



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Sisältö

Sekulaarinen stagnaatio: väärä hälytys euroalueella?

3

Sekulaarinen stagnaatio: väärä hälytys euroalueella?

TÄNÄÄN 11:00 • EURO & TALOUS 4/2018 • TALOUDEN NÄKYMÄT



Michaela Schmöller
ekonomisti

Huolet sekulaarisesta stagnaatiosta – pitkittyneestä hitaan kasvun kaudesta – nousivat esiin vuosien 2008 ja 2009 ns. suuren taantumun jälkeen. Euroalueella nämä pelot ovat voineet tuntua virheellisiltä alueen vahvan talouskasvun, kiristyvän työmarkkinatilanteen ja rahapolitiikan asteittaiseen normalisoitumiseen liittyvien odotusten vuoksi. Sekulaarinen stagnaatio ei kuitenkaan poissulje nousukausien mahdollisuutta. Se keskittyy pitkän aikavälin kehitykseen ja sitä ruokkivat keskeiset rakenteelliset tekijät eivät viime vuosina juuri ole muuttuneet. On myös ratkaisevaa, missä määrin nousukausi osoittautuu kestäväksi ja jatkuu rahapolitiikan normalisoitumisen myöhemmissäkin vaiheissa. Viimeaikaiset teknologiset innovaatiot ja niiden leviäminen saattavat tuoda mukanaan vielä mittaviakin tuottavuushyötyjä ja eliminoida sekulaariseen stagnaation riskin. Pitkän aikavälin kasvua vahvistavat toimet ovat toteuttamisen arvoisia ja auttavat lievittämään rahapolitiikan rajoitteita.



Suuren taantumun jälkeiset sekulaarisen stagnaation huolet

Vuosien 2008 ja 2009 suurta taantumaa leimasivat BKT:n jyrkkä lasku ja työttömyyden voimakas lisääntyminen euroalueella ja muissa kehittyneissä talouksissa. Kriisin jälkeen talous kasvoi hitaasti, työttömyys oli mittavaa ja inflaatio pysyi vaimeana useamman

vuoden ajan. Tuottavuuden kasvu oli hidastunut jo paljon ennen kriisiä, ja hidastuminen nopeutui tuntuvasti suuren taantuman aikana. Esiin nousi huolia siitä, että kehittyneet taloudet olivat kärsimässä vielä vakavammistakin kehityskuluista kuin vain globaalin rahoituskriisin pitkäaikaisista seurauksista, ja sekulaarisen stagnaation hypoteesi herätettiin uudelleen henkiin.

Vaikka ”sekulaariselle stagnaatiolle” ei ole yhtä yksittäistä määritelmää, useimpien näkemysten mukaan käsitteellä viitataan pitkittyneeseen hitaan kasvun, vaimean inflaation ja alhaisten korkojen kauteen. Käsitteen lanseerasi Alvin Hansen vuonna 1937 Yhdysvaltain 1930-luvun laman jälkeisten kokemusten perusteella.^[1] Kokonaiskysyntä oli tuolloin ollut pitkään riittämätöntä ja investoinnit vähäisiä, ja nämä tekijät painoivat alas Yhdysvaltain tasapainoreaalikorkoa.^[1] Toinen maailmansota ja sen jälkeinen syntyvyyden voimakas kasvu käänsivät Hansenin argumentin keskeisten taustatekijöiden kehityssuunnan, eikä Yhdysvalloissa itse asiassa koettukaan sekulaarista stagnaatiota. Sen sijaan Japanin ”menetetyt vuosikymmenet” – 1990-luvun alun suuresta pankkikriisistä seurannut ja siitä nykypäivään yli 20 vuotta kestänyt hitaan kasvun ja inflaation kausi – mainitaan usein mahdollisena nykyajan esimerkkinä sekulaarisesta stagnaatiosta. Japanin varallisuushintakuplan puhjettua 1990-luvun alussa maa ajautui vakavaan ja pitkäkestoiseen kriisiin, ja samaan aikaan sen väestö ikääntyi hyvin nopeasti. Siitä lähtien Japani on kärsinyt yli 20 vuotta kestäneestä heikosta talouskasvusta^[2] ja vaimeasta inflaatiosta samalla, kun maan rahapolitiikka on ollut ultrakevyttä.

Mitkä ovat sekulaarisen stagnaation syyt?

