



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Euro & talous 1 • 2024

Julkaisupäivä 16.4.2024

32. vuosikerta

Julkaisu ilmestyy viisi kertaa vuonna 2024.

Päätoimittaja

Olli Rehn

Toimitusneuvosto

Jenni Hellström, puheenjohtaja

Niko Herrala

Esa Jokivuolle

Helinä Laakkonen

Markku Lehmus

Meri Obstbaum

Kirsi Ripatti

Petri Uusitalo, sihteeri

Rahapolitiikkakatsaus-numeron artikkelit on laadittu Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosastolla toimistopäällikkö Markku Lehmuksen johdolla.

Kirjoittajat

Jetro Anttonen

Juhana Hukkinen

Pasi Ikonen

Olli-Matti Laine

Markku Lehmus

Jaakko Nelimarkka

Sami Oinonen

Seija Parviainen

Lauri Vilmi

Kuviot ja taulukot

Heli Honkaharju

Toimitus

Suomen Pankin kielipalveluryhmä ja viestintäyksikkö

Uutiskirjeiden tilaukset

eurojatalous.fi

Julkaisun aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava.

ISSN 1456-5862 (verkkojulkaisu)

Sisältö

Euroalueen talous kaipaa nopeampaa tuottavuuskehitystä	3
Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet euroalueen hintojen ja palkkojen kehitykseen?	24
Finanssipolitiikka ja velkakestävyys euroalueella koronapandemian ja energiakriisin jälkeen	35



RAHAPOLITIIKKAKATSAUS

Euroalueen talous kaipaa nopeampaa tuottavuuskehitystä

16.4.2024 – Rahapolitiikkakatsaus – Rahapolitiikka

Euroalueen inflaatio on palautumassa kohti EKP:n 2 prosentin tavoitetta energian hintojen laskun sekä kokonaiskysyntää rajoittavan rahapolitiikan ansiosta. Euroalueen talouskasvu on kuitenkin ollut pysähdyksissä vuoden 2022 lopulta lähtien. Talouskasvua hidastaa heikko tuottavuuskehitys, kun taas euroalueen työllisyys on kehittynyt erinomaisesti. Tuottavuus on monella tapaa tärkeä muuttuja, koska sillä on vaikutuksia myös keskipitkän aikavälin inflaatioon ja reaalikoron tasoon.

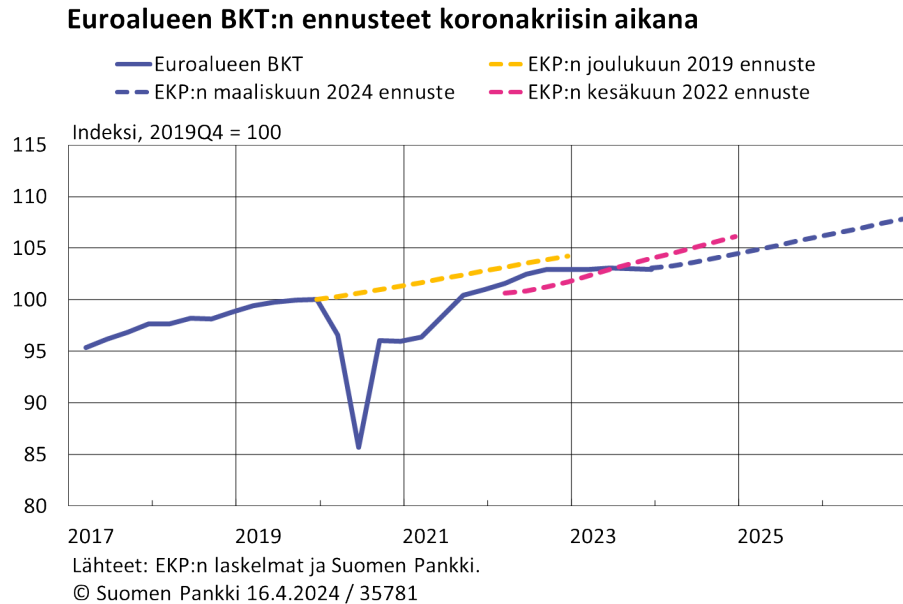


Euroalueen talouskasvu pysähdyksissä

Euroalueen talous ei ole käytännössä kasvanut sitten vuoden 2022 lopun, ja kasvu on edelleen pysähdyksissä. Heikkoon kehitykseen ovat vaikuttaneet energian ja muiden hintojen noususta johtunut reaalitylojen lasku, nousseiden ohjauskorkojen kiristämät rahoitusolot ja epävarmuuden lisääntyminen, joka on näkynyt luottamusindikaattorien heikentymisenä. Euroalueen talouden toipuminen on ollut ennustettua heikompa, ja kaikki keskeisimmät ennustelaitokset ovat laskeneet kasvuennusteita vuodelle 2024.

