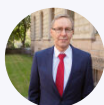


## BLOGI

# Voiko finanssipolitiikka korvata rahapolitiikan alhaisten korkojen oloissa?

Rahapolitiikka | 04.12.2019 | Jarmo Kontulainen

KIRJOITTAJA



Jarmo Kontulainen

Syyskuun alustuspuheenvuorossaan EKP:n pääjohtaja totesi, että finanssipolitiikka on euroalueella varovaisen elvyttävää. Talouden näkymät kuitenkin heikkenevät, ja ilmassa on jatkuvasti ennakoituakin heikomman kehityksen riski. Maiden, joilla on finanssipoliittista liikkumavaraa, tulisi siksi ryhtyä hyvissä ajoin tehokkaisiin toimiin.

Likviditeettiloukku on talouden tila, jossa korot ovat alhaiset ja säästäminen silti suurta. Likviditeettiloukku on periaatteessa voitettavissa uskottavalla riittävän kevyellä rahapolitiikalla, joka jatkuu riittävän pitkään vaikuttaen inflaatio-odotuksia nostavasti. Finanssipolitiikan samanaikainen keventäminen vähentäisi rahapolitiikan taakkaa. Tämä johtopäätös on kuitenkin siinä mielessä teoreettinen, että siinä ei oteta kantaa sen enempää finanssipoliittisen elvytyksen rahoitukseen, velkatasoon kuin vaikuttavuuteenkaan. Käytännössä finanssipolitiikalla on vaikea kokonaan korvata rahapolitiikkaa, ja euroalueella se on erityisen vaikeaa, kun julkisen talouden hoito on kansallista.

Kansainvälisen finanssikriisin aikaiset kokemukset osoittavat, että valtion velkapapereiden korot - etenkin euroalueella - reagoivat julkisen alijäämän syvenemiseen sitä herkemmin ylöspäin, mitä velkaantuneempi valtio on. Huonoimmassa tapauksessa finanssipoliittinen elvytys voi nostaa valtion ja yritysten velanoton hintaa niin paljon, että vaikutus talouskasvuun on vähäinen jo lyhyellä aikavälillä. Matalat rahapolitiikkakorot eivät takaa julkisen velan alhaisia rahoituskustannuksia.

Kun otetaan huomioon finanssipolitiikan liikkumavara ja tämänhetkinen suhdannetilanne, tilanne on euroalueella haastava. Jos euroalue ajautuisi lähiaikoina taantumaan, laaja finanssipoliittinen elvytys olisi toivottavaa, mutta kaikilla euroalueen mailla ei näyttäisi olevan siihen yhtäläisiä

mahdollisuuksia. Tämä johtuu osittain siitä, että finanssipolitiikan liikkumavaran lisäämiseen tähtääviä toimia on laiminlyöty.

Finanssipoliittista liikkumavaraa voidaan kasvattaa keräämällä hyvinä aikoina julkiseen talouteen puskureita. Nykyiset EU:n finanssipolitiikan säännöt eivät ilmeisesti ole tukeneet riittävästi pitkäjänteistä finanssipolitiikkaa. Olisikin syytä pyrkiä sellaisiin sääntöihin, jotka motivoisivat jäsenmaita sekä velkaantumisen hillitsemiseen että puskureiden kerryttämiseen hyvinä aikoina. Samalla sääntöjen tulisi kuitenkin mahdollistaa kansalliset päätösperäiset finanssipoliittiset toimet sekä toisaalta ns. automaattisten vakauttajien toiminta.

Etenkin voimakkaissa matalasuhdanteissa elvyttävä finanssipolitiikka on perusteltua automaattisten vakauttajien kuten tulonsiirtojen suhdannetta tasaavan vaikutuksen lisäksi. Sen sijaan on vähemmän selvää, onko julkisen kulutuksen tai investointien lisääminen vai verotuksen keventäminen suositeltavaa nimelliskorkojen alarajalla. Tutkimustiedon valossa finanssipolitiikan vaikuttavuus riippuu olosuhteista, käytetyistä instrumenteista (julkinen kulutus, julkiset investoinnit, tulonsiirrot vai verojen muutokset), talouden rakenteista, elvytyksen kestosta ja myös elvytyksen rahoituksesta. Tästä syystä mitä tahansa julkisen talouden kerrointa tulee käyttää hyvin varoen talouspolitiikkaa perusteltaessa.