Kysyntälähtöistä selitystä sekulaariselle stagnaatiolle ovat ehdottaneet ennen kaikkea Summers (2014) sekä Eggertsson ja Mehrotra (2014). Selitys keskittyy luonnollisen korkotason pitkäaikaiseen laskuun eli ilmiöön, joka on ollut havaittavissa monessa kehittyneessä taloudessa (ks. kuvio 1). Sekulaarisen stagnaation kysyntälähtöinen selitys perustuu siihen, että kun säästämistä on liikaa suhteessa investointeihin, luonnollinen korkotaso alenee tai painuu mahdollisesti jopa negatiiviseksi, jolloin talous ajautuu hitaan kasvun ja inflaation tilaan. Nollakorkorajoitteen sitoessa nimelliskorkoja keskuspankkien on vaikeaa alentaa reaalikorot riittävän alhaisiksi, jotta sijoitukset kasvaisivat täystyöllisyyttä vastaavalle tasolle. Sekulaarista stagnaatiota ruokkivat tällöin rakenteelliset tekijät, jotka painavat luonnollista korkoa alaspäin. Keskeisenä tekijänä on väestön ikääntyminen ja siihen liittyvä kotitalouksien kasvava tarve säästää eläkeikää varten. Ilmiö on viime aikoina tullut tutuksi kehittyneissä talouksissa. Toisena keskeisenä sekulaarista stagnaatiota ajavana tekijänä on eriarvoisuuden lisääntyminen: tulot ja varallisuus kasautuvat talouksissa yhä pienemmälle joukolla ihmisiä, joiden kulutusalltius on alhainen. Myös kotitalouksien pyrkimys vähentää velkaantuneisuuttaan, mikä oli havaittavissa suuren taantuman aikaan, pienentää kokonaiskysyntää ja alentaa sitä kautta luonnollista korkotasoa. Nykyään havaittavissa oleva pääomahyödykkeiden – esim. koneiden ja laitteiden – suhteellisten hintojen

1. Ks. tarkemmin Hansen (1939).

2. On huomattava, että asukasta kohden laskettu BKT on kasvanut Japanissa tänä aikana huomattavasti nopeammin kuin kokonaistuottavuus.

lasku^[3] kasvattaa säästämisen ja investointien välistä epäsuhdetta entisestään, kun haluttu investointitaso voidaan saavuttaa pienemmillä resursseilla.

Chart 1.

Luonnollisen koron lasku on pitkän aikavälin ilmiö, joka on kiihtynyt viimeaikaisten kriisien aikana



Lähde: Holstonin, Laubachin ja Williamsin malliin (Holston ym. (2017)) perustuva arvio.
eurojatalous.fi / bofbulletin.fi
4.10.2018

Sekulaarisen stagnaation kysyntälähtöistä selitystä täydentää teknopessimistien ajattelu, jonka merkittävin edustaja on Gordon (2015). Ajattelun keskiössä on huoli tämänhetkisen ja tulevan potentiaalisen kasvun alhaisuudesta. Tarjontalähtöisen ajattelun pessimistit ovat epäileväisiä sen suhteen, että digitaalinen ja tieto- ja viestintäteknikan vallankumous kykenisivät luomaan vastaavaa poikkeuksellisen voimakasta tuottavuuden kasvua kuin 1920–1970-luvun innovaatiot. He esittävät, että tieto- ja viestintäteknikan suurimmat tuottavuushyödyt ovat jo realisoituneet 2000-luvun alkuun tultaessa (Internetin laaja käyttö, nettiselailu ja sähköposti) ja että sen jälkeen kolmas teollinen vallankumous on siirtynyt vaiheeseen, jossa tuotot vähenevät.

On tärkeää huomata, että edellä esitetyt kaksi sekulaarisen stagnaation näkökulmaa nivoutuvat toisiinsa. Myös alhainen potentiaalisen tuotannon kasvu alentaa tasapainokorkoa. Tämä tapahtuu lähinnä kahden kanavan kautta: yhtäältä innovaatioiden hidastuminen vähentää investointimahdollisuuksia, mikä vähentää investointeja, ja toisaalta tuottavuuskasvun hidastuminen heikentää kotitalouksien tulonäkymiä, mikä taas vähentää kotitalouksien kulutusta nykyhetkessä ja lisää säästämistä.^[4] Sekulaarisen stagnaation kysyntä- ja tarjontalähtöiset lähestymistavat voivat nivoutua toisiinsa myös ns. ”käänteisen Sayn lain^[5]” (inverse Say’s Law) muodossa: pitkäaikainen kysynnän puute voi luoda merkittävää tarjonnan puutetta.^[6]

3. Ks. Sajedi – Thwaites (2016).

4. Ks. esim. Fischer (2016).

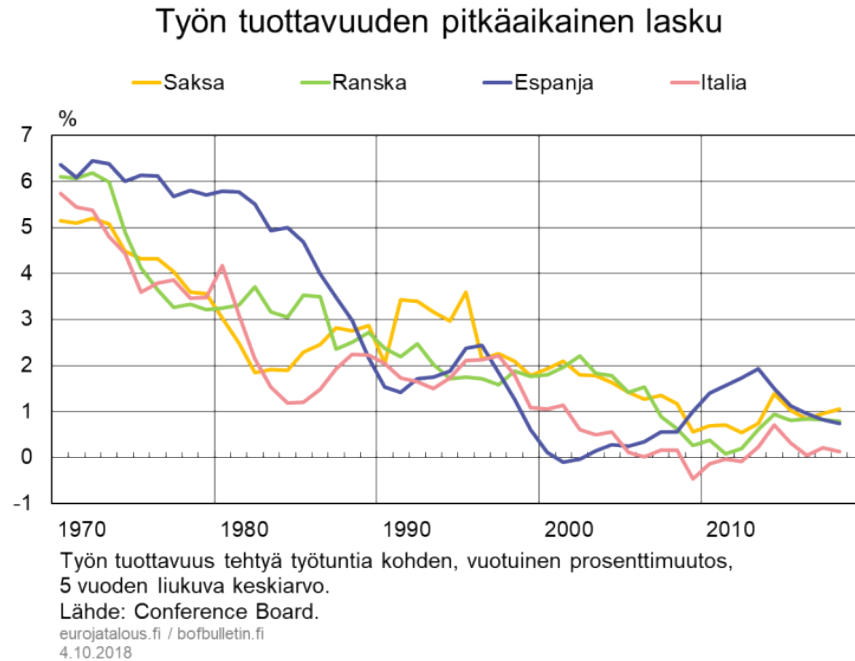
5. Summers (2015).

