EURO&TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Sisältö

Pitkän hitaan kasvun ajan kolme selittäjää 3

ANALYYSI

Pitkän hitaan kasvun ajan kolme selittäjää

18.1.2016 09:00 • ANALYYSI • TALOUDEN NÄKYMÄT • MARKUS HAAVIO

- Markus Haavio
  Neuvonantaja

Euroalueen talouskasvu on ollut hidasta vuosien 2007–2009 finanssikriisin jälkeen, ja myös Yhdysvalloissa kokonaistuotanto on selvästi kriisiä edeltäneen trendin alapuolella. Onko kehittyneiden talouksien kasvuvauhti hidastunut pysyvästi? Entä miten hitaan kasvun kauteen johtanut tapahtumakulku finanssikriiseineen voidaan selittää?

Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

Näihin tärkeisiin kysymyksiin on viimeaikaisessa keskustelussa pyritty tarjoamaan kolmenlaisia selitysmalleja. Ensimmäinen painottaa rahoitusmarkkinoiden merkitystä: kehitys on ollut vaisua, koska rahoitusmarkkinakriisistä toipuminen kestää pitkään. Toisen selitysmallin keskiössä ovat kokonaistarjonta ja pitkän aikavälin kasvutekijät: väestö ikääntyy ja mahdollisesti myös teknologinen kehitys on hidastumassa. Kolmannen selityksen mukaan keskeinen ongelma on krooninen kysyntävaje. Tämän selitysmallin maalaama tulevaisuudenkuva on kenties kaikkein pessimistisin ja dramaattisin: edessä on mahdollisesti pitkä korkean työttömyyden kausi tai vaihtoehtoisesti kuplien leimaamaa epävakaata kehitystä.[1]

1. Talouden pitkittyneestä hidastumisesta (secular stagnation) keskusteltiin jo 1930-luvun laman aikoihin. Termin 'secular stagnation' teki tunnetuksi Alvin Hansen American Economic Associationin kokouksessa vuonna 1938 pitämässään puheessa (presidential address); puhe julkaistiin American Economic Reviewssa vuonna 1939, ks.Hansen (1939)

Velkasykli pitkän hitaan kasvun selittäjänä

Rahoitusmarkkinoiden roolia korostava malli oli suosittu etenkin finanssikriisin aikana.[2] Viimeaikaisessa keskustelussa näitä näkemyksiä on pitänyt esillä mm. Kenneth Rogoff.[3]

Selitysmallin mukaan viime vuosien – ja vuosikymmenten – taloudellinen kehitys on seurannut perinteistä, taloushistoriasta tuttua, velkasyklin kaavaa. Toisin sanoen finanssikriisiin huipentunut kehityskulku on vain suuremman mittakaavan toisinto vaikkapa Pohjoismaiden 1990-luvun rahoitusmarkkinakriiseistä, joita edelsi korkea velkaantuminen.

Selitysmallin mukaan velkasyklin käynnistävänä tekijänä on usein rahoitusmarkkinoiden säätelyn purkaminen. Meneillään olevan syklin kohdalla se tapahtui 1980- ja 1990-luvuilla. Syklin ensimmäinen vaihe on velkavetoisen kasvun kausi, jonka aikana yhtäältä nousevat asuntojen ja arvopaperien hinnat ja toisaalta reaalitalouden vahva kehitys tukevat toisiaan: runsaasti tarjolla olevan velkarahan ja nousevien varallisuusarvojen kannustamina kotitaloudet ja yritykset kuluttavat ja investoivat rohkeasti.

Nopean kasvun aika päättyy kriisiin. Havahdutaan huomaamaan, että velkaantumiseen perustuva kehitys ei ole kestävällä pohjalla: paniikki alkaa rahoitusmarkkinoilta ja leviää reaalitalouteen. Kriisiä seuraava laskukausi on pitkälti nousukauden peilikuva. Pankit pyrkivät vahvistamaan taseitaan ja vähentävät lainanantoa, yritykset ja kotitaloudet pyrkivät maksamaan takaisin velkojaan sen sijaan, että kuluttaisivat ja investoisivat. Kokonaistuotanto supistuu, ja omaisuuserien hinnat laskevat.

Nykytilanteen kannalta tärkeä havainto on se, että rahoitusmarkkinakriisistä toipuminen vie pitkään. Pahimmillaan toipumista hidastaa velkadeflaatio, joka kasvattaa velallisten vastuiden reaaliarvoa. Kun tavanomaisesta taantumasta talous toipuu vuodessa tai parissa, rahoitusmarkkinoilta alkaneen kriisin tapauksessa kokonaistuotanto on kriisiä edeltäneen suhdannehuipun alapuolella tyypillisesti vielä viisi vuotta kriisin puhkeamisen jälkeen.[4] Kriisiä edeltänyt trendi saavutetaan vasta paljon myöhemmin, jos silloinkaan.

Esimerkiksi 1930-luvun suuri lama teki niin syvän kuopan Yhdysvaltain talouteen, että lamaa edeltänyt BKT:n trendi saavutettiin vasta yli vuosikymmen toisen maailmansodan jälkeen. Toisin sanoen vasta tuolloin BKT:n taso oli sama kuin vaihtoehtoisessa tilanteessa, jossa suurta lamaa ei olisi tullut ja talous olisi jatkanut kasvuaan keskimäärin samaan tapaan kuin 1920-luvulla.

