



# EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

# Sisältö

---

Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella	3
--	---

---



# Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella

Eilen – Analyysi – Rahapolitiikka , Kansainvälinen talous



Mika Kortelainen  
Neuvonantaja



Markku Lehmus  
Toimistopäällikkö



Pasi Ikonen  
Vanhempi ekonomisti

Euroalueen finanssipolitiikka oli erittäin kevyttä koronakriisissä, tosin viime aikoina sen viritys on vaihtunut kiristävään suuntaan. Samalla kansainväliset järjestöt ovat varoitelleet voimakkaasti kiihtyneen inflaation kanssa huonosti yhteensopivasta finanssipolitiikasta. Vuosina 2022 ja 2023 finanssipolitiikassa keskeisestä roolia ovat näyttelleet energian hintojen kompensoimiseksi tehdyt tukitoimet. Globaalia makrotaloutta kuvaavalla GIMF-mallilla tehdyt simulaatiot viittaisivat siihen, että tehdyt tukitoimet ovat lisänneet inflaatiopaineita vain vähän.



## Finanssipolitiikan viritys ja energian tukitoimien vaikutus hintapaineisiin euroalueella

Euroalueen kohtaama vaihtosuhdeshokki kärjistyi vuoden 2022 syksyllä, kun energian tuonnin osuus euroalueen BKT:sta nousi enimmillään jopa yli 4 prosenttiyksikköä BKT:sta vuoden 2021 alun tasosta. Yhteensä energian tuonti maksoi tällöin noin 7 % alueen BKT:sta. Sittenmin energian hinta on laskenut, mutta talville 2023 ja 2024 voidaan yhä odottaa suuriakin energian hintavaihteluita.

Kotitalouksien ja yritysten energialaskun pienentämiseksi eri Euroopan maiden hallitukset alkoivat viime syksynä laatia pikapikaa erilaisia, korkeita energian hintoja kompensoivia tukitoimia. Samaan aikaan euroalueen inflaatio oli jo kiihtynyt kauas EKP:n kahden prosentin keskipitkän aikavälin tavoitteesta: korkeimmillaan euroalueen inflaatio oli 10,6 % lokakuussa 2022, jolloin noin puolet inflaatiosta tuli suoraan energian hintojen noususta. Tukitoimilla on ollut myös kääntöpuolensa, sillä vaikka ne ovat helpottaneet kotitalouksien sekä yritysten tilannetta ja laskennallisesti myös alentaneet energiainflaatiota ainakin hetkellisesti, ne ovat samalla ylläpitäneet finanssipolitiikan kevyttä viritystä, joka on ollut ristiriidassa keskuspankin rahapolitiikan kiristävän linjan kanssa.

Useat taloustieteilijät pitävät (liian) kevyttä finanssipolitiikkaa tärkeänä taustatekijänä inflaation kiihtymisessä pandemian jälkeen niin Yhdysvalloissa kuin euroalueella (ks. esim. Edelberg ja Sheiner 2021 tai Summers 2021). Tutkimus ei ole tässäkään asiassa yksimielinen, sillä myös tarjontahäiriöiden, Venäjän hyökkäyssodan ja inflaation globaalistumisen vaikutuksia voidaan hyvin perusteiden pitää merkittävänä (ks. esim. Binici ym. 2022). Tuoreessa tutkimuksessaan Bernanke ja Blanchard (2023) arvioivat, että finanssipolitiikalla on ollut keskeisempi merkitys inflaation kiihtymisessä vasta viime aikoina eli vuosina 2022 ja kuluvan vuoden alussa.

