EURO&TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 5 • 2020

Julkaisupäivä 17.9.2020
28. vuosikerta
Julkaisu ilmestyy kuusi kertaa vuonna 2020.

Päätoimittaja
Olli Rehn

Toimitusneuvosto
Jenni Hellström, puheenjohtaja
Hanna Freystätter
Niko Herrala
Esa Jokivuolle
Paavo Miettinen
Meri Obstbaum
Petri Uusitalo, sihteeri

Rahapolitiikka ja kansainvälinen talous -numeron artikkelit on laadittu Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosastolla toimistopäällikkö Hanna Freystätterin johdolla.

Olli-Matti Laine
Jaakko Nelimarkka
Sami Oinonen
Michaela Schmöller
Lauri Vilmi

Kuviot ja taulukot
Heli Honkaharju

Toimitus
Suomen Pankin kielipalveluryhmä ja viestintäyksikkö

Uutiskirjeiden tilaukset
eurojatalous.fi

Kirjoittajat
Tuulia Asplund
Hanna Freystätter
Juhana Hukkinen
Pasi Ikonen
Juuso Kaaresvirta
Kristiina Karjanlahti
Kimmo Koskinen

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Sisältö

Pääkirjoitus: Rahapolitiikka tukee talouden elpymistä – työllisyyden näkymä silti heikko 3

Kansainvälisen talouden hauras elpyminen koronakriisistä on käynnistynyt 6

Euroalueen stagnaation riski kasvanut koronakriisin myötä 45

PÄÄKIRJOITUS

Rahapolitiikka tukee talouden elpymistä – työllisyyden näkymä silti heikko

17.9.2020 11:00 • EURO & TALOUS 5/2020 • PÄÄKIRJOITUS

Koronapandemian maailmanlaajuisen terveysuhan hillitsemiseksi toteutetut talouden rajoitustoimet johtivat jyrkkään taloudellisen toiminnan supistumiseen vuoden toisella neljänneksellä. Maailman talouden elpyminen on kuitenkin käynnistynyt, mutta kovin hauraana. Toipuminen tulee kestämään pitkään.

Euroalueella syvin kuoppa on jo ohitettu. Alkupyrähdyksen jälkeen elpyminen on kuitenkin hitaampaa, ja epävarmuus on suurta. Hyvin jyrkkä työttömyyden kasvu on toistaiseksi euroalueella vältetty lomautusten ja tukien avulla. Nyt konkurssien ja työttömyyden ennustetaan lisääntyvän.

Inflaatiota koronakriisi on hidastanut, joskin suoranaisen deflaation eli koko talouden hintatason alasuuntaisen kierteen vaara on kyetty välttämään keskuspankkien voimakkain ja nopein toimin. Rahapolitiikka ja finanssipolitiikka tukevat nyt toisiaan kriisin vaurioiden lieventämisessä.

Talouspolitiikka on vastannut koronakriisiin laajalla rintamalla. Aiempien kriisien oppien nojalla Euroopan keskuspankin rahapolitiikka on nyt vahvasti elvyttävää, samoin kuin valtioiden budjettipolitiikka. Tämä on tukenut ostovoimaa ja turvannut kotitalouksien ja yritysten rahoituksen saatavuuden, auttaen niitä pahimman vaiheen yli.

Koronakriisi aiheutti alkukeväällä jopa uuden finanssikriisin vaaran, joka onnistuttiin keskuspankkien toimilla torjumaan. Samalla keskuspankin rahapolitiikka on tukenut voimakkaasti luotonantoa, tuotantoa ja työllisyyttä – ja siten hintavakautta.

EKP on käyttänyt useita välineitä kevyiden rahoitusolojen turvaamiseksi. Niihin kuuluvat pandemiaan liittyvä arvopapereiden osto-ohjelma (PEPP), pidempiaikaiset rahoitusoperaatiot sekä – yhdessä Yhdysvaltain keskuspankin Fedin kanssa toteutetuilla valuutanvaihtojärjestelyillä – dollarimääräisen rahoituksen turvaaminen eurooppalaisille pankeille.

Ennakoivalla viestinnällä tulevasta rahapolitiikastaan EKP:n neuvosto on selkeästi ilmaissut, että se on valmis tekemään mandaattinsa rajoissa kaikkensa tukeakseen taloudellista aktiviteettia – kotitalouksia ja yrityksiä – ympäri Eurooppaa näinä vaikeina aikoina.

Monet ovat huolissaan kevyen rahapolitiikan seurauksista. Pelätään inflaation lähtemistä laukalle, hyperinflaatiota. Tästä ei kuitenkaan ole merkkejä. Päinvastoin. Inflaatio on ollut euroalueella jo pitkään liian hidasta ja uhkaa jatkua sellaisena. Rahapolitiikan tehtävä on torjua tämä uhka. Vahvasti elvyttävä rahapolitiikka on edelleen tarpeen talouden ja työllisyyden tukemiseksi ja hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi.

Kaiken kaikkiaan talouspoliittiset toimet pyrkivät vakauttamaan taloutta, tukemaan kasvua ja työllisyyttä sekä palauttamaan inflaation tavoitteen mukaiseen vauhtiin. Voimakkaat politiikkatoimet kasvattavat tänä vuonna sekä julkista velkaa että keskuspankkien taseita, mutta turvaavat talouden tuotantopotentiaalia ja elpymisedellytyksiä. Kasvavan julkisen velan hoitamisen näkökulmasta on ensiarvoisen tärkeää, että Eurooppa kykenee kohdentamaan nyt tehtävät elvytyspanostukset pitkän aikavälin kasvua ja työllisyyttä tukeviin investointeihin ja talouden uudistamiseen. Euroalueen finanssipolitiikan mitoituksessa on otettava huomioon kunkin maan julkinen talous.

EKP on käynnistänyt rahapolitiikan strategiansa uudelleen arvioinnin siirrettyään sitä keväällä koronapandemian aiheuttaman kriisin vuoksi puolella vuodella. Yhdysvaltojen keskuspankki, Federal Reserve, on vastikään tarkistanut rahapolitiikkansa strategiaa ottamalla huomioon taloudellisessa toimintaympäristössä tapahtuneet muutokset. Laaja-alainen rahapolitiikan strategia-arvio on euroalueellakin nyt entistä tarpeellisempi erityisesti pitkäaikaisen hitaan inflaation vuoksi. Uudelleen arviointiin ovat syynä etenkin talouden vapaan kapasiteetin ja inflaation välisen suhteen muuttuminen, sekä luonnollisen korkotason (tasapainokoron) lasku. Rahapolitiikan pelivaran arvioidaan näiden taloudellisten muutosten seurauksena supistuneen pitkäaikaisesti ja nopean inflaation riskin pienentyneen.

Tulkitsen Fedin strategiarevisiota niin, että Yhdysvaltain rahapolitiikassa on odotettavissa voimakkaampi reaktio kahden prosentin tavoitteeseen nähden liian alhaiseen inflaatioon tai sen kasvaneeseen riskiin. Toisaalta odotettavissa on vaimeampi reaktio nousuun viittaaviin inflaatioriskeihin, joiden todennäköisyys ja siten myös haitallisuus on vähentynyt. Tämä uusi strategialinjaus heijastuu väistämättä myös EKP:n rahapolitiikan toimintaympäristöön – emme toimi tyhjiössä.

Siksi EKP:n rahapolitiikan strategian uudelleenarviointi on entistä tarpeellisempi sekä pitkäaikaisen hitaan inflaation että koronapandemian vaurioiden vuoksi. EKP:n tehtävänä on hintavakautta vaarantamatta pyrkiä tukemaan unionin talouspolitiikan muita tavoitteita entistä tehokkaammin, jotta talous toipuisi ja pitkän aikavälin kasvunäkymät kohenisivat.

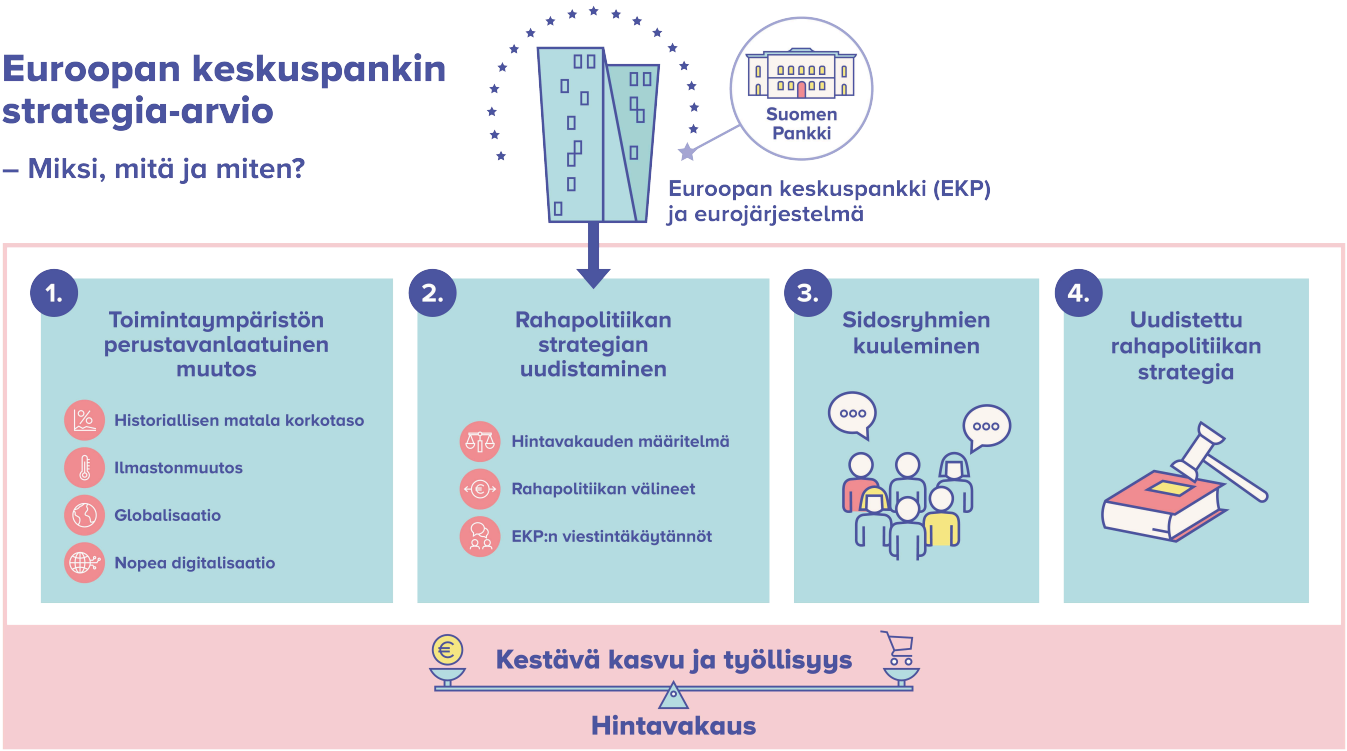
On tärkeää että hyvin elvyttävän rahapolitiikan luoma tila muulle talouspolitiikalle ja EU:n yhteisten rahoitusratkaisujen tuoma tuki käytetään tehokkaasti hyväksi koko euroalueella talouden uudistamiseksi, Suomi mukaan lukien. Kun euroalueen julkisten sektoreiden velkaantuneisuus on kasvanut merkittävästi, rakenteellisten työ- ja tuotemarkkinoita koskevien uudistusten merkitys ja kasvua tukevien investointien merkitys vain korostuu entisestään. Sekä tuottavuuden että työllisyyden kasvu nojaavat lopulta kykyymme uudistua.

Helsingissä 15.9.2020

Olli Rehn
johtokunnan puheenjohtaja

Avainsanat

EKP, elvytys, euroalue, inflaatio, rahapolitiikan strategia, rahapolitiikka, työllisyys, koronapandemia



Kansainvälisen talouden hauras elpyminen koronakriisistä on käynnistynyt

17.9.2020 11:00 • EURO & TALOUS 5/2020 • TALOUDEN NÄKYMÄT, RAHAPOLITIIKKA

Koronapandemian aiheuttama maailmanlaajuinen talouskriisi kärjistyi maaliskuussa 2020. Terveyteen kohdistuva uhka ja viruksen hillitsemisen kannalta välttämättömät talouden rajoitustoimet johtivat poikkeuksellisen äkilliseen ja voimakkaaseen tuotannon supistumiseen maailmanlaajuisesti vuoden ensimmäisellä puoliskolla. Maailmantalouden ennakoidaan supistuvan tänä vuonna noin 4–6 % ja euroalueen kokonaistuotannon noin 8–10 %. Euroalueen talous näyttäisi sukeltavan tänä vuonna hieman syvemmälle kuin Yhdysvallat, mutta molempien elpymisvauhti on hyvin epävarmaa. Kiinassa vaikein vaihe epidemiassa ja siten myös talouden jyrkin supistuminen osuivat vuoden ensimmäiselle neljännekselle. Toipumista ovat edesauttaneet koronalta suojautumiseen tarvittavan materiaalin sekä etätyölaitteiden tuotanto ja vienti. Pandemiasokin vaikutus on globaalisti ollut inflaatiota hidastava. Työttömyys on kasvussa, mutta euroalueella äkillinen massatyöttömyys on vältetty lomautusten ja tukien avulla.

Talousnäkymät ovat yhä hyvin epävarmat. Talouden supistumisen syvin vaihe on tämän hetken arvioiden mukaan jo ohitettu. Talouden romahdus oli kuitenkin niin syvä, että toipuminen tulee kestämään pitkään. Euroalueella tuotanto jää vielä ensi vuonna selvästi ennen koronakriisiä olleen tason alapuolelle. Jos tämän vuoden jälkimmäiselle puoliskolle osuu merkittävä pandemian toinen aalto, maailman bruttokansantuote voi OECD:n arvion mukaan supistua lähes 8 % ja euroalueen 11,5 %. EKP:n vakavassa skenaariossa euroalueen bruttokansantuote supistuu tänä vuonna 10 %. Viimeisimmät tiedot kertovat, että talouden toimeliaisuuden elpyminen etenee euroalueella alkupyrähdyksen jälkeen hyvin hitaasti ja riskit ainakin hetkellisestä aktiviteetin

supistumisesta uudelleen ovat kasvaneet.

Toipumisen odotetaan olevan epätasaista maittain ja sektoreittain. Koronakriisi poikkeaa aiemmista kriiseistä, sillä tämän kriisin käynnisti virus, joka iski kunkin maan senhetkiseen taloustilanteeseen yllättäen ulkopuolelta. Esimerkiksi vuonna 2008 kärjistynyttä globaalia finanssikriisiä edelsivät voimakas velkaantuminen ja talouden epätasapainojen kasaantuminen. Vaikka pandemia koskettaa kaikkia samankaltaisesti, maa- ja sektorikohtaiset erot vaikutuksissa voivat olla suuria. Kriisin syvyys ja elpyminen riippuvat monesta tekijästä: kyvystä tasapainoilla viruksen hillinnän ja talouden toimeliaisuuden välillä, tehokkaan rokotteen ja/tai hoitokeinon löytymisestä, talouden lähtötilanteesta ja rakenteesta, ihmisten odotuksista ja käyttäytymisestä sekä toteutetusta talouspolitiikasta.

Talouspolitiikan merkitys koronakriisin lyhyen ja pidemmän aikavälin haittojen lieventämisessä on suuri. EKP:n rahapolitiikan mittavat ja ripeät toimet ovat vakauttaneet rahoitusmarkkinoita sekä vähentäneet merkittävästi deflaation vaaraa euroalueella. Jatkossa EKP:n rahapolitiikan tehtävänä on pitää korot alhaisina ja rahoitusolot kevyinä vielä pitkään, kunnes inflaatio on kestävästi hintavakauden tavoitteen mukainen. Tällä hetkellä inflaationäkymät ovat vaimeat ja EKP ennustaa vuoden 2022 inflaation olevan vain 1,3 %.

Myönteistä on, että tässä kriisissä talouspolitiikan eri lohkot, kuten raha- ja finanssipolitiikka, ovat toimineet hyvin yhteen ja tukeneet toisiaan. Koronapandemian negatiivisia vaikutuksia talouteen on pyritty vaimentamaan myös monin pankkivalvonnan ja -sääntelyn sekä makrovakauspolitiikan keinoin. Lisäksi kansainväliset rahoituslaitokset ovat vastanneet nousevien ja kehittyvien talouksien ennätyksellisen suureen hätärahoituksen tarpeeseen.

Historiallisesti merkittävät talouspoliittiset toimet ovat kannatelleet taloutta kriisin akuutissa vaiheessa estämällä massatyöttömyyden ja konkurssiaallon. Voimakkaat politiikkatoimet kasvattavat tänä vuonna sekä julkista velkaa että keskuspankkien taseita, mutta turvaavat talouden tuotantopotentiaalia ja elpymisedellytyksiä. Erityisesti viruksesta eniten kärsivillä toimialoilla työllisyysnäkymät ovat kuitenkin vielä pitkään heikot, ja taloudellisessa toiminnassa on nähtävissä viruksesta johtuvia rakenteellisia muutoksia. Vielä on toki vaikea sanoa, kuinka suuria ja pysyviä nämä muutokset täsmälleen ovat. Sopeutumisvaiheessa työttömyyden ja konkurssien odotetaan lisääntyvän.

Meillä ei ole koronakriisistä aikaisempaa kokemusta, ja erityisesti sen pidemmän aikavälin vaikutuksista on hyvin suurta epävarmuutta. Tällä hetkellä näyttäisi siltä, että koronakriisi todennäköisesti hidastaa tuottavuuden kasvua ja inflaatiota pitkäkestoisesti sekä lisää euroalueen maiden talouksien erkaantumista toisistaan. Myös toisen suuntainen kehitys on mahdollista. Riskinä on kuitenkin, että euroalueen talous jää pitkäaikaisesti hitaan talouskasvun ja inflaation loukkuun. Koronakriisin myötä kasvanut stagnaation riski euroalueella lisää voimakkaiden ja koordinoitujen politiikkatoimien tarvetta.

Ennusteiden ja skenaarioiden vertailu

Koronapandemia johti maailmantalouden jyrkkään supistumiseen

Koronapandemian aiheuttama maailmanlaajuinen talouskriisi kärjistyi maaliskuussa 2020. Terveyteen kohdistuva uhka ja viruksen hillitsemisen kannalta välttämättömät talouden rajoitustoimet johtivat poikkeuksellisen äkkinäiseen ja jyrkkään tuotannon supistumiseen maailmanlaajuisesti. Maailmantalouden ennakoidaan supistuvan tänä vuonna noin 4–6 % (taulukko 1). Näissä arvioissa maailmantalous elpyy vuoden jälkimmäisellä puoliskolla.

Epävarmuus talouden näkymistä on yhä poikkeuksellisen suurta, ja erilaiset skenaariot ovat mahdollisia. Sekä maailmantalouden että keskeisten maiden talousennusteiden lähtökohtana on, että tasapainoilu viruksen leviämisen hillinnän ja talouden toimeliaisuuden välillä onnistuu ja taloudet elpyvät vuoden jälkimmäisellä puoliskolla sekä ensi vuonna. Talouden jyrkimmän supistumisen arvioidaan osuneen vuoden 2020 toiselle neljännekselle. Jos vuoden jälkimmäiselle puoliskolle osuu laajamittaisesti pandemian toinen aalto, maailmantalouden BKT voi OECD:n arvion mukaan supistua lähes 8 %. Kaikissa arvioissa koronapandemia vaikuttaa globaaliin taloustilanteeseen vielä pitkään.

Taulukko 1.

Maailmantalous supistuu tänä vuonna 4–6 % tai jopa 8 %, jos merkittävä toinen aalto toteutuu

Ennustaja	Ajankohta	2019	2020	2021	2022
BKT					
IMF	kesäkuu	2,9	–4,9	5,4	
EKP*	syyskuu	3,0	–3,7	6,2	3,8
OECD: Double hit	kesäkuu	2,7	–7,6	2,8	
Single hit		2,7	–6,0	5,2	
OECD	syyskuu	2,6	–4,5	5,0	
Euroopan komissio**	heinäkuu	3,0	–3,9	4,9	
Consensus	elokuu	2,5	–4,7	5,0	

* Maailman BKT pl. euroalue

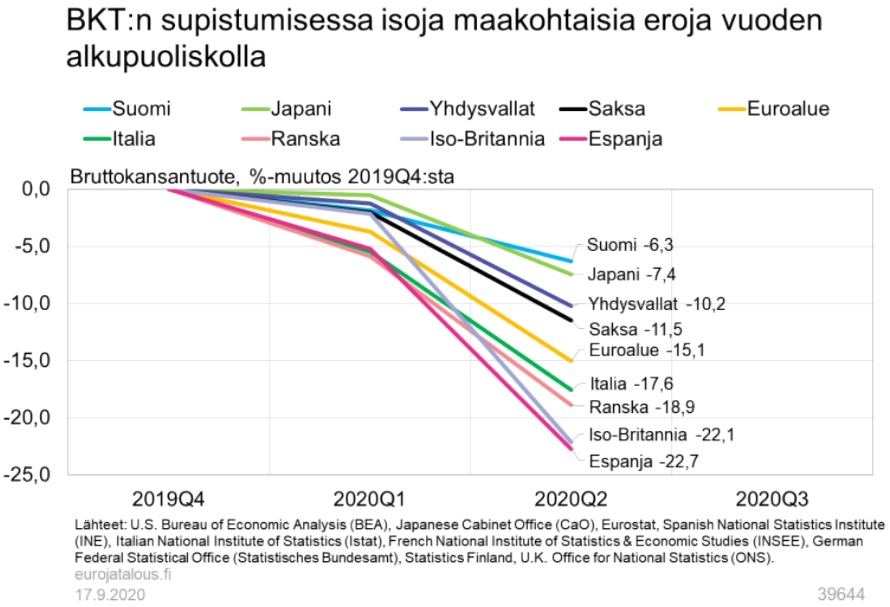
** Maailman BKT pl. EU

Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD, EKP ja Euroopan komissio.

Euroalueen talous supistui yhteensä 15 % vuoden ensimmäisellä puoliskolla

Euroalueen BKT supistui kuluvan vuoden toisella vuosineljänneksellä ennätykselliset −11,8 % edellisestä neljänneksestä. Saksassa BKT supistui −9,7 %, Ranskassa −13,8 %, Italiassa −12,8 % ja Espanjassa −18,5 %. Kaiken kaikkiaan euroalueen talous supistui vuoden ensimmäisellä puoliskolla noin 15 % eli enemmän kuin Yhdysvalloissa, missä se supistui noin 10 % (kuvio 1). BKT:n supistuminen on nyt ollut jyrkempää ja nopeampaa kuin globaalin finanssikriisin pahimpana aikana. Globaaliin finanssikriisiin verrattuna talouden supistuminen on ollut euroalueella kolme ja Yhdysvalloissa kaksi ja puoli kertaa niin voimakasta ja vain kahden vuosineljänneksen aikana eli noin kolme kertaa niin nopeata. Vuosien 2008–2009 aikana BKT supistui euroalueella 5,0 % kuuden vuosineljänneksen aikana ja Yhdysvalloissa 4,0 % seitsemän vuosineljänneksen aikana.

