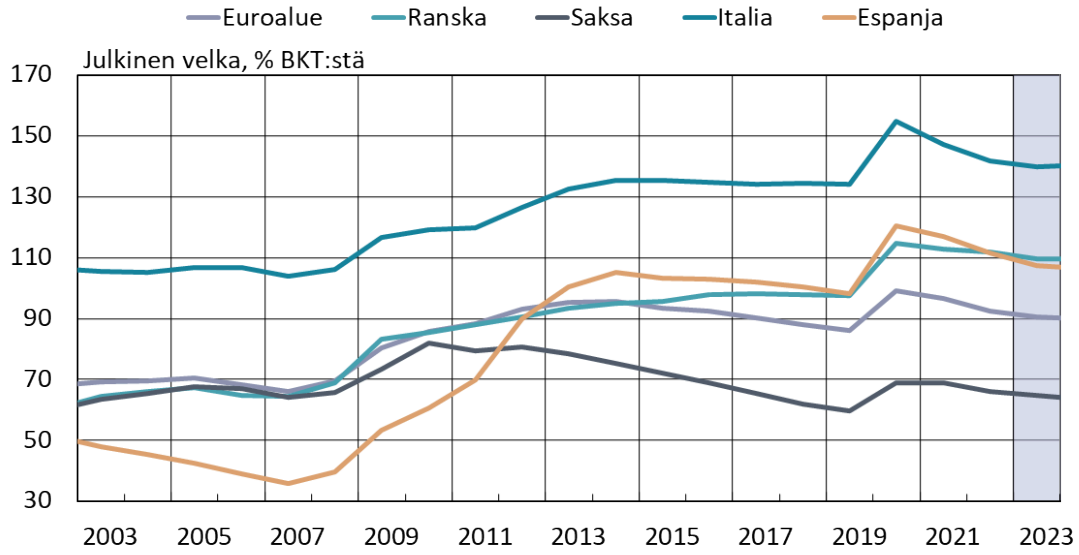


Lähteet: Euroopan komissio.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32424

Julkinen velka suhteessa BKT:hen onkin euroalueella kasvanut koronapandemiaa edeltävästä. Näin siitä huolimatta, että viimeisen parin-kolmen vuoden aikana velat suhteessa BKT:hen alkoivat lievästi supistua hieman kiristyneen finanssipolitiikan ja reippaan nimellisen BKT:n kasvun myötä inflaation kiihdyttyä (kuvio 3). Julkinen velkasuhde on kuitenkin keskeisissä euroalueen maissa Saksaa lukuun ottamatta varsin suuri ja selvästi Maastrichtin sopimuksen 60 % viitearvon yläpuolella. Italian julkinen velka, jota oli viime vuoden lopussa vajaat 140 % suhteessa maan BKT:hen, on tarkastellussa maajoukossa kaikista kauimpana viitearvosta. Velan suuruus on riski joidenkin euroalueen maiden julkisen talouden kestävyydelle ja samalla lisää riskiä finanssipolitiikan dominanssista eli tilanteesta, jossa julkisen talouden alijäämät ja kasvaneet julkiset velat alkavat rajoittaa rahapolitiikan kykyä ylläpitää hintavakautta.[2]

Kuvio 3.