Esimerkiksi EKP:n kesäkuun 2022 ennusteeseen verrattuna euroalueen kokonaistuotanto kasvoi nopeammin vielä vuoden 2022 aikana, mutta jäi vuoden 2023 aikana selvästi jälkeen ennusteurasta (kuvio 1). Toisaalta pahimmat – etenkin energian saatavuuteen liittyvät – kriisiskenaariot^[1] on vältetty ja euroalueen talousolot ovat pysyneet vakaina.

Kuvio 1.



Euroalueen kokonaistuotannon eli bruttokansantuotteen (BKT) kasvu oli vuonna 2023 vain 0,4 %. Talouden toipuminen käynnistyy EKP:n maaliskuun ennusteessa kuluvan vuoden puolivälin aikoihin. EKP:n kasvuennuste on 0,6 % vuodelle 2024, 1,5 % vuodelle 2025 ja 1,6 % vuodelle 2026. BKT:n kasvu käynnistyy, kun kotitalouksien reaalityulojen kasvu vahvistaa yksityistä kulutusta ja ulkomainen kysyntä lisääntyy. Myös julkinen kulutus kasvaa, vaikka finanssipolitiikka kokonaisuudessaan on samaan aikaan kiristävää.

Kasvuvauhdin ennakoidaan kuitenkin jatkuvan aikaisempia ennusteita hitaampana, eikä näkyvissä ole talouden voimakasta elpymistä. Euroalueen kokonaistuotanto ei olekaan palautumassa esimerkiksi korona-aikaa edeltäneelle tai vuoden 2022 aikana ennustetulle kasvu-uralle (kuvio 1). Myös muut keskeiset ennustajat näkevät kehityksen hyvin samankaltaisena kuin EKP.^[2] Keskeistä elpymisen voimakkuudelle on tuottavuuskehityksen kääntyminen nykyistä vahvemmaksi ja tähän asti hyvänä pysyneen työmarkkinakehityksen jatkuminen.

Vaimea talouskasvu on näkynyt laaja-alaisesti euroalueen BKT:n kysyntäerissä. Kuvio 2 esittää eri kysyntäerien vaikutuksen kokonaistuotannon kasvuun suhteessa vuoden 2019

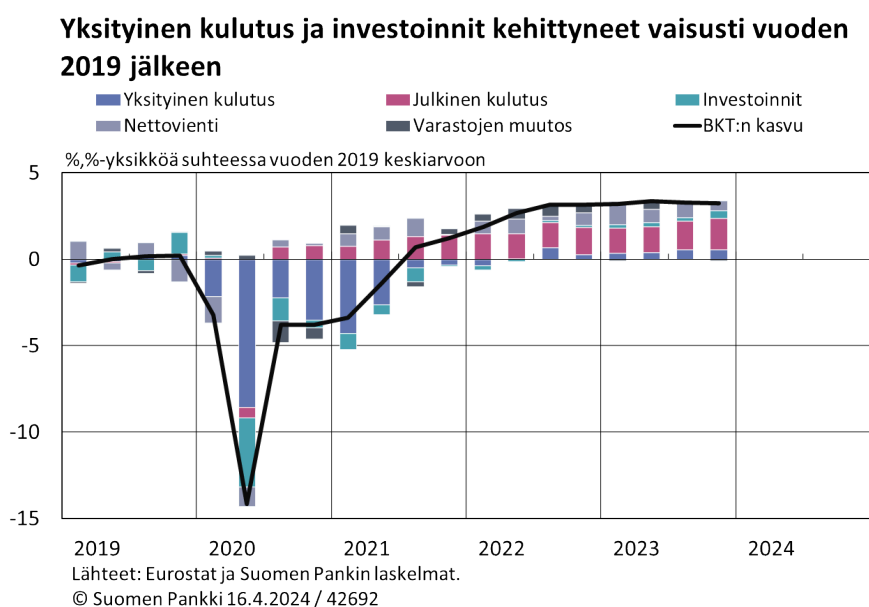
1. Esimerkiksi kesän 2022 EKP:n ennusteen heikomman suuntaisessa skenaariossa euroalueen talouskasvu olisi vuonna 2023 ollut selvästi negatiivinen eli -1,7 % ja työttömyys noussut 8,3 prosenttiin.