## Finanssipolitiikan rooli inflaation sitkistymisessä

Energian hintashokin vaimetessa voidaankin esittää hypoteesi, että finanssipolitiikalla on ollut merkittävä rooli nimenomaan inflaation sitkistymisessä, eli löysän finanssipolitiikan seurauksena tarjontashokin vaikutus vaimenee hitaammin kuin pelkästään shokista itsestään voisi päätellä. Monet kansainväliset järjestöt, kuten keskuspankkien kattojärjestö BIS (2023), teollisuusmaiden yhteistyöjärjestö OECD (2023a) ja kansainvälinen valuuttarahasto IMF (2023), ovat varoitelleet liian kevyenä jatkuneesta finanssipolitiikasta, joka sopii huonosti korkeiden velka-asteiden ja sitkeän inflaation ympäristöön.

Euroopan komission (European Commission 2023) mukaan euroalueen finanssipolitiikka on kuitenkin rakenteellisen alijäämän muutoksella mitattuna lievästi kiristävää vuosina 2022–2024. Toisaalta kun verrataan komission arvioimaa nykyistä rakenteellista alijäämää sen tasoon vuonna 2019 eli juuri ennen pandemiaa, havaitaan, että rakenteellinen alijäämä on euroalueella yhä 2 prosenttiyksikköä suurempi kuin se oli vuonna 2019. Vaikka finanssipolitiikkaa on asteittain kiristetty pandemian jälkeen, vuoden 2019 jälkeinen finanssipolitiikka on yhä kumulatiivisesti tarkasteltuna elvyttävää, toisin sanoen finanssipolitiikan elvyttävästä virityksestä on pandemian

jälkeen tultu toiseen suuntaan vain vähän. Samankaltaisia päätelmiä finanssipolitiikan virityksestä, sen muutoksista ja tasosta voidaan tehdä myös EKP:n arvioista rakenteellisesta alijäämästä vuosina 2021–2024 (ks. esim. EKP:n syyskuun 2023 MPE-ennuste, ECB 2023c).

Vuosina 2022 ja 2023 euroalueen finanssipolitiikassa keskeistä osaa ovat esittäneet energian hinnannousua kompensoivat toimet. OECD:n laskelmien<sup>[1]</sup> perusteella tukitoimista yli puolet kohdistui suoraan energian hintaan. Erityisesti alennetut ja säännellyt energian hinnat sekä hintakatot muodostavat merkittävän osan toimien fiskaalisesta taakasta. Hintakattoja on ollut esimerkiksi Saksassa. OECD:n laskelmien perusteella vain alle 10 % energian hintaan kohdistetuista toimista suuntautui suoraan heikommin toimeentuleville kotitalouksille. Hinnan lisäksi energian tukitoimia on kohdennettu tuloihinkin. Näistä toimista merkittävä osa kohdistui myös suoraan heikommassa asemassa oleville kotitalouksille.<sup>[2]</sup>

EKP arvioi Talouskatsauksessaan (ECB Economic Bulletin 2023a), että kaiken kaikkiaan päätösperäiset energian tukitoimet euroalueella olivat mittaluokaltaan 1,9 % BKT:sta vuonna 2022 ja ovat edelleen 1,6 % BKT:sta vuonna 2023. Suurin osa tukitoimista voidaan lukea tukipalkkioihin ja muihin tulonsiirtoihin. Seuraavaksi tärkein osa toimista ovat olleet (energian) verojen kevennykset. Merkittävä osa toimista on tarkoitus lopettaa vuonna 2024, jolloin arviolta 70 % nyt voimassa olevista tukitoimista erääntyy. Nykytiedoin enemmän kuin puolet vuonna 2024 jäljellä olevista toimista puolestaan lopetetaan vuoteen 2025 tultaessa. Niinpä EKP arvioi, että tukitoimien vaikutus fiskaalisen alijäämän kasvuun euroalueella on enää 0,5 % BKT:sta vuonna 2024 ja 0,2 % BKT:sta vuonna 2025.

## Mallilaskelma energian hinnannousua kompensoivien toimien inflaatio- ja BKT-vaikutuksista

Hyvin kohdennetuille toimille voidaan löytää taloudellisia perusteita. Suurin osa vuosien 2022 ja 2023 toimista oli kuitenkin kohdentamattomia (OECD 2023a). Onkin hyödyllistä esittää kysymys, kuinka paljon tehdyt toimet lisäsivät hintapaineita tai toisaalta edesauttoivat euroalueen selviämistä energiakriisistä.