Yhdysvaltain ja euroalueen tilanne historian valossa

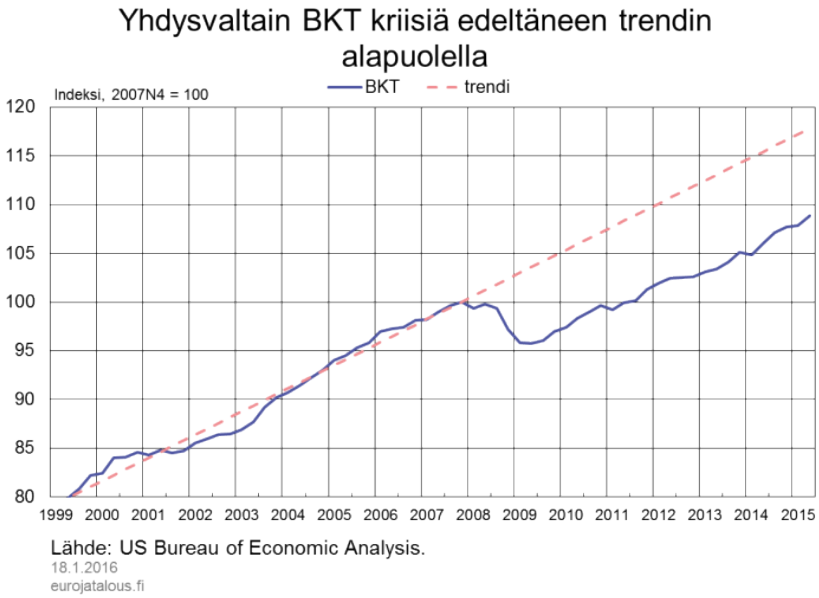
Miltä Yhdysvaltain ja euroalueen nykytilanne vaikuttaa historiallisten havaintoaineistojen valossa? Yhdysvaltain talouden kehitys finanssikriisin jälkeen

2. Ks. esim. Reinhart ja Rogoff (2009).
3. Rogoff (2015), Lo ja Rogoff (2015).
4. Jorda et al. (2013).

noudattaa itse asiassa melko tarkasti aiempien rahoitusmarkkinakriisien kaavaa. Yhdysvaltain talous on alkanut taas kasvaa, mutta kriisiä edeltäneelle trendille on matkaa. Vuonna 2015, noin 8 vuotta kriisin alkamisen jälkeen, Yhdysvaltain BKT oli noin 9 prosenttia kriisiä edeltäneen trendin alapuolella (kuvio 1). Toipumisvauhti vastaa melko tarkalleen historiallisten pankkikriisien keskiarvoa.[5]

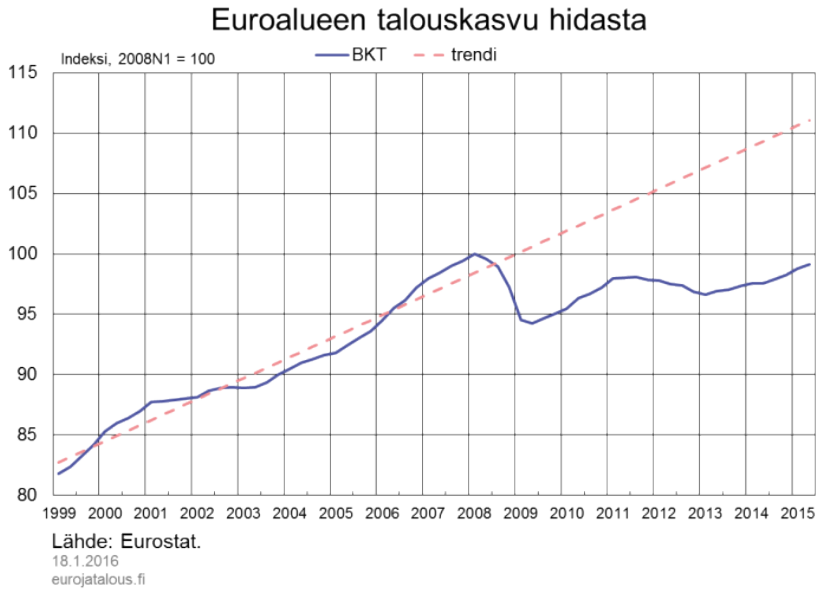
Euroalueen kohdalla tilanne on huonompi: euroalueen BKT oli vuonna 2015 lähes 13 prosenttia kriisiä edeltäneen trendin alapuolella (kuvio 2). Toisin sanoen euroalueen kehitys on ollut huomattavasti heikompaa kuin taloudellinen kehitys keskimäärin rahoitusmarkkinakriisien jälkeen.

Kuvio 1.



5. Abiad et al. (2014).

Kuvio 2.



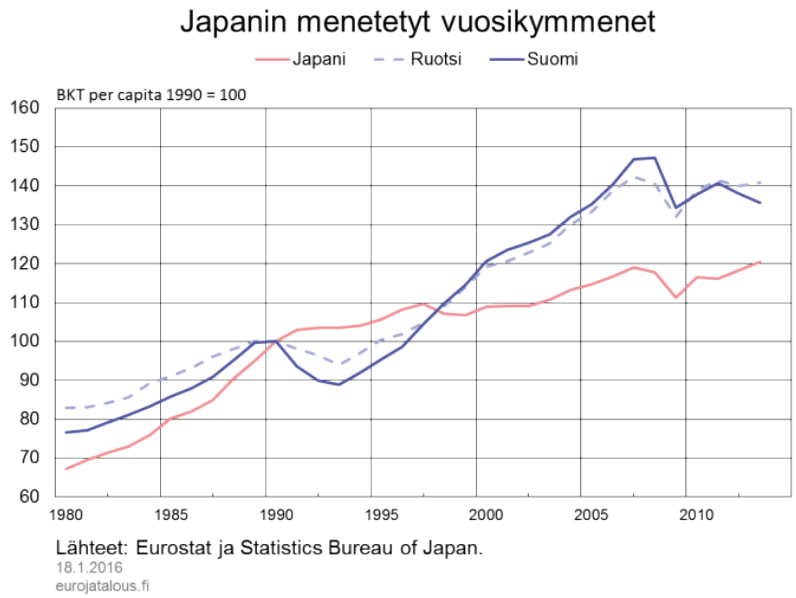
Velkasyklimallin kannattajat kuitenkin huomauttavat, että euroalueen historiallisesti katsottuna keskimääräistä heikompi kehitys on varsin ymmärrettävää. Toisin kuin esimerkiksi Yhdysvallat euroalue on käynyt läpi kaksi kriisiä: vuosien 2007–2008 finanssikriisin jälkeen tuli euroalueen valtionvelkakriisi. Vuoteen 2011 asti euroalueen kehitys seurasikin varsin hyvin aiempien rahoitusmarkkinakriisien jälkiä; vasta valtionvelkariisin myötä euroalueen kehitys jäi jälkeen historiallisista esikuvista.