Kuvio 1.



Koronakriisi poikkeaa viime vuosien aiemmista kriiseistä, sillä tällä kertaa kyseessä on talousjärjestelmän ulkopuolelta tullut sokki. Esimerkiksi Japanin 1990-luvun alun talouskriisiä ja vuonna 2008 kärjistynyttä globaalia finanssikriisiä edelsivät voimakas velkaantuminen ja talouden epätasapainojen kasaantuminen, eli näihin kriiseihin johtaneet syyt löytyivät talouden toimijoiden käyttäytymisestä.

Vaikka pandemia koskettaa kaikkia samankaltaisesti, maakohtaiset erot vaikutuksissa voivat olla suuria. Kriisin syvyyden ja keston määrittävät rajoitustoimenpiteiden kesto ja vaikuttavuus, taloudenpitäjien liikkuvuutta vähentävän viruspelon määrä, politiikan kyky vähentää epävarmuutta ja tuloihin ja työllisyyteen kohdistuvia haittoja ja mahdolliset pysyvät muutokset tuotantokapasiteettiin ja kotimaiseen kysyntään.

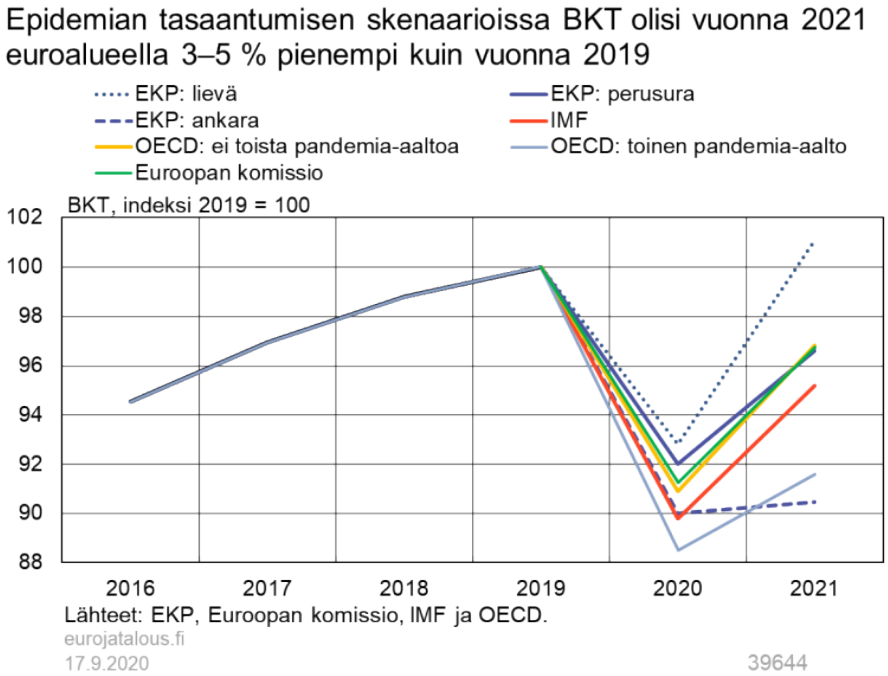
Euroalueen talouskasvuksi ennakoidaan −8–10 % vuonna 2020 ja +5–7 % vuonna 2021

Erittäin heikon alkuvuoden takia euroalueen BKT supistuu EKP:n ennusteen mukaan −8,0 % koko vuonna 2020 ja kasvaa 5,0 % vuonna 2021 ja 3,2 % vuonna 2022. EKP:n

neuvoston syyskuun näkemyksen mukaan riskit painottuvat EKP:n syyskuun ennusteessa arvioitua heikomman kehityksen suuntaan. IMF:n heinäkuun ennuste (2020: –10,2 % ja 2021: 6 %), komission heinäkuun ennustepäivitys (–9,1 % ja 6,1 %) ja OECD:n kesäkuun ei toista aaltoa -skenaario (2020: –9,1 % ja 2021: +6,5 %)[1] ovat kuluvan vuoden osalta EKP:n syyskuun ennustetta pessimistisempiä, mutta vuoden 2021 osalta hieman optimistisempia. Näissä kaikissa ennusteissa BKT jää vuonna 2021 selvästi pienemmäksi kuin vuonna 2019, EKP:n ennusteessa 3,4 % ja IMF:llä 4,8 % pienemmäksi (kuvio 2).

EKP:n mukaan kesän aikana saatu informaatio viittaa euroalueen talouden kääntyvän nousuun kuluvalla vuosineljänneksellä, kasvuksi ennakoidaan 8,4 % edellisestä neljänneksestä. Jatkossa oletetaan, että viruksen eristämisessä suurelta osin onnistutaan. Viime kevättä lievempiä rajoitustoimia jatketaan lähineljänneksinä tai siihen asti kunnes lääketieteellinen ratkaisu eli rokote virusta vastaan on käytettävissä, mahdollisesti vuoden 2021 puolivälissä. Nämä rajoitustoimet sekä kasvanut epävarmuus ja työmarkkinatilanteen heikentyminen jarruttavat talouden tarjonnan ja kysynnän kasvua. Kuitenkin poikkeuksellisen voimakkaat raha- ja finanssipoliittiset toimet, jotka ovat laajentuneet kesän aikana, turvaavat taloudenpitäjien tulokehityksen, rajoittavat pandemian aiheuttamia vaurioita ja estävät rahoitusmarkkinoiden shokit. Kaiken kaikkiaan EKP:n syyskuun ennuste on pysynyt kutakuinkin ennallaan kesäkuusta.

Kuvio 2.



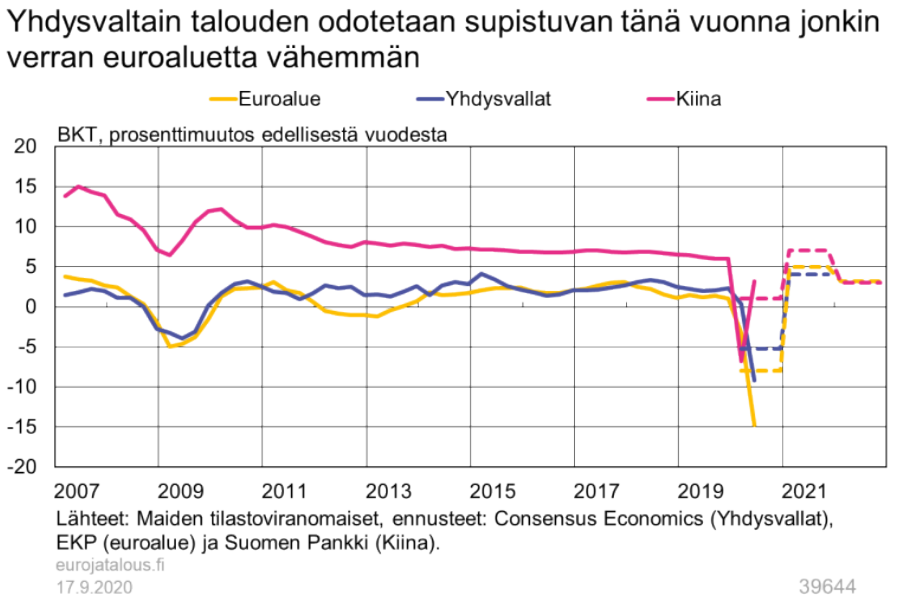
Myös Yhdysvaltojen talousnäkymiin liittyy suurta epävarmuutta, ja kriisin arvioidaan aiheuttavan merkittäviä riskejä keskipitkän aikavälin talousnäkymille. Yhdysvaltain talous supistui koronakriisin myötä vuoden 2020 toisella neljänneksellä noin 9 %

1. OECD korotti euroalueen kasvuennustetta syyskuun ennustepäivityksessä -7,9 prosenttiin vuodelle 2020 ja alensi sitä 5,1 prosenttiin vuodelle 2021.

edellisestä neljänneksestä. Tämä johtui pääasiassa yksityisen kulutuksen ja investointien supistumisesta. Vuonna 2020 Yhdysvaltain talouden odotetaan supistuvan 8,5–5 % ja kasvavan 2–5 % vuonna 2021.[2] Fedin avomarkkinakomitean kokousosanottajat odottavat Yhdysvaltain talouden supistuvan 10–4 % vuonna 2020 ja kasvavan –1–7 % vuonna 2021.[3]

Kiinan talouskasvu jää sen sijaan positiivisen puolelle tänä vuonna (BOFIT Kiina-ennuste 2/2020). Talous toipui toisella neljänneksellä nopeasti koronasokista, ja BKT kasvoi virallisten tilastojen mukaan 3 % vuotta aiemmasta. Myös vaihtoehtoiset laskelmat viittaavat nopeaan toipumiseen. Toipuminen jatkui heinä-elokuussa, mutta toipumisvauhti on tasaantunut. Toipumista ovat edesauttaneet koronaepidemian pitäminen kurissa, elvytystoimet ja se, että teollisuus on pystynyt vastaamaan koronan muuttamiin tarpeisiin lisäämällä tuntuvasti mm. koronalta suojautumiseen tarvittavan materiaalin ja etätyölaitteiden tuotantoa ja vientiä.

Kuvio 3.



Riskiskenaarioissa arvioidaan pandemian toisen aallon vaikutuksia

Koska maailmantalouden ja euroalueen tulevaan reaalitalouden kehitykseen liittyy edelleen huomattavaa epävarmuutta, tulevaa kehitystä on perusteltua tarkastella skenaarioiden avulla.

EKP on esittänyt kaksi skenaariota (ks. kuvio 2, lievä ja ankara). Lievässä skenaariossa oletetaan pandemian aiheuttama shokki väliaikaiseksi ja lääketieteelisen ratkaisun eli rokotteen myötä rajoitustoimia kyetään purkamaan ennustettua enemmän. Tällöin euroalueen BKT supistuisi kuluvana vuonna –7,2 % ja kasvu kiihtyisi ensi vuonna 8,9

2. IMF:n, Euroopan komission, CBO:n ja konsensusennusteiden sekä OECD:n kahden skenaarion vaihteluväli.
3. Ks. https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20200610.pdf.

prosenttiin ja vuoden 2022 lopulla BKT:n taso olisi joulukuussa 2019 ennustettua korkeammalla. Ankarassa skenaariossa oletetaan viruksen voimakas uusi leviäminen, joka johtaisi voimakkaisiin rajoitustoimiin. Tämä hidastaisi huomattavasti taloudellista aktiviteettia ja aiheuttaisi pysyviä tuotannon menetyksiä. Tässä skenaariossa euroalueen BKT supistuisi kuluvana vuonna –10,0 % ja jäisi vuoden 2022 lopulla merkittävästi alle vuoden 2019 lopun tason.

Skenaarioita ovat EKP:n lisäksi esittäneet mm. IMF ja OECD. Sekä IMF että OECD esittävät myös skenaariot, joissa tautitilanne pahenee uudelleen ja vuoden 2021 kasvu jää vaimeaksi. OECD:n Double-hit-skenaarion mukaan, jossa toinen aalto osuu vuoden viimeiselle neljännekselle, euroalueen kasvu jäisi –11,5 prosenttiin vuonna 2020 ja 3,5 prosenttiin vuonna 2021. IMF:n negatiivisessa riskiskenaariossa toinen globaali pandemia-aalto ajoittuu alkuvuoteen 2021. Tämän lisäksi rahoitusolot kiristyvät, eniten nousevissa talouksissa. IMF olettaa pandemian mahdollisen toisen aallon vaikuttavan maailmantalouteen noin puolet vähemmän kuin ensimmäisen aallon. Toisaalta IMF esittää myös skenaarion ennakoitua nopeammasta toipumisesta, jossa palautuminen on perusennustetta nopeampaa vuoden 2020 toiselta vuosipuoliskolta lähtien, kun tehokkaat rajoitustoimet lisäävät talouden toimijoiden luottamusta ja kysyntä normalisoituu nopeammin. Kaikissa ennustettua kehitystä heikommissa skenaarioissa inflaatio hidastuu lähivuosina, työttömyys lisääntyy pitkäkestoisesti ja julkinen velkaantuneisuus kasvaa voimakkaasti, vaikka suuruusluokat poikkeavat jonkin verran toisistaan. Erilaiset skenaariot ovat viruksen oletetun käyttäytymisen lisäksi mahdollisia siksi, että talouspoliittiset toimet vaikuttavat merkittävästi kehitykseen. Poikkeuksellisen voimakkaiden raha- ja finanssipoliittisten toimien vaikutusten arviointiin liittyy epävarmuutta (ks. tarkemmin osio 3).

Vaikka koronavirus on todennäköisesti keskeisin maailmantalouden ajuri, kunnes virus saadaan hallintaan tehokkaan rokotteen tai hoitokeinon avulla, muitakin riskejä on. Euroalueen näkökulmasta brexit on eräs niistä. EU:n ja Ison-Britannian kauppaneuvotteluissa ei toistaiseksi ole nähty mainittavaa edistystä. Neuvotteluiden päätyminen sopimuksettomaan tilanteeseen hidastaisi entisestään euroalueen elpymistä ja lisäisi epävarmuutta sen tulevasta taloudellisesta tilasta. Myöskään Yhdysvaltojen ja Kiinan kauppajännitteet eivät ole hävinneet.

Nykyhetken arviointi

Ennakoivien mittarien mukaan palautuminen on hidasta

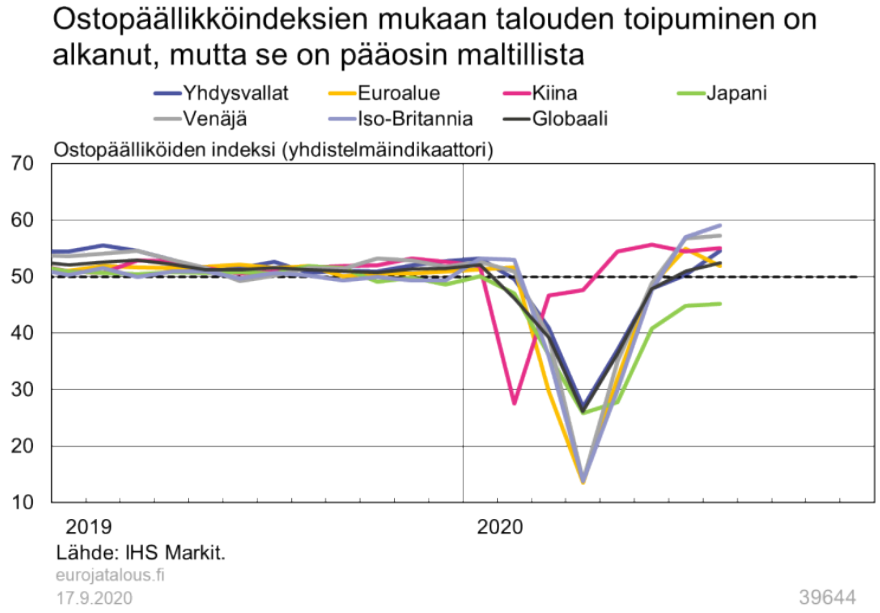
Talouden tilan ja suunnan arvioinnissa on tarpeen seurata tarkkaan erilaisia ennakoivia mittareita, joiden avulla pyritään ennustamaan, mikä skenaario näyttäisi olevan toteutumassa. Koska keskeiset tilastojulkaisut tulevat viiveellä, tässä äkillisessä ja poikkeuksellisessa kriisissä talouden tilaa on pyritty arvioimaan myös monien vaihtoehtoisten mittareiden avulla.

BKT:n raju supistuminen (kuvio 1) kaikkialla maailmassa näkyi myös ostopäällikköindekseissä (kuvio 4). Maailman ostopäällikköindeksi laski ennennäkemättömän paljon koronakriisin aikana, lähes 10 pistettä pienemmäksi kuin globaalin finanssikriisin aikaan vuonna 2008. Indeksin laskuun vaikutti ennen kaikkea

palvelusektori, mutta myös teollisuuden ostopäällikköindeksi pieneni huomattavasti. Sen sijaan finanssikriisin aikaan globaalin ostopäällikköindeksin supistuminen oli seurausta teollisuuden luottamuksen rajusta laskusta.

Koska tilastotiedot tulevat viiveellä, ostopäällikköindeksien avulla voidaan arvioida talouden tilaa ja näkymiä. Erityisesti Kiinan talous on ostopäällikköindeksien ja BKT-lukujen mukaan toipunut kriisistä huomattavasti muuta maailmaa nopeammin, kun kriisi ajoittui ensimmäiseen vuosineljännekseen. Heinä-elokuun ostopäällikköindeksit osoittavat myös muualla maailmassa talouskasvua. Talouden toipuminen toisen vuosineljänneksen erittäin heikoista luvuista näyttäisi kuitenkin näiden mittareiden perusteella olevan maltillista.[4]

Kuvio 4.



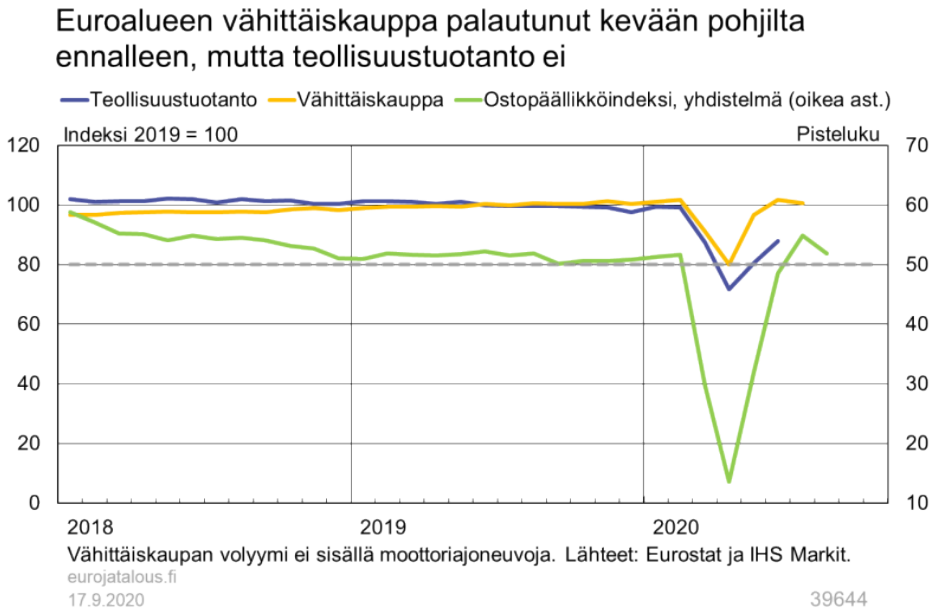
Kriisin vaikutus palvelusektoriin poikkeuksellisen syvä

Taloudellisessa kehityksessä on myös ollut merkittäviä eroja sektoreitten välillä. Koronakriisi johti ennennäkemättömien rajoitustoimien ja yleisen epävarmuuden vuoksi palvelusektorin lähes täydelliseen pysähtymiseen. Tässä suhteessa kriisi poikkesi merkittävästi aikaisemmista talouden taantumista, joissa tyypillisesti teollisuus reagoi voimakkaimmin ja kotimaisen kysynnän hidastuminen oli maltillisempaa. Koronakriisi johti kulutuksen rajuun hiljentymiseen. Rajoitustoimet, jotka olivat tiukimmillaan huhti-toukokuussa, kohdistuivat erityisesti kauppaan, ravintola-alaan, viihteeseen ja muihin palveluihin. Vähittäiskauppa pieneni alkukeväänä euroalueella noin 20 % (kuvio 5), ja supistuminen oli suurta myös muilla talousalueilla. Kesän aikana vähittäiskauppa on palautunut ennalleen kehittyneissä talouksissa. Sen sijaan teollisuustuotannossa palautuminen on hitaampaa. Koko talouden kehitystä kuvaavan ostopäällikköindeksin

4. Ostopäällikköindeksien viitearvo on 50. Tämä tarkoittaa, että kun indeksi ylittää viitearvon, taloudellinen kehitys on positiivista. Kriisin aikana tähän raja-arvoon liittyy kuitenkin epävarmuutta kevään rajun supistumisen vuoksi. Esimerkiksi teollisuustuotanto kasvoi merkittävästi touko-kesäkuussa siitä huolimatta, että teollisuuden ostopäällikköindeksi alitti viitearvon 50.

mukaan kasvu on ollut euroalueella positiivista kesästä lähtien.

Kuvio 5.



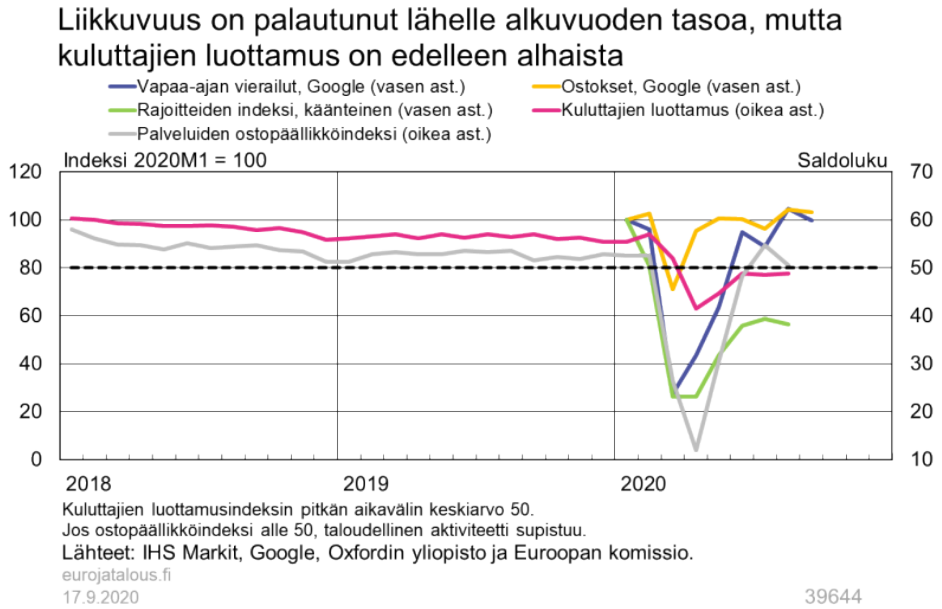
Koronakriisin syventyminen laski palveluiden ostopäällikköindeksin ennätyksellisen alas euroalueella (kuvio 6). Myös kuluttajien luottamus heikentyi huomattavasti. On mahdollista, että kulutuksen täydellistä toipumista hidastavat vielä pitkään ei pelkästään rajoitustoimet vaan kokonaiskysynnän merkittävä lasku.[5] Kulutuksen kasvun rajoitteena voi olla tällä hetkellä kotitalouksien varautuminen epävarmaan lähitulevaisuuteen. Niiden kotitalouksien, joihin rajoitteet ovat kohdistuneet merkittävimmin, tulevaisuuden odotukset voivat olla erittäin epävarmoja.[6] Epävarmat tulevaisuuden odotukset näkyvät kotitalouksien säästämisasteessa, joka on euroalueella kasvanut nopeasti ennätyskorkeaksi.[7]

5. Guerreri ym. (2020) mukaan koronakriisin alun perin syventänyt tarjontasokki voi johtaa jyrkkään kokonaiskysynnän laskuun. Tämä tapahtuu, kun rajoitteet vaikuttavat talouden sektoreihin epäsymmetrisesti, mikä vähentää kaikkien kulutusmahdollisuuksia. Jos kotitaloudet lisäksi tekevät varautumissäästöjä, kysynnän lasku vahvistuu. Ks. Guerreri ym. (2020) Macroeconomic implications of Covid-19: can negative supply shocks cause demand shortages? NBER Working Papers, 26918.