Sekulaarinen stagnaatio vai hystereesi: pikemminkin toisiaan täydentävät kuin vastakkaiset näkemykset

Kun etsitään vastauksia globaalin rahoituskriisin jälkeiseen talouskehitykseen euroalueella ja muissa kehittyneissä talouksissa, taloustieteilijät asettavat usein vastakkain sekulaarisen stagnaation näkemyksen ja hystereesiargumentin, joka painottaa talouden lyhyen ja keskipitkän aikavälin reagointia vakaviin kriiseihin. Itse asiassa näkökulmat eivät ole toisensa poissulkevia. On tärkeää huomata, että sekulaarisen stagnaation yhteydessä tarkastellaan ilmiöitä pitkällä aikavälillä, kun taas hystereesissä keskitytään suuresta taantumasta alkaneisiin lyhyen ja keskipitkän aikavälin tapahtumiin – ennen kaikkea taantumän sitkeyteen sekä tuottavuuskasvun ja korkojen alenemisen nopeutumiseen kriisin jälkimainingeissa.

Tasapainoreaalikoron ja vastaavien markkinakorkojen lasku on pitkän aikavälin ilmiö (ks. kuvio 1), joka alkoi jo paljon ennen suurta taantumaa, eikä sitä sen vuoksi voi tulkita ainoastaan kriisin aiheuttamaksi ilmiöksi. Havainto pätee myös tuottavuuskasvun hidastumiseen, joka alkoi niin ikään jo ennen suurta taantumaa (ks. kuvio 2).

Chart 2.



Hystereesinäkemyksessä painotetaan, että kokonaistuottavuus ei määräydy ainoastaan tarjontapuolen pitkän aikavälin kehityksen perusteella. Kokonaistuottavuus nimittäin vaihtelee suhdanteita myötäilevästi, kun teknologista kehitystä määräävät keskeiset indikaattorit – tutkimus- ja tuotekehitysinvestoinnit sekä uuden teknologian käyttöönotto yritystentuotannossa – nousevat noususuhdanteissa ja laskevat laskusuhdanteissa. Kuvio 3 esittää euroalueen yritysten tutkimus- ja kehitysmenoja yli

6. Tämä näkemys on viime aikoina saanut tukea myös taloustutkimuksesta, ks. etenkin Benigno – Fornaro (2018).

suhdannekierron ja kuvaa hyvin innovaatiotoiminnan myötäsyklisyyttä. Tuottavuus voi siis alentua laskusuhdanteissa merkittävästi, kun sekä innovaattorit että yritykset lykkäävät tuottavuutta tehostavia investointeja tulevaisuuteen, mikä johtaa erittäin sitkeisiin taantumiin. Hystereesinäkemystä voidaankin pitää erittäin osuvana selityksenä sekä tuottavuuskasvun hidastumisen että luonnollisen korkotason alenemisen nopeutumiselle suuren taantumien jälkeen. Samoin se myös selittää taantumien syvyyttä ja elpymisen alkuvaiheen jähmeyttä.^[7]

Chart 3.



Nousukaudet ovat mahdollisia sekulaarisen stagnaation oloissa

Viime vuosina euroalueen talustilanne on kohentunut merkittävästi ja jatkuvakestoisesti. Työttömyys on vähentynyt tasaisesti ja työmarkkinat ovat muuttuneet yhä tiukemmiksi. Myös odotukset rahapolitiikan asteittaisesta normalisoitumisesta ovat vahvistuneet. Noin viisi vuotta sitten heränneet sekulaarisen stagnaation huolet näyttävät olleen liian pessimistisiä ja virheellisiä. Kun sekulaarisen stagnaation argumenttia arvioidaan viimeaikaisen noususuhdanteen valossa, on kuitenkin todettava, että ilmiö ei poissulje nousukausien mahdollisuutta. Sekulaarisen stagnaation kannattajat huomauttavat, että nousukausia voi esiintyä myös sekulaarisen stagnaation oloissa. Tällöin nousukausia ajaa kuitenkin todennäköisimmin rahoitusmarkkinakeinottelu, kun erittäin alhaiset korot kannustavat sijoittajia riskinottoon ja voittojen tavoitteluun. Tällöin myös finanssikriisit ovat todennäköisempiä.^[8] Sekulaarisen stagnaation näkökulmasta kehittyneissä talouksissa on esiintynyt sekulaarisen stagnaation viitteitä jo vuosia, mutta ne ovat jääneet liiallisen