Julkisen velan kehitys euroalueen suurimmissa talouksissa vuosina 2003–2023

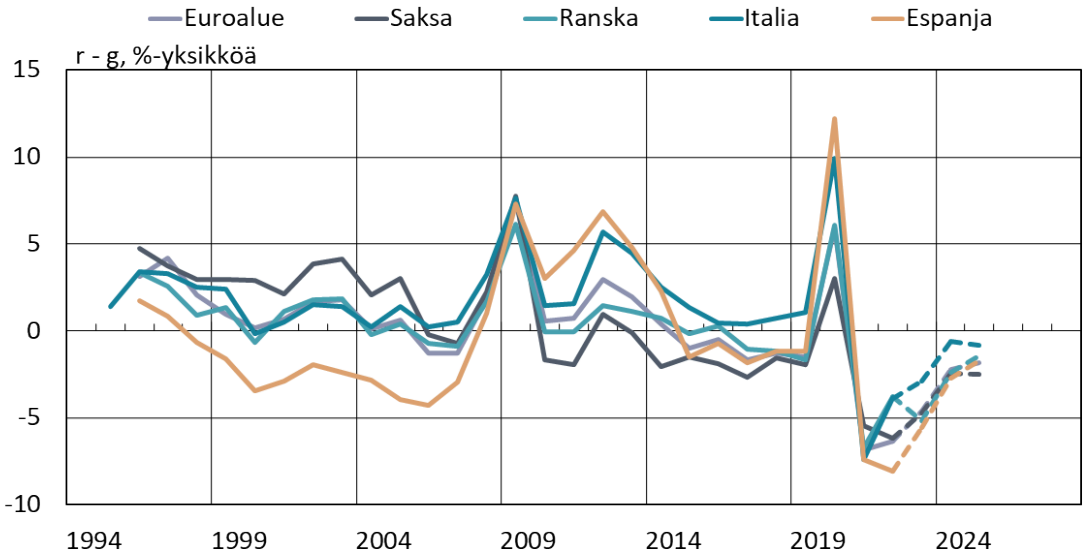


Lähde: Euroopan komission ennuste.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32424

Olivier Blanchardin popularisoiman julkisen velan tasapainoyhtälön perusteella julkisen velkaantumisen voidaan osoittaa olevan tasapainoisen kehityksen polulla, kun (nimellisen) koron ja (nimellisen) kasvuvauhdin erotus on negatiivinen eli tilanteessa, jossa $r < g$ ja perusjäämä on riittävän hyvä.[3]

Kuvio 4.

Koron ja kasvuvauhdin erotus euroalueen suurimmissa talouksissa vuosina 1995–2025



Lähteet: Euroopan komissio ja Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 38240

Tarkasteltaessa lähihistoriaa havaitaan, että euroalueella koron ja nimelliskasvun erotus muuttui velkaantumisen kannalta erittäin suotuisaksi vuonna 2021, jolloin koronasta toipuminen toi mukanaan hyvän BKT:n reaalikasvun ja korkotaso oli hyvin alhainen (kuvio 4).[4] Vuonna 2022 tämä erotus säilyi suunnilleen ennallaan BKT:n reaalikasvun hidastumisesta huolimatta, koska BKT-deflaattorin kasvu kiihtyi inflaation nopeuduttua. Vuonna 2023 koron ja nimelliskasvun erotus säilyi velkaantumisen kannalta vielä varsin hyvänä reaalisen BKT:n kasvun vaimenemisesta ja korkojen noususta huolimatta, koska BKT-deflaattorin kasvu kiihtyi komission ennusteen mukaan ennätykselliseen 5,9 prosenttiin.

Vuosina 2024–2025 BKT-deflaattorin kasvun ennustetaan hidastuvan merkittävästi. Vaikka samaan aikaan reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hieman kohenevan, merkitsee tämä koron ja nimelliskasvun erotuksen paluuta lähelle koronaa edeltänyttä.

Velan kestävyyteen vaikuttavat monet tekijät

Vaikka ennuste lähivuosien r–g-kehityksestä vaikuttaa kohtalaiselta velkakestävyyden kannalta, korkeisiin velkatasoihin ja velan tasapainoiseen kehitykseen liittyy useita riskejä. EKP on ryhtynyt kiristämään rahapolitiikkaansa myös supistamalla tasettaan vuodesta 2022 tai toisella laskentatavalla vuodesta 2023 lähtien.[5] Korkeat velkatasot yhdessä määrällisen kiristämisen

kanssa tuovat nousupainetta valtionlainojen korkoihin. Valtiot ottavat lähivuosinakin merkittäviä määriä uutta velkaa samalla, kun erääntyviä velkakirjoja joudutaan uusimaan. Jotta lisääntynyt tarjonta kohtaisi markkinakysynnän, täytyy marginaalisen sijoittajan saaman tuoton valtion velkakirjan omistamisesta kasvaa muiden tekijöiden pysyessä ennallaan.