6. Odotukset tulevaisuudesta ovat muuttuneet negatiivisimmiksi Yhdysvalloissa alueilla, joihin rajoitustoimet ovat kohdistuneet voimakkaimmin. Ks. Coibion ym. (2020) The cost of the Covid-19 crisis: lockdowns, macro-economic expectations, and consumer spending. NBER Working Papers 27141.

7. Ks. Philip R. Lanen blogikirjoitus, "The outlook for the euro area" https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2020/html/ecb.blog200911~9864e7ae6d.en.html.

Kuvio 6.



Reaaliaikainen data osoittaa tuotannon toipumista, mutta aikaisemman tason saavuttaminen vie aikaa

Koronakriisin ajantasaisessa analyysissä hyödynnetään perinteisten taloudellisten indikaattorien lisäksi myös vaihtoehtoista dataa. Koska talouden supistuminen on ollut poikkeuksellista ja hyvin äkillistä, tarve reaaliaikaisen tiedon saannille on ollut suuri. Koronakriisin aikana taloudellisen aktiviteetin mittaamisessa on hyödynnetty entistä enemmän esimerkiksi liikkuvuutta kuvaavia indikaattoreita, työttömyyshakemusten määrää, maksukorttidataa, satamien rahtimääriä ja sähkönkulutusta. Tällaisten nopeasti päivittyvien indikaattorien avulla on mahdollista saada lähes reaaliaikaista tietoa taloudellisesta aktiviteetista.[8] Toisaalta taas uudenlaisten indikaattorien luotettavuuteen liittyy epävarmuutta, sillä kriisin aikana kotitalouksien käyttäytyminen on hyvin erilaista, minkä vuoksi aikaisemmat tilastolliset yhteydet eivät välttämättä enää päde. Esimerkiksi kotitaloudet ovat voineet siirtää kulutustaan entistä enemmän verkkoon, mitä ei havaita liikkuvuusindikaattoreilla.

Kuvioon 6 on kerätty kulutusta mittaavia indikaattoreita. Ihmisten liikkuvuuden supistuminen näkyy Googlen keräämissä liikkuvuusindikaattoreissa euroalueella.[9] Sekä vapaa-ajan vierailut esimerkiksi ravintoloihin, kahviloihin ja museoihin että kaupoissa käynti vähenivät rajusti. Kesän jälkeen rajoitustoimia on Oxfordin yliopiston keräämän indeksin mukaan höllennetty noin puoleen kevään tasosta.[10] Samaan aikaan myös liikkuvuus on kasvanut. Heinäkuussa palveluiden ostopäällikköindeksi ylitti selvästi raja-

8. Uutta aineistoa hyödyntäen on rakennettu uudenlaisia taloudellista aktiviteettia kuvaavia indeksejä. Ks. esim. Yhdysvaltojen Weekly Economic Index, https://www.dallasfed.org/research/wei ja eri sektoreiden tilaa luotaava https://tracktherecovery.org/.

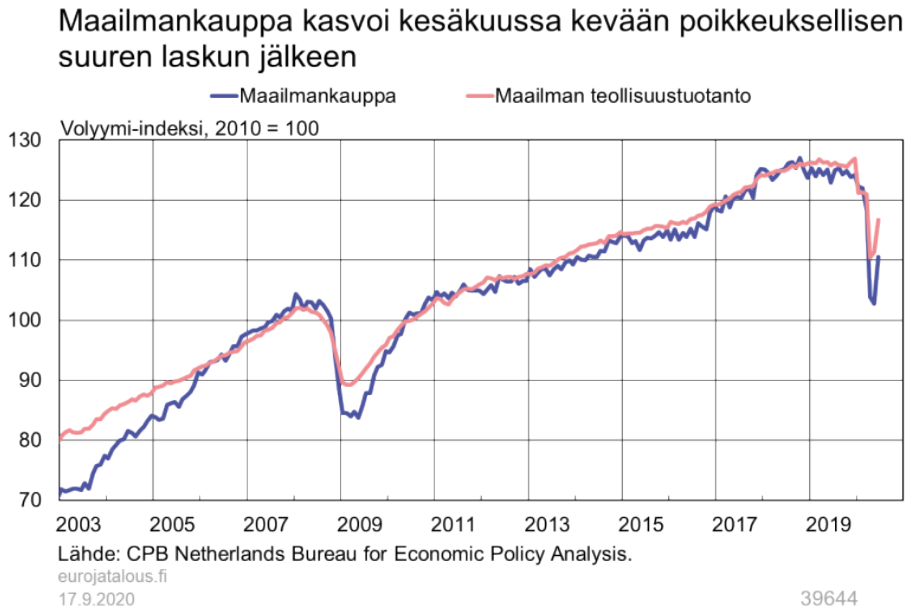
9. Google laskee liikkuvuutta paikkatiedoista, ja indikaattorit mittaavat käyntejä ja niiden pituutta. Ks. tarkemmin https://www.google.com/covid19/mobility/. Luvut on koottu euroalueen tasolle BKT-osuuksia käyttäen.

10. Rajoitteiden indeksi on Oxfordin yliopistossa kehitetty Stringency Index, joka on koottu euroalueen tasolle BKT-painoja hyödyntäen. Ks. tarkemmin indeksin sisältämistä muuttujista https://covidtracker.bsg.ox.ac.uk/.

arvon 50, mutta elokuussa indeksin pisteluku osoitti vain pientä kasvua. Euroalueen kuluttajien luottamus on edelleen erittäin vaimeaa, joten kotimaisen kysynnän toipuminen saattaa olla hidasta. Toipumista voivat hidastaa myös uudelleen kasvaneet tartuntaluvut, edelleen jatkuvat rajoitustoimet ja epävarmat tulevaisuuden odotukset, jotka kumpuavat heikosta työllisyystilanteesta ja epidemian jatkumisesta.

Kevään laajat rajoitustoimet epidemian hidastamiseksi eivät ainoastaan koskeneet palvelusektoria, vaan myös teollisuustuotanto oli useilla talousalueilla pysähdyksissä. Koko maailman teollisuustuotanto supistui kevään aikana, mutta tiukempien rajoitustoimien vuoksi kehitys oli negatiivisempaa kehittyneissä maissa. Kehittyneissä maissa teollisuustuotanto supistui 20 % edellisestä vuodesta, kun taas nousevissa talouksissa lasku oli maltillisempi, noin 5 %. Esimerkiksi Kiinan teollisuustuotanto on kuitenkin jo palautunut kriisiä edeltävälle tasolleen. Maailmankauppa on kriisin vuoksi hidastunut merkittävästi, ja sen määrä oli kesäkuussa 10 % tammikuuta alhaisempi (kuvio 7). Rajoitustoimien ja alhaisen globaalin kysynnän vuoksi euroalueen vienti oli kesäkuussa noin 10 % pienempää kuin tammikuussa.

Kuvio 7.

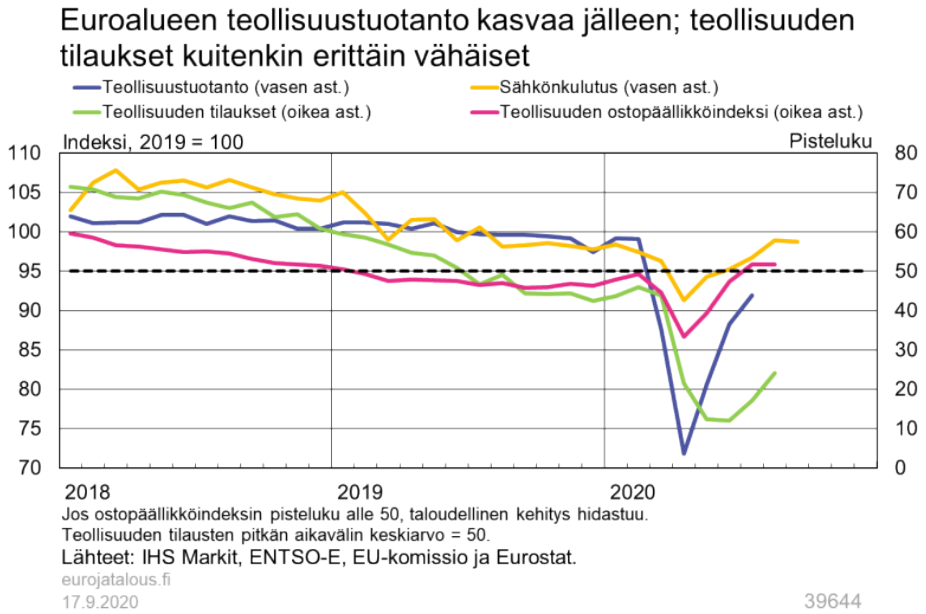


Euroalueella teollisuustuotanto supistui kevään aikana huomattavasti (kuvio 8). Kaikki ei-tarpeellinen tuotanto oli kiellettyä esimerkiksi Espanjassa ja Italiassa, ja lisäksi useissa maissa tehtaita suljettiin tautitilanteen, heikon kysynnän ja tuotantoketjujen katkeamisen vuoksi. Touko-kesäkuussa tuotanto kasvoi jälleen ripeästi, mutta heinäkuussa kasvu oli jo vaimeampaa, 4,1 prosenttia kesäkuusta. Tuotannon taso oli edelleen heinäkuussa noin 8 % edellisvuotta alempi. Teollisuuden ostopäällikköindeksi ja taloudellisen aktiviteetin kanssa läheisessä yhteydessä oleva sähkönkulutus ennakoivat, että tuotanto kasvaa maltillisesti seuraavina kuukausina.[11] Teollisuuden tilaukset ovat edelleen hyvin vähäiset, minkä vuoksi tuotannon aikaisemman tason saavuttamiseen voi kulua aikaa. Teollisuustuotannon kasvua euroalueella vaikeuttavat lähitulevaisuudessa

11. Sähkönkulutus on laskettu jäsenmaiden kuukausitason kausitasoitetuista sarjoista.

vähäinen globaali kysyntä, heikot investointinäkymät ja epävarma taloudellinen tilanne.

Kuvio 8.



Euroalueen talous on alkanut toipua kevään laskusta pääpiirteissään odotusten mukaisesti. Uusimpien talouden indikaattorien mukaan toipumisvauhti on kuitenkin tasaantumassa, erityisesti palvelusektorilla. Elo-syyskuun talouden indikaattorit viittaavat tällä hetkellä siihen, että riski takaiskusta on kasvanut eli aktiviteetti voi jopa supistua uudelleen. Rajoituksien höllentäminen ei ole jatkunut, ja tämä vähentää kulutusmahdollisuuksia. Teollisuus kärsii alun nopean toipumisen jälkeen vaimeasta kysynnästä, mikä näkyy vähäisinä tilauksina ja suhteellisen heikkoina luottamuslukuina sekä tasoittuneena sähkönkulutuksena. Tällainen kehitys nostaa sellaisten skenaarioiden toteutumistodennäköisyyttä, joissa toipuminen on hyvin hidasta vuoden jälkimmäisellä puolella tai taloudellinen aktiviteetti jopa hieman supistuu uudelleen.

Koronakriisiin on toistaiseksi vastattu väliaikaisilla lomautuksilla – työttömyyden odotetaan kasvavan tulevaisuudessa

Koronakriisi heijastuu euroalueen työttömyysasteeseen toistaiseksi vain vähän. Euroalueen työttömyysaste oli maaliskuussa 7,2 %, josta se on asteittain noussut 7,9 prosenttiin heinäkuussa (kuvio 9). Työttömyysasteen pysymiseen melko vakaana on ensisijaisesti vaikuttanut se, että työttömiksi luetaan ainoastaan henkilöt, jotka ovat työmarkkinoiden käytettävissä ja hakevat töitä. Rajoitusten vuoksi kriteeri työmarkkinoiden käytettävissä olosta ei kuitenkaan erityisesti maalis-toukokuussa välttämättä täyttynyt. Lisäksi koronakriisi on voinut saada jotkut henkilöt luopumaan työnhausta. Lisäksi joissakin maissa, esimerkiksi Italiassa ja Espanjassa, irtisanomisia on rajoitettu tai jopa estetty täysin kriisin takia.

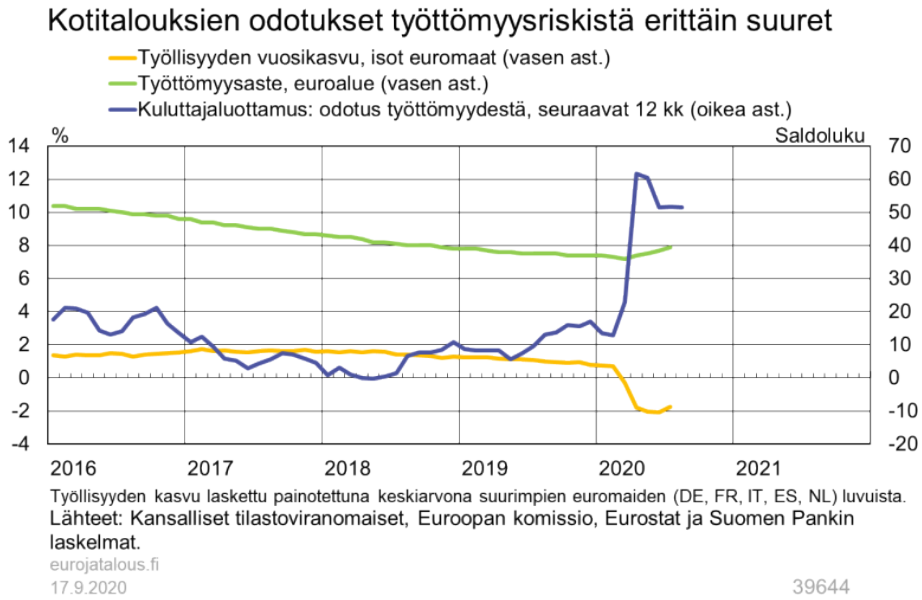
Suurin syy työttömyysasteen vähäiseen nousuun euroalueella ovat kuitenkin laajamittaisesti käyttöön otetut lomautukset. Lomautettuja ei euroalueella lasketa tilastoihin työttömiksi. Euroalueella työmarkkinatilanteen heikkeneminen näkyy

erityisesti tehtyjen työtuntien määrän vähenemisenä 3,2 % edellisestä vuodesta jo vuoden 2020 ensimmäisellä neljänneksellä ja 16,6 % toisella neljänneksellä. Jos kriisi pitkittyy, myös työttömyyden odotetaan kuitenkin lisääntyvän euroalueella. Toukokuussa, jolloin kriisin äkillinen vaikutus työmarkkinoille oli syvimmillään, euroalueen työvoimasta noin 20 % oli lomautusjärjestelmien piirissä. Lyhennettyjen työaikajärjestelyiden piirissä oli koronakriisin aikana esimerkiksi Saksassa 13 %, Espanjassa noin 20 %, Italiassa 25 % ja Ranskassa jopa 40 % työvoimasta.[12] Työttömien määrä tai virta työvoiman ulkopuolelle ei puolestaan kasvanut merkittävästi kriisin akuutin vaiheen aikana.

Sen sijaan Yhdysvalloissa työttömyysaste kasvoi helmi-maaliskuun noin 4 prosentista 14,7 prosenttiin huhtikuussa ja työpaikat vähenivät etenkin yksityisissä palveluissa. Toukokuusta lähtien työmarkkinatilanne on kuitenkin kohentunut, ja työttömyysaste oli elokuussa 8,4 %. Yhdysvalloissa valtaosa työttömyysasteen noususta kuitenkin johtuu siitä, että vain väliaikaisesti työttömien määrä on kasvanut, mikä muistuttaa joiltain osin euroalueen lomautuksia. Myös Yhdysvalloissa otettiin osana koronatoimia käyttöön eräänlainen palkkatukiohjelma, PPP (Paycheck Protection Program). Työmarkkinatilanne heikentyi siis sekä euroalueella että Yhdysvalloissa merkittävästi, toisin kuin pelkästään työttömyysasteiden perusteella voisi arvioida. Yhdysvalloissa työttömyysasteen odotetaan olevan 7–14 % vuoden 2020 lopussa ja 4,5–12 % vuonna 2021. EKP:n ennusteessa euroalueen työttömyysaste on tänä vuonna keskimäärin 8,5 % ja nousee 9,5 prosenttiin vuonna 2021. Myös OECD ja Euroopan komissio ennustavat samankaltaista työttömyysasteen kehitystä.

12. Tiedot perustuvat Suomen Pankin laskelmiin. Saksan tiedot perustuvat lyhyen työajan piirissä (Kurzarbeit) olevien henkilöiden määrään mutta ei työtunteihin. Arvio Ranskan palkkatuen alaisista työntekijöistä perustuu työnantajien ennakkoon tekemien palkkatukihakemusten kohteena olevien työntekijöiden määrään. Ranskan työministeriön arvion mukaan kaikki palkkatukihakemukset eivät kuitenkaan johtaneet lomautukseen. Italian luvut on ilmoitettu kaikkien palkkatuettujen työtuntien ja koko kansantalouden työtuntien suhteena. Espanjan osalta on käytetty työministeriön raportoimaa lukua (3,4 milj. henkilöä), joka koskee ERTE-ohjelman alaisia henkilöitä.

Kuvio 9.



Euroalueella odotukset työttömyydestä ovat kuitenkin lisääntyneet rajusti, vaikka pientä lievenemistä on havaittavissa (kuvio 9). Euroalueen työllisten määrä, joka kasvoi useita vuosia vahvasti koronakriisiin saakka, supistui vuoden toisella neljänneksellä 2,9 % edellisestä neljänneksestä. Supistuminen oli historiallisen suuri.[13] Suurimpien euromaiden työllisyyden kasvu on hidastunut noin prosentista reiluun –2 prosenttiin heinäkuussa (kuvio 9). Työllisten määrän odotetaan yhä supistuvan ja työttömyysasteen nousevan, kun osa tällä hetkellä lomautetuista joutuu työttömäksi. Ranskassa ja Saksassa lyhennetyn työajan piirissä voi kuitenkin olla jopa 2 vuotta, kun taas Italiassa ja Espanjassa järjestelyt loppuvat tätä aiemmin ilman uusia päätöksiä. Toisaalta finanssipoliittisten tukitoimien on syytä asteittain vähentyä ja työmarkkinoiden sopeutua uuteen tilanteeseen.

Korkealla työttömyysastella on vaikutus myös euroalueen hintanäkymiin. Kun työttömiä on paljon, työvoimaa on helpommin saatavilla ja palkkapaineet vaimenevat. Edelleen palkkojen kasvuvauhdin hidastuminen vähentää inflaatiopaineita.

Koronakriisi on hidastanut inflaatiota ja alentanut inflaatio-odotuksia

Koronakriisi on vaimentanut inflaatiopaineita globaalisti, kun kokonaiskysyntä on vähentynyt ja raaka-aineiden hinnat pääosin laskeneet. Ainoastaan tuoreruoan hinnat nousivat jonkin verran koronakriisin myötä maaliskuun ja heinäkuun välisenä aikana. Öljyn hinta laski keväällä merkittävästi ja kävi alimmillaan 20 dollarin tuntumassa. Sittemmin hinta on vähitellen noussut, mutta on edelleen selvästi alle vuoden takaisen, eikä merkittäviä nousupaineita ole nähtävissä.

13. Työllisten kuukausittainen kasvuluku perustuu Suomen Pankin laskelmiin, joissa hyödynnetään kansallisten tilastoviranomaisten työllisyysindikaattoreita.

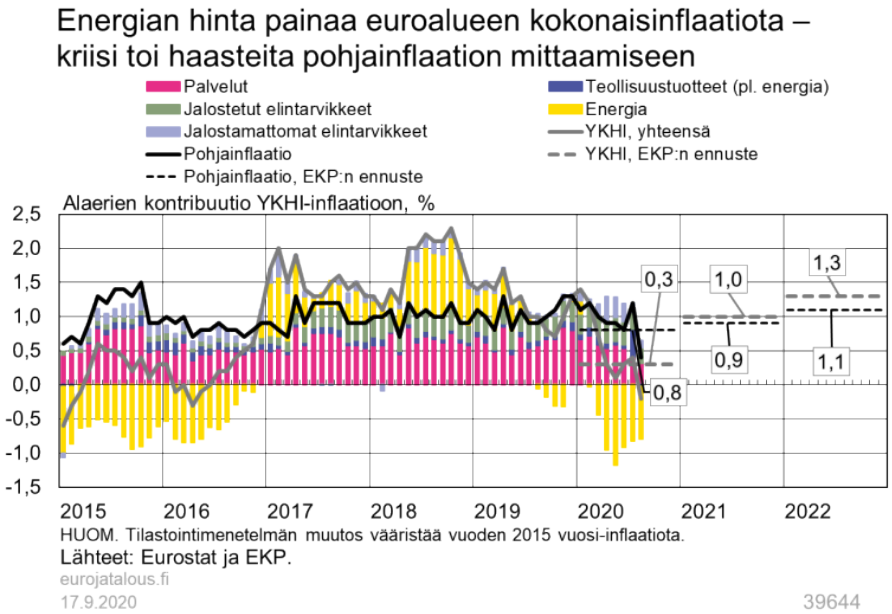
Kriisin aiheuttamat häiriöt tuotantoketjuissa saattavat rajoittaa tarjontaa ja siten nostaa joidenkin tuotteiden hintoja, mutta tämän hetken tiedon valossa on todennäköisempää, että kokonaiskysynnän alentumisen inflaatiota hidastavat vaikutukset tulevat ainakin lähiaikoina olemaan voimakkaammat.

Euroalueen inflaatio on hidastunut hieman koronakriisin puhjettua. Ennakkotiedon mukaan elokuun kokonaisinflaatio painui negatiiviseksi, –0,2 prosenttiin. Keskimäärin inflaatio on vuoden alusta ollut 0,5 %. Inflaatiota on painanut erityisesti energiakomponentti. Inflaation hidastuminen väliaikaisesti negatiiviseksi ei kuitenkaan vielä tarkoita deflaatiota. Deflaatiolla tarkoitetaan tilannetta, jossa hinnat alenevat pysyvämmin niin että inflaatioaste on negatiivinen keskipitkällä aikavälillä. Tällaista kehityskulkua ei ole näköpiirissä, mutta euroalueen inflaation ennustetaan kuitenkin pysyvän tarkastelujakson aikana hyvin maltillisena.