Japanin talouskehitys on varmasti hyötynyt merkittävästä finanssipoliittisesta elvytyksestä. Se on tukenut taloutta yhdessä kevyen rahapolitiikan kanssa, mutta tavoiteltua inflaation kiihtymistä ei ole nähty. Japanin kokemus osoittaa, että finanssipolitiikka ei ole ”ihmelääke”, joka nostaa talouden pois likviditeettiloukusta, kun rahapolitiikan pelivara on vähentynyt. Japanin kehitys osoittaa myös, että rahapolitiikalla tulisi reagoida riittävän ajoissa ja voimakkaasti, kun likviditeettiloukku uhkaa.

Toisaalta Japanin kehitys osoittaa, että korkea säästäminen, hidas inflaatio ja alhainen korkotaso eivät ole välttämättä talouden kasvun kannalta katastrofaalisia. Työkäisen väestön määrään suhteutettuna BKT:n kasvu ei Japanissa ole ollut hidasta muihin kehittyneisiin talouksiin verrattuna. Tosin julkinen velan ja keskuspankin taseen kasvu eivät Japanissa osoita tasapainottumisen merkkejä, mikä rajoittaa talouspolitiikan liikkumavaraa kasvun tukemiseksi tulevaisuudessa. Huomattava on myös, että Japanin talouden ulkoinen tasapaino on pysynyt vakaana. Johtopäätöksiin Japanin kokemuksista esimerkiksi euroalueella tuleekin suhtautua varovaisuutta noudattaen.

## Lähdeviitteet

Auerbach, Alan, Gorodnichenko, Yuriy (2017): Fiscal Multi-pliers in Japan, *Research in Economics* 71, s. 411–421.

Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S., Uribe, M. (2001): The Perils of Taylor Rules, *Journal of Economic Theory* 96, s. 40–69.

Benhabib, J., Schmitt-Grohé, S., Uribe, M. (2002): Avoiding Liquidity Traps, *Journal of Political Economy* 110, s. 535–563.

Blanchard, O., D. Leigh (2013), Growth forecast errors and fiscal multipliers, *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol. 103(3), pages 117–120.

Chodorow-Reich, Gabriel (2019): Geographic Cross-Sectional Fiscal Spending Multipliers: What Have We Learned? *AEJ: Policy* 11 (2): 1–34.

Górnicka, L., Kamps, C., Köster, G., Leiner-Killinger, N. (2018): Learning about fiscal multipliers during the European sovereign debt crisis: evidence from a quasi-natural experiment, *ECB Working Paper Series No 2154*.

Hilscher, J., Raviv, A., Reis, R. (2014): Inflating Away the Public Debt? An Empirical Assessment, *NBER Working Paper No. 20339*.

Kilponen, Pisani, Schmidt, et. al. (2015): Comparing fiscal multipliers across models and countries in Europe", No 1760 / March 2015, *ECB Working Paper Series*.

Mertens, Karel, Ravn, Morten (2014): Fiscal Policy in an Expectations Driven Liquidity Trap, *Review of Economic Studies*, Vol. 81 (4).

Ramey, Valerie (2019): Ten Years after the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Fiscal Research?, *NBER working paper w25531*.

Rachel, L., Summers, L.H.: "On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation", *BPEA Conference Drafts*, March 7–8, 2019, *Brooking Papers On Economic Activity*.

Summers Lawrence H. (2013): U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound, *Business Economics* Vol. 49, No. 2.

Miyamoto, W., Nguyen, T.L., Sergeyev, D. (2018): Government Spending Multipliers under the Zero Lower Bound: Evidence from Japan, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 10(3), July 2018, s. 1–32.

## Asiasanat

finanssipolitiikka, likviditeettiloukku, rahapolitiikka