Koron ja kasvuasteen erotukseen vaikuttavat myös monet rakenteelliset tekijät, jotka eivät ole raha- tai finanssipolitiikan viranomaisten kontrollissa. Jos talouden luonnollinen tasapainokorko nousee myös rakenteellisista syistä samanaikaisesti, kun määrällinen kiristäminen ja velan tuottovaateiden kasvaminen jatkuvat, koron ja kasvun erotus voisi kääntyä pidemmäksikin aikaa positiiviseksi (eli tilanteeseen, jossa korko on kasvuvauhtia suurempi).[6] Tässä tilanteessa, ilman perusjäämien kääntämistä positiivisiksi, velka suhteessa BKT:hen alkaisi euromaissa uudelleen kasvaa, eli kasvu ei riittäisi tasapainottamaan velkasuhdetta.

Erilaisten arvioiden mukaan talouden tasapainokoron noususta on kuitenkin vain niukasti evidenssiä (aiheesta laajemmin, ks. infoteksti). Esim. Obstfeldin (2023) mukaan luonnollinen tasapainokorko on saattanut nousta väliaikaisesti, mutta rakenteelliset tekijät, kuten demografiset muutokset, heikko tuottavuuskehitys, yritysten kasvaneen monopolivoiman välilliset vaikutukset ja turvallisten sijoitustuotteiden kysyntä, pitävät tasapainokoron alhaisena jatkossakin. Elinajanodotteen kasvun laskevaa vaikutusta talouden (luonnolliseen) tasapainokorkoon korostavat myös Cesa-Bianchi ym. (2023). Uutena mahdollisena riskitekijänä tasapainokoron nousulle on kuitenkin tuotu esiin maailmantalouden fragmentoituminen.

Obstfeldin (2023) esittämissä arvioissa Yhdysvaltojen luonnollinen tai neutraali reaalinen tasapainokorko on tällä hetkellä 0,5–2 %. Euroalueelle vastaavat reaalisen tasapainokoron arviot liikkuvat noin prosenttiyksikköä pienempinä.[7] Silti on hyvä huomioida, että Obstfeldin mainitsemat rakenteelliset tekijät tuovat heikkenemispainetta myös kasvuasteeseen, joten tasapainokoron lasku ei ole yksinään riittävä ehto velkakestävyyden toteutumiselle. Olennaista velkakestävyyden kannalta on nimenomaan koron ja kasvuasteen erotus.

Koron ollessa kasvuastetta korkeampi velkasuhde voi olla tasapainossa tai supistua vain, jos julkisen talouden perusylijäämä on riittävän suuri. Perusjäämien kohentamista lähivuosina kuitenkin vaikeuttaa se, että julkisia menopaineita on runsaasti: väestön ikääntyminen länsimaissa jatkuu aiheuttaen paineita eläke- ja hoivamenoihin, puolustusmenoihin tarvitaan geopoliittisen tilanteen takia lisää resursseja samalla, kun vihreää siirtymää pyritään edistämään investoinnein ja verokannustimin. Sittenkin perusjäämä on julkisen velan tasapainoyhtälössä se muuttuja, joka on varmimmin finanssipolitiikan viranomaisten kontrollissa.