Seuraavassa tehdään energian hinnannousua kompensoivien tukitoimien inflaatio- ja BKT-vaikutuksia tarkasteleva laskelma IMF:ssä kehitetyllä globaalia makrotaloutta kuvaavalla kansainvälisen raha- ja finanssitalouden GIMF-mallilla. GIMF on dynaaminen ja stokastinen yleiseen tasapainoon (DSGE) perustuva makromalli (ks. esim. Kortelainen 2013).

Malli nojaa yleisen tasapainon traditioon, ja siinä on mukana hinta- ja palkkajäykkyksiä. Käytämme kuuden maan malliversiota, missä on mukana Yhdysvallat, euroalue, Kiina, Japani, muu Aasia ja muu maailma. Mallin perusversio on kalibroitu vuoden 2015 aineistolla, mutta shokkien vaikutukset simuloidaan

---

1. OECD:n laskelmat perustuvat 41 maan joukkoon, joista 35 on OECD-maita.

2. Ks. OECD 2023a ja 2023b.

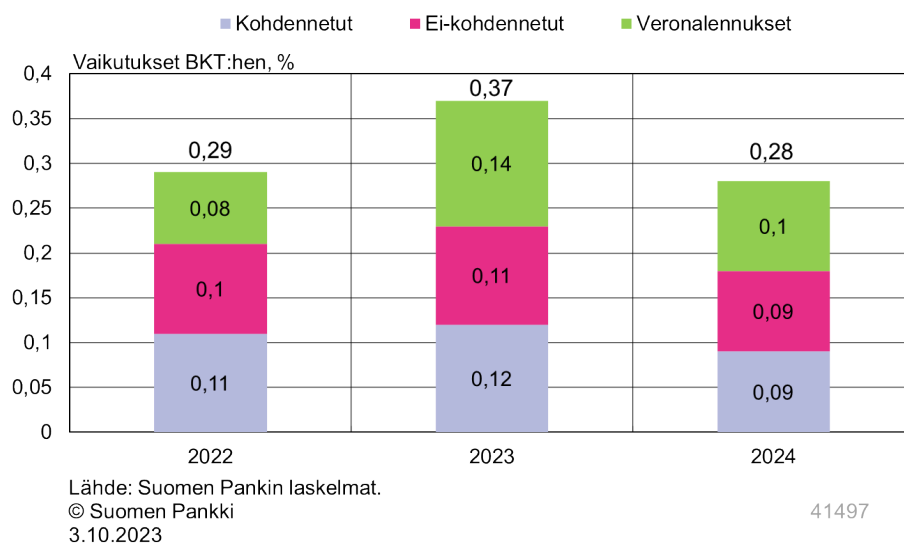
robustisuuden tarkastelemiseksi myös malliversiolla, joka on kalibroitu vuoden 2019 aineistolle eli siis hetkeen ennen pandemiaa. On hyvä huomata, että malli on aggregaattitason malli, jossa energian hinnat määrittyvät osana muita talouden hintoja, eikä mallissa ole erikseen energian hintakomponenttia. Niinpä mallissa energian hintatuet vaikuttavat samoin mekanismein kuin mitkä tahansa muutkin hintatuet. Samalla tavalla inflaatiota kiihdyttävät vaikutukset voidaan tulkita yhtä lailla pohjainflaatiota kiihdyttäväksi vaikutukseksi.

ECB Economic Bulletin (2023b) jakaa valtioiden tekemät energiatukitoimet laaja-alaisiin ja tarkasti kohdennettuihin toimiin ja edelleen niiden tyyppin mukaan energian hintoihin, kotitalouksien ja yritysten tuloihin kohdistuviin sekä muihin energiaan liittyviin tukitoimiin. GIMF-mallissa valtio voi kohdentaa tulonsiirtoja erikseen likviditeettirajoitteisille ja toisaalta muille kotitalouksille, jotka pääsevät lainamarkkinoille ja maksimoivat kulutustaan yli elinkaaren. Veronkevennyksiä voidaan mallissa osoittaa kulutusveroilta yleensä.