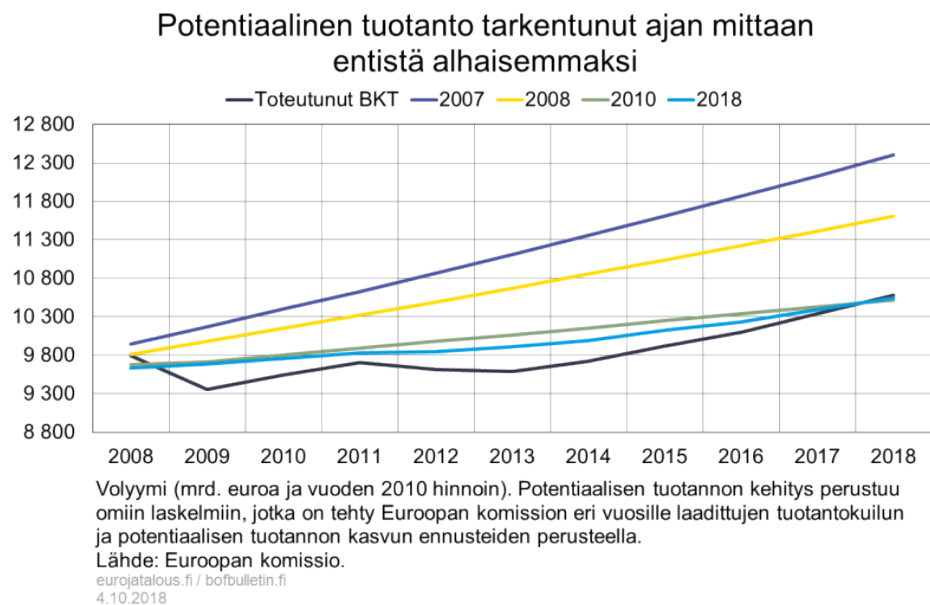
7. Tuottavuuteen liittyviä hystereesivaikutuksia ja niiden merkitystä suhdannesykliden pysyvyyden selittäjinä ovat analysoineet Yhdysvaltain osalta Anzoategui – Comin – Gertler – Martinez (2017) ja euroalueen osalta Schmöller – Spitzer (2018).

8. Ks. Summers (2014).

riskinoton ja rahoituksellisen epävakauden eli niiden tekijöiden peittoon, jotka ovat nimenomaan vaikuttaneet keskeisesti aiempien nousukausien kehittymiseen. Etenkin mittavan asuntokuplan muodostuminen useissa kehittyneissä talouksissa ennen suurta taantumaa kulminoitui sodanjälkeisen ajan vakavimmaksi talouskriisiksi.

Myös muut havainnot viittaavat siihen, että nykyisen noususuhdanteen merkitystä euroalueella ilmenevien sekulaarisen stagnaation tendenssien taittajana ei pidä liioitella. Ensiksi euroalueen viimeaikaista elpymistä on tuettu merkittävin rahapoliittisin tukitoimin, joten on ratkaisevaa, että elpyminen ruokkii itseään rahapolitiikan normalisoitumisen myöhemmissä vaiheissa. Toiseksi potentiaalista tuotantoa on kriisistä lähtien tarkistettu toistuvasti alaspäin. Tämä näkyy kuviossa 4, jossa esitetään arvioita euroalueen potentiaalisen tuotannon kasvusta eri aikahorisonteilla suhteessa toteutuneen reaalisen BKT:n kehitykseen.^[9] Alasuuntaisten tarkistusten vuoksi edes tuotantokuilun umpeutumisen ei merkitsisi sitä, että euroalueen tuotanto palautuisi kriisiä edeltävälle trendille.

Chart 4.



Lopuksi todettakoon, että sekulaarinen stagnaatio ei välttämättä ole pysyvä tila. Sekulaarisella stagnaatiolla viitataan pikemminkin määrittelemättömän pitkään jaksoon, joka kestää vain niin kauan kun sen keskeisten taustatekijöiden kehitys taloudessa sitä ruokkii. Kun näiden keskeisten rakenteellisten tekijöiden kehitys kääntää suuntaa, luonnollinen korkotaso nousee ja talous lähenee normaalitilaa. Vaikka tämän tyyppinen muutos voisi poistaa huolet sekulaarisesta stagnaatiosta, se ei mitätöisi huolien alkuperäisiä syitä muutosta edeltävänä aikana. Historiallisesta näkökulmasta myös Hansenin alkuperäinen sekulaarisen stagnaation argumentti kumoutui eksogeenisten muutosten vuoksi, joista keskeisimpiä olivat julkisten menojen huomattava kasvu toisen maailmansodan aikaan ja sitä seurannut korkean syntyvyyden kausi. Arvioiden mukaan euroalueen luonnollinen korko on pysynyt alhaisena ja lähellä nollaa (ks. kuvio 1) eikä

9. Ks. myös Coibion – Gorodnichenko – Ulate (2017).

tällä hetkellä ole näkyvissä merkkejä tilanteen rajusta muuttumisesta. Samoin sekulaarisen stagnaation pääasialliset selittäjät, kuten pääomatuotteiden suhteellisten hintojen lasku, väestön ikääntyminen ja eriarvoisuuden lisääntyminen, ovat pitkäaikaisia ja hitaasti muuttuvia tekijöitä^[10], joten äkkimuutos niiden kehityksessä on epätodennäköinen. Euroalueen tämänhetkinen noususuhdanne tulisi siis tulkita elpymiseksi suuren taantumien ja valtioiden velkakriisin pitkäaikaisista vaikutuksista, eli se olisi keskipitkän aikavälin ilmiö. Samaan aikaan pitkät korot ovat tällä hetkellä historiallisen alhaisella tasolla, eli sekulaarisen stagnaation riski on yhä läsnä.