Uudistetut finanssipolitiikan säännöt pyrkivät tukemaan EU-maiden velkakestävyyttä

Koska finanssipolitiikan mitoitusta ja velkakestävyyttä ei voida mitenkään jättää sen varaan, että kasvuaste ylittää korkotason pysyväisluonteisesti, on päättäjien syytä kiinnittää huomiota perusjäämiin, joiden kehitykseen he voivat vaikuttaa suoraan. Pandemiasta alkaneen tauon jälkeen kuluvasta vuodesta lähtien EU-maiden finanssipolitiikan kestävyyden tavoitteita alkavat tukea (uudelleen) uudistetut EU:n finanssipolitiikan säännöt[8]. Uudistetuissa finanssipolitiikan säännöissä EU:n perussopimuksen julkisen velan 60 prosentin ja alijäämän 3 prosentin BKT:hen suhteutetut viitearvorajat säilyvät, mutta jäsenmailta edellytetään jatkossa finanssi- ja rakennepolitiikan suunnitelma 4–5 vuoden jaksolle. Jakson jälkeen julkisen velkasuhteen pitää olla uskottavasti laskevalla polulla tai pysyä alle 60 prosentissa, ja alijäämän pitää olla alle 3 % keskipitkällä aikavälillä.

Jäsenmaalle sallitaan sopeutusjakson pidentäminen 7 vuoden mittaiseksi, jos maa tekee sopeutuksen lisäksi komission hyväksymiä rakenteellisia uudistuksia ja investointeja, jotka kasvattavat potentiaalista tuotantoa. Olennaista uudistetuissa fipo-säännöissä on se, että maiden alijäämää ja velkaa koskevien tavoitteiden saavuttaminen pyritään varmistamaan ns. nettomenosäännön (julkiset menot suhdanneluonteisista työttömyysmenoista korjattuna ja pois lukien korkomenot[9]) avulla. Menosääntö sitoo maita, joiden velkasuhde ylittää 60 % tai alijäämä 3 %. Komissio tuottaa jäsenmaille menosäännön keskipitkän aikavälin velkakestävyysanalyysin pohjalta. Menosääntö asetetaan siten, että velkasuhde alkaa suurella todennäköisyydellä pienetä viimeistään sopeutusjakson jälkeen. Lisäksi menosäännön asettamisessa huomioidaan erityiset velan ja alijäämän kehitystä ohjaavat turvalausekkeet.

Velkaa koskeva turvalauseke edellyttää, että jäsenmaan velkasuhde pienenee keskimäärin vähintään 0,5 prosenttiyksikköä vuodessa niissä maissa, joissa julkinen velka on yli 60 % mutta alle 90 % BKT:stä, ja vähintään 1 prosenttiyksikön vuodessa, jos velkasuhde ylittää 90 %. Alijäämää koskevan turvalausekkeen tarkoitus on ohjata julkinen alijäämä sellaiseksi, joka tarjoaa riittävän turvamarginaalin 3 prosentin alijäämärajaan ja mahdollistaa vastasyklisen suhdannepolitiikan. Turvalliseksi määritellään 1,5 prosentin rakenteellinen alijäämä, josta poikettaessa sitä kohti tulisi pyrkiä 0,4 prosenttiyksiköllä vuodessa tai 0,25 prosenttiyksiköllä vuodessa, jos sopeutusjaksoa on pidennetty 7 vuoteen.

Menosäännön toteutumista seurataan ja vuosittaiset poikkeamat kirjataan valvontatilille. Mikäli poikkeama rikkoo asetetut rajat (0,3 % vuodessa tai 0,6 % kumulatiivisesti), on perusteet käynnistää velkaan perustuva liiallisen alijäämän (EDP) menettely.

Myös alijäämän ollessa viitearvoa (3 %) suurempi maa voi joutua EDP-menettelyyn, jolloin maan pitää sopeuttaa rakenteellista alijäämäänsä vähintään 0,5 prosentin vuosivauhtia suhteessa BKT:hen (pois lukien korkomenot, joita ei poikkeuksellisesti huomioida vuoteen 2027 asti).

Uudistetuissa säännöissä korostetaan myös, että jäsenmaat voivat saada sopeutukseen lisäaikaa mm. vihreän siirtymän tai puolustusinvestointien takia, mikäli komissio tällaiset suunnitelmat hyväksyy. Samalla itsenäiselle Euroopan finanssipoliittiselle neuvostolle (European Fiscal Board eli EFB) olisi tarkoitus antaa aiempaa suurempi neuvoa-antava rooli finanssipolitiikan mitoituksen ja EU-tason ohjauksen arvioinnissa sekä poikkeuksellisten olosuhteiden toteamisessa.