Hyödyntämällä ECB Economic Bulletinin (2023b) jaottelua allokoidaan valtioiden tekemät energian tukitoimet GIMF-mallissa niin, että asetetaan EKP:n määrittelemät ”kohdennetut” tulonsiirrot likviditeettirajoitteisille kotitalouksille. Allokoidaan muut tulonsiirrot eli EKP:n määrittelemät laaja-alaiset (ei-kohdennetut) tulonsiirrot muille kotitalouksille. Energiaverojen kevennykset simuloidaan kulutusverojen kevennyksinä, sillä mallissa ei ole erikseen energian ja muiden hyödykkeiden kulutusta. Asetetaan tukitoimien suuruudet vastaamaan EKP:n kesäkuun 2023 Talouskatsauksen (ECB Economic Bulletin 2023a) arviota, eli energiaan liittyviä tukitoimia on tuoreen arvion mukaan 1,9 % BKT:sta vuonna 2022, 1,6 % BKT:sta vuonna 2023 ja 0,5 % BKT:sta vuonna 2024. Niinpä skaalataan EKP:n maaliskuun Talouskatsauksessa (ECB Economic Bulletin 2023b) esitetty tukitoimien jaottelu niin, että kokonaisuus vastaa EKP:n kesäkuun päivitystä tukitoimien suuruudesta (vuoden 2023 tukitoimia revisioitiin kesäkuun ennustepäivityksessä 1,9 prosentista 1,6 prosenttiin BKT:sta). Simuloidaan tehdyt tukitoimet vuosina 2022–2024 tilapäisinä politiikkatoimina. Oletetaan vielä, että keskuspankki ei reagoi näihin tukitoimiin eli ohjauskorot eivät muutu tukitoimien seurauksena.

Kuvio 1.

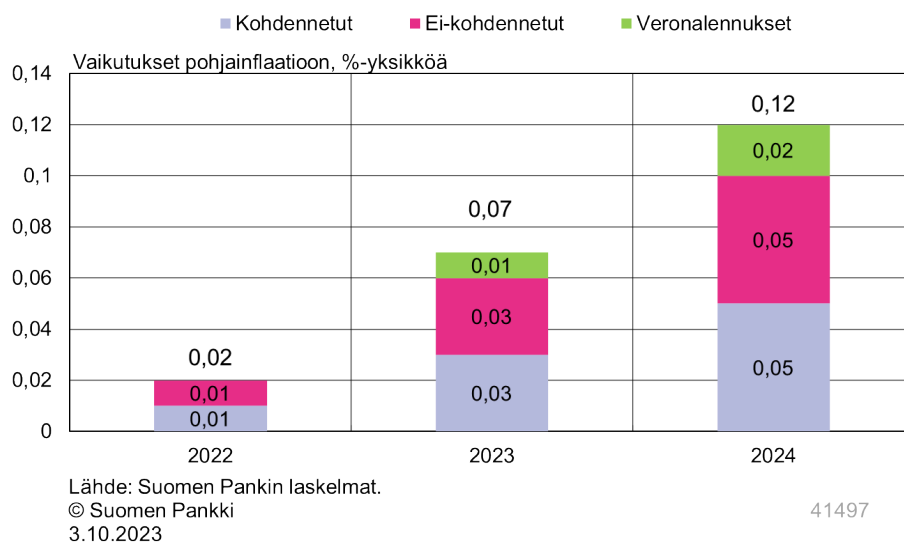
### Energian tukitoimien vaikutus BKT:hen 2022–2024



41497

Kuvio 2.