Velkasyklimallin mukaan Yhdysvaltain, ja mahdollisesti myös euroalueen, tilanteeseen voidaan suhtautua varovaisen optimistisesti. Rahoitusmarkkinakriisien jälkeen taloudet ovat yleensä toipuneet ja päässeet jaloilleen.

Tälle varovaisen optimistiselle näkemykselle voidaan kuitenkin esittää myös vastaväitteitä. Euroalueen ja Yhdysvaltain viimeaikaista kehitystä verrattiin edellä historiallisten rahoitusmarkkinakriisien keskiarvoon. Eri historialliset kriisiepisodit ovat kuitenkin poikenneet toisistaan huomattavasti jälkiseuraamustensa suhteen.

Yhtenä esimerkkinä näistä eroista voidaan mainita vaikkapa toisaalta Pohjoismaiden ja toisaalta Japanin kehitys 1990-luvulla ja 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä. Niin Suomessa, Ruotsissa kuin Japanissakin oli 1990-luvulla rahoitusmarkkinakriisi. Suomessa ja Ruotsissa talous palasi 1990-luvun jälkipuoliskolla kriisiä edeltäneelle kasvu-uralle. Sen sijaan Japanissa rahoitusmarkkinakriisi muodosti taitekohdan, jonka jälkeen talouskasvu hidastui pysyvästi (kuvio 3). Nykytilanteessa yhtenä uhkakuvana nähdään, että euroalue seuraisi Japanin viitoittamaa tietä. Lisäksi on mahdollista, että yleiset pitkän aikavälin kasvutekijät, väestörakenne ja teknologinen kehitys, ovat nyt huonommalla tolalla kuin tyypillisesti historiallisten rahoitusmarkkinakriisien aikana. Näitä pitkän aikavälin kasvutekijöihin keskitytään selitysmallissa 2.

Kuvio 3.



Teknologia ja väestökehitys talouskasvun selittäjinä

Toisen selitysmallin keskiössä ovat reaalitaloudelliset tarjontatekijät: teknologia ja väestön ikääntyminen. Yksinkertaistaen tämän selityksen mukaan siis talouskasvu on hidastumassa, koska nk. tarjontapuolen kasvuedellytykset ovat heikentyneet. Näitä näkemyksiä on viimeaikaisessa keskustelussa esittänyt mm. Robert Gordon.[6]

Viime vuosina ja vuosikymmeninä informaatioteknologia on ollut teknisen kehityksen ja talouskasvun keskeinen lähde. On esitetty näkemyksiä, että informaatioteknologian merkittävimmät kasvukontribuutiot ovat jo takanapäin. Monen – niin asiantuntijan kuin maallikonkin – mielestä talouskasvun kannalta tärkein informaatioteknologiaan liittyvä keksintö on ollut internet. Internet keksittiin kuitenkin jo 1960-luvulla, ja laajamittaiseen käyttöön se tuli 1990-luvulla, jolloin myös tehokkaat hakukoneet (kuten Google) näkivät päivänvalon. Pessimistisen näkemyksen mukaan informaatioteknologia on 1900-luvun loppupuolen suurten läpimurtojen jälkeen tuottanut lähinnä vain viihdettä: terävää kuvaa ja tarttuvia rytmejä koukuttavassa ja käyttäjäystävällisessä muodossa.

Teknologiapessimistit pyrkivät hakemaan tukea näkemyksilleen myös kauempaa taloushistoriasta. Viimeisen noin 150 vuoden aikana taloudelliseen kehitykseen on vaikuttanut kolme teknologian aaltoa. 1800-luvun loppupuolen aallon taustalla olivat höyrykone ja rautatiet, 1900-luvun alkupuoleen ja puoliväliin ajoittuneen aallon käyttövoimana olivat sähkö ja polttomoottori, ja viimeisin ja vieläkin meneillään oleva aalto liittyy siis informaatioteknologiaan. Monien mittarien mukaan sähköön ja polttomoottoriin perustunut aalto on ollut näistä kolmesta tuottavuuden kasvun kannalta merkittävin, informaatioteknologiaan perustava aalto taas vähiten merkittävä.[7]

---

6. Gordon (2012, 2014). Suomen talouden pitkän aikavälin kasvutekijöitä ovat käsitelleet mm. Kilponen, Kinnunen ja Mäki-Fränti (2014).

On myös luontevaa ja kiinnostavaa verrata 2000-luvun finanssikriisiä viime vuosisadan suurimpaan talouskriisiin, 1930-luvun suureen lamaan. Teknologiapessimistien mukaan talouden yleiset pidemmän aikavälin kasvuedellytykset olivat 1930-luvun suuren laman aikoihin huomattavasti paremmat kuin nykyisin. On myös taloustieteilijöitä ja -historioitsijoita, jotka väittävät, että 1930-luku oli 1900-luvun teknisesti edistyksellisin vuosikymmen. Esim. Bergaud'n, Cetten, Lecat'n (2014) empiiristen tulosten mukaan niin työn tuottavuuden kuin ns. kokonaistuottavuudenkin kasvu saavutti huippunsa Yhdysvalloissa nimenomaan 1930-luvun loppupuolella. 1930-luvulla keksittiin mm. televisio ja nylonsukat ja DC3-matkustajakone aloitti lentoliikenteen mullistuksen. Lisäksi monet aiempien vuosikymmenten keksinnöt kypsyivät 1930-luvulla massatuotantoasteelle – yksi keskeinen esimerkki on jääkaappi. 1930-luvulla tapahtunut voimakas teknologinen kehitys loi täten pohjaa toisen maailmansodan jälkeiselle nopealle talouskasvulle.[8]

Edellä on esitelty teknologiapessimistien näkemyksiä nykyisestä ja tulevasta kehityksestä. Tämä painotus johtuu lähinnä siitä, että nämä pessimistiset näkemykset ovat saaneet varsin paljon huomiota keskustelussa, jossa on pyritty ymmärtämään finanssikriisin jälkeistä vaisua talouskasvua. Tulevaan teknologiseen kehitykseen liittyy kuitenkin tietysti paljon epävarmuutta, eivätkä läheskään kaikki taloustieteilijät ja –historioitsijat kuulu pessimistien leiriin.