Teknologian viimeaikainen kehitys voi taittaa taloudessa esiintyvät sekulaarisen stagnaation tendenssit

Teknologiapessimistien melko synkkien tuottavuusnäkymien vastapainoksi teknologian tulevaa kehitystä voidaan tarkastella positiivisesta näkökulmasta. Tästä näkökulmasta tarkasteltuna teknologian kehitys voi sisältää positiivisia yllätyksiä, sillä viimeaikaisten innovaatioilla voi olla merkittävä vaikutus tuottavuuteen ja koko talouteen – ne mm. saattavat kyetä taittamaan taloudessa esiintyvät sekulaarisen stagnaation tendenssit.

Tällä hetkellä mittaamiseen liittyvät ongelmat saattavat johtaa siihen, että luvut aliarvioivat digitaalisen teknologian kontribuutiota kokonaistuotantoon ja siten tuottavuuteen, sillä perinteiset BKT:n ja tuottavuuden mittarit eivät täysin kuvasta tätä vaikutusta. Viimeaikaiset havainnot osoittavat kuitenkin, että vaikka mittausvirheet ovat ongelma, niiden laajuus ja siitä seuraava kasvuvauhdin aliarviointi on todennäköisesti pientä eikä siten selitä tuottavuuden kasvun hidastumisen voimakkuutta.^[11]

On tärkeää ottaa huomioon, että tuottavuuden kasvun kehittyminen on kaksivaiheinen prosessi: ensimmäisessä vaiheessa tutkimuksen ja tuotekehityksen tuloksena syntyy uusia teknologisia innovaatioita, mitä seuraa teknologian leviämisen vaihe eli uusien teknologioiden sisällyttäminen yritysten tuotantoprosesseihin. Näin ollen vaikka viime vuosina on syntynyt useita tärkeitä teknologisia innovaatioita, ne kuitenkin vaikuttavat tuotannon ja tuottavuuden kasvuun vasta silloin, kun yritykset alkavat käyttää niitä tuotantoprosesseissaan. Laajasti käyttöön ottamaton teknologia voi tuoda mukanaan vielä mittavia tuottavuushyötyjä. Hyvä esimerkki tästä on tekoäly, jonka alalla voidaan saavuttaa huomattavia tuottavuushyötyjä, kun tekoälyyn liittyvät teknologiat leviävät koko talouteen. Kuviossa 5 esitetään patenttien määrän kehitys tekoälyn alalla. Kuvioista nähdään, että alalla on tehty useita innovaatioita vuosittain alusta lähtien ja että tekoälyyn liittyvä innovaatiotoiminta on kasvanut nopeasti. Aivan kuten höyrykone, polttomoottori ja mikrotietokone, myös tekoäly saattaa edustaa yleiskäyttöistä teknologiaa, joka leviää laajempaan käyttöön ja jota voidaan kehittää edelleen. Yleiskäyttöisenä teknologiana tekoäly voi myös ajan mittaan edistää ja synnyttää muita huomattavia ja täydentäviä innovaatioita, mikä voi vauhdittaa tuottavuuden kasvua tuntuvasti. Tekoälyn sisällyttäminen tuotantoprosesseihin vaatii yrityksiltä huomattavia muutoksia, esimerkiksi pääomakannan sopeuttamista, sisäisten prosessien ja infrastruktuurin uudistamista sekä toimitus- ja arvoketjujen mukauttamista. Tämä

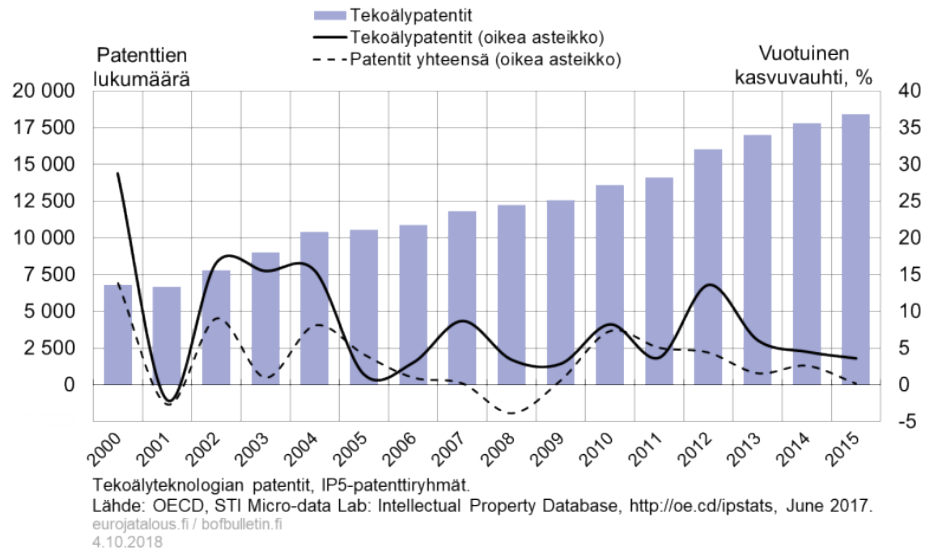
10. Ks. esim. Ferrero – Gross – Neri (2017).