### Energian tukitoimien vaikutus pohjainflaatioon 2022–2024



41497

#### GIMF-mallin simulointitulokset energian tukitoimien BKT- ja

pohjaininflaatiovaikutuksista vuosille 2022–2024 on esitetty kuvioissa 1 ja 2.<sup>[3]</sup> Tukitoimet kasvattavat euroalueen BKT:ta enemmillään vajaat 0,4 %. Vaikka vaikutus ei ole suuri, on se merkittävä suhteessa tälle vuodelle ennustettuun BKT:n kasvuun, 0,7 prosenttiin (ECB 2023c). Vaikutus kuitenkin liudentuu nopeasti, kun tukitoimien oletetaan osittain

3. Toistimme simulaatiot GIMF-mallin versiolla, jossa käytimme vuodelle 2019 estimoituja maiden välisiä kauppapainoja, kun GIMF:n perusversiossa kauppapainot ovat vuodelta 2015. Tulokset ovat hyvin lähellä kuvioiden 1 ja 2 tuloksia, joskin politiikkatoimien vaikutukset niin BKT:hen kuin inflaatioon ovat aavistuksen pienempiä vuoden 2019 painoilla kalibroidussa mallissa.

päättävän. Tulosten mukaan tukitoimet ovat myös lisänneet pohjainflaatiota euroalueella (kuvio 2). Tukitoimien vaikutus hintapaineisiin on kuitenkin mallisimuloinnin perusteella pieni: suurimmillaankin vain reilu 0,1 prosenttiyksikköä pohjainflaatiota kiihdyttävä.

## Keskustelu finanssipolitiikan yhteydestä inflaatiopaineisiin jatkuu

Edellistä tulosta voidaan verrata IMF:n ekonomistien Daon ym. (2023) tuoreeseen tutkimukseen, jossa hyödynnetään sekä makromallia että Phillipsin käyrän epälineaarisen version estimointia. Tulosten mukaan euroalueella tehdyt energian tukitoimet eivät ole ylikuumentaneet talouksia. Dao ym. (2023) sen sijaan argumentoivat, että laskemalla energian mitattuja hintoja tukitoimet saattoivat estää ”inflatorisen mielialan leviämistä” ja alentaa inflaatio-odotuksia (tutkimuksen mukaan 0,2 prosenttiyksikön verran). Tulos on kuitenkin riippuvainen siitä taustatekijästä, että energian hinnat lähtivät laskuun kuluvan vuoden aikana. Muussa tapauksessa toimien kysyntävaikutukset olisivat alkaneet pian dominoida muita (esimerkiksi odotus-) vaikutuksia.

Tuore makromallilla tehty arvio energian hintojen kompensatiotoimien makrovaikutuksista on vielä Auclertin ym. (2023), jossa hyödynnetään heterogeenisten agenttien uuskeynesiläistä makromallia. Tulosten mukaan sekä kohdennetut että kohdentamattomat (energian hintojen kompensoimiseksi) tehdyt tulonsiirrot kotitalouksille kiihdyttävät inflaatiota selvästi laajentuneiden palkkapaineiden vuoksi. Sen sijaan hintatuet hidastavat inflaatiota, sillä ne laskevat kotitalouksien energian hintoja ja siten myös alentavat ammattiliittojen palkkavaateita.

On hyvä huomioida, että edellä tehdyssä GIMF-mallin simuloinnissa oletettiin tukitoimet tilapäisiksi eli ne loppuvat kokonaan vuoteen 2025 mennessä. GIMF-mallissa valtaosa kuluttajista on eteenpäin katsovia rationaalisia toimijoita, jotka maksimoivat kulutustaan elinkaarensa yli, ja siksi tilapäisten elvytystoimien vaikutus jää mallissa pieneksi siitäkin huolimatta, että likviditeettirajoitteiset kuluttajat reagoivat voimakkaasti myös tilapäisiin tulonsiirtoihin. Niinpä se taustaoletus, että vain 10 % tehdyistä toimita oli hyvin kohdennettuja (ECB Economic Bulletin 2023b) ja siten mallisimuloinnissa allokoitu likviditeettirajoitteisille kuluttajille, konkretisoituu melko vaikeina BKT-vaikutuksina tehdyille politiikkatoimille. Kolikon käänttöpuolena on toki se, että tukitoimien pohjainflaatiovaikutukset jäävät nekin pieniksi.