EKP:n syyskuun ennusteessa arvioidaan, että vuoden 2020 inflaatio on 0,3 %, vuoden 2021 inflaatio 1,0 % ja vuoden 2022 inflaatio 1,3 %. Energian ja ruuan hintavaikutuksista puhdistettu ns. pohjainflaatio on pysynyt tasaisesti 1 prosentin tuntumassa. Heinäkuussa pohjainflaatio kiihtyi hetkellisesti hieman, mutta elokuussa pohjainflaatio hidastui 0,4 prosenttiin. EKP:n syyskuun ennusteessa vuoden 2020 pohjainflaatioarvio on 0,8 %, vuoden 2021 arvio 0,9 % ja vuoden 2022 arvio 1,1 %. Ennusteen mukaan lähikuukausina inflaatiota hidastaa öljyn hintavaikutus, euron vahvistuminen ja Saksan väliaikainen arvonlisäverokannan lasku. Näiden vaikutusten poistuttua inflaation ennustetaan vähitellen kiihtyvän. Pohjainflaatiota puolestaan vaimentaa pitkäkestoisemmin koronakriisin aiheuttama kysynnän väheneminen ja talouden vapaa kapasiteetti.

Myös Yhdysvalloissa kuluttajahintainflaatio on hidastunut koronakriisiä edeltävästä 2 prosentin tuntumasta runsaaseen 1 prosenttiin energian hintakehityksen ja pohjainflaation vaikutuksesta. Pohjainflaatio oli elokuussa 1,7 %. Ennen kriisiä pohjainflaatio oli 2,3 prosentin tuntumassa. Inflaation odotetaan olevan Yhdysvalloissa 0,5–1,5 % vuonna 2020 ja 1,1–2,2 % vuonna 2021.

Kuvio 10.



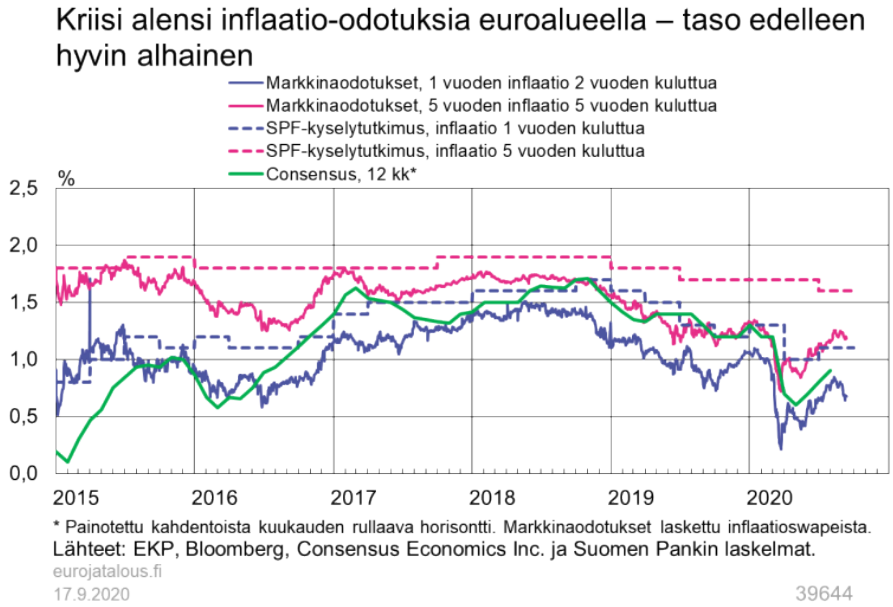
Inflaationäkymien arvioinnin tekevät tällä hetkellä vaikeaksi pohjainflaation mittaamiseen liittyvät ongelmat sekä tuotantoresurssien vajaakäytön asteen eli ns. tuotantokuilun arvioinnin haastavuus. Inflaationäkymiin liittyy aiempaa enemmän epävarmuutta, mitä kuvaa esimerkiksi se, että kyselytutkimuksissa eri vastaajien inflaatio-odotusten hajonta on kasvanut merkittävästi.

Pohjainflaation mittaaminen on vaikeutunut erityisesti siksi, että palveluiden kysyntä ja tarjonta loppuivat joiltain toimialoilta jopa kokonaan koronarajoitusten vuoksi. Havaitsemattomien hintojen osalta tilastoviranomaiset ovat euroalueella turvautuneet edelliskuun hintoihin tai kausituotteiden (kuten pakettimatkat) osalta edellisvuoden vastaavan ajankohdan hintamuutoksiin. Näin ollen viime kuukausien euroalueen palveluinflaatio ei todennäköisesti kuvaa todellisia hintapaineita. Koronakriisin todelliset vaikutukset palveluinflaatioon voidaankin nähdä vasta poikkeusolojen purkautuessa. Palveluinflaation hidastuminen toukokuusta lähtien voi kuitenkin jo antaa joitain viitteitä koronan inflaatiota hidastavista vaikutuksista. Vastaavat mittausongelmat vaivaavat tällä hetkellä muitakin maita, joten inflaatiotilastojen vertailu on haastavaa koronakriisin aikaisten tilastointikäytäntöjen erojen vuoksi.

Useiden asiantuntija-arvioiden perusteella on selvää, että talouden resurssit ovat tällä hetkellä vajaakäytössä eli tuotanto on alle sen potentiaalisen tason. Koska kysynnän arvioidaan pysyvän vaimeana, resurssien vajaakäytön arvioidaan jatkuvan vielä pitkään, mikä vaimentaa inflaatiota. Inflaationäkymien arvioinnin kannalta haaste on kuitenkin siinä, että tällä hetkellä tämän vajaakäytön täsmällistä suuruusluokkaa on poikkeuksellisen vaikeaa arvioida.

Inflaatio-odotukset laskivat jyrkästi koronakriisin puhjettua. Euroalueella odotukset laskivat niin lyhyen kuin pitkänkin aikavälin markkinaodotusten ja kyselytutkimusten mukaan (kuvio 11). Erityisen huolestuttavaa oli pidemmän aikavälin odotusten lasku. Kesän mittaan inflaatio-odotukset kääntyivät nousuun, mutta odotusten taso on edelleen hyvin alhainen.

Kuvio 11.



Inflaatio-odotusten laskun myötä markkinainformaatiosta laskettu deflaation todennäköisyys kasvoi nopeasti ja rajusti ja oli selvästi suurempi kuin vuodenvaihteessa 2015. Tuolloin EKP käynnisti laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman. Koronakriisin ensisokin jälkeen ja määrätietoisten massiivisten politiikkatoimien myötä deflaation todennäköisyys laski nopeasti ja palautui lähelle kriisiä edeltävää tasoa. Epävarmuus koronakriisin jatkumisesta on kuitenkin aivan viime aikoina heijastunut myös inflaatio-odotuksiin ja deflaation todennäköisyys on jälleen hieman noussut. Kuten kuviosta 12 nähdään, markkinainformaatiosta johdettu todennäköisyys sille, että 5 vuoden keskimääräinen inflaatio olisi negatiivinen, nousi vuoden 2015 vaihteessa noin 40 prosenttiin ja koronakriisin puhjetessa jopa noin 55 prosenttiin. Vastaavat todennäköisyydet inflaation 10 vuoden keskiarvolle olivat noin 15 % ja noin 35 %. Syyskuun vaihteeseen mennessä deflaatiotodennäköisyys laski alle 10 prosenttiin niin 5 kuin 10 vuoden aikahorisontin osalta. Syyskuun puolivälissä 5 vuoden keskimääräinen deflaatiotodennäköisyys on noussut noin 15 prosenttiin ja kymmenen vuoden vastaava noin 10 prosenttiin.[14] Markkinat odottavat hitaan inflaation kauden jatkuvan vielä pitkään, ja inflaation ripeää kiihtymistä pidetään epätodennäköisenä (ks. myös osio pidemmän aikavälin vaikutuksista).

14. Tarkalleen ottaen inflaatio-optioista johdetut todennäköisyydet osoittavat keskimääräisen 5 tai 10 vuoden inflaation todennäköisyyksiä 3 kuukautta viivästetylle inflaatiolle. Eli syyskuun alun 10 vuoden todennäköisyys osoittaa todennäköisyyttä kesäkuun 2020 ja kesäkuun 2030 väliselle inflaatiolle. Tämä kalenterivaikutus vaikeuttaa mittarin tulkintaa ja lisää sen volatiliteettia esimerkiksi voimakkaiden öljyn hinnan vaihteluiden aikaan.

Kuvio 12.

Rahapolitiikan ja muun talouspolitiikan toimet ja vaikutukset

Eri politiikka-alojen toimet tukevat toisiaan koronakriisin lyhyen ja pidemmän aikavälin haittojen lieventämisessä

Koronakriisiin on reagoitu globaalisti poikkeuksellisen voimakkain politiikkatoimin, joiden ansiosta on ainakin toistaiseksi onnistuttu välttämään finanssikriisin kaltainen rahoitusmarkkinoiden kautta tuleva talouden romahdus. Eri politiikanalojen toimet ovat tukeneet toisiaan. Rahapolitiikalla on elvyttävän politiikan lisäksi alennettu riskilisiä ja turvattu likviditeetin saanti markkinoilla. Yritysten rahoituksensaantia ja rahapolitiikan välittymistä on tuettu merkittävillä finanssipoliittisilla tukitoimilla ja lainatakuilla, kun taas pankkisääntelyn ja makrovakauspolitiikan ehtojen keventäminen on tukenut pankkien kykyä välittää rahoitusta. Ylikansallisella tasolla EU:n toimet ovat tukeneet jäsenmaiden politiikkatoimien rahoitusta, ja IMF:n hätärahoitus on vastannut nousevien ja kehittyvien maiden rahoitustarpeisiin.

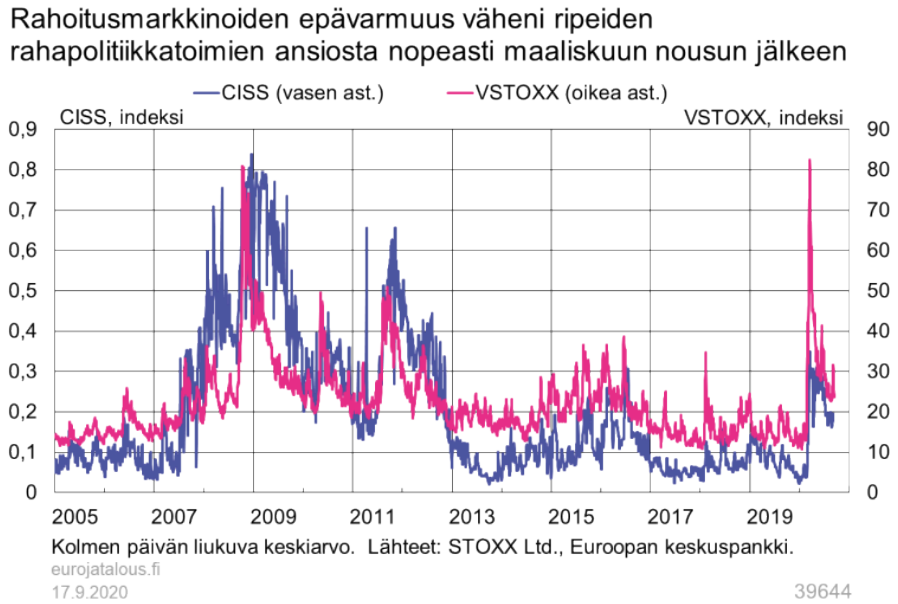
Talouspolitiikan toimien tarkoituksena on lieventää koronakriisin sekä lyhyen että pidemmän aikavälin haittoja. Toistaiseksi politiikkatoimet ovat onnistuneet vakauttamaan taloutta kriisin akuutissa vaiheessa jopa niin hyvin, että poikkeuksellisen heikko reaalitalouden kehitys ei ole juuri heijastunut alkuvaiheen jälkeen rahoitusmarkkinoille. Talouspolitiikan tukea tarvitaan kuitenkin vähintään niin kauan kuin jatkamme tasapainoilua rajoitusten ja epidemian leviämisen välillä. Akuutin vaiheen jälkeen tarvittavien talouspoliittisten toimien luonne on kuitenkin muuttumassa talouden elpymisen, sopeutumisen ja jälleenrakentamisen tukemisen suuntaan.

Rahapolitiikan voimakkaat toimet alentaneet riskilisiä

Epidemian syventyminen maaliskuussa lisäsi epävarmuutta rahoitusmarkkinoilla (kuvio

13).[15] Maailman osakeindeksit laskivat jyrkästi maaliskuussa. Epävarmuus välittyi pitkiin korkoihin, joiden syksystä 2019 jatkunut lasku pysähtyi. Maaliskuun ensimmäisten viikkojen aikana pitkien valtionlainojen korot etenkin euroalueella nousivat jyrkästi (kuvio 14). Pitkien korkojen nousuun vaikutti ensisijaisesti riskilisien kasvu, sillä heikentyneiden talousnäkymien vuoksi odotukset lyhyistä koroista olivat alhaisia. Kasvaneet riskilisät näkyivät niin yritysten joukkovelkakirjamarkkinoilla, pitkien ja lyhyiden korkojen suhteessa, pankkien välisellä lainamarkkinalla kuin eri euromaiden valtionlainojen välillä (kuvio 15). Esimerkiksi Espanjan ja Italian pitkien valtionlainojen korot verrattuna Saksan valtionlainan korkoon nousivat maaliskuussa jyrkästi.

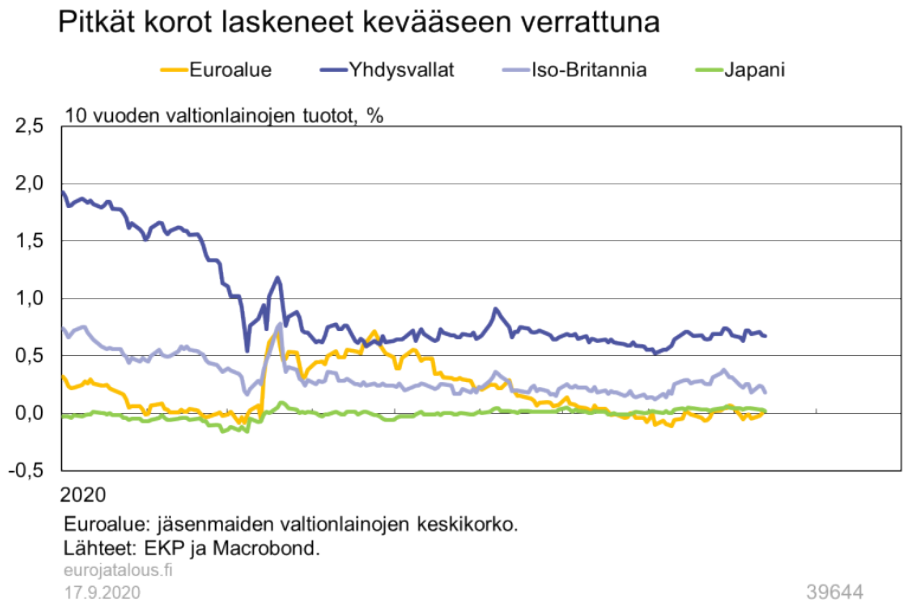
Kuvio 13.



Maaliskuun jälkeen korot ja riskilisät ovat laskeneet lähelle alkuvuoden tasoa (kuviot 14 ja 15). Alhaisia korkoja ja riskien pienentymistä ajavat niin näkemykset pandemian pahimman vaiheen ohittamisesta kuin kevään aikana useissa maissa julkistetut laajat raha- ja finanssipoliittiset toimenpiteet. Politiikkatoimilla on pyritty hillitsemään riskien kasvua ja pehmentämään taloudellisia vaikutuksia. Pitkiä korkoja ovat erityisesti painaneet alas kevyt rahapolitiikka ja alhaiset korko-odotukset.

15. VSTOXX mittaa Euro Stoxx 50 -indeksioptioiden implikoimaa odotettua osakemarkkinoiden volatiliteettia. CISS-indeksi mittaa euroalueen rahoitusmarkkinoiden ”stressitilaa”. Ks. tarkemmin Hollo, D., Kremer, M. ja Lo Duca, M. (2012) CISS – a composite indicator of systemic stress in the financial system. Working Paper Series, No 1426.

Kuvio 14.



Korot pysyvät alhaisina euroalueella vielä pitkään

Keskuspankit ovat maailmanlaajuisesti vastanneet kriisiin keventämällä rahapolitiikkaansa voimakkaasti. Yhdysvaltain keskuspankki FED on laskenut ohjauskoron lähelle nollaa ja ostanut markkinoilta merkittävän määrän arvopapereita. FED on myös ilmoittanut erilaisten rahoitusvälineiden perustamisesta rahoituksen saatavuuden turvaamiseksi ja markkinoiden vakauttamiseksi. Välineitä on suunnattu rahoituslaitoksille, yrityksille sekä osavaltion- ja paikallishallinnoille. FED laajensi myös muiden maiden keskuspankkien kanssa käymiään swapjärjestelyitä, joilla muut keskuspankit voivat lainata dollareita omille vastapuolilleen. Toimilla pyrittiin turvaamaan likviditeettiä globaaleilla rahoitusmarkkinoilla. G20-maiden keskuspankeista 15 on laskenut ohjauskorkoaan helmikuun jälkeen; erityisesti lyhyitä korkoja on laskettu nousevissa talouksissa, joissa laskuvara oli ennen kriisiä kehittyneitä maita suurempi. Kehittyneissä maissa rahapolitiikan vastaus on painottunut epätavanomaisiin toimiin, joista osa on kasvattanut niiden taseita merkittävästi.[16] EKP:n tase on kasvanut vuoden alusta lisääntyneiden rahapolitiikan operaatioiden takia reilusta 40 prosentista noin 60 prosenttiin suhteessa BKT:hen eli noin 1 700 mrd. eurolla (ks. kuvio 9, teema-artikkeli). Myös FEDin tase on kasvanut samalla tavoin kriisin aikana, noin 15 prosenttiyksiköllä reiluun 35 prosenttiin suhteessa BKT:hen.

Euroopan keskuspankki on laajentanut kriisin aikana jo valmiiksi keveää rahapolitiikkaansa lievittääkseen pandemian vaikutuksia rahoitusvakauteen ja ylläpitääkseen hintavakautta. Politiikalla on pyritty ylläpitämään keveitä rahoitusoloja, vakauttamaan rahoitusmarkkinoita ja tukemaan pankkien luotonantoa tarjoamalla likviditeettiä.[17] Maaliskuun kokouksissa EKP:n neuvosto ilmoitti kasvattavansa osto-

16. Ks. tarkemmin IMF (2020) Implementation of the G-20 Action Plan. G-20 Background Note.
17. Rahapolitiikan toteutusta on tarkasteltu edellisessä Euro & talous -julkaisussa (4/2020):

ohjelmaansa (asset purchase programme, APP) 120 mrd. eurolla vuoden 2020 aikana ja aloittavansa uuden pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (pandemic emergency purchase programme, PEPP). PEPP:n kautta ilmoitettiin aluksi ostettavan omaisuuseriä yhteensä 750 mrd. euroa. Kesäkuussa ohjelman kokoa kasvatettiin 1 350 mrd. euroon. Samanaikaisesti talletuskorko on pidetty negatiivisena, –0,5 prosentissa, ja pankkien lainanantoa on helpotettu pidempiaikaisilla rahoitusoperaatioilla. EKP on ilmoittanut jatkavansa PEPP:n puitteissa arvopaperiostoja ainakin kesäkuun 2021 loppuun asti tai siihen saakka, kunnes kriisivaiheen katsotaan olevan ohi. APP:n kautta netto-ostoja jatketaan 20 mrd. eurolla kuukaudessa syyskuun 2019 päätöksen mukaisesti, ja EKP:n neuvosto odottaa ostojen jatkuvan niin kauan kuin on tarpeen ohjauskorkojen elvyttävän vaikutuksen vahvistamiseksi ja päättyvän hieman ennen kuin ohjauskorkoja aletaan nostaa. Ohjauskorkojen odotetaan pysyvän nykyisellään tai sitä alempana, kunnes inflaationäkymät palautuvat vankasti riittävän lähelle 2:ta prosenttia ja kehitys näkyy myös johdonmukaisesti pohjainflaatiossa. EKP:n neuvosto päätti syyskuun kokouksessa pitää jo aikaisemmin päätetyt politiikkatoimet ennallaan.

Osto-ohjelmissaan EKP hankkii taseeseensa sekä julkisia että yritysten velkapapereita. Tätä kautta EKP helpottaa rahoitusoloja kaikilla markkinoilla ja varmistaa rahapolitiikan tehokkaan välittymisen. Maaliskuussa EKP laajensi ostettavien omaisuuserien joukkoa myös yritystodistuksiin ja Kreikan valtion velkakirjoihin.[18] PEPP-ohjelmassa ostoja tehdään joustavammin eri ajanjaksoina, omaisuuseräluokissa ja euroalueen maissa, kuitenkin niin, että EKP:n pääoma-avainta lopulta noudatetaan.[19] PEPP-ohjelman avulla EKP on sekä pyrkinyt vakauttamaan rahoitusmarkkinoita ja estämään euroalueen rahoitusmarkkinoiden eriytymistä että keventänyt rahapolitiikkaa kriisin aikana. Ohjelmalla varmistetaan, että riskittömät markkinakorot välittyvät tehokkaasti rahoitusmarkkinoille. Tällöin rahapolitiikalla pystytään eri vaikutuskanavien kautta alentamaan rahoituskustannuksia monissa omaisuuslajeissa.[20] Yrityslainamarkkinoille EKP:n toimet vaikuttavat suorasti ja epäsuorasti. EKP ostaa sekä PEPP-ohjelman että APP:hen kuuluvan CSPP-ohjelman kautta yrityslainoja markkinoilta, mikä laskee niiden korkoa. Yrityslainaostojen osuus APP:stä on noin 8 %.[21] Lisäksi yrityslainojen korkotasoon vaikuttaa epäsuorasti esimerkiksi se, että EKP:n julkisten velkapaperien ostot laskevat duraatioriskiä ja sitä kautta riskipreemioita markkinoilta. EKP:n toimet ovat edesauttaneet riskilisien palautumista lähelle alkuvuoden lukuja (kuvio 15). EKP:n arvion mukaan PEPP nostaa maltillisesti lähitulevaisuuden inflaatiovauhtia ja BKT:n kasvua verrattuna tilanteeseen, jossa osto-ohjelmaa ei olisi toteutettu.[22]

---

https://eurojatalous.studio.crasman.fi/file/dl/a/BNccdQ/wz_qkvo0dMQMbN0KH3cg9Q/ET420.pdf. Ks. myös Niko Herralan ja Jarmo Kontulaisen kirjoitus kriisin aikaisista toimista, https://www.eurojatalous.fi/fi/2020/1/ekp-n-rahapolitiikan-toimet-koronapandemian-aikana/.

18. Ohjelmissa voidaan nyt ostaa myös yritystodistuksia, mikä helpottaa yritysten lyhyen aikavälin rahoitusoloja. PEPP:n kautta voidaan hankkia Kreikan valtion joukkovelkakirjoja.