Zettelmayerin (2023) pika-arvion mukaan uusissa säännöissä on sekä vahvuuksia että heikkouksia. Heikkouksia hänen mukaansa ovat mahdollinen yksityiskohtiin menevä ohjeistus 1,5 prosentin alijäämän turvarajan saavuttamisen vauhdista, velan korkomenojen pois lukeminen nettomenosäännöstä 2027 asti, julkisten investointien mukaan lukeminen 1,5 prosentin alijäämän turvarajaan ja kansallisten finanssipolitiikan arviointineuvostojen roolin supistuminen komission alkuperäisestä ehdotuksesta. Vahvuuksina hän pitää erityisesti velkakestävyysanalyysiin perustuvia maakohtaisia vaatimuksia ja nettomenouran käyttämistä pääasiallisena operatiivisena tavoitteena.

Darvas ym. (2023) arvioivat vaikutuksia soveltamalla uusia sääntöjä suoraan jäsenmaiden nykytilanteeseen ja havaitsivat, että uudet säännöt vaatisivat sellaisilta mailta, kuten Belgia ja Italia, varsin merkittävän suuruisia rakenteellisia perusylijäämiä (Belgiassa yli 2 % ja Italiassa selvästi yli 3 tai jopa 4 % BKT:stä).[10]

Uusissa säännöissä keskeinen elementti on maakohtainen finanssipolitiikan ja velan kehityksen tarkastelu. Tähän liittyen Padrini (2019) tekee fipo-sääntöjen sitoutumisesta havainnon Italiasta: jos säännöt räätälöidään vastaamaan kunkin jäsenmaan tilannetta, säännöt sisäistetään paremmin ja niiden noudattamisen todennäköisyys kasvaa.

Sama havainto sääntöjen sisäistämisestä ja niihin sitoutumisesta voidaan tehdä myös Suomen kokemuksista valtion menokehyksen käyttöönotosta (ks. Kivistö ja Lehmus 2023). Reuter (2019) havaitsee tutkimuksessaan myös, että itsenäiset finanssipolitiikan valvonta ja toimeenpanoa hoitava elin lisäävät sääntöjen noudattamisen todennäköisyyttä.

Uusien sääntöjen sisäistäminen eli jonkinlaisen omistajuuden kehittäminen niihin lisäisi sitä positiivista mahdollisuutta, että uudistettuja sääntöjä noudettaisiin aiemmin voimassa olleita fipo-sääntöjä paremmin. Toisaalta on myös mahdollista, että sääntöjen maakohtainen tarkastelutapa, käytännössä liian tiukoiksi osoittautuvat turvalausekkeet ja rakenneuudistusten tulkinnanvaraisuus johtavat siihen, että uusia sääntöjä ei noudateta lainkaan paremmin kuin

edellisiä sääntöjä. Tällöin on sekin mahdollisuus, että uudella kehikolla ei olisi vaikutuksia syntyviin budjettialijäämiin ja siten finanssipolitiikan kestävyyteen. Tässä pessimistisessä skenaariossa uudet finanssipolitiikan säännöt eivät muuttaisi rahapolitiikan tekemisen ympäristöä nykyistä helpompaan suuntaan.

Julkisen velan kestävyys riippuu politiikan lisäksi talouden rakenteista

Finanssipolitiikan säännöillä on merkitystä vain silloin, kun niitä noudatetaan. Finanssipolitiikalla on merkitystä kestävien velkatasojen lisäksi myös keskuspankkien inflaatiotavoitteiden kannalta. Viime aikoina finanssipolitiikan ja rahapolitiikan vaikutukset talouden kysyntään ovat olleet ainakin ajoittain osittaisessa ristiriidassa keskenään.