Yksi tulkinta tuloksista on se, että kun tarkastellaan viime vuosina tehdyn finanssipolitiikan ja inflaation kiihtymisen välistä yhteyttä, on luultavasti hyödyllisempää kiinnittää huomiota energiakriisissä tehtyjen toimien sijaan jo aiemmin eli pandemian aika tehtyihin laajoihin finanssipoliittisiin toimiin. Vuosina 2020 ja 2021 tehdyt finanssipolitiikan toimet olivatkin selvästi suurempia kuin myöhemmin energiakriisissä tehdyt toimet. Sama päätelmä voidaan tehdä tarkastelemalla rakenteellisen alijäämän muutoksia (ks. yllä mainitut Euroopan komission ja EKP:n arviot rakenteellisesta alijäämästä).

Edellä tehtyä analyysiä ja sen päätelmiä rajoittava seikka on vielä se, että perinteisissä



uuskeynesiläisissä malleissa rahapolitiikka dominoi finanssipolitiikan toimia, jolloin inflaatiota voidaan luonnehtia ennen kaikkea rahatalouden ilmiöksi. Tätä käsitystä on myös kritisoitu viimeaikaisessa kirjallisuudessa (ks. esim. Cochrane 2023). Keskustelu finanssipolitiikan yhteydestä hintatasoon ja inflaatioon pysynee agendalla jatkossakin. Edellä tehty globaaliin uuskeynesiläiseen malliin perustuva tarkastelu on yksi tapa analysoida finanssipoliittisten toimien ja inflaation yhteyttä.

## Lähteet

Auclert, A., Monnery, H., Rognlie, M. ja Straub, L. (2023) Managing an Energy Shock: Fiscal and Monetary Policy. NBER Working Paper Series, Working Paper 31543.

Bernanke, B. ja Blanchard, O. (2023) What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation? Paper presented at the conference "The Fed: Lessons learned from the past three years" at the Hutchins Center on Fiscal & Monetary Policy at the Brookings Institution.

Binici, M., Centorrino, S., Cevik, S. ja Gwon, G. (2022) Here Comes the Change: The Role of Global and Domestic Factors in Post-Pandemic Inflation in Europe. IMF Working Paper No. 2022/241.

BIS (2023) BIS Annual Economic Report. June 2023.

Cochrane, J. (2023) The Fiscal Theory of the Price Level. Princeton University Press 2023.

Dao, M. C., Dizioli, A., Jackson, C., Gourinchas, P.-O. ja Leigh D. (2023) Unconventional Fiscal Policy in Times of High Inflation. Paper presented at the ECB Forum on Central Banking, June 2023.

ECB Economic Bulletin (2023a) Issue 4, 2023.

ECB Economic Bulletin (2023b) Issue 2, 2023, Box 9 "Update on euro area fiscal policy responses to the energy crisis and high inflation".

ECB (2023c) Staff macroeconomic projections for the euro area. September 2023.

Edelberg, W. ja Sheiner, L. (2021) The Macroeconomic Implications of Biden's \$1.9 Trillion Fiscal Package. Brookings Institution, January 28.

European Commission (2023) European Economic Forecast. Spring 2023.

Kortelainen, M. (2013) Kansainvälisen raha- ja finanssitalouden malli. [Euro & talous](#) 2013:1, s. 49–56.

IMF (2023) World Economic Outlook. April 2023.

OECD (2023a) OECD Economic Outlook. June 2023.

OECD (2023b) Aiming better: government support for households and firms during the energy crisis. Economic Policy Paper No. 32.

Summers, L. (2021) The Biden Stimulus Is Admirably Ambitious. But It Brings Some Big Risks Too. Washington Post, February 4.