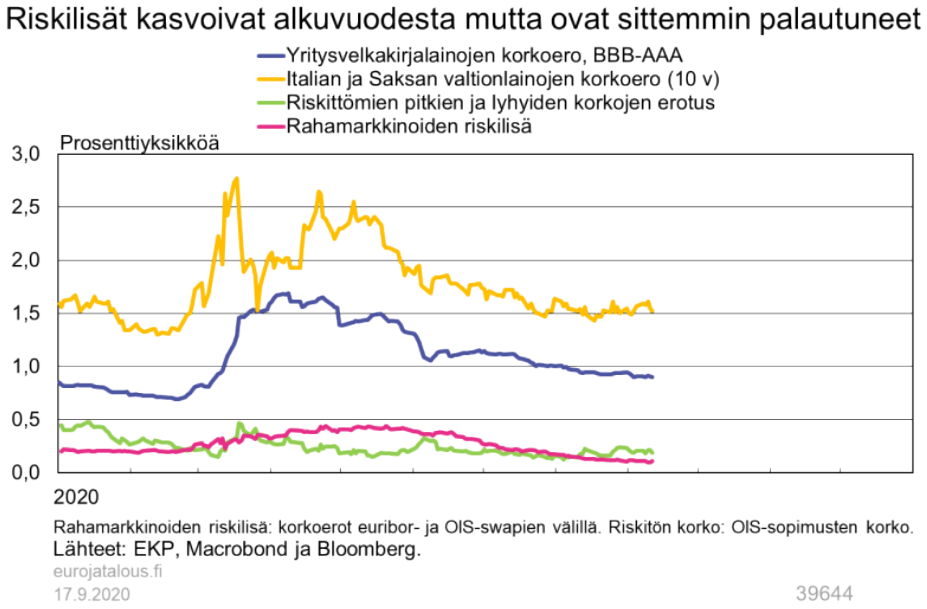
19. Tarkempia tietoja PEPP-ohjelman puitteissa tehdyistä ostoista löytyy osoitteesta https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html.

20. Ks. osto-ohjelmien ja epätavanomaisen rahapolitiikan vaikutuksista tarkemmin luku 6, Rostagno ym. (2019) A tale of two decades: the ECB's monetary policy at 20. EKP:n työpaperi Nr. 2346.

21. EKP ilmoittaa säännöllisesti APP: n eri ohjelmien ja PEPP:n kautta tehdyt ostomäärät, ks. https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html ja https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html.

22. Tuoreen arvion (ks. s. 37–43 julkaisusta ECB Economic Bulletin 5/2020) mukaan PEPP alentaa euroalueen

Kuvio 15.



Pankkien luotonantoa tukevat toimet ylläpitävät yritysten ja kotitalouksien edullista lainansaantia kasvavista luottoriskeistä huolimatta

Kriisivaiheen aikana EKP on julkistanut myös uusia pidempiaikaisia rahoitusoperaatioita (silta-LTRO ja PELTRO) sekä keventänyt jo aiemmin julkistetun kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan eli TLTRO III:n ehtoja. TLTRO-operaatioiden tarkoituksena on lisätä pankkien luotonantoa kotitalouksille ja yrityksille tarjoamalla pankeille edullista pitkäaikaista rahoitusta, jonka korko on sidottu pankkien luotonannon kehitykseen. Operaatiot kasvattavat pankkien luotonantoa alentamalla pankkien varainhankinnan kustannuksia (edellyttäen luotonannon kehityksen täyttävän ennalta määrätyt ehdot[23]) ja tekemällä siten luotonannosta aiempaa kannattavampaa. Kriisin alettua EKP teki TLTRO:sta entistä kannustavamman, sillä sen korko voi laskea nyt jopa 50 korkopistettä alle EKP:n talletuskoron, jos pankki ylläpitää luotonantoaan riittävästi.[24] Empiiristen tutkimusten mukaan kohdennetut operaatiot ovat kasvattaneet pankkien luotonantoa yrityksille ja hyödyttäneet erityisesti pieniä yrityksiä.[25],[26],[27]

---

pitkien valtionlainojen keskikorkoa noin 0,45 prosenttiyksiköllä. PEPP-ohjelman arvioidaan vuonna 2020 nostavan inflaatiovauhtia 0,2 prosenttiyksikköä ja BKT:n kasvua 0,4 prosenttiyksikköä. Vuonna 2021 vaikutusten ennakoidaan olevan jonkin verran voimakkaampia. Ohjelman makrotaloudelliset vaikutukset ovat kuitenkin paljon merkittävämmät, jos vaihtoehtoisessa kehityskulussa ja epävarmuuden jatkuessa riskilisät olisivat kasvaneet huomattavasti suuremmiksi.

23. TLTRO-operaatioiden ehdoista voi lukea tarkemmin osoitteesta https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.htmlhttps://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/tltro/html/index.en.html.

24. Kohdennettujen operaatioiden lisäksi EKP rahoittaa pankkeja myös muilla pitempiaikaisilla operaatioilla, kuten PELTRO:lla. Tällä hetkellä avoinna olevista keskuspankkiluotoista kuitenkin yli 90 % koostuu TLTRO:sta.

25. Laine, O. (2019) The effect of TLTRO-II on bank lending. Bank of Finland Research Discussion Paper, (7).

26. Esposito, L., Fantino, D. ja Sung, Y. (2020) The impact of TLTRO2 on the Italian credit market: some econometric evidence. Bank of Italy Temi di Discussione No, 1264.

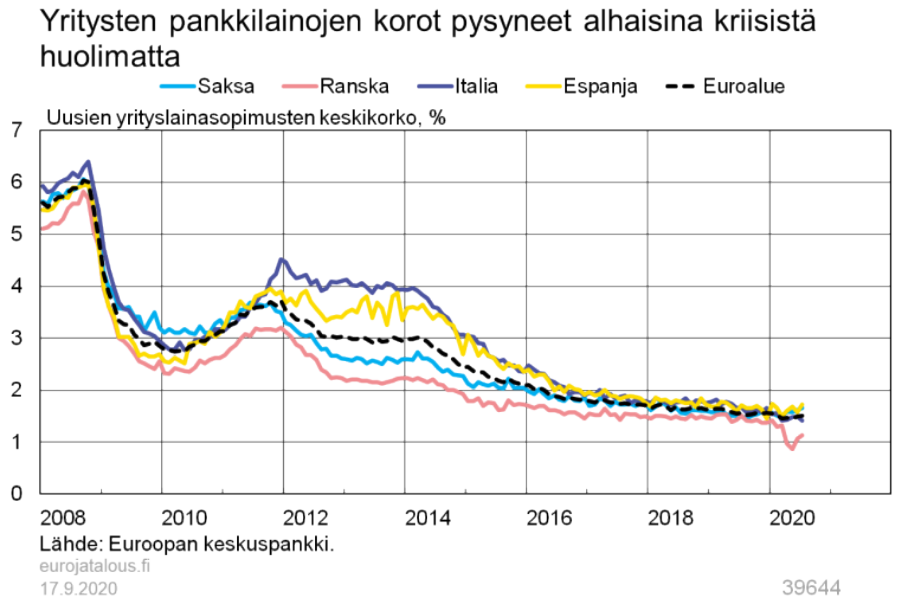
Kriisin puhjettua useiden yritysten kassavirrat heikkenivät huomattavasti. Tämä puolestaan näkyi yritysluottojen kysynnän merkittävänä kasvuna vuoden toisella neljänneksellä.[28] Samanaikaisesti uusien yrityslainojen korot ovat kuitenkin pysyneet alhaisina, ja pankit ovat raportoineet yrityksiä koskevan luottopolitiikkansa pysyneen keskimäärin ennallaan (kuvio 16). Osaltaan tätä suotuisaa kehitystä ovat tukeneet EKP:n TLTRO:t. Keskeinen merkitys on ollut myös takauksilla, joita valtiot ovat antaneet yrityksille kriisin vuoksi. Kriisi vähensi asuntolainojen kysyntää ja kiristi pankkien luottopolitiikkaa.

Koronakriisin akuutin vaiheen rahapolitiikkatoimet ovat olleet merkittäviä sekä kooltaan, sisällöltään että päätöksenteon nopeudelta. Ennen koronakriisin alkua sekä Yhdysvaltojen keskuspankki FED että EKP olivat käynnistäneet rahapolitiikan strategian uudelleenarvioinnin erityisesti rahapolitiikan toimintaympäristössä jo ennen koronakriisiä tapahtuneiden muutosten vuoksi. Elokuussa 2020 FED sai arvionsa päätökseen ja teki merkittäviä muutoksia rahapoliittiseen strategiaansa. Keskuspankki tavoittelee uudessa strategiassaan joustavasti kahden prosentin keskimääräistä inflaatiovauhtia pidemmällä aikavälillä (flexible form of average inflation targeting). Tämän uuden strategian mukaan sellaisen ajanjakson jälkeen, jolloin inflaatio on pitkään ollut alle kaksi prosenttia, rahapolitiikan avulla kannattaa pyrkiä sellaiseen inflaatiovauhtiin, joka on jonkin aikaa hieman yli kaksi prosenttia.

Uuden strategian tarkoituksena on ankkuroida pitkän aikavälin inflaatio-odotukset voimakkaammin tavoitteeseen nykyisessä rahapolitiikan toimintaympäristössä (ks. teema-artikkeli). Uudessa strategiassa keskuspankki ei myöskään enää huomioi täystyöllisyyden poikkeamaa vaan sen vajetta. Toisin sanoen FED ei enää reagoi tilanteessa, jossa työllisyys ylittää täystyöllisyyden.[29] EKP:n strategian uudelleenarviointi on käynnissä.[30] Arvioinnissa tarkastellaan hintavakauden määritelmää, rahapolitiikan välineitä, taloudellista analyysia ja muita rahapolitiikan näkökulmia.

27. Altavilla, C., Barbiero, F., Boucinha, M., Burlon, L. (2020) The great lockdown: pandemic response policies and bank lending conditions. Working Paper Series, No 2465.
28. Ks. uusin pankkien luotonantokysely (BLS Q2/2020).
29. Ks. tarkemmin Jerome Powellin puhe Jackson Holen konferenssissa 27.8.2020.
30. Ks. https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/index.en.html.

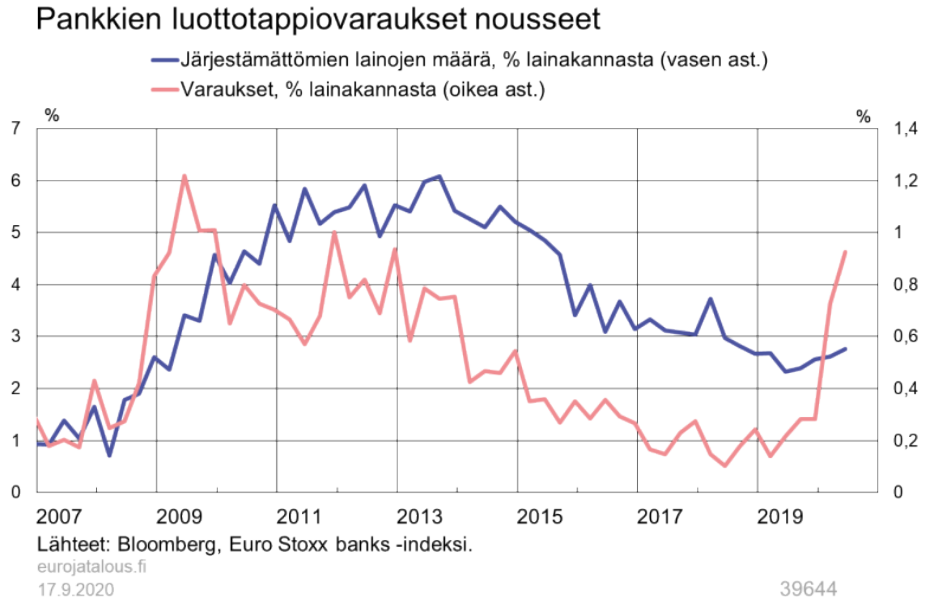
Kuvio 16.



Stressitestien perusteella euroalueen pankkisektori kestää keskimäärin koronapandemian aiheuttamaa luottoriskien kasvua

Koronapandemian myötä euroalueen pankkien lyhyen aikavälin kannattavuusnäkymät ovat heikentyneet ja pankkien toimintaympäristöön liittyvät riskit kasvaneet. Pankkien kannattavuutta heikentää etenkin varautuminen tuleviin luottotappioihin nopeasti heikentyneen talouskehityksen vuoksi (kuvio 17). Samalla tulokehityksen odotetaan pysyvän vaisuna. Haastava toimintaympäristö on syönyt erityisesti pankkien korkokatetta, ja luotonannon kasvun odotetaan hidastuvan heikentyvien talousnäkymien myötä. Pankkeja vaivaavat lisäksi pitkän aikavälin rakenteelliset ongelmat. Monissa euroalueen maissa pankkien kustannusrakenne on raskas ja koronapandemian takia pankkien säästöohjelmien loppuun vieminen saattaa pitkittyä.

Kuvio 17.



Pankkisektorin altistumat eri toimialoille vaihtelevat maittain, mikä tulee heijastumaan eri maiden pankkien luottotappiokehitykseen. Riskit ovat erityisen suuret niiden maiden pankeissa, joilla on jo entisestään merkittäviä määriä ongelmaluottoja taseissaan, ja yksityisen sektorin toimijat ovat kaikkein haavoittuvaisimpia koronakriisin tuomalle talouskasvun heikentymiselle. Kriisin pitkittyminen voi heijastua myös asunto- ja kiinteistömarkkinoihin, joissa pankeilla on Euroopassa perinteisesti suuria altistumia.

Euroalueen pankkien riskiensietokyky on kuitenkin vahvistunut finanssikriisin jälkeen toteutettujen sääntelyuudistusten ansiosta. Pankit ovat vakavaraisuudeltaan vahvempia kohtaamaan mahdollisia laskusuhdanteita kuin edellisissä kriiseissä. Lisäksi valvojat ovat antaneet pandemian vuoksi luottotappioiden kirjaamiseen joustoja, mikä helpottanee pankkien tilannetta lyhyellä aikavälillä. Pankkien luottoriskejä vähentävät myös valtioiden takausohjelmat, jotka siirtävät luottoriskejä pankeilta julkisen sektorin kannettavaksi. EKP:n jälleenrahoitusoperaatiot ovat tukeneet pankkien likviditeettiä ja alentaneet rahoituksen hintaa.

Euroopan pankkivalvontamekanismin (SSM) heinäkuussa julkaistun stressitestin tulosten mukaan[31] euroalueen pankkisektori kestää keskimäärin koronapandemian aiheuttamaa luottoriskien kasvua. Stressitestin perusskenaarion (Covid-19 central scenario) mukaan pankkien ydinvakavaraisuusaste (CET1 ratio) laskisi vuoteen 2022 mennessä kumulatiivisesti 1,9 prosenttiyksikköä eli 12,6 prosenttiin. Jos talouskehitys kuitenkin jää EKP:n kesäkuun ennusteen perusuraa heikommaksi, ovat negatiiviset pääomavaikutukset euroalueen pankkisektorille merkittävät. Vakavamman skenaarion perusteella ydinvakavaraisuusaste laskisi vastaavasti 5,7 prosenttiyksikköä ja olisi 8,8 % vuoden 2022 lopussa. Jos tilanne heikentyy, viranomaisten tulee EKP:n mukaan olla valmiita implementoimaan lisätoimia pankkisektorille, jotta rahoituksen häiriötön

31. Ks. https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200728~7df9502348.en.html.

välittyminen pankkisektorilta reaalitalouteen voidaan turvata. Kuitenkin EKP:n mukaan myös vakavassa skenaariossa pankkisektorin kokonaispääomavaje olisi rajattu ja hallittavissa.

Pankkivalvonnan ja makrovakauspolitiikan toimilla pyritty tukemaan reaalitaloutta kriisissä

Koronapandemian negatiivisia vaikutuksia talouteen on pyritty vaimentamaan myös monin pankkivalvonnan ja -sääntelyn sekä makrovakauspolitiikan keinoin. Tavoitteena on osaltaan ylläpitää luotonantoa yrityksille ja kotitalouksille ja siten helpottaa niiden selviämistä äkillisistä tulonmenetyksistä. Näin pyritään samalla vahvistamaan raha- ja finanssipoliittisten toimien tehoa sekä ehkäisemään pandemian vahingollisia pidemmän ajan vaikutuksia talouteen.

Globaalin finanssikriisin jälkeisten sääntelymuutosten ansiosta pankeilla oli koronapandemian koittaessa huomattavasti enemmän ja parempilaatuista pääomaa sekä parempi maksuvalmius kuin finanssikriisin puhkeamisen aikoihin. Kasvatetut pääomapuskurit ja mahdollisuus niiden hyödyntämiseen parantavat pankkien kykyä kestää luottotappioita ja jatkaa kotitalouksien ja yritysten rahoittamista, vaikka talousnäkymät ovat heikentyneet äkillisesti.

Euroopassa pankki- ja makrovakausvalvojat toimivat keväällä nopeasti. EKP:n pankkivalvonta salli valvonnassaan olevien pankkien tilapäisesti alittaa tiettyjä likviditeetti- ja pääomavaatimuksia. Lisäksi pankeille annettiin mm. luottotappiovarausten kirjaamiseen liittyviä joustoja. Kansalliset valvojat antoivat vastaavia helpotuksia valvonnassaan oleville pienemmille pankeille. Eurooppalaiset pankit ovat myös laajasti noudattaneet valvojien suosituksia pidättäytyä osingonmaksusta tilapäisesti. Maailmanlaajuisesti Basel 3:n viimeistelyksi kutsutun sääntelykokonaisuuden voimaantuloa viivästettiin vuodella.

Globaalin finanssikriisin jälkeen aktiiviseen käyttöön otettu makrovakauspolitiikka joutui koronakriisin myötä ensimmäiseen testiin. Euroopassa monet kansalliset makrovakausviranomaiset kevensivät pankkien lisäpääomavaatimuksia tai peruivat aiemmin päätettyjä kiristyksiä. EKP:n mukaan pankki- ja makrovakausvalvojien toimien ansiosta euroalueen pankeilta vapautui noin 140 mrd. euroa ydinpääomaa tappioiden kattamiseen ja luotonannon ylläpitämiseen.[32] Pankkien halua ja mahdollisuuksia hyödyntää vapautuneita pääomia voivat kuitenkin hillitä mm. pelot markkinareaktioista ja mahdollisesti voimaan tulevat muut rajoitteet, jos vakavaraisuus heikkenee.

Ilman tehtyjä politiikkatoimia rahoitussektori olisi todennäköisesti voimistanut reaalitalouden suhdanteen heikkenemistä pandemian vuoksi, kun luotonannon selvä hidastuminen olisi ajanut reaalitalouden yhä syvempään taantumaan. EKP:ssä tehtyjen mallilaskelmien perusteella rahoitusvalvojien ja makrovakausviranomaisten toimet kasvattaisivat euroalueen BKT:tä välillisesti 2 vuoden periodilla lähes 2 prosenttiyksikköä verrattuna tilanteeseen, jossa näitä toimia ei olisi tehty.[33]

---

32. Financial Stability Review, ECB, May 2020, chart 5.1, https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202005~1b75555f66.en.html#toc34.

33. Financial Stability Review, ECB, May 2020, Box 8: Macroeconomic impact of financial policy measures and

Politiikkatoimien tukemana rahoitusjärjestelmä on kestänyt viimeaikaiset koetukset, mutta keskipitkällä aikavälillä talousnäkymien heikkeneminen lisännee luottotappioita, vaikka yritystukien ja julkisten takausten odotetaankin vaimentavan tappioiden kasvua. Julkisten takausten kääntöpuolena on, että pankkien ja niiden kotivaltioiden väliset kytkökset, joita on pyritty finanssi- ja velkakriisin jälkeen vähentämään, lisääntyvät uudelleen. Koronakriisin myötä on korostunut, että Euroopan pankkijärjestelmää tulee kehittää ja lujittaa edelleen. Pankkikeskeisen rahoitusjärjestelmän monipuolistamiseksi on tärkeää myös jatkaa pääomamarkkinoiden kehittämistä.

Voimakkaat finanssipolitiikan toimet tasoittaneet kriisin vaikutusta

Koronakriisin myötä äkillisesti heikentyneeseen taloustilanteeseen on finanssipolitiikalla reagoitu globaalisti voimakkaasti. IMF:n arvion[34] mukaan G20-maiden yhteenlaskettu finanssipoliittinen elvytys on noussut jopa 10 bilj. dollariin, joka vastaa arviolta alle 10:tä prosenttia G-20 maiden vuoden 2019 BKT:stä. Toimet ovat keskittyneet talouden rakenteiden turvaamiseen. Yritysten selviytymistä kriisistä on tuettu suorilla yritystuilla, lainoilla ja lainatakuilla. Työpaikkojen säilymistä ja kuluttajien ostovoiman ylläpitämistä on tuettu erilaisilla lyhennetyn työajan järjestelmillä. Myös työttömyysturvan ehtoja on kevennetty ja kotitalouksia tuettu suoraan.

Toimien vuoksi euroalueen julkisen velan odotetaan kasvavan 84 prosentista noin 101 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020 (kuvio 18). Velkasuhteen odotetaan seuraavina vuosina pienenevän vain vähän. Vuonna 2020 julkisen velan odotetaan kasvavan Saksassa 77 prosenttiin, Ranskassa ja Espanjassa yli 120 prosenttiin, Italiassa 166 prosenttiin ja Yhdysvalloissa 141 prosenttiin suhteessa BKT:hen.[35] Näistä maista Saksassa velkaantuneisuuden kasvu on vajaat 20 prosenttiyksikköä, kun muissa edellä mainituissa maissa se on karkeasti 30 prosenttiyksikön luokkaa.

Vuonna 2020 euroalueen julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan kasvavan 0,6 prosentista 8,8 prosenttiin suhteessa BKT:hen, mikä merkitsee 2,5 prosenttiyksikköä suurempaa vajetta kuin finanssikriisin aikana. Vajeen voimakas kasvu johtuu BKT:n supistumisesta ja finanssipoliittisesta elvytyksestä. Tulevina vuosina vajeen ennustetaan supistuvan talouskasvun käynnistymisen ja elvytyksen vaikutusten hälvenemisen vuoksi (kuvio 18). Koronakriisin seurauksena euroalueen julkisen talouden tasapaino heikkenee rakenteellisesti, mikä aiheuttaa sopeutuspaineita vuodesta 2022 lähtien. Tulevissa ratkaisuissa on tarve vahvistaa julkisen talouden liikkumavaraa ja pitkän aikavälin kestävyyttä. Yhdysvalloissa julkisen talouden kokonaisvajeen odotetaan kasvavan 6,3 prosentista jopa 23,8 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2020.[36] Euroaluetta selvästi suuremman vajeen vuoksi Yhdysvaltain julkinen velkaantuneisuus kasvaa euroaluetta enemmän (ks. teema-artikkelin kuvio 8).