Uudistetut EU:n finanssipolitiikan säännöt voivat onnistuneesti toimeenpantuina parantaa EU-maiden velkakestävyyttä ja vähentää finanssipolitiikan myötäsyklisyyttä eli suhdanteita voimistavaa vaikutusta ja helpottaa siten myös rahapolitiikan tekemistä. Sittenkin riskinä on, että maakohtaisen tarkastelun korostuminen säännöissä johtaa myös siihen, että finanssipolitiikasta tulee vähemmän koordinoidumpaa euroalueen maiden välillä.

Vähintään yhtä paljon ja todennäköisesti paljon enemmän kuin uudistetut EU-säännöt velkatasojen kestävyyteen vaikuttavat talouden rakenteelliset tekijät, kuten väestön ikääntyminen ja teknologiset muutokset. Niiden vaikutukset heijastuvat voimakkaasti velkakestävyyteen erityisesti pidemmällä aikavälillä. Koron ja kasvuasteen (negatiivinen) erotus on viime vuosina mahdollistanut tuntuvankin velkaantumisen euroalueella näennäisen edullisesti. Käänne tässä epäyhtälössä on mahdollinen, ja jos siitä tulisi pysyvää, se olisi suuri riski julkisen velan kestävyydelle euroalueella.

Lähteet

Barro, R. J. ja Bianchi, F. (2023), Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020–2022. *NBER Working Paper No. 31838*, November 2023.

Bernanke, B. ja Blanchard, O. (2023), What Caused the US Pandemic-Era Inflation? *NBER Working Paper No. 31417*, June 2023.

Beyer, R., Duttagupta, R., Fotiou, A., Honjo, K., Horton, M., Jakab, Z., Linde, J., Nguyen, V., Portillo, R., Suphaphiphat, N. ja Zeng, L. (2023), Shared Problem, Shared Solution: Benefits from Fiscal-Monetary Interactions in the Euro Area. *IMF Working Paper*, WP/23/149, July 2023.

Blanchard, O. (2019), Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, 109 (4):

1197–1229.

Bonam, D., Ciccarelli, M. ja Gomes, S. (toim.) (2024), Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the postpandemic era. *ECB Occasional Paper Series*, No 337.

Cesa-Bianchi, A., Harrison, R. ja Sajedi, R. (2023), Global R*. *CEPR Discussion Paper No. 18518.*

Chen, J., Dabla-Norris, E., Goncalves, C., Jakab, Z. ja Lindé, J. (2023), Can Fiscal Consolidation Help Central Banks Fight Inflation? *IMF Working Paper,* No. 2023/260.

Darvas, Z., Welslau, L. ja Zettelmeyer, J. (2023), A quantitative evaluation of the European Commission´s fiscal governance proposal. *Working Paper 16/2023*, Bruegel.

Kim, D., Walsh, C. ja Wei, M. (2019), Tips from TIPS: Update and Discussions. *FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, May 21, 2019* (URL: https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/tips-from-tips-update-and-discussions-20190521.html).

Kivistö, J. ja Lehmus, M. (2023), Reformen av finanspolitikens EU-regler tar steg framåt. *Ekonomiska Samfundets Tidskrift 1/2023*, s. 33–40.

Laine, O.-M. ja Nelimarkka, J. (2023), Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita. Euro & talous, 4/2023.

Laubach, T. ja Williams, J. C. (2003), Measuring the Natural Rate of Interest. *Review of Economics and Statistics* 85, no.4 (November): 1063–70.

Obstfeld, R. (2023), Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future. Manuscript presented at *the 24th IMF Annual Research Conference*, November 9-10, 2023.

Oinonen, S. ja Vilmi, L. (2024), Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet euroalueen hintojen ja palkkojen kehitykseen? Euro & talous, 1/2024.

Padrini, F. (2019), Can consistency between national and EU fiscal rules be “too much of a good thing”? The experience in Italy. 13th Meeting of the European Commission Network of public finance economists in public administration – Brussels, 14th March 2019.

Reuter, W. H. (2019), When and why do countries break their national fiscal rules? *European Journal of Political Economy*, Volume 57, 2019, s. 125–141.