Teknologiaoptimistit ovat tulevan kehityksen suunnasta pitkälti eri mieltä: on perusteltua olettaa, että informaatioteknologian aallon merkittävimmät kasvuvaikutukset ovat vielä edessä. Informaatioteknologiasta on vasta nyt tulossa niin tehokasta ja niin halpaa, että se on kaikkien ulottuvilla ja tunkeutuu kaikille talouden ja yhteiskunnan aloille. Talouskasvu kiihtyy, kun yleiset toimintatavat muuttuvat ja koko yhteiskunta digitalisoituu. Teknologiaoptimistien mukaan myös mm. bioteknologiassa ollaan kokonaan uuden mullistavan ajan kynnyksellä.[9] Mm. Mokyr on korostanut, että yleensäkin informaatioteknologia on avaamassa valtavia uusia mahdollisuuksiatieteelliselle tutkimukselle.

Teknologian lisäksi toinen pitkän aikavälin kasvuedellytyksiin keskeisesti vaikuttava tekijä on väestökehitys. Siinä missä tulevasta teknologisesta kehityksestä voidaan esittää toisistaan poikkeavia perusteltuja näkemyksiä, demografisen muutoksen suunnasta vallitsee varsin laaja yhteisymmärrys: suurimmassa osassa kehittyneistä maista väestö ikääntyy, ja tämä hidastaa talouskasvua. 2010-luvulla työikäisen väestön määrä on alkanut supistua niin Suomessa kuin koko EU:n alueellakin.[10]

Kun arvioidaan väestörakenteen merkitystä talouskasvun kannalta, Pohjoismaiden ja toisaalta Japanin kehitys 1990-luvulla ja 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä voi toimia taas hyödyllisenä vertailukohtana. Suomessa ja Ruotsissa työikäinen väestö kasvoi 1990-luvulla. Näiltä osin pitkän aikavälin kasvuedellytykset olivat siis kohdallaan,

7. Gordon (2012), Bergaud, Cette, Lecat (2014).
8. Field (2003).
9. Ks. esim. Brynjolfsson ja McAfee (2014), Mokyr (2014).
10. Väestökehitys oli keskeisesti esillä jo 1930-luvulla talouden pysyvästä hidastumisesta (secular stagnation) käydyssä keskustelussa. Esim. Hansenin American Economic Associationin kokouksessa pitämän esitelmän otsikko oli 'Economic progress and declining population growth'; ks. Hansen (1939).

ja 1990-luvun alun rahoitusmarkkinakriisien jälkeen Pohjoismaissa koittikin ripeän kasvun aika. Japanissa puolestaan työikäinen väestö alkoi supistua 1990-luvun puolivälissä, ja samoihin aikoihin myös talouskasvu hidastui pysyvästi.[11]

Ylipäätään pitkän aikavälin kasvutekijät ovat varmasti hyvin keskeisiä tulevan taloudellisen kehityksen kannalta. Nykytilannetta niiden avulla on kuitenkin vaikea selittää kokonaan.

Pitkän aikavälin kasvutekijät ovat – nimensä mukaisesti – yleensä vähittäisiä, pitkien ajanjaksojen kuluessa vaikuttavia prosesseja. Lisäksi ainakin väestön ikääntyminen on ollut jo kohtuullisen pitkään tiedossa; sen ei olisi pitänyt tulla kenellekään suurena yllätyksenä. On vaikea nähdä, miten yksinomaan näiden vähittäisten prosessien avulla voitaisiin selittää taloudessa tapahtunut raju ja äkkinäinen muutos: finanssikriisin aikana tuotanto romahti, ja kriisin jälkeen kasvu on ollut monella talousalueella selvästi aiempaa hitaampaa.

Asiaa voidaan ehkä valottaa lääketieteellisen vertauksen avulla: Potilas on saanut sydänkohtauksen ja makaa henkitoreissaan. Lääkärin diagnoosina on krooninen hitaasti etenevä sairaus. Krooninen sairaus voi toki olla keskeinen potilaan tilaa selittävä taustatekijä, mutta diagnoosi, jossa sydänkohtaus sivuutetaan kokonaan, olisi varmaan monen mielestä puutteellinen.

Selitysmallissa 3, jota käsitellään seuraavaksi, teknologia ja väestörakenne luovat taustan kriisiin huipentuneelle kehitykselle, mutta analyysissä keskitytään nyt kokonaiskysyntään liittyvään problematiikkaan.

Kysyntävaje talouskasvun hidastajana

Kolmannessa selitysmallissa päähuomio kiinnittyy kokonaiskysyntään. Taloudellinen kehitys on heikkoa, koska kokonaiskysyntää on liian vähän ja toteutunut tuotanto on tuotantopotentiaalin alapuolella. Tätä näkökulmaa ovat viimeaikaisessa keskustelussa tuoneet esille mm. Larry Summers ja Paul Krugman.[12]

Lukuisten keskuspankkien, tutkimuslaitosten, valtiovarainministeriöiden ja kansainvälisten järjestöjen arviot tukevat näkemystä, jonka mukaan talouden tuotantopotentiaali on ollut finanssikriisin jälkeen vajaakäytössä. Esim. OECD:n tuoreen arvion mukaan euroalueen tuotantokuilu oli -3,3 % vuonna 2014 ja -2,7 % vuonna 2015 (ts. OECD:n arvion mukaan euroalueen toteutunut tuotanto on ollut viime aikoina noin 3 % tuotantopotentiaalin alapuolella). Tässä näkemyksessä ei siis sinällään ole mitään kovin radikaalia tai poikkeuksellista.