---

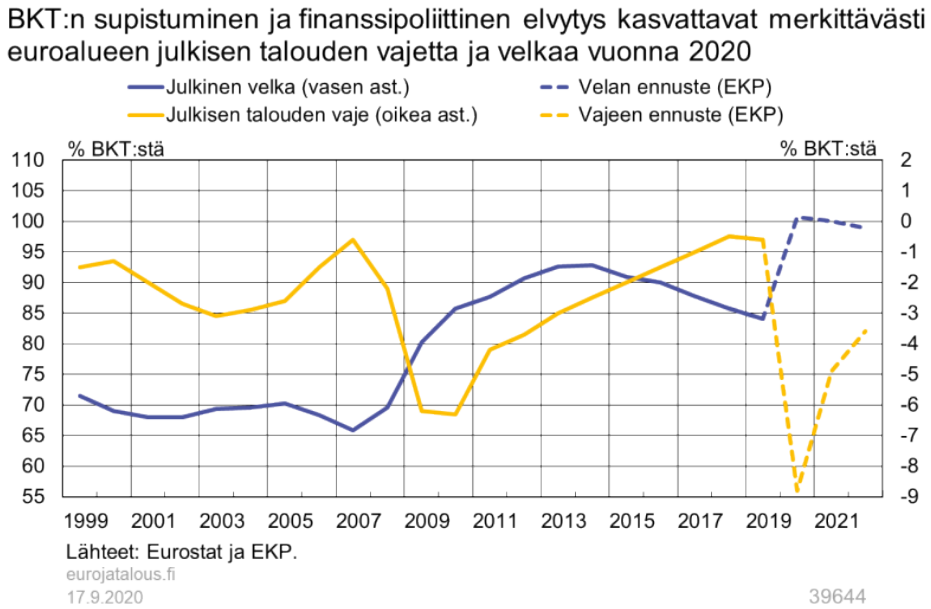
synergies with other policy responses, https://www.ecb.europa.eu/pub/financial-stability/fsr/html/ecb.fsr202005~1b75555f66.en.html#toc35.

34. G20 Surveillance Note, IMF, July 2020, ja IMF Implementation of the G20 Action Plan, IMF, July 2020.

35. IMF (2020), WEO, kesäkuu.

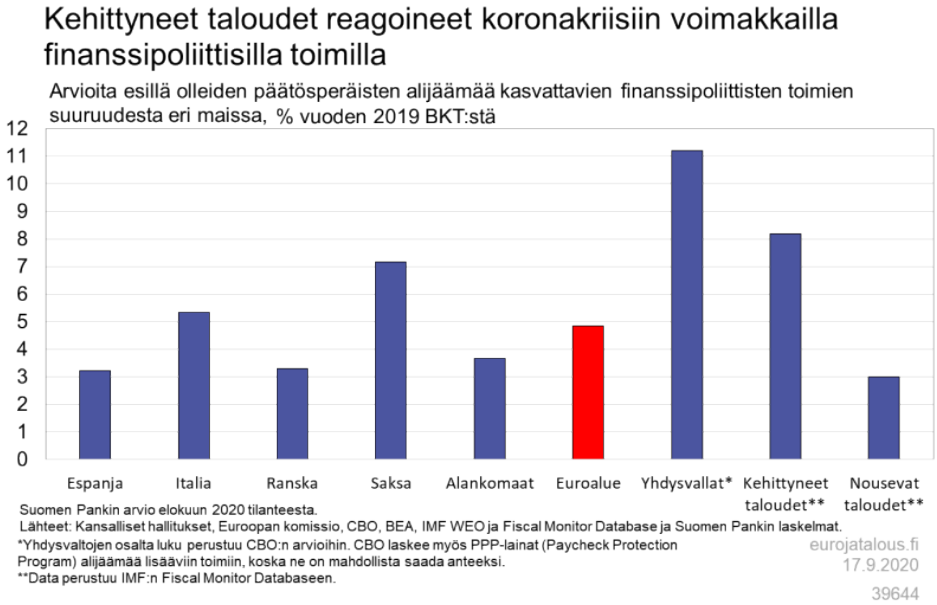
36. IMF (2020), WEO, kesäkuu.

Kuvio 18.



Eri toimet näkyvät julkisen sektorin alijäämässä ja velka-asteessa eri tavoin. Tuet ja veronalennukset kasvattavat julkista alijäämää ja velkaa välittömästi. Suorat lainat ja pääomasijoitukset yrityksiin eivät lyhyellä aikavälillä lisää valtion alijäämää mutta kasvattavat julkista velkaa. Siltä osin kuin lainojen takaisinmaksut jäävät saamatta tai pääomasijoitukset menettävät arvoaan, lainat ja pääomasijoitukset saattavat kuitenkin lisätä tulevaisuudessa julkista alijäämää. Lainatakuut eivät näy välittömästi alijäämässä eivätkä julkisessa velassakaan. Jos ne laukeavat maksuun, lisäävät ne kuitenkin tulevaisuudessa sekä alijäämää että velkaa.

Kuvio 19.



Tähän mennessä suurimmat toimet on ilmoitettu kehittyneissä talouksissa, kun taas

nousevissa talouksissa finanssipolitiikan kyky talouden elvytykseen on ollut keskimäärin heikompi. Yhdysvalloissa on tehty voimakkaita alijäämää lisääviä tukitoimia, joiden arvioidaan olevan suuruudeltaan noin 11 % vuoden 2019 BKT:stä. Euroalueella päätösperäiset toimet ovat toistaiseksi olleet keskimäärin noin 5 % BKT:stä eli jääneet pienemmäksi kuin Yhdysvalloissa. Euroalueen sisällä toimien suuruudessa on kuitenkin merkittävää maakohtaista vaihtelua (kuvio 19). Päätösperäisten toimien lisäksi automaattisten vakauttajien toiminta on tukenut talouksia. Vaikka euroalueella automaattisten vakauttajien tyypillisesti arvioidaan olevan suuremmat kuin Yhdysvalloissa, niin koronakriisin aikana eroja kaventaa esimerkiksi se, että lyhennetyn työajan järjestelmien käyttöönotto on rajoittanut työttömyysmenojen kasvua euroalueella. Kokonaisuutena Yhdysvaltain julkisen talouden reaktio koronakriisiin on euroaluetta voimakkaampi, mikä heijastuu Yhdysvaltain kokonaisvajeen suuremmassa odotetussa muutoksessa.

Toistaiseksi euroalueella perinteisiä elvyttäviä toimia, kuten julkisia investointeja tai veronalennuksia, on ilmoitettu vain vähän. Näiden rooli korostuukin talouden elpymisvaiheessa, kun poikkeustoimien vaikutukset hälvenevät. Tällöin myös koronakriisin aikaan käyttöön otettuja tukitoimia voidaan asteittain purkaa, mutta toimien purkamisessa tulee välttää yhtäkkisiä muutoksia esimerkiksi yritysten rahoituksen saatavuudessa. Toisaalta liian pitkään jatkuvat tukitoimet lisäävät valtion velkataakkaa ja saattavat hidastaa talouden sopeutumista muuttuneeseen tilanteeseen ja siten hidastaa tuottavuuskehitystä.[37]

EU-tasolla on tehty merkittäviä rahoituspaketteja, yhteensä noin 1 200 mrd. euron arvosta. Toimet jakautuvat usealle vuodelle ja keskittyvät ennen kaikkea jäsenmaiden rahoituksensaannin turvaamiseen. Merkittävimmät toimet ovat olleet 750 mrd. euron ns. elpymisväline (New Generation EU (NGEU) -ohjelma), 240 mrd. euron Euroopan vakausmekanismin (EVM) kautta annettava laina jäsenmaille terveydenhoitomenoihin, 100 mrd. euron laina jäsenmaille työllisyyttä tukeviin menoihin (SURE)[38] sekä lisäpääoma Euroopan investointipankille (EIP) yrityslainojen takuiden myöntämiseen. NGEU-ohjelma on näistä suurin, ja se koostuu sekä suorista avustuksista (390 mrd. euroa) että lainarahoista jäsenmaille (360 mrd. euroa).

EU:n toimista EIP:n ja EVM:n kautta tulevat ohjelmat ovat jo käynnistyneet. Lisäksi Euroopan komissio antoi elokuun lopussa ehdotuksensa 87,3 mrd. euron tukilainoista jäsenmaille SURE-ohjelman kautta. NGEU-ohjelman merkittävimmän osan muodostavan elpymis- ja palautumistukivälineen lainsäädäntö on valmistelussa ja välineen kautta rahoitusta on tarkoitus olla saatavissa vuodesta 2021 alkaen, kunhan maiden investointi- ja uudistusohjelmat on esitetty ja hyväksytty.

Ehtona elpymis- ja palautumistukivälineen avustusten saamiselle on jäsenmaiden sitoutuminen talouden investointi- ja uudistusohjelmaan, jolla tuetaan erityisesti talouksien vihreää ja digitaalista siirtymää. Uudistusohjelman odotetut positiiviset

37. Tukitoimien liian pitkään jatkumisessa on vaarana ns. zombiyritysten syntyminen, mikä hidastaa tuottavimpien yritysten kasvumahdollisuuksia. Ks. esim. Caballero, Hoshi ja Kashyap (2008) Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan". American Economic Review, 98 (5): 1943–77.
38. SURE on eurooppalainen väliaikaisen tuen väline työttömyysriskien vähentämiseksi koronaviruksen aiheuttamassa poikkeustilanteessa.

vaikutukset ovat tärkeitä jäsenmaiden talouskasvun ja velkakestävyyden kannalta. Parhaimmillaan uudistusohjelma voisi tukea koko euroalueen pidemmän ajan talouskasvua ja vähentää maiden välistä divergenssiä.

Kansainväliset rahoituslaitokset vastanneet nousevien ja kehittyvien talouksien ennätyksellisen suureen hätärahoituksen tarpeeseen

Pandemian aiheuttaman kotimaisen ja globaalin sokin lisäksi raaka-aineiden hintasokki ja turismin äkkipysähdys ovat koetelleet erityisesti monia nousevia ja kehittyviä talouksia. IMF[39] odottaa maaryhmän talouksien supistuvan 3 % tänä vuonna. Ensi vuodelle IMF ennustaa näille maille keskimäärin 5,9 prosentin kasvua. Koronapandemian aiheuttama taloussokki on nyt huomattavasti suurempi kuin globaalissa finanssikriisissä, jolloin maaryhmän talouskasvu oli heikoimmillaan 2,8 %.

Pandemiakriisin seurauksena globaalit rahoitusolot kiristyivät voimakkaasti ja paine kohdistui etenkin nouseviin ja kehittyviin talouksiin. Maalis-toukokuun aikana pääomien ulosvirtaus näistä maista oli ennätykselliset 0,5 % BKT:stä.[40] Rahoitusolot kuitenkin kevenivät laajojen globaalien politiikkatoimien tukemana, ja pääoman ulosvirtaus nousevista ja kehittyvistä talouksista kokonaisuudessaan vakaantui. Suuressa osassa heikomman luottoluokituksen talouksista rahoitusolot ovat silti säilyneet kireinä.

Haavoittuvimmassa asemissa olevien nousevien ja kehittyvien talouksien kohtaama voimakas kasvusokki sekä rajalliset mahdollisuudet taloutta tukeviin politikkatoimenpiteisiin yhdessä ulkoisen rahoituksen saatavuuden haasteiden kanssa ovat kohdistaneet kansainvälisiin rahoituslaitoksiin ennätyksellisen suuren hätärahoituskysynnän. Kansainvälinen yhteisö on vastannut nopeasti. IMF oli myöntänyt kriisirahoitusta heinäkuun loppuun mennessä lähes 90 mrd. Yhdysvaltain dollarin arvosta 80 maalle[41]. Lisäksi kehityspankit[42] ovat hyväksyneet uusia sitoumuksia yli 80 mrd. dollarin arvosta samassa ajassa[43]. Kansainvälinen yhteisö on myös tukenut köyhimpien maiden tilannetta myöntämällä helpotuksia velanhoitokuluihin. G20-maat sitoutuivat jäädyttämään kahdenvälisten velkojen hoitokulut köyhimmille maille toukokuusta vuoden 2020 loppuun. Tämän velka-aloitteen kautta 42 maata on saanut 5,3 mrd. dollarin edestä lykättyä velanhoitokuluja[44]. Lisäksi IMF on antanut anteeksi IMF:lle kohdistuvat velanhoitokulut samalta ajanjaksolta.

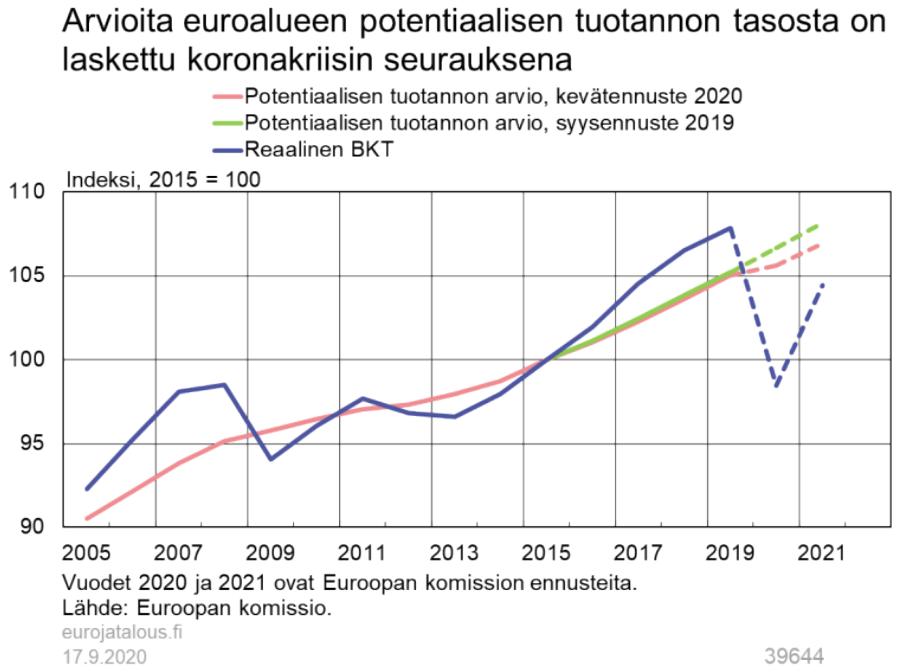
39. World Economic Outlook Update, IMF, June 2020.
40. IMF, July 2020, G20 Surveillance Note.
41. https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/COVID-Lending-Tracker.
42. Maailmanpankki ja alueelliset kehityspankit.
43. https://g20.org/en/media/Documents/Final%20G20%20FMCBG%20Communiqu%C3%A9%20-%20July%202020.pdf
44. https://g20.org/en/media/Documents/Final%20G20%20FMCBG%20Communiqu%C3%A9%20-%20July%202020.pdf

Koronakriisin pidemmän aikavälin vaikutukset

Aiempien kriisien perusteella koronapandemia heikentää pitkän aikavälin kasvunäkymiä

Koronakriisin myötä kasvuennusteita on tarkistettu merkittävästi aiempaa heikompaan suuntaan (ks. luku 1). Euroopan komissio on tuoreimmassa ennusteessaan alentanut myös arviota potentiaalisen tuotannon kasvusta tänä vuonna (kuvio 20).

Kuvio 20.



Komission arvion perusteella potentiaalisessa tuotannossa on tapahtunut tasomuutos eikä euroalueen tuotantopotentiaalin uskota pian palautuvan kriisiä edeltävälle tasolle. Potentiaalisen tuotannon kasvuvauhti kuitenkin palaa komission mukaan kriisiä edeltävän trendin mukaiseksi vuonna 2021. On kuitenkin huomattava, että tässä vaiheessa arvioihin koronakriisin pitkäkestoisista vaikutuksista potentiaalisen tuotannon tasoon, kuten myös sen kasvuvauhtiin, liittyy suurta epävarmuutta.

Koronakriisillä voi olla pitkäkestoisia vaikutuksia tuottavuuteen ja siten pitkän aikavälin talouskasvuun. Vuosien 2008–2009 suuren taantuman aikana tuottavuuskasvu tutkitusti hidastui kriisin vaikutuksesta, ja sama lienee odotettavissa koronakriisinkin suhteen.[45] Koronakriisi voi alentaa pääomainvestointeja pitkäkestoisesti. Talouskriisin alkuvaiheessa investoinneilla on tapana vähentyä mm. epävarmuuden lisääntymisen ja siitä seuraavan varautumissäästämisen vuoksi, mutta myös rahoituksen välittymisen ongelmien ja mahdollisten luotonottoon liittyvien rajoitteiden vuoksi. Hystereesin

45. Ks. lisätietoja Schmöller (2019) Laskusuhdanne voisi hidastaa euroalueen tuottavuuden kasvua entisestään, Euro & talous 4/2019, https://www.eurojatalous.fi/fi/2019/4/laskusuhdanne-voisi-hidastaa-euroalueen-tuottavuuden-kasvua-entisestaan/, ja Schmöller (2018) Sekulaarinen stagnaatio: väärä hälytys euroalueella?, Euro & talous 4/2018, https://www.eurojatalous.fi/fi/2018/4/sekulaarinen-stagnaatio-vaara-halytys-euroalueella/.

vaikutuksesta investoinnit voivat pysyä vaimeina pitkään itse kriisiepisodin jälkeenkin.[46] Laajamittainen kriisi voi saada talouden toimijat muuttamaan arviotaan häntäriskistä eli yleisesti epätodennäköisten tapahtumien todennäköisyydestä. Tämän seurauksena heidän arvionsa investointeihin kohdistuvista riskeistä muuttuu, jolloin he vähentävät investointejaan myös tulevaisuudessa.[47] Joidenkin tutkimusten mukaan hystereesin vaikutukset näkyisivät koronakriisissä voimakkaasti investoinneissa.[48] Kuitenkin myös tuottavuuskasvu voi hidastua. Hystereesin on osoitettu osaltaan voimistaneen tuottavuuskasvun hidastumista suuren taantuman aikana.[49] Kyseisten tutkimusten mukaan kokonaistuottavuutta lisäävät investoinnit, kuten investoinnit t&k-toimintaan ja teknologian käyttöönottoon, supistuvat laskukausina, mikä johtaa tuottavuuden kasvun hidastumiseen. Myös epidemioita koskevat tutkimukset tukevat arviota, että koronakriisi heikentää pitkän aikavälin kasvunäkymiä. Niiden mukaan epidemioilla olisi negatiivinen vaikutus tuottavuuteen ja luonnollisen koron tasoon.[50]

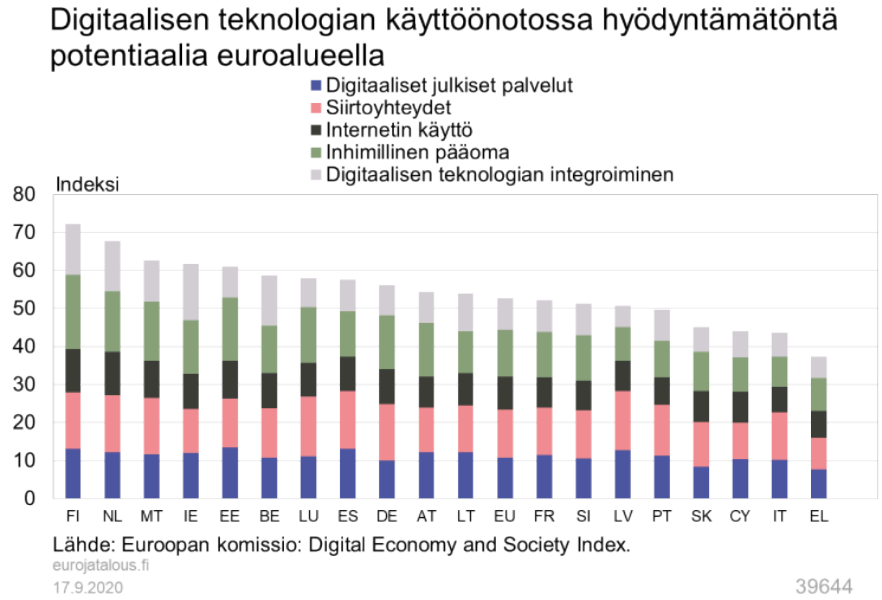
Digitalisaation kiihtyminen voisi yllättää myönteisesti ja kohentaa tuottavuutta

Koska digitaalisella teknologialla on ollut merkittävä asema koronakriisissä, tuottavuus on myös voinut kehittyä myönteisesti. Siirtyminen fyysisestä työpaikasta digitaaliseen ympäristöön voi edistää etätyön yleistymistä pandemian jälkeenkin. Tämä voi merkittävästi muuttaa työelämää ja työtapoja, mikä puolestaan voi tehostaa ajankäyttöä ja tasapainottaa työelämää. Kaikki nämä tekijät parantavat työn tuottavuutta. Lisäksi digitaalinen teknologia on etätyön keskeinen mahdollistaja, joten sen käyttöönotto saattaa tällä hetkellä olla erityisen voimakasta varsinkin digitaalisen viestintätekniikan alalla. Kuvio 21 esittää digitaalisen teknologian levinneisyyttä euroalueella Euroopan komission julkaiseman digitaalitalouden ja -yhteiskunnan indeksin (DESI) avulla. DESI-indeksi mittaa maiden edistymistä digitalisaatiossa käyttämällä viittä indikaattoria: siirtoyhteydet, inhimillinen pääoma, internetin käyttö, digitaaliteknologian integraatio ja julkishallinnon digitaaliset palvelut. Mitä korkeampi indeksiarvo, sitä pidemmälle maa on digitalisaatiossa edennyt.

---

46. Hystereesin sijaan tällä hetkellä käytetään usein termiä ”scarring effects”, ns. arpeuttavat vaikutukset.
47. Epävarmuuden vaikutuksesta investointeihin ks. esim. Fajgelbaum ym. (2017) Uncertainty Traps, The Quarterly Journal of Economics, vol. 132 (4), s. 1641–1692, ja Kozlowski ym. (2020a) The Tail That Wags the Economy: Beliefs and Persistent Stagnation, Journal of Political Economy, vol. 128 (8), s. 2839–2879.
48. Ks. Kozlowski ym. (2020b) Scarring Body and Mind: The Long-Term Belief-Scarring Effects of COVID-19, NBER Working Paper 27439.
49. Yhdysvaltoja koskevat tutkimuksista ks. Anzoategui ym. (2019) Endogenous Technology Adoption and R&D as Sources of Business Cycle Persistence, American Economic Journal: Macroeconomics, vol. 11(3), s. 67–110, ja Bianchi ym. (2019) Growth, slowdowns, and recoveries, Journal of Monetary Economics, vol. 101(C), s. 47–63, euroaluetta koskevista tutkimuksista ks. Schmöller – Spitzer (2020) Endogenous TFP, business cycle persistence and the productivity slowdown in the euro area, ECB Working Paper No. 2401. Jorda ym. (2020a) The Long-Run Effects of Monetary Policy, NBER Working Paper 26666 esittävät empiiristä näyttöä hystereesin vaikutuksesta tuottavuuteen.
50. Aiempien epidemioiden vaikutuksesta luonnolliseen korkoon ks. Jorda ym. (2020b) Longer-Run Economic Consequences of Pandemics, NBER Working Paper 26934. Äskettäisten SARS-, MERS-, ebola- ja zika-epidemioiden vaikutuksista tuottavuuteen ks. Vorisek (2020) COVID-19 will leave lasting economic scars around the world, World Bank Blog.