Zettelmeyer, J. (2023), Assessing the Ecofin compromise on fiscal rules reform, 21 December 2023 (URL: https://www.bruegel.org/first-glance/assessing-ecofin-compromise-fiscal-rules-reform).

Talouden rakennemuutokset vaikuttavat myös velkakestävyyden näkymiin

Päätösperäisen finanssipolitiikan lisäksi talouden rakennemuutokset vaikuttavat tasapainokorkojen ja kasvuasteen kautta julkisen velan kestävyyteen. Tutkimusten perusteella talouden tasapainokorkoa (R*) on viime vuosikymmeninä laskenut yritysten monopolivoiman nousun välilliset vaikutukset, turvallisten varallisuustuotteiden kysyntä sekä tuloerojen kasvu (Eggertsson ym. 2019, Caballero ym. 2017, Mian ym. 2021). Samaan suuntaan on vaikuttanut elinajanodotteen nousu (Cesa-Bianchi ym. 2023), ts. kehitys, jonka odotetaan myös jatkuvan (ks. esim. Lisack ym. 2021). Toisaalta eläkeiän nousu ja sosiaaliturvan parannukset voivat vaikuttaa päinvastaiseen suuntaan tasapainokoroissa (Lisack ym. 2021, Rachel ja Summers 2019).

Monet yllä mainituista tekijöistä vaikuttavat tasapainokoron lisäksi myös kasvuun, joten tekijöiden kokonaisvaikutus velkakestävyyteen on epäselvä. Viime aikoina on keskusteltu myös siitä, miten sellaiset muutostrendit, kuten tekoälyn käytön lisääntyminen, globaalien tuotantoketjujen uudelleen järjestäytyminen ja ilmastonmuutos, vaikuttavat talouden tasapainokorkoon ja kasvuun.

Jos tekoälyn käytön lisääntyminen parantaa tuottavuutta ja kasvua ja nostaa tasapainokorkoa siten, että vaikutus kasvuun on korkovaikutusta suurempi, tämä voi kohentaa nykyistä julkisen velan kestävyyttä. Toisaalta globalisaation muutokseen eli maailmantalouden fragmentaatioon liittyvät trendit, kuten tuotantoketjujen uudelleen allokaatio (ks. esim. Alfaro ja Chor 2023), todennäköisesti nostavat kasvavien investointitarpeiden kautta tasapainokorkoa ja voivat vaikuttaa talouskasvuun kokonaisuutena negatiivisesti. Muista keskeisistä muutostrendeistä ilmastonmuutoksen vaikutukset tasapainokorkoon ovat epäselviä, mitä korostavat mm. Angeli ym. (2022). Edellä mainituissa rakenteellisissa tekijöissä on sellaisia, jotka sisältävät euroalueenkin julkisen velan kestävyyteen liittyviä riskejä. Ilmastonmuutos lisää velan riskejä myös muiden kanavien kautta, esim. lisäämällä sään ääri-ilmiöiden todennäköisyyttä, millä on haitallisia seurauksia inflaation lisäksi myös kasvulle.

Tiedossa olevien rakenteellisten tekijöiden kokonaisvaikutusta tasapainokorkoon, kasvuun ja siten julkisen velan riskeihin on vaikea arvioida – erityisesti arviot

tasapainokoron tasosta ja kehityksen suunnasta tulevat päivittymään vielä moneen kertaan. Pidemmällä aikavälillä ikääntyvän väestön merkitys velan kestävyydelle korostuu: vanhusväestön määrän kasvu ja eliniän piteneminen todennäköisesti laskevat tasapainokorkoa ja hidastavat talouskasvua, mikä lisää julkisen velkaantumisen riskejä, jos vaikutukset talouskasvuun dominoivat. Jos taas oletetaan, että teknologisen kehityksen kiihtyminen nostaa kasvua tasapainokorkoa enemmän, sillä puolestaan olisi positiivinen vaikutus myös julkisen velan kestävyyteen.