Radikaaliksi, ja osittain myös kiistanalaiseksi, kokonaiskysyntään pohjautuvan selitysmallin tekee kuitenkin tätä selitysmallia kannattavien väite, jonka mukaan kysyntävaje ei ole pelkästään väliaikainen tai suhdanneluonteinen ongelma vaan pikemminkin pitkäaikainen, tai jopa pysyvä, asiaintila.[13]

---

11. Shirakawa (2011).

12. Summers (2013, 2014a,b, 2015), Krugman (2013, 2014). Suomen talouden näkökulmasta näitä kysymyksiä on käsitellyt mm. Kilponen (2015).

Ennen kuin tähän väitteeseen mennään tarkemmin, käydään läpi muutamia peruskäsitteitä ja niiden välisiä suhteita.

Kokonaiskysynnän problematiikkaa koskevassa keskustelussa puhutaan paljon säästämisestä, investoinneista ja reaalikorosta. Mikä on säästämisen, investointien ja reaalikoron suhde kokonaiskysyntään?

Aloitetaan yksinkertaisesta kansantalouden tilinpidon identiteetistä

tarjonta = kysyntä (1)

Seuraavaksi otetaan huomioon, että kokonaistarjonta on yhtä kuin kokonaistuotanto ja toisaalta (suljetussa taloudessa, siis esim. koko maailmantalouden tasolla) kokonaiskysyntä koostuu kulutuksesta ja investoinneista. Saadaan

tuotanto = kulutus + investoinnit

Kun vielä otetaan huomioon, että säästäminen on tuotannon ja kulutuksen erotus (taas yksi tilinpitoidentiteetti), saadaan

säästäminen = investoinnit (2)

Reaalikorko on keskeinen hinta, joka tasapainottaa säästämisen ja investoinnit. Koska yhtälöstä (1) päästiin yhtälöön (2) käyttämällä pelkästään kansantalouden tilinpitoidentiteettejä, reaalikorolla on keskeinen rooli myös kokonaiskysynnän ja kokonaistarjonnan välisessä suhteessa.

Viime vuosina ja vuosikymmeninä reaalikorko on laskenut monilla talousalueilla: kun vielä 1980- ja 1990-luvuilla reaalikorko oli tyypillisesti neljän viiden prosentin luokkaa monissa kehittyneissä maissa, 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä reaalikorko laski monissa maissa parin prosentin tuntumaan ja ajoittain jopa nollan pintaan, ja viime vuosina esim. euroalueen reaalikorko on laskenut jopa nollan alapuolelle.

Osin reaalikoron laskua selittävät pitkän aikavälin kasvutekijät: teknologia ja väestön ikääntyminen.[14] Kun elinajanodote nousee, ihmisten kannustimet säästää eläkepäivien varalle voimistuvat. Tämä lisää rahoituksen tarjontaa ja alentaa reaalikorkoa, ceteris paribus. Toisaalta tuotantomenetelmät ovat muuttuneet vähemmän pääomaintensiivisiksi: informaatioteknologiaa tuottavat ja hyödyntävät toimialat eivät vaadi yhtä suuria investointeja fyysiseen pääomaan kuin vaikkapa puunjalostusteollisuuden ja metalliteollisuuden kaltaiset perinteisemmät teollisuuden alat. Informaatioteknologia mahdollistaa myös olemassa olevan pääomakannan ja tuotantovälineiden tehokkaamman käytön: esimerkkejä tästä ovat mm. Uber-taksit, asuntojen vuokraaminen ja vaihtaminen loma-ajaksi verkossa ja pilvilaskentapalvelut. Toisaalta tuotantorakenne on ylipäätään muuttunut kehittyneissä maissa palveluvaltaisemmaksi. Nämä yleiset kehityskulut ovat vähentäneet (fyysisten) investointien tarvetta ja alentaneet reaalikorkoa, ceteris paribus. Lisäksi mm. kasvaneet

13. Eggertson ja Mehrotra (2014) pukevat tämän väitteen formaalin taloustieteellisen mallin muotoon.
14. Ks. esim. Blanchard et al. (2014).

tuloerot ovat saattaneet osaltaan vaikuttaa reaalikorkojen laskuun: suurituloiset säästävät keskimäärin suuremman osan tuloistaan kuin pienituloiset. Samaan suuntaan vaikuttaa myös taloudessa vallitseva yleinen epävarmuus, joka lisää varautuvaa säästämistä ja heikentää investointihalukkuutta.

Vallitsevan käsityksen mukaan nimelliskorkoja ei voida laskea ainakaan kovin paljon nollan alapuolelle, ja tästä johtuen voi joskus käydä niin, että reaalikorot eivät laske riittävän alas: toteutunut reaalikorko on ns. luonnollista korkotasoa korkeampi. Luonnollisella korkotasolla tarkoitetaan reaalikorkoa, joka tasapainottaa säästämisen ja investoinnit, kun talouden resurssit ovat täysimittaisesti käytössä – toisin sanoen, kun toteutunut tuotanto vastaa potentiaalista tuotantoa. Monien arvioiden mukaan esim. euroalueen luonnollinen korkotaso on ollut finanssikriisin jälkeisinä vuosina negatiivinen, ja mahdollisesti myös jonkin verran reaalikorkoa alempana. On kuitenkin syytä huomata, että laajojen arvopaperiostojen ja ennakoivan viestinnän avulla euroalueen rahapolitiikan mitoitusta on saatu elvyttävämmäksi kuin mitä pelkästään ohjauskoron ja lyhyiden (riskittömien) markkinakorkojen perusteella voitaisiin päätellä. Tähän suuntaan viittaa mm. se, että epätavanomaisia politiikkatoimenpiteitä heijastavat ns. varjokorot ovat negatiivisia.[15]