Kuvio 21.



Sulkutoimet sekä toimet sosiaalisen kanssakäymisen vähentämiseksi ovat pakottaneet yritykset muuttamaan liiketoimintamallejaan ja -käytäntöjään, jotta ne voivat jatkaa toimintaansa muuttuneessa toimintaympäristössä. Yritykset ovat mm. ryhtyneet käyttämään digitaalisia myyntikanavia. Nämä muutokset saattavat kohentaa yritysten tuottavuutta myös pitkäkestoisemmin. Lisäksi digitaalisten toimintojen lisääminen olosuhteiden pakosta saattaa johtaa siihen, että yritykset luopuvat tehottomista käytännöistä, mikä puolestaan parantaa tuottavuutta. Siinä määrin kuin digitaalisten teknologioiden katsotaan olevan yleiskäyttöisiä teknologioita[51], niiden laajempi leviäminen voi tuoda mittavia hyötyjä ja siten kumota kriisin mahdollisesti aiheuttamat epäsuotuisat vaikutukset. Näiden kanavien suhteellinen vahvuus vaikuttaa merkittävästi pitkän aikavälin kasvunäkymiin.

Koronakriisin pidemmän ajan vaikutukset painottuvat hitaamman inflaation suuntaan, mutta myös kiihtymisen mahdollisuutta on syytä tarkastella

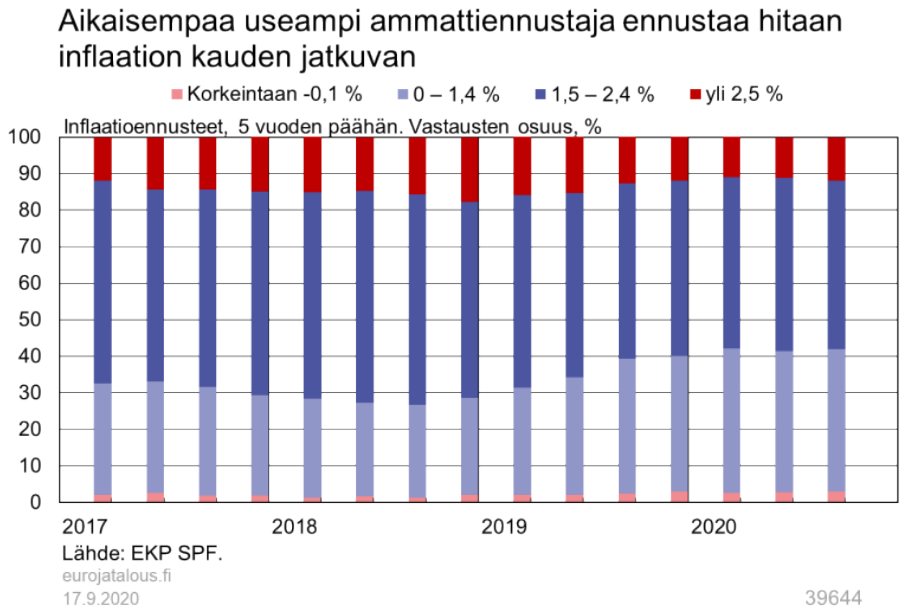
Koronapandemiasta johtuva talouskriisi eroaa huomattavasti muista viime vuosikymmenien kriiseistä, joten sen pidemmän aikavälin vaikutuksia inflaatioon on syytä tarkastella huolella. Lyhyellä tähtäimellä inflaatiossa on huomattavia mittausongelmia, mutta tällä hetkellä näyttää, että pidemmän ajan vaikutukset inflaatioon ovat ennemminkin heikentäviä kuin inflaatiota nostattavia. Toki vastakkaisiakin arvioita on esitetty.[52]

Tällä hetkellä ammattiennustajien arvio on, että inflaatio on pidemmällä aikavälillä (eli 5 vuoden päästä) hitaampaa kuin he arvioivat ennen pandemiaa. Ammattiennustajille

51. Ks. lisätietoja Mühleisen (2018) The Long and Short of The Digital Revolution, IMF Finance & Development, vol. 55(2).
52. Ks. Goodhart, C. ja Pradhan, M. (2020) Future imperfect after coronavirus. VoxEU.org, 27.3.2020.

suunnatun kyselytutkimuksen mukaan ammattiennustajat ovat tämän vuoden aikana siirtyneet ennustamaan hieman aikaisempaa enemmän alhaisen 0–1,4 % pitkän ajan inflaatiota kun taas yli 2,5 prosentin inflaation ennustaminen on vähentynyt (kuvio 22). Muutokset ennusteiden jakaumassa ovat kuitenkin pieniä. Ammattiennustajista noin 40 % odottaa inflaation olevan 0–1,4 % ja noin 10 % inflaation olevan yli 2,5 % seuraavien 5 vuoden päästä.

Kuvio 22.



Alentunut kokonaiskysyntä tulee todennäköisesti painamaan kokonaisinflaatiota myös pidemmällä aikavälillä. Vaikutukset kokonaiskysyntään ovat sitä pitkäkestoisemmat, mitä isommat ja pitkäkestoisemmat kriisin vaikutukset ovat pitkäaikaistyöttömyyteen, yritysten investointihalukkuuteen ja yritysten konkurssimääriin. Sisäisten kustannuspaineiden kehitykseen vaikuttaa myös globaalisti heikentynyt kokonaiskysyntä, joka tulee todennäköisesti vähentämään euroalueen ulkopuolelta tulevia kustannuspaineita. Kolmas inflaatiota pitkällä aikavälillä mahdollisesti painava tekijä voi olla, että kriisi alentaa inflaatio-odotuksia, jolloin myös toteutunut inflaatio jää pitkäkestoisesti keskuspankin tavoitteen alapuolelle. Tämän kehityskulun taustalla on koronakriisin mahdolliset negatiiviset vaikutukset pitkän ajan tasapainokorkoon, millä saattaa olla vaikutuksia myös inflaatio-odotuksiin (ks. teema-artikkeli).[53]

Keskustelussa ja analyysissä on tuotu esille myös kriisin mahdollisia inflaatiota voimistavia tekijöitä. Häiriöt tuotantoketjuissa saattavat nostaa joidenkin tuotteiden hintoja, mutta tämän hetken tiedon perusteella häiriöt ovat jääneet väliaikaisiksi ja yksittäisiä tuotteita koskeviksi. Osa inflaation nousuun liittyvistä argumenteista perustuvat esimerkiksi sotien jälkeisiin kokemuksiin, jolloin kysyntä nousi äkisti tarjonnan pysyessä ennallaan.[54] Koronakriisi eroaa kuitenkin sodista siinä mielessä,

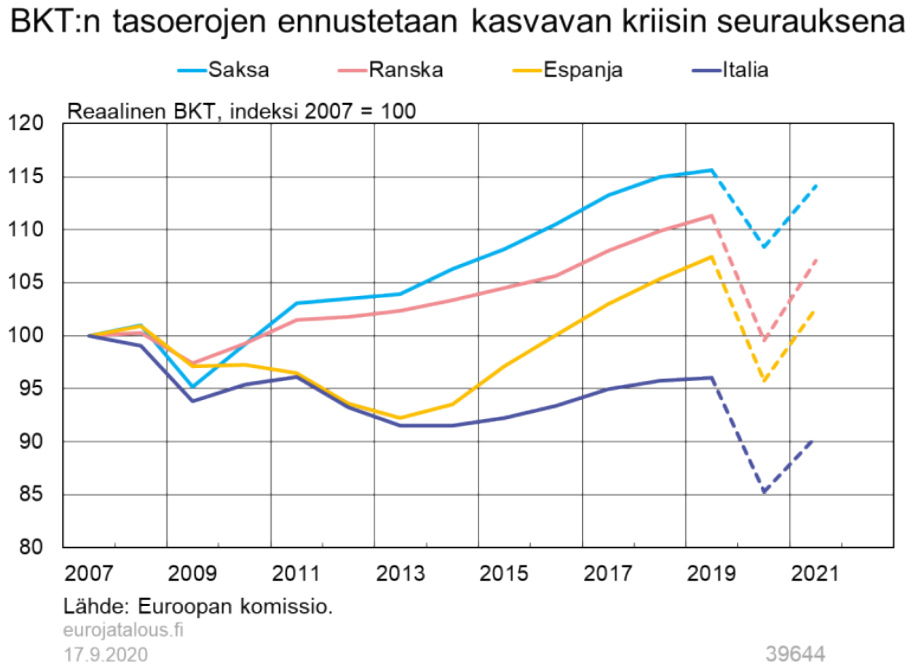
53. Sekä FED että EKP olivat käynnistäneet rahapolitiikan strategian arvioiden tekemisen ennen koronakriisiä sen vuoksi, että erityisesti rahapolitiikan toimintaympäristössä oli jo ennen koronakriisiä tapahtunut muutoksia.
54. Ks. Goodhart, C. ja Pradhan, M. (2020).

että nyt tuotantokapasiteetti ei ole tuhoutunut tai ohjautunut sotateollisuuden käyttöön ja myöskin työvoima on valmiina käytettävissä tilanteen normalisoituessa.[55] Hintoja saattaa nostaa pidemmällä aikavälillä myös vähentynyt kilpailu, mikäli koronakriisi lisää merkittävissä määrin yritysten konkursseja tai lisää protektionismia ja siirtää tuotantoketjuja lähemmäksi kysyntää. Finanssikriisin aikana esitettiin myös argumentteja inflaation kiihtymisestä julkisen talouden voimakkaan velkaantumisen seurauksena.[56] Taustalla on fiskaaliseksi dominanssiksi kutsuttu kehityskulku, jossa keskuspankki joutuu rahoittamaan suureksi kasvanutta julkista velkaantumista ja siten luopumaan inflaatiotavoitteestaan ja itsenäisyydestään.[57] Vastaavanlaisia argumentteja on esitetty myös koronakriisin yhteydessä, mutta ainakaan finanssikriisin jälkeen skenaariot nopeasta inflaatiosta eivät toteutuneet.[58] Keskuspankkien itsenäisyys on ratkaisevan tärkeää, jotta niiden kyky ylläpitää hintavakautta on turvattu jatkossakin.

Koronakriisi voi kasvattaa jo ennen kriisiä havaittuja euromaiden välisiä eroja

Koronakriisi iski euroalueen maihin samanaikaisesti, mutta eri intensiteetillä. Tämä ilmenee viimeaikaisista suuria euromaita koskevista kasvuennusteista. Euroopan komissio arvioi, että vuonna 2020 BKT supistuu Saksassa 6,3 %, Ranskassa 10,6 %, Espanjassa 10,9 % ja Italiassa 11,2 % (kuvio 23).

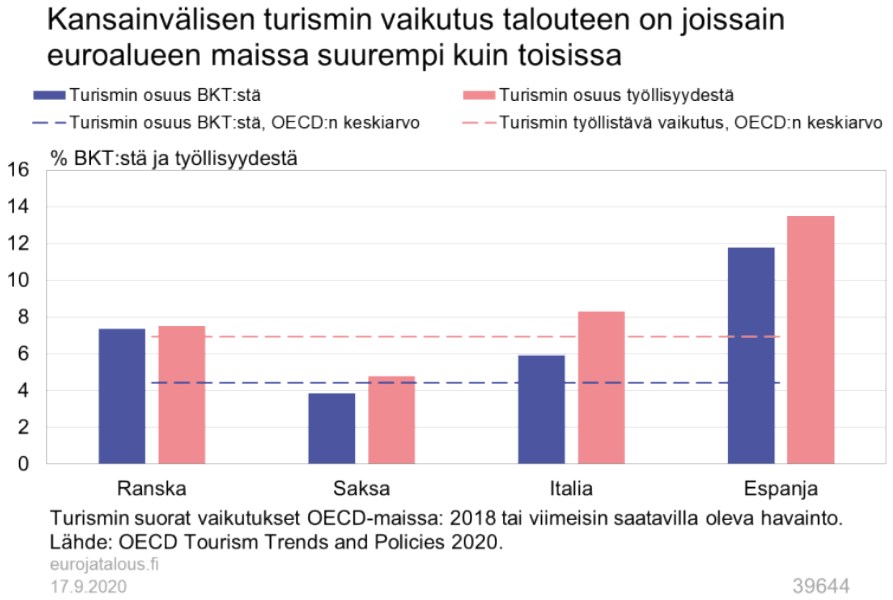
Kuvio 23.



55. Ks. Miles, D. ja Scott, A. (2020) Will inflation make a comeback after the crisis ends? VoxEU.org, 4.4.2020.
56. Esim. Asness, C. ym. (2010) An Open Letter to Ben Bernanke, 15.11.2010.
57. BIS Papers (2011) Threat of fiscal dominance, No 65. 2. joulukuuta 2011, Basel.
58. Schnabel, I. (2020). The shadow of fiscal dominance: Misconceptions, perceptions and perspectives. Puhe Berliinissä 11.9.2020.

Italiassa ja Espanjassa epidemia puhkesi aikaisessa vaiheessa, minkä vuoksi mailla oli hieman muita maita vähemmän aikaa reagoida kriisiin. Samoin joissain maissa terveydenhuollon kriisi oli keväällä vakavampi kuin toisissa: asukasta kohden laskettujen kuolemien määrä oli Ranskassa, Espanjassa ja Italiassa suuri, kun taas Saksassa se oli huomattavasti pienempi. Viruksen dramaattinen eteneminen aiheutti myös tiukempia ja pitkäkestoisempia rajoitustoimia maissa, joihin virus vaikutti voimakkaammin, mikä puolestaan jarrutti taloudellista toimeliaisuutta.[59] Muita maita vakavampi terveydenhuollon kriisi saattaa myös aiheuttaa syvemmän ja pitkäkestoisemman talouskriisin. Erityisesti pysyvät muutokset kuluttajien käsityksissä hyödykkeiden ja palvelujen kuluttamiseen liittyvistä riskeistä voisivat syventää ja pidentää taantumaa.[60]

Kuvio 24.

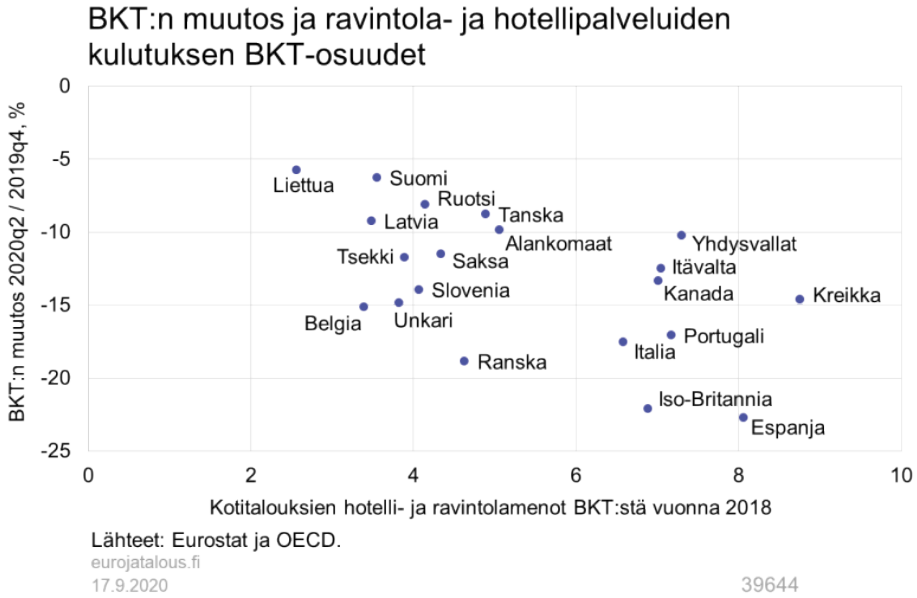


Joidenkin maiden haavoittuvuutta lisää myös palveluiden sekä turismin suuri merkitys niiden taloudelle. Kuten kuviosta 24 ilmenee, kriisistä erityisen paljon kärsineen matkailualan merkitys taloudelle on joissain maissa huomattavasti suurempi kuin toisissa. Koronapandemian aiheuttaman negatiivisen BKT-sokin suuruus toisella vuosineljänneksellä näyttäisi olleen sitä suurempaa, mitä enemmän oli virustartuntoja, mitä suurempi osuus työllisyydestä oli virusherkillä toimialoilla ja mitä suurempi oli kotitalouksien ei-välttämättömyyspalveluiden kulutus. Esimerkiksi kotitalouksien ravintola- ja hotellipalveluiden BKT-osuuden ja BKT:n romahduksen korrelaatio näyttää olleen suuri (kuvio 25).

59. Ks. Government response stringency index, Oxford Economics.

60. Ks. Eichenbaum ym. (2020) The Macroeconomics of Epidemics, NBER Working Paper 26882.

Kuvio 25.



Myös euroalueen jäsenmaiden valmius toipua talouskriiseistä eroaa talouden rakenteiden ja perustekijöiden sekä velkaantuneisuuden takia. Maissa, jossa yksityinen tai julkinen velkaantuneisuus oli suurta ennen kriisiä, voi olla rajoittuneet mahdollisuudet lisävelkaantumiseen. Tämä vaikeuttaisi näissä maissa eri toimijoiden selviämistä kriisin yli. Vastaavasti koronakriisin myötä heikentyneet tulonäkymät voivat heikentää erityisesti velkaantuneimpien yritysten ja kotitalouksien mahdollisuuksia selvitä velkataakastaan. Euroalueen suurista maista Ranskassa yritysten ja kotitalouksien velkatasot ovat nousseet tasaisesti viime vuosina ja ovat muita suuria maita selvästi korkeammat. Sen sijaan Saksassa yritysten ja kotitalouksien velkaantuneisuus on hyvin maltillista niin kuin myös italialaisten kotitalouksien velkaantuneisuus. Myös erot pankkisektorin vakavaraisuudessa vaikuttavat pankkien kykyyn tukea taloutta lainanannollaan ja siten myös siihen, miten eri maat toipuvat kriisistä.

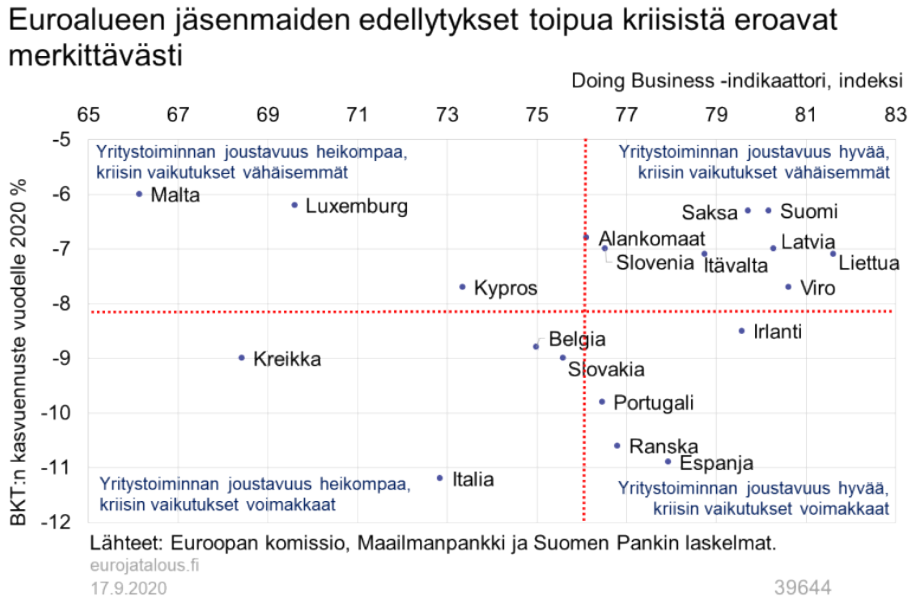
Talouden perustekijöissä on euroalueen jäsenmaiden välillä ollut jo pitkään merkittäviä eroja. Isoista euroalueen maista työn tuottavuus on ollut Italiassa ja Espanjassa selvästi heikompaa kuin Saksassa ja Ranskassa. Vastaava kehitys näkyy myös panostuksissa tuotekehitysmenoihin. Pitkäaikaistyöttömien osuus kokonaistyöttömyydestä on ollut Italiassa erittäin suuri jo pitkään. Jos ennen koronakriisiä vallinneet erot talouden rakenteiden mittareissa pysyvät voimassa, on heikoimpien rakenteiden maiden vaikea luoda koronakriisin jälkeen uutta tuottavaa yritystoimintaa ja vähentää pitkäaikaistyöttömien määrää. Koronakriisillä voi olla pitkäkestoisia ja jopa pysyviä vaikutuksia kysynnän rakenteeseen ja tätä kautta tuotannon rakenteeseen. Joillakin mailla kriisi voi johtaa suureen rakenteellisen muutoksen tarpeeseen tilanteessa, jossa sen sopeutumiskyvyssä on puutteita.

Finanssikriisin yhteydessä on havaittu, että joustavimmat taloudet pystyvät yleensä toipumaan nopeimmin talouskriiseistä.[61] Esimerkiksi talouksien, joilla yritystoiminnan

61. Draghi (2017) Structural Reforms in the euro area. Puhe Structural Reforms in the euro area -konferenssissa

joustavuus Maailmanpankin Doing Business -indeksillä mitattuna oli parempaa, on havaittu toipuvan myös finanssikriisistä nopeimmin.[62] Kuvio 26 jaottelee maat yritystoiminnan joustavuuden ja komission kesäennusteessa arvioidun kriisin välittömän vaikutuksen perusteella neljään ryhmään. Baltian mailla, Itävallalla, Suomella ja Saksalla olisi tämän perusteella parhaimmat edellytykset toipua koronakriisistä, sillä niissä kriisistä seuranneen talouden välittömän supistumisen ennustetaan olevan lievin ja yritystoiminnan joustavuuden vahvinta.[63] Esimerkiksi Malta ja Kypros kuuluvat ryhmään, jossa kriisistä johtuva supistuminen on ollut lievää, mutta yritystoiminnan joustavuus on euroalueen keskiarvoa heikompaa. Irlanti ja Espanja sen sijaan kuuluvat ryhmään, joissa yritystoiminnan joustavuus tukee talouden toipumista keskimääräistä paremmin, mutta toisaalta koronakriisi on iskenyt niihin keskimääräistä voimakkaammin. Haastavinta toipuminen olisi tämän mukaan esimerkiksi Belgiassa, Italiassa ja Kreikassa, joiden talouksiin koronakriisin ennustetaan iskeneen tänä vuonna voimakkaasti ja joiden yritystoiminnan joustavuus on keskimääräistä heikompaa.

Kuvio 26.



Koronakriisin haasteena on, että joissakin maissa lähtötilanne oli vaikeampi, talouden rakenteen sopeutumistarve voi olla suurempi ja edellytykset sopeutua ovat heikommat. Euroalueella jäsenmaiden välisiä eroja kyvyssä toipua kriisistä on pyritty tasoittamaan EU-tason rahoitustoimilla, jotka sekä tukevat jäsenmaiden rahoituksensaantia että

18.10.2017. Koopman, Gert-Jan (2017) Product market reforms, the business environment and state interventions in the Euro area. Esitys Structural Reforms in the euro area -konferenssissa 18.10.2017.