Lähteet

Alfaro, L. ja Chor, D. (2023), Global Supply Chains: The Looming "Great Reallocation". *NBER Working Paper No. 31661*, September 2023.

Angeli, M., Archer, C., Batten S. ym. (2022), Climate change: possible macroeconomic implications. *Bank of England Quarterly Bulletin 62(4): 1–31.*

Caballero, R. J., Farhi, E. ja Gourinchas, P.-O. (2017), Rents, technical change, and risk premia accounting for secular trends in interest rates, returns on capital, earning yields, and factor shares. *American Economic Review* 107(5): 614–20.

Cesa-Bianchi, A., Harrison, R. ja Sajedi, R. (2023), Global R*. *CEPR Discussion Paper* No. 18518.

Eggertsson, G. B., Mehrotra, N. R. ja Robbins, J. A. (2019), A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation. *American Economic Journal: Macroeconomics* 11(1): 1–48.

Lisack, N., Sajedi, R. ja Thwaites, G. (2021), Population Aging and the Macroeconomy. *International Journal of Central Banking 17(2)*: 43–80.

Mian, A. R., Straub, L. ja Sufi, A. (2021), What Explains the Decline in r*? Rising Income Inequality Versus Demographic Shifts. University of Chicago, *Becker Friedman Institute for Economics Working Paper* No. 2021–104.

Rachel, L. ja Summers, L. (2019), On Secular Stagnation in the Industrialized World. *Brookings Papers on Economic Activity* 50, no. 1 (2019): 1–54.

Viitteet

1. Rakenteellisesta alijäämästä poistetaan suhdannevaikutuksen lisäksi kertaluonteiset ja väliaikaiset tekijät. ↑
2. Rahapolitiikan ja finanssipolitiikan vuorovaikutuksen haasteista euroalueella, ks. myös Bonam ym. (2024) https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op337~fe2b751b27.en.pdf . ↑
3. Velan kehitys ajassa suhteessa BKT:hen voidaan kuvata formaalisti: , jossa r ja g ovat kuten edellä, s on perusjäämä ja y on BKT:n taso ja b velan määrä nimellisesti. Tämä O. Blanchardin popularisoima tasapainoyhtälö tuli tunnetuksi viimeistään vuoden 2019 AEA (American Economic Association) -kokouksen ”presidential address” -esityksen myötä. Yhtälöstä ja velan tasapainosta laajemmin artikkelissa Blanchard (2019). ↑
4. Kuviossa korkona on käytetty implisiittistä korkoa, jonka laskennassa on käytetty julkista velkaa ja siitä maksettavia korkomenoja BKT:hen suhteutettuna. ↑
5. Varsinainen määrällinen kiristäminen alkoi vuodesta 2023 lähtien (ks. aiheesta lisää esim. Laine ja Nelimarkka 2023). ↑
6. Luonnollisella tasapainokorolla viitataan pidemmän aikavälin tasapainokorkoon, joka tasapainottaa talouden säästämisen ja investoinnit silloin, kun talouteen ei kohdistu sokkeja. ↑
7. Obstfeld käyttää tässä Kimin, Walshin ja Wein (2019) estimoimia sekä toisaalta Laubachin ja Williamsin (2003) alun perin estimoimia, nykyisin Fedin New Yorkin aluekonttorin ylläpitämiä ja lisäksi Fedin Richmondin aluekonttoren ylläpitämiä R*-estimaatteja Yhdysvalloille ja euroalueelle. Ks. https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar. ↑
8. Artikkelin kirjoittajat kiittävät Jarkko Kivistöä fipo-sääntöihin liittyvistä arvokkaista huomioista. ↑
9. Nettomenosäännössä huomioidaan myös verotukseen tehtävät muutokset. ↑
10. Zettelmeyerin (2023) mukaan edellä mainittuihin turvarajoihin pääsy vaatisi Italialta jopa 4 prosentin perusylijäämiä BKT:stä. ↑

Asiasanat

euroalue, finanssipolitiikka, rakenteellinen alijäämä, Yhdysvallat