Mitä tapahtuu, jos reaalikorko ei pääse laskemaan riittävän alas? Millä tavoin talous löytää tasapainon, kun säästämishalukkuutta on enemmän kuin investointihalukkuutta – tai, sama asia toisin ilmaistuna, kokonaiskysyntää on liian vähän? Vaihtoehtoisia vastauksia tähän kysymykseen on ainakin kaksi:

A) Tarjonta sopeutuu alhaisempaan kokonaiskysyntään. Kun tuotanto supistuu, ihmisten tulot laskevat ja myös (euro- tai dollarimääräinen) säästäminen vähenee: löytyy tasapaino, jossa säästäminen ja investoinnit vastaavat toisiaan. On syytä huomata, että näin muodostuvassa tasapainossa toteutunut tuotanto on talouden tuotantopotentiaalin alapuolella ja työttömiä on vastaavasti enemmän kuin jos talous toimisi tuotantopotentiaaliaan vastaavalla tasolla.

B) Talouteen syntyy kuplia, joihin liikasäästäminen ohjautuu. Kuplia voi muodostua esim. osakemarkkinoille tai asuntomarkkinoille, tai maan hinta saattaa nousta. Ehkä hieman paradoksaalisesti kuplista voi olla hyötyä ainakin lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä: talous voi tasapainottua ilman, että tuotanto laskee ja työttömyys nousee. Kupliin perustuvassa ratkaisussa on kuitenkin se huono puoli, että kuplat yleensä puhkeavat ennemmin tai myöhemmin.

Kokonaiskysyntämallin tulkinta viime vuosien tapahtumista tukeutuu edellä esiteltyihin kohtiin A) ja B).

Tämän selitysmallin mukaan kehittyneissä talouksissa on jo pidemmän aikaa vallinnut krooninen kysyntäpula, siis tilanne, jossa reaalikorko ei ole päässyt laskemaan riittävän alas ja annetulla reaalikorolla investointihalukkuutta on ollut liian vähän suhteessa säästämishalukkuuteen. Ennen finanssikriisiä talous tasapainottui edellä esitellyn

15. Varjokorko mittaa kuvitteellista ohjauskorkoa tilanteessa, jossa nimelliskoroilla ei ole alarajaa. Tällöin nimelliskoron alarajalla rahapolitiikkaa keventävät epätavanomaiset toimet näkyvät varjokoron negatiivisina arvoina. Ks. esim. Euro & talous 4/2015: Sykettä euroalueen taloudessa.

mekanismin B) avulla: talouteen syntyi kuplia, joiden alle säästämisen ja investointien epäsuhta väliaikaisesti peittyi. Yhdysvalloissa kupla muodostui asuntomarkkinoille. Euroalueella kuplan keskeinen ilmenemismuoto olivat pääomavirrat keskustasta periferiaan tai pohjoisesta etelään: euroalueen pohjoisten jäsenmaiden liikasäästäminen ohjautui mm. Espanjan asuntomarkkinoille. Finanssikriisin myötä kuplat puhkesivat ja talous hakeutui edellä kohdassa A) kuvattuun tasapainoon: tuotanto laski ja työttömyys nousi.

Hitaan kasvun selitysmallien vertailua ja arviointia

Miten edellä esitetyt selitysmallit (1. velkasykli, 2. pitkän aikavälin kasvutekijät ja 3. krooninen kysyntävaje) eroavat toisistaan? Mikä on niiden tarjoama analyysi nykytilanteesta ja mitä sanottavaa niillä on tulevaisuudesta? Entä mitä politiikkasuosituksia selitysmalleista voidaan johtaa ja mitä empiiristä todistusaineistoa selitysmallien tukena on?

T*eknologinen kehitys ja väestörakenne* (2. selitysmalli) ovat eittämättä keskeisiä tekijöitä pitkän aikavälin kasvun kannalta. Väestön ikääntyminen kehittyneissä maissa on tosiasia, jota tuskin kukaan haluaa kiistää.

Kuitenkaan nämä *pitkän aikavälin kasvutekijät* eivät – ainakaan yksinään – selitä finanssikriisiä ja vaisua taloudellista kehitystä finanssikriisin jälkeen. Jos halutaan ymmärtää nykytilannetta ja arvioida tulevaa kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä, päähuomio kannattaa kenties kiinnittää selitysmalleihin 1 ja 3 (velkasykli ja kysyntävaje).

Tilannearvio ja ennuste

Velkasyklimallin tarjoama arvio nykytilanteesta ja lähitulevaisuutta koskeva ennuste on varovaisen optimistinen. *Yhdysvaltain* talous on toipumassa finanssikriisistä; Yhdysvaltain kehitys on itse asiassa ollut pitkälti senkaltaista kuin aiempia rahoitusmarkkinakriisejä koskevien havaintojen pohjalta voitiin olettaa. Myös *euroalueella* on hyvät mahdollisuudet nousta jaloilleen; toipumiseen menee kuitenkin oma aikansa, koska euroaluetta on koetellut kriisien sarja.

Krooniseen kysyntävajeeseen pohjautuvan selitysmallin maalaama kuva nykytilanteesta ja tulevaisuudesta on pessimistisempi: Tuotanto voi mahdollisesti jäädä jopa pysyvästi tuotantopotentiaalin alapuolelle. Täystyöllisyys on ehkä mahdollista saavuttaa vain kuplien avulla. Edessä voi siis olla joko pysyvän korkean työttömyyden aika tai kuplien leimaamaa epävakaata kehitystä. *Yhdysvaltain* talous on toki toipumassa, mutta taustalla on todennäköisesti uusi kupla – tällä kertaa ehkä pikemminkin osakemarkkinoilla kuin asuntomarkkinoilla. *Euroalueella* taas edessä voi olla pitkä hitaan kasvun kausi, samaan tapaan kuin Japanissa.