62. Maailmanpankki raportoi 27.8.2020 ongelmista mittarin tuoreimmissa raportoinneissa ja työskentelee näiden korjaamiseksi. Ks. Maailmanpankin tiedotteesta Doing Business – Data Irregularities Statement mittarin mahdollisista ongelmista. Näiden ongelmien takia mittariin on syytä suhtautua varauksella. Kuitenkin euroalueen osalta se on finanssikriisin yhteydessä selittänyt hyvin maiden kykyä toipua kriisistä. World Economic Forumin kilpailukykyindeksin käyttäminen kuviossa Doing Business -indikaattorin sijaan antaisi kuitenkin hyvin samankaltaisen yleiskuvan tilanteesta.

63. Korkean indeksin arvo ei kuitenkaan yksinään takaa vauhdikasta talouden toipumista. Esimerkiksi finanssikriisin jälkeen Suomi toipui melko hitaasti, vaikka sen Doing Business -indeksin arvo oli korkea.

luovat kannusteita rakenteiden vahvistamiseksi.[64] Maiden omat talouspoliittiset toimet ovat kuitenkin ratkaisevan tärkeitä siinä, miten talous toipuu koronakriisistä. Euroalueen sisäistä lähentymistä voisi myös edesauttaa koronakriisin myönteiset vaikutukset talouden rakenteeseen tai teknologiseen kehitykseen, kuten esimerkiksi teknologisen harppauksen ottaminen niissä maissa, joissa digitalisaatiota on toistaiseksi vähiten hyödynnetty (kuvio 21). Koronakriisi näyttäisi kuitenkin pikemminkin voimistavan euroalueen sisäistä erkaantumista, mutta mikäli taloudet onnistuvat uudistumaan, myös lähentyminen on mahdollista.

Avainsanat

rahapolitiikka, koronakriisi, korona, kansainvälinen talous, inflaatio, euroalue

64. Ks. alaluku "Rahapolitiikan ja muun talouspolitiikan toimet ja vaikutukset", jossa on tarkempi kuvaus tehdyistä EU-tason toimista.

Euroalueen stagnaation riski kasvanut koronakriisin myötä

17.9.2020 11:00 • EURO & TALOUS 5/2020 • TALOUDEN NÄKYMÄT

Pasi Ikonen
Vanhempi ekonomisti

Sami Oinonen
Ekonomisti

Michaela Schmöller
Ekonomisti

Lauri Vilmi
Vanhempi neuvonantaja

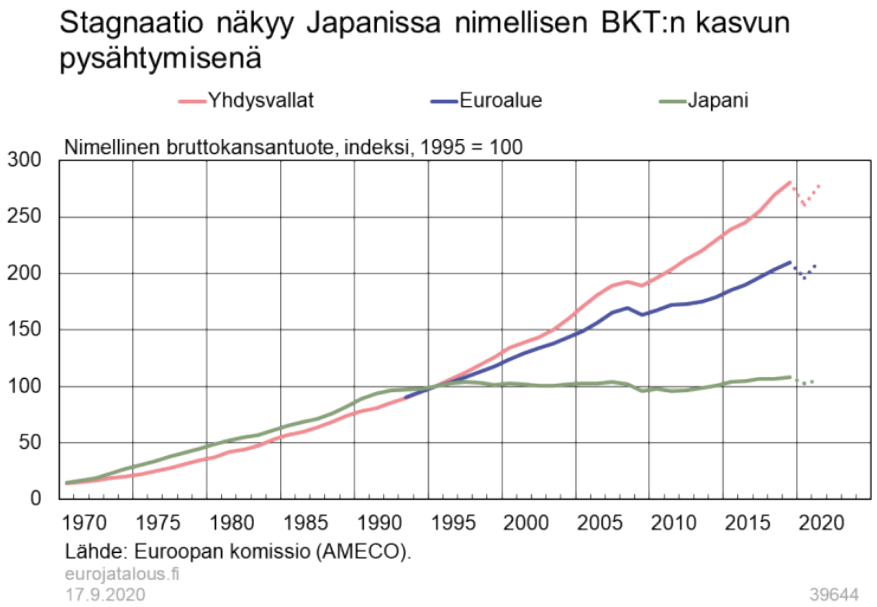
Stagnaatiolla tarkoitetaan hitaan talouskasvun kautta, johon usein liittyvät alhaiset korot ja hidas inflaatio. Vahvimmin stagnaatio on keskusteluissa yhdistetty Japanin talouskehitykseen 1990-luvun alun jälkeen. Euroalueella koronakriisi yhdistettynä jo valmiiksi ikääntyvään yhteiskuntaan, hidastuneeseen 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

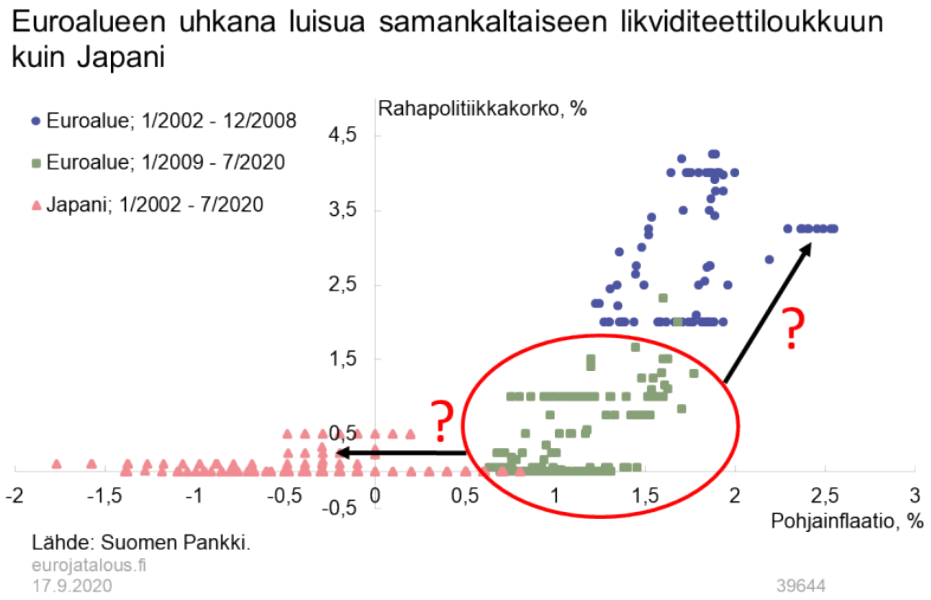
1. Ks. esimerkiksi Duprat, M.-H. (2015) ja Summers, L. (2014).
2. Raha- ja finanssipolitiikalla aiempaa laajempi ja voimakkaampi elvytys alkoi vuonna 2012 Abenomicsina tunnetun elvytysohjelman myötä, vaikka taloutta oli toki pyritty elvyttämään jo aiemminkin, mutta 2012 lanseerattu Abenomicsina tunnettu elvytysohjelma oli mittakaavassaan huomattavasti aiempia laajempi ja isompi.
3. Ks. esimerkiksi Wakatabe, M. (2012) ja Yoshino, N. ja Taghizadeh-Hesary, F. (2015).

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

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).

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]

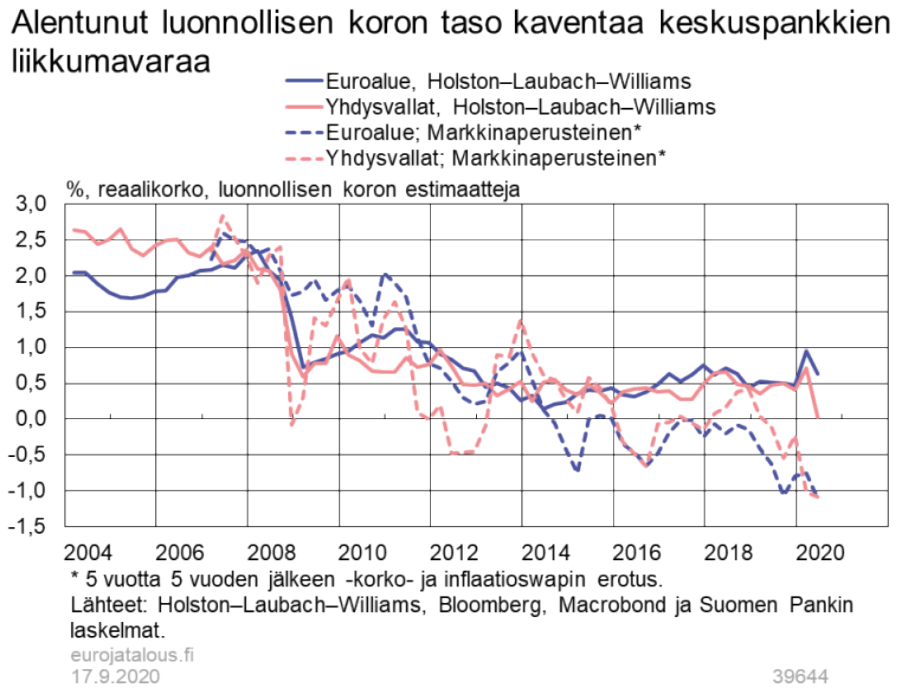
Tässä artikkelissa tarkastellaan pitkäkestoisesti vaimeaan talouskasvuun, hitaaseen inflaatioon ja alhaisiin korkoihin johtavia tekijöitä sekä verrataan euroalueen tilannetta Japaniin ja Yhdysvaltoihin. Lisäksi arvioidaan koronakriisistä johtuvaa stagnaation uhkaa euroalueella. Stagnaation uhka näyttäisi 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.

5. "Kansainvälisen talouden hauras elpyminen koronakriisistä on käynnistynyt" keskustellaan tarkemmin koronakriisin vaikutuksista inflaatioon. Myös inflaation kiihtyminen koronakriisin myötä on eräs skenaario.

Kuvio 3.

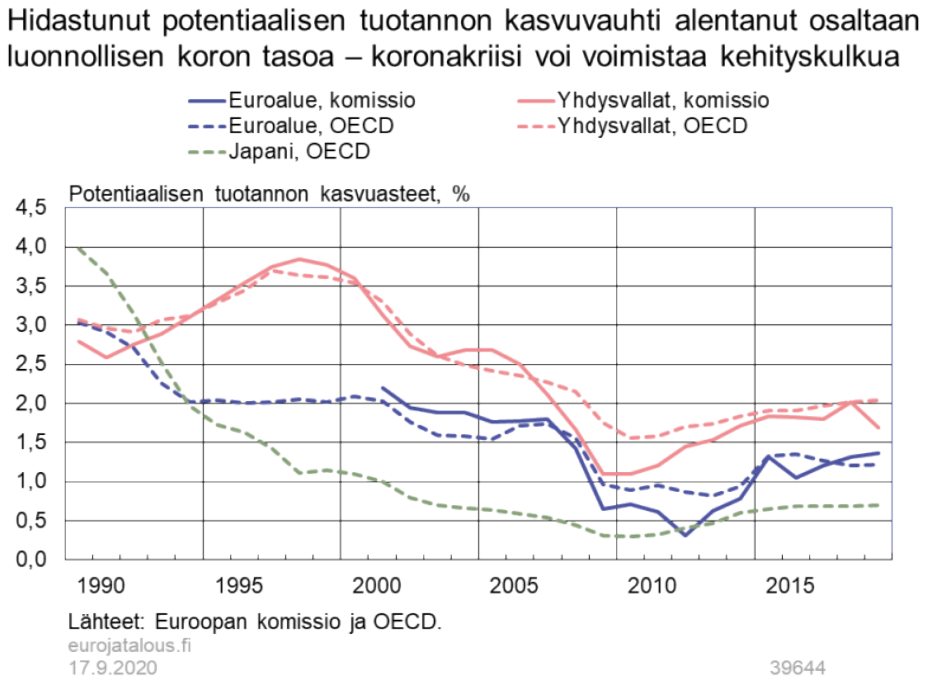


Luonnollisen reaalikoron alentumisen takia keskuspankeilla on taantumassa aikaisempaa vähemmän liikkumavaraa keventää korkotasoa, ja keskuspankit joutuvatkin yhä useammin operoimaan korkojen alarajalla (*effective lower bound*, ELB). Siten alentunut reaalikoron taso lisää stagnaation todennäköisyyttä. 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.

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.

Kuvio 4.

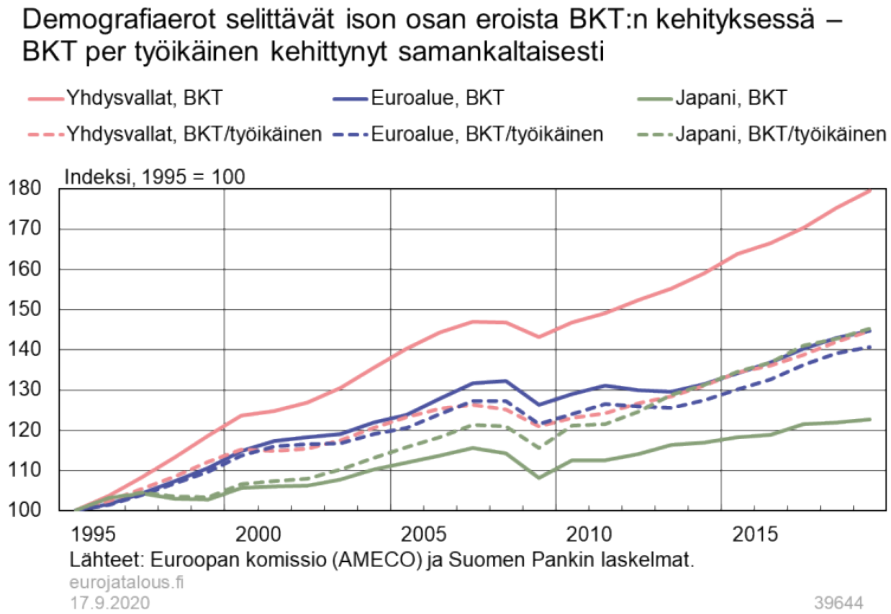


Väestön ikääntyminen ja tuottavuuden kasvun hiipuminen altistivat taloudet stagnaatiolle jo ennen koronaepidemian puhkeamista

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.

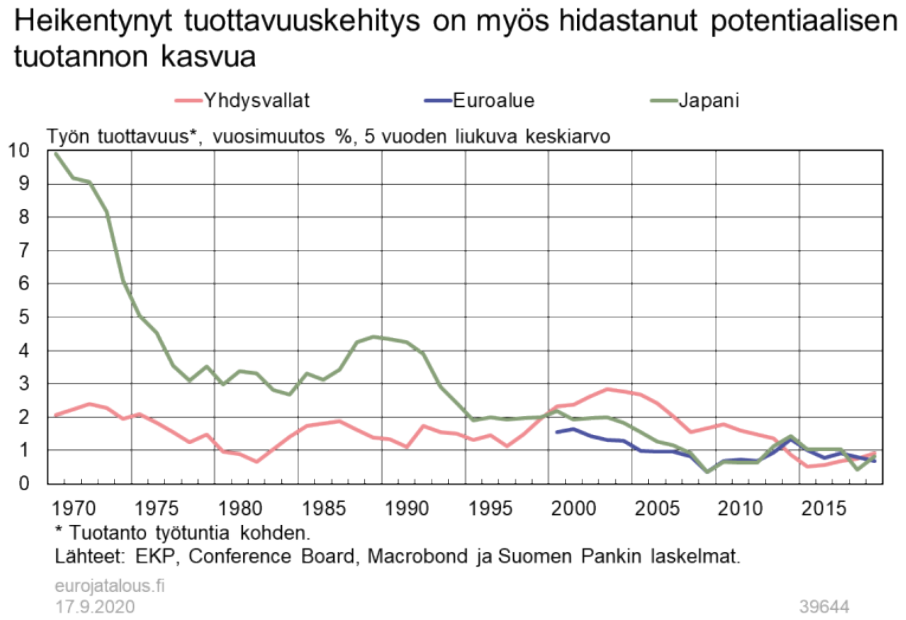


Työvoiman tarjonnan lisäksi potentiaalisen tuotannon kasvua on hidastanut heikko tuottavuuskehitys. Tuottavuuden keskimääräinen kasvu on vaimentunut kaikilla kolmella talousalueella viime vuosina alle 1,0 prosenttiin, kun se vielä 2000-luvun alussa oli euroalueella 1,5 prosentin tuntumassa ja Japanissa 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

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).

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

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.

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]

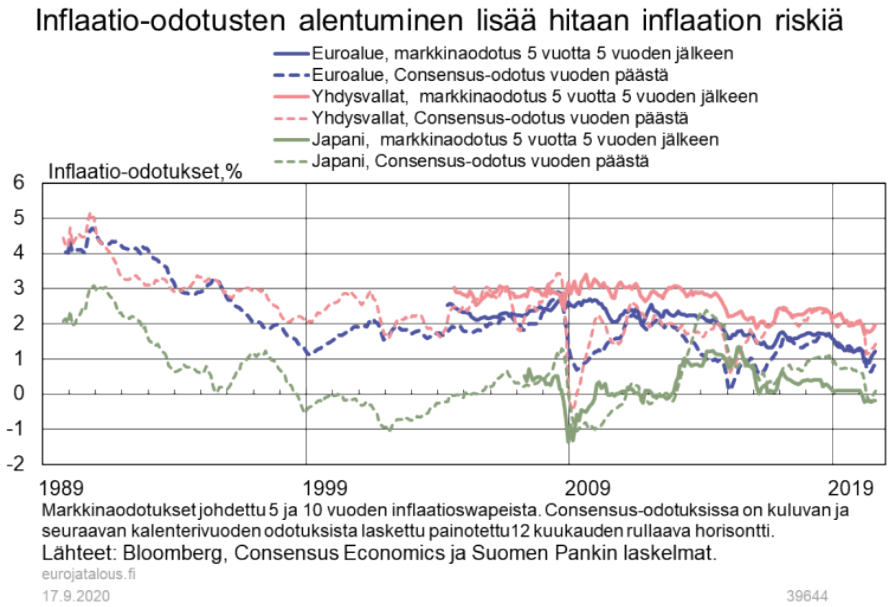
Inflaatio-odotuksia pidetään talousteoriassa keskeisenä ajurina keskipitkän ajan inflaationäkymille. Kun yritykset ja kotitaloudet odottavat inflaation pysyvän vaimeana tulevaisuudessa, kilpailluilla markkinoilla toimivat yritykset ovat haluttomia nostamaan hintoja ja joustavat ennemmin marginaaleistaan. 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-

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

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-

kanssa.

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.

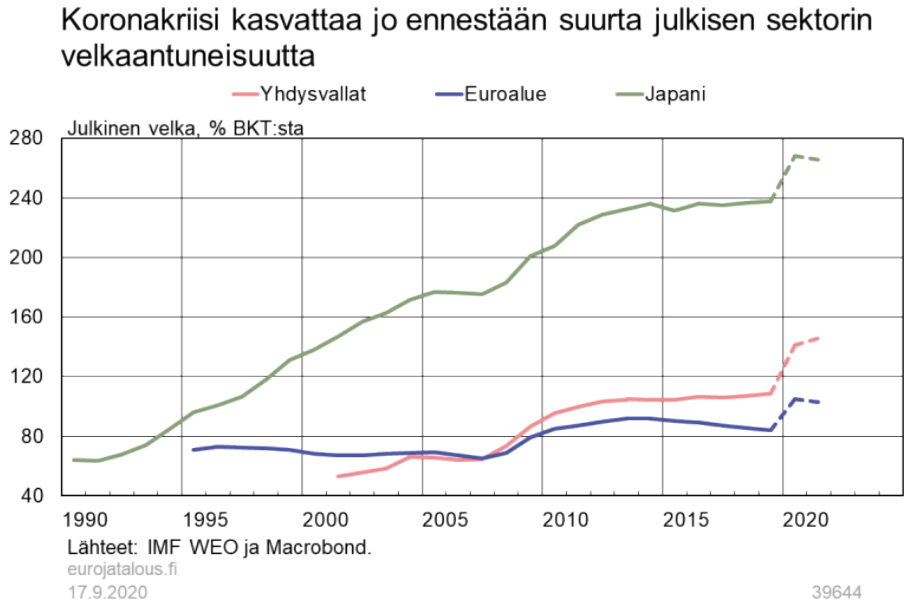
Talouspolitiikka voi vähentää stagnaation riskiä voimakkailla, kohdennetuilla, oikea-aikaisilla sekä riittävän pitkäkestoisilla toimilla. Niin raha-, finanssi- kuin rakennepolitiikalla pystytään merkittävästi tukemaan talouden toipumista.[15] Talouskasvun ja investointien tukeminen sekä potentiaalista 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

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.

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.

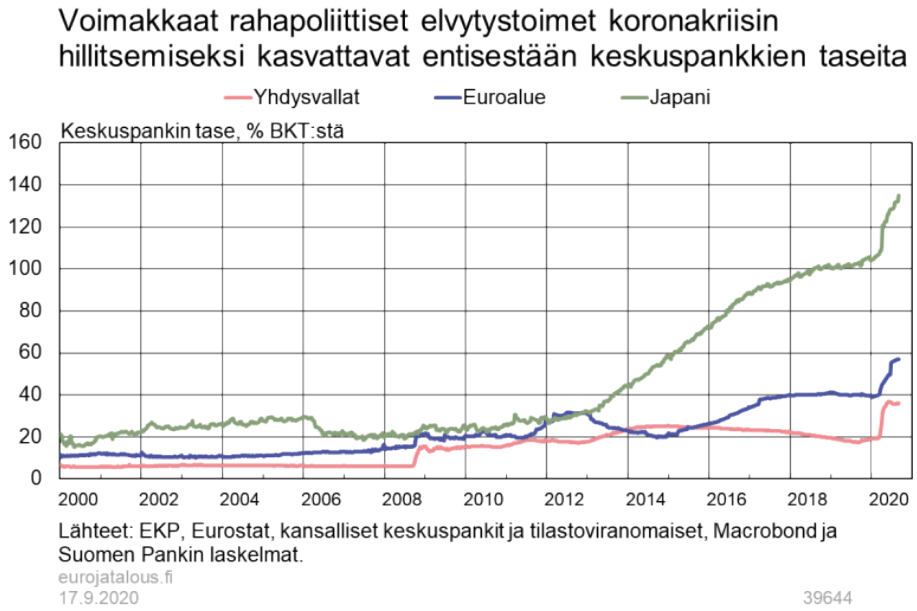
Kuvio 8.



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.

17. Ks. esimerkiksi Wakatabe, M. (2012).

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.

18. Ks. Draghin (2020) puheenvuoro.

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.

Avainsanat

korona, hidas talouskasvu, hidas inflaatio, alhaiset korot

Kirjoittaja(t)

Pasi Ikonen
Vanhempi ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi

Sami Oinonen
Ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi

Michaela Schmöller
Ekonomisti
etunimi.sukunimi(at)bof.fi

Lauri Vilmi
Vanhempi neuvonantaja
etunimi.sukunimi(at)bof.fi