11. Ks. Syverson (2017) sekä Byrne – Fernald – Reinsdorf (2016).

ensivaiheen sopeuttaminen eli yleiskäyttöisten teknologioiden sisällyttäminen yritysten tuotantoprosesseihin saattaa viedä aikaa ja johtaa aluksi jopa työn tuottavuuden laskuun, ennen kuin tuottavuus alkaa kasvaa.^[12]

Chart 5.

Merkittävä määrä innovaatiotoimintaa tekoälyn alalla



Kuten aiemmassa luvussa todettiin, suuri taantuma ja sitä seurannut euroalueen velkakriisi ovat myös todennäköisesti vaikuttaneet negatiivisesti tuottavuuden kehitykseen, sillä tuottavuutta edistäviä sijoituksia on saatettu lykätä, mikä on aiheuttanut suhdanteita myötäilevän laskun tutkimus- ja kehitystoimintaan sekä siihen, missä määrin yritykset ovat sisällyttäneet uutta teknologiaa tuotantoprosesseihinsa. Koska kokonaistuottavuuden kehitys on suhdanteita myötäilevää, tuottavuus voi kohentua tuntuvasti talouden nykyisen noususuhdanteen aikana. Vahva talouskehitys voi edistää innovaatioita lisääntyneen tutkimus- ja kehitystoiminnan kautta ja erityisesti yritysten kykyä ja halukkuutta ottaa käyttöön uutta teknologiaa tuotantoprosesseissaan. Tämä tuottavuuden suhdanteita myötäilevä koheneminen voi myös tukea talouden tämänhetkistä elpymistä tuntuvasti ja itseään ruokkivalla tavalla eli vakaan taloustilanteen ja tuottavuuden lisäyksen positiivisen vuorovaikutuksen kautta.^[13]

Potentiaalista kasvua vahvistava politiikka: toteuttamisen arvoisen politiikkavaihtoehto

Sekulaarinen stagnaatio on merkityksellinen rahapolitiikan kannalta, sillä sekulaarisen stagnaation hypoteesi perustuu luonnollisen koron pitkään jatkuvaan laskuun. Koska korkojen efektiivinen alaraja rajoittaa nimellisten korkojen laskua, keskuspankin mahdollisuudet alentaa ohjauskorkoa ovat rajalliset. Tämän vuoksi sen on mahdollisesti turvaututtava useammin epätavanomaisiin rahapoliittisiin toimiin. Lisäksi tilanteessa,

12. Brynjolfsson ym. (2017).

13. Ks. Anzoategui ym. (2018) ja Bianchi ym. (2018) Yhdysvaltojen osalta sekä Schmöller – Spitzer (2018) euroalueen osalta.

jossa tasapainokorko on alhainen, keskuspankin voi olla entistäkin vaikeampaa päästä inflaatiotavoitteeseen rahapolitiikan keinoin – jopa silloin, kun nollakorkorajoite ei sido nimelliskorkoja. Talouden toimijat voivat nimittäin heikentää inflaatio-odotuksiaan. Tällainen tilanne voi syntyä, kun talouden toimijat arvioivat uudelleen todennäköisyyttä, että nollakorkorajoite sitoo nimelliskorkoja tulevaisuudessa ja siten arvioivat uudelleen tulevaan inflaatiokehitykseen liittyvää häntäriskiä. Todennäköisyyksien uudelleen arviointi saattaa johtua esimerkiksi siitä, että talouden toimijoiden näkemykset talouden pitkän aikavälin kasvusta ja tasapainokoron kehityksestä ovat muuttuneet, sekä äskettäisestä ajanjaksosta, jona nollakorkorajoite on sitonut nimelliskorkoja.^[14]

Koska sekulaarisella stagnaatiolla on epäsuotuisia vaikutuksia ja se voi siten aiheuttaa rahapolitiikalle esteitä, on ensiarvoisen tärkeää, että nämä stagnaatiota aiheuttavat tekijät otetaan huomioon laadittaessa tarkoituksenmukaista makrotalouspolitiikkaa. Lupaavia politiikkatoimia ovat kasvua edistävät toimenpiteet, joiden tavoitteena on pureutua tasapainoreaalikoron laskun syihin ja tukea potentiaalisen tuotannon kasvua. On tärkeää huomata, että kasvua tukevaan politiikkaan ei kohdistu samoja keskuspankin uskottavuuteen tai julkisen talouden kestävytyteen liittyviä riskejä kuin muihin ehdotettuihin politiikkavälineisiin, kuten elvyttävään finanssipolitiikkaan tai inflaatiotavoitteen nostamiseen. Kasvua edistävien toimien tavoitteena on vahvistaa potentiaalista kasvua pitkällä aikavälillä ja siten kuluttajien tulevia tulonäkymiä, joten ne ovat suotavia hyvinvoinnin näkökulmasta. Tämä pätee huolimatta siitä, onko talous sekulaarisessa stagnaatiossa vai ei, mikä on keskeinen näkökohta, koska sekulaarisen stagnaation vallitsevuuteen taloudessa liittyy epävarmuutta. Kasvua edistävä politiikka on siis toteuttamisen arvoinen vaihtoehto.