Politiikkasuositukset

Selitysmallit eroavat tosistaan myös politiikkasuositusten suhteen. *Velkasyklimallissa* korostuvat rahoitusmarkkinoiden asianmukainen sääntely ja rahoitussektorilla

toimeenpantavat rakenteelliset uudistukset, joiden tavoitteena on mm. estää zombipankkien ja zombiyritysten synty.

Kysyntävajemallin mukaan puolestaan taloudellista kehitystä auttavat kaikki sellaiset politiikkatoimet, jotka lisäävät kokonaiskysyntää ja/tai nostavat ns. luonnollista korkotasoa ja lievittävät säästämisen ja investointien välistä epäsuhtaa. Tällaisia politiikkatoimenpiteitä ovat mm. julkinen kulutus ja ennen kaikkea julkiset investoinnit; niin yksityisellä kuin julkisellakin sektorilla tapahtuvan tutkimuksen ja tuotekehityksen tukeminen; kenties myös yksityisten investointien tukeminen ja työperäisen maahanmuuton edistäminen.

Empiirinen todistusaineisto selitysmallien tukena

Lopuksi on syytä esittää ehkä kaikkein keskeisin kysymys: mitä empiiristä todistusaineistoa meillä on näiden selitysmallien tueksi?

Velkasyklimallin tukena on kohtuullisen paljon empiiristä todistusaineistoa. Selitysmallissa lähdetään siitä, että talouden historialliset lainalaisuudet ja säännönmukaisuudet pätevät myös nykytilanteessa. Empiirinen evidenssi pohjautuukin pitkälti nykytilanteen ja aiempien rahoitusmarkkinakriisien vertailuun: yleensä kriiseistä lopulta selvitään, mutta toipuminen on hidasta.

Kokonaiskysyntämallin kannattajat suhtautuvat epäilevämmin historialliseen todistusaineistoon. Väestön ikääntyessä ja teknologian muuttuessa vähemmän pääomaintensiiviseksi talous on päätynyt kenties pysyvästi lähelle korkojen nollarajaa, eivätkä aiemmista kriiseistä johdetut lainalaisuudet enää välttämättä päde.

Keskeinen osa kokonaiskysyntämallin tueksi tarjotusta todistusaineistosta onkin hieman epäsuorempaa: Ei siis niinkään pyritä tutkimaan, mitä on aiemmin yleensä tapahtunut vastaavissa tilanteissa rahoitusmarkkinakriisien jälkeen. Sen sijaan pyritään osoittamaan, että selitysmallin taustalla olevat oletukset pitävät nykytilanteessa paikkansa.

Ehkä keskeisin näistä oletuksista koskee reaalikorkoja. *Kokonaiskysyntämallin* kannattajat korostavat, että reaalikorot ovat laskeneet jo pitkään kehittyneissä talouksissa; nykyisin korot ovat ennätysalhaalla. Kuitenkin tämän havainnon todistusvoima voidaan asettaa kyseensalaiseksi. *Velkasyklimallin* kannattajat huomauttavat, että myös riskilisät ovat olleet finanssikriisistä lähtien korkealla: alhaisista riskittömistä koroista huolimatta monille (pienille ja keskisuurille) yrityksille rahoitus ei ole ollut erityisen halpaa.[16] [17]

---

16. Rogoff (2015).

17. Lisäksi kuten esim. Hamilton et al. (2015) huomauttavat, reaalikorot olivat 1980-luvulla monessa maassa poikkeuksellisen korkealla, koska keskuspankit pyrkivät kesyttämään 1970-luvulla kiihtymään päässeen inflaation. Kun keskuspankit olivat onnistuneet vakuuttamaan markkinat inflaatiotavoitteen uskottavuudesta, korkeita (reaali)korkoja ei enää tarvittu. Toisin sanoen reaalikorkojen viime vuosikymmenten laskeva trendi ei välttämättä johdu (ainakaan yksinomaan) reaalitaloudellisista pitkän aikavälin kasvutekijöistä, vaan sen taustalla voivat olla myös rahapolitiikkaan, ja sen uskottavuuteen, liittyvät tekijät. Ja jos reaalikorkojen aleneva trendi ei johdu (pelkästään) talouden muuttuneista fundamenteista, ei ole itsestään selvää, että talous jää pysyvästi lähelle korkojen nollarajaa.

Kokonaiskysyntämallin näkökulmasta kenties relevantein (ja mahdollisesti myös lähes ainoa) suora historiallinen vertailukohta on *Japani*, missä korot ovat olleet nollassa ja talouskasvu hidasta 1990-luvulta lähtien: selitysmallin mukaan Japanin ”menetetyt vuosikymmenet” siis johtuvat kroonisesta kysyntävajeesta. Kuitenkin myös Japanin kehitykselle on vaihtoehtoinen, *velkasyklimallia* tukeva tulkinta, joka korostaa pitkittyneen rahoitusmarkkinakriisin merkitystä: zombiyrityksille rahoitusta ohjanneet zombipankit ovat estäneet Japanin tuotantorakenteen terveen uudistumisen.[18]

Japani onkin ehkä lopulta hyvä esimerkki siitä, miten eri selitysmallit (1, 2 ja 3) menevät päällekkäin ja täydentävät toisiaan. Japanissa työikäisen väestön määrä on supistunut 1990-luvun puolivälistä, mikä selittää jo sinällään merkittävän osan kokonaistuotannon hitaasta kasvusta. Jos kehityksen mittariksi otetaan kokonaistuotannon sijaan BKT per työikäinen väestö, Japani ei itse asiassa jää kasvussa kovin paljon jälkeen Yhdysvalloista, euroalueesta tai vaikkapa Pohjoismaista.