Mahdolliset politiikkatoimet voisivat esimerkiksi tukea innovointia edistämällä tutkimus- ja kehitystoimintaa ja helpottamalla start up -yritysten ja yrittäjien pääsyä markkinoille. Erityisesti vähemmän koulutettujen työntekijöiden koulutustason vahvistaminen on ratkaisevan tärkeää uusien teknologioiden omaksumisen kannalta, ja samalla se lieventää rakenteellisen muutoksen ja automaation aiheuttamia haasteita. Poliittikkatoimilla voitaisiin myös lisätä työmarkkinoille osallistumista edistämällä vaikeasti työllistyvien henkilöiden työllistymistä. Julkiset infrastruktuuri-investoinnit lisääisivät puolestaan potentiaalista kasvua pitkällä aikavälillä ja vähentäisivät samalla sekulaarisen stagnaation riskiä myös nykyhetkessä vahvistamalla kokonaisuusyntää.

Euroalueella on yhä sekulaarisen stagnaation riski

Suuren taantumien jälkimainingeissa nousi esiin huolia siitä, että finanssikriisin vaikutukset kehittyneisiin talouksiin saattaisivat olla tavallistakin pitkäaikaisempia, minkä seurauksena sekulaarisen stagnaation hypoteesi herätettiin uudelleen henkiin. Kysyntäpuolen näkökulmasta katsottuna sekulaarinen stagnaatio on seurausta siitä, että taloudessa säästäminen lisääntyy enemmän kuin investoinnit. Tämä johtuu rakenteellista tekijöistä, joita ovat esimerkiksi väestön ikääntyminen, eriarvoisuuden lisääntyminen ja pääomahyödykkeiden suhteellisten hintojen lasku. Koska säästämistä on enemmän kuin investointeja, luonnollinen korko alenee lähelle nolaa tai sen alapuolelle. Sekulaarisen stagnaation tarjontalähtöisessä tarkastelussa keskitytään sen

14. Hills – Nakata – Schmidt (2016).

sijaan potentiaalisen tuotannon kasvun hidastumiseen, joka johtuu lähinnä siitä, että kolmas teollinen vallankumous on siirtynyt vähenevien tuottojen vaiheeseen.

Sekulaarisen stagnaation näkemys ja hystereesiargumentti, joka painottaa globaalin finanssikriisin ja valtioiden velkakriisin pitkäaikaisia vaikutuksia euroalueen talouteen, ovat pikemminkin toisiaan täydentäviä kuin vastakkaisia teorioita, jotka selittävät sekä luonnollisen koron pitkäaikaista laskua että tuottavuuden kasvun hidastumista. On tärkeää huomata, että sekulaarisen stagnaation yhteydessä tarkastellaan pitkän aikavälin ilmiöitä ja selitetään euroalueen luonnollisen koron ja tuottavuuden pitkään jatkunutta laskua eli ilmiöitä, jotka ovat saaneet alkunsa jo vuosikymmeniä sitten.

Hystereesinäkemys sen sijaan tarjoaa tärkeitä näkemyksiä syistä, jotka johtivat tuottavuuden kasvun hidastumisen kiihtymiseen ja luonnollisen koron laskuun euroalueen viimeaikaisten kriisien jälkeen. Hystereesinäkemys tarjoaa selityksen myös taantumien syvyydelle ja kestolle.

Arvioitaessa sekulaarisen stagnaation hypoteesin paikkansapitävyyttä tilanteessa, jossa euroalue on noususuhdanteessa, on tärkeää ottaa huomioon, että nousukausia voi esiintyä myös sekulaarisen stagnaation oloissa. Tällöin on kuitenkin todennäköisempää, että nousukaudet ovat kestävämpiä, sillä erittäin alhaiset korot kannustavat riskinottoon ja voittojen tavoitteluun. Tämä päti myös finanssikriisiä edeltävää nousukauteen useissa kehittyneissä talouksissa. Jotta sekulaarisen stagnaation viimeaikaisten huolien voidaan todeta olleen vain väärä hälytys, on ratkaisevan tärkeää, että tämänhetkinen noususuhdanne osoittautuu kestäväksi ja jatkuu myös rahapolitiikan normalisoitumisen myöhemmissä vaiheissa. Lisäksi on todettava, että vaikka viimeaikaisen talouskehityksen voidaan katsoa olevan vahvalla pohjalla, tuottavuuden kasvun hidastuminen ja luonnollisen koron lasku on jatkunut jokseenkin muuttumattomana, eikä tämänhetkisissä tiedoissa ole havaittavissa äkillistä käännettä.

Sekulaarista stagnaatiota ei tulisi tulkita pysyväksi ilmiöksi. Taloudessa ilmenee viitteitä sekulaarisesta stagnaatiosta vain kunnes sitä ruokkivien keskeisten tekijöiden kehitys kääntää suuntaa. Useat sekulaarista stagnaatiota ruokkivat tekijät ovat hitaasti kehittyviä muuttujia, joiden kehityksessä ei ole odotettavissa äkkinäisiä muutoksia. Viimeaikaiset keskeiset teknologiat, kuten tekoäly, saattavat kuitenkin onnistua hillitsemään tuottavuuden kasvun hidastumista ja siten sekulaarisen stagnaation tendenssejä. Teknologian leviämisen viipeet saattavat selittää sen, miksi viimeaikaisten innovaatioiden vaikutus ei ole vielä havaittavissa taloustilastoissa – yritysten on ensin sisällytettävä innovaatiot tuotantoprosesseihinsa. Tuottavuus voi siis vielä kohentua tuntuvasti, kun nämä keskeiset teknologiat leviävät talouteen laajemmin. Kokonaistuottavuuden myötäsykliisyyden vuoksi tuottavuus saattaa edelleen parantua tuntuvasti talouden tämänhetkisen noususuhdanteen aikana, sillä noususuhdanne edistää yritysten tutkimus- ja kehitystoimintaa ja valmiuksia sisällyttää uusia teknologioita tuotantoprosesseihin. On siis mahdollista, että noususuhdanne alkaa ruokkia itseään.

Yhteenvedon voidaan todeta, että on edelleen epävarmaa, uhkaako euroaluetta tällä hetkellä sekulaarinen stagnaatio. Vaikka olosuhteet ovatkin kohentuneet huomattavasti, luonnollinen korko on pysynyt matalana ja tuottavuuden kasvu hitaana. Tämä saattaa vaikeuttaa rahapolitiikkaa, sillä mahdollinen laskusuhdanne saattaa entistä useammin rajoittaa tavanomaisten rahapolitiikkatoimien tarjoamaa liikkumavaraa. Lisäksi

inflaatio-odotusten mahdollisen heikkenemisen seurauksena keskuspankin saattaa olla vaikeampi palauttaa inflaatio tavoitetasolle – jopa tilanteessa, jossa nollakorkorajoite ei sido nimelliskorkoja. Potentiaalista kasvua edistävä politiikka soveltuu hyvin hitaan kasvuun ja matalien korkojen vaikutusten hillitsemiseen, ja sillä on suotuisa vaikutus riippumatta siitä, toteutuvatko pelot sekulaarisesta stagnaatiosta vai eivät.

Lähteet

Anzoategui, D. – Comin, D. – Gertler, M. – Martinez, J. (2017) Endogenous Technology Adoption and R&D as Sources of Business Cycle Persistence. NBER Working Paper 22005.

Benigno, G. – Fornaro, L. (2018) Stagnation Traps. *The Review of Economic Studies*, Volume 85, Issue 3, s. 1425–1470.

Brynjolfsson, E. ym. (2017) Artificial Intelligence and the Modern Productivity Paradox: A Clash of Expectations and Statistics. NBER Working Paper 24001.

Byrne, D. M. – Fernald, J. – Reinsdorf, M. (2016) Does the United States Have a Productivity Slowdown or a Measurement Problem? *Brookings Papers on Economic Activity*, 2016(1), s. 109–182.

Coibion, O. – Gorodnichenko, Y. – Ulate, M. (2017) The Cyclical Sensitivity in Estimates of Potential Output. NBER Working Paper 23580.

Eggertsson, G. B. – Mehrotra N. R. (2014) A Model of Secular Stagnation. NBER Working Paper 20574.

Ferrero, G. – Gross, M. – Neri, S. (2017) On Secular Stagnation and Low Interest Rates: Demography Matters. ECB Working Paper No. 2088.

Fischer, S. (2016) Why Are Interest Rates So Low? Causes and Implications. Puhe 17.10.2016.

Gordon, J. R. (2014) The turtle's progress: Secular stagnation meets the headwinds. Teoksessa: *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*.

Gordon, J. R. (2015) Secular Stagnation: A Supply-Side View. *American Economic Review*, Vol. 105, No. 5, s. 54–59.

Hansen, A. H. (1939) Economic Progress and Declining Population Growth. *American Economic Review*, Vol. 29, No. 1, s. 1–15.

Hills, T. – Nakata, T. – Schmidt, S. (2016) The Risky Steady State and the Interest Rate Lower Bound. ECB Working Paper No. 1913.

Holston, K. ym. (2017) Measuring the Natural Rate of Interest: International Trends and Determinants. *Journal of International Economics*, 108, s. 59–75.

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. (2018) Endogenous TFP, Business Cycle Persistence and the Productivity Slowdown. Working Paper.

Syverson, C. (2017) Challenges to Mismeasurement Explanations for the US Productivity Slowdown. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 31, No. 2, s. 165–186.

Summers, L. H. (2014) Reflections on the ‘New Secular Stagnation Hypothesis’.
Teoksessa: *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*.

Summers, L. H. (2015) Demand Side Secular Stagnation. *American Economic Review*, 105(5), s. 60–65.

Avainsanat

hystereesi, matalat korot, rahapolitiikan normalisoituminen, sekulaarinen stagnaatio, tuottavuuden kasvun hidastuminen

Kirjoittaja(t)



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