Toisaalta väestön ikääntyminen ja nouseva elinajanodote ovat keskeinen selitys myös alhaisille reaalikoroille, jotka ovat puolestaan tärkeä ainesosa kokonaiskysyntävajetta korostavassa tarinassa. Orastava kysyntävaje saattoi osaltaan aiheuttaa 1980-luvulla maan hintaan kuplan, jonka puhkeaminen johti pitkittyneeseen pankkikriisiin.

Viimein rahoitusmarkkinoilta kumpuavat ongelmat ja kysyntävajeesta johtuvat ongelmat ovat monien talousanalyytikoiden mukaan vähitellen muuttuneet Japanissa pitkän aikavälin tarjontaongelmiksi: mm. Japanin tuotannollinen pääomakanta on päässyt ajan myötä rapistumaan ja vanhenemaan.

Lähteet

Abiad, A., Balakrishnan, R., Brooks, P., Leigh, D. ja Tytell, I. (2014): What’s the damage? Medium-term output dynamics after financial crises. Luku 9 teoksessa Claessens, S. , Kose, A. , Laeven, L. ja Valencia, F. (toim.): Financial crises. Causes, consequences and policy responses. International Monetary Fund.

Bergaud, A., Cette, G. ja Lecat, R. (2014): Productivity trends from 1890 to 2012 in advanced countries. Document de Travail 475, Banque de France.

Blanchard, O. Furceri, D. ja Pescatori, A. (2014): A prolonged period of low real interest rates? Luku 8 teoksessa Teulings, C. ja Baldwin, R. (toim.): Secular stagnation: Facts causes and cures. VoxEU.org eBook.

Brynjolfsson, E. ja McAfee, A. (2014): The second machine age. Work, progress and prosperity in a time of brilliant technologies. W.W.Norton & Company.

Caballero, R., Hoshi, T. ja Kashyap, A. (2008): Zombie lending and depressed restructuring in Japan. American Economic Review 98, s. 1943–1977.

Eggertson, G. ja Mehrotra, N. (2014): A model of secular stagnation. NBER Working Paper 20574.

18. Esim. Caballero, Hoshi ja Kashyap (2008).

Field, A. (2003): The technologically most progressive decade of the century. American Economic Review 93, s. 1399–1413.

Gordon, R. (2012): Is US economic growth over? Faltering innovation confronts the six headwinds. NBER Working Paper 18315.

Gordon, R. (2014): The turtle's progress. Secular stagnation meets the headwinds. Luku 3, teoksessa Teulings, C. ja Baldwin, R. (toim.): Secular stagnation: Facts causes and cures. VoxEU.org eBook.

Hansen, A. (1939): Economic progress and declining population growth. American Economic Review 29, s. 1–15.

Hamilton, J., Harris, E., Hatzius, J. ja West, K. (2015): The equilibrium real funds rate: past, present and future. NBER Working Paper 21476.

Hashi, T. ja Kashyap, A. (2015): Will the US and Europe avoid a lost decade? Lessons from Japan's postcrisis experience. IMF Economic Review 63(1), 116–163.

Jorda, O., Schularick, M. ja Taylor, A. (2013): When credit bites back. Journal of Money, Credit and Banking 45(2), s. 3–28.

Kilponen, J. , Kinnunen, H. ja Mäki-Fränti, P. (2014): Suomen pitkän aikavälin kasvunäkymät heikentyneet. http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/euro_ja_talous/talouden_nakymat/Documents/ET514_teema2.pdf.

Kilponen, J. (2015): Hitaan kasvun lähteillä. *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 111, s. 138-147. http://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/wp-content/uploads/2015/06/kak-22015-kilponen_netti.pdf.

Krugman, P. (2014): Four observations on secular stagnation. Luku 4, teoksessa Teulings, C. ja Baldwin, R. (toim.): Secular stagnation: Facts causes and cures. VoxEU.org eBook.

Krugman, P. (2013): Secular stagnation, coalmines, bubbles and Larry Summers. http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/.

Krugman, P. (1998): It's baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. Brookings Papers on Economic Activity 2:1998, s. 137–205.

Lo, S. ja Rogoff, K. (2015): Secular stagnation, debt overhang and other rationales for sluggish growth, six years on. BIS Working Paper 482.

Mokyr, J. (2014): Secular stagnation? Not in your life. Luku 6, teoksessa Teulings, C. ja Baldwin, R. (toim.): Secular stagnation: Facts causes and cures. VoxEU.org eBook.

Reinhart, C. ja Rogoff, K. (2009): This time is different. Eight centuries of financial folly. Princeton University Press.

Reinhart, C. ja Rogoff, K. (2009): The aftermath of financial crises. American Economic Review 99, 466–472.

Rogoff, C. (2015): Debt supercycle, not secular stagnation. VoxEU; http://www.voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation.

Shirakawa, M. (2011): The transition from high growth to stable growth. Japan's experience and implications for emerging economies. Remarks at the Bank of Finland 200th Anniversary Conference in Helsinki, May 5, 2011. https://www.boj.or.jp/en/announcements/press/koen_2011/ko110506a.htm/

Summers, L. (2015): Rethinking secular stagnation after seventeen months. Speech given in IMF Rethinking Macro III Conference. http://larrysummers.com/2015/04/16/rethinking-secular-stagnation-after-seventeen-months/.

Summers, L. (2014a): Reflections on the 'New Secular Stagnation Hypothesis'. Luku 1, teoksessa Teulings, C. ja Baldwin, R. (toim.): Secular stagnation: Facts causes and cures. VoxEU.org eBook.

Summers, L. (2014b): US Economic prospects: Secular stagnation, hysteresis and the zero lower bound. Business Economics 49(2).

Summers, L. (2013): Speech given in IMF fourteenth annual research conference in honor of Stanley Fisher, http://larrysummers.com/imf-fourteenth-annual-research-conference-in-honor-of-stanley-fischer/.

Avainsanat

- Japani
- talouskasvu
- euroalue
- bruttokansantuote
- Yhdysvallat

Kirjoittajat

Markus Haavio
Neuvonantaja
etunimi.sukunimi(at)bof.fi