2. Ks. esim. komission ennuste: https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/winter-2024-economic-forecast-delayed-rebound-growth-amid-faster-easing-inflation_en.

keskiarvoon.^[3] Kaikki kysyntäerät toipuivat vielä koronakriisin aiheuttamasta romahduksesta hyvin. Kuitenkin vuodesta 2022 lähtien sekä yksityinen kulutus että investoinnit ovat kehittyneet vaimeasti. Niiden volyymit ovat jääneet vuoden 2019 keskimääräiselle tasolle. Euroalueen vienti kasvoi vuoden 2022 puoliväliin saakka, ja nettoviennin hyvä kehitys olikin merkittävin ajuri euroalueen talouskasvulle. Vuoden 2023 aikana euroalueen vienti supistui tuontia voimakkaammin, jolloin nettovienti ei enää tukenut kasvua.

Kysyntäeristä vain julkinen kulutus on kasvanut edelleen tasaisesti. Vuoden 2023 loppuun mennessä se on kasvanut 8 % vuoden 2019 lopusta, kun euroalueen BKT on samalla ajanjaksolla kasvanut vain 3 %. Julkisen kulutuksen kasvun vuoksi julkisen sektorin alijäämät ovat pysyneet merkittävän alijäämäisinä. Liiteartikkelissa [Finanssipolitiikka ja velkakestävyys euroalueella koronapandemian ja energiakriisin jälkeen](#) todetaankin, että finanssipolitiikan elvytyksestä koronaa edeltävään verrattuna vain osa on tähän mennessä lopetettu.

Kuvio 2.



Kasvun käynnistyminen euroalueella on pitkälti yksityisen kulutuksen elpymisen varassa. Reaalitulojen ennakoitu kasvu ja hyvä työllisyys kohentavat kotitalouksien taloudellista tilannetta. Kuluttajien luottamus on alkuvuonna hieman vahvistunut, mutta luottamusindikaattorit ovat yhä historiallisen heikkoja ja kulutuksen elpyminen voi vieläkin viivästyä. Esimerkiksi työllisyyskehityksen heikentyminen ja säästämisen kasvu epävarmuuden lisääntyessä voisivat kääntää yksityisen kulutuksen kasvunäkymät

3. Irlannin monikansallisten yhtiöiden immateriaalioikeuksien investoinnit aiheuttavat euroalueen investointisarjaan voimakasta vaihtelua, mikä näkyy myös tuonnin vastakkaisuuntaisena heilahteluna. Tämä vaihtelu selittää suurelta osin esimerkiksi sen, että vuoden 2023 viimeisellä vuosineljänneksellä euroalueen kokonaisinvestoinnit selvästi kasvoivat ja vastaavasti nettovienti pienentyi. Tämä ei kuitenkaan heijastele todellista muutosta taloussuhdanteessa. Kokonaistuotannon kasvulukuihin Irlannin immateriaalioikeuksien investoinneilla ei pitäisi olla voimakasta vaikutusta. Ks. tarkemmin Andersson, M. ym. (2023) Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their impact on euro area GDP, ECB Economic Bulletin, Issue 3/2023.

heikommiksi.

Sen sijaan investointien pikaisesta elpymisestä ei ole vielä merkkejä. Euroalueen investointihyödykkeitä valmistavien teollisuusyritysten luottamus oli maaliskuussa edelliskuukausia heikompaa. Samaan aikaan teollisuusyritykset raportoivat, että niiden tuotantokapasiteetti on riittävää eikä laitteiden ja materiaalien saatavuus rajoita tuotantoa. Rakennusalan luottamus oli maaliskuussa edelleen vaisua ja esimerkiksi Saksassa ja Ranskassa heikkoa.

Euroalueen tavaravienti supistui vuoden 2023 aikana. Syynä oli yleinen maailman tavarakaupan vaimuus ja erityisesti euroalueen tärkeimpien kauppakumppaneiden heikko kysyntä. EKP:n maaliskuun ennusteessa maailman tavarakaupan ennakoidaan kuitenkin toipuvan kuluvan vuoden aikana. Samalla maailmantalouden kasvuvauhdin ennustetaan pysyvän vakaana. Alkuvuonna 2024 etenkin Yhdysvaltojen talouskasvu on ollut pirteää. Kiinan talousnäkyviä vaimentaa edelleen asuntomarkkinoiden vaikeana jatkuva tilanne.

Maailmantalouden piristyminen ei ole kuitenkaan vielä näkynyt euroalueen teollisuusyritysten luottamuksessa. Euroopan komission luottamuskyselyn mukaan vientiyritykset odottavat viennin supistuvan ja katsovat kilpailuasemansa EU:n ulkopuolella heikentyneen. Viennin tilauskirjat ovat edelleen ohentuneet. Niinpä euroalueen vientinäkyvät eivät ole parantuneet samassa tahdissa maailmantalouden elpymisen kanssa.

Investointien vaimuus, kotitalouksien varovaisuus tehdä merkittäviä hankintoja ja energian hintojen nousu ovat iskeneet erityisesti euroalueen teollisuusyrityksiin. Näihin tekijöihin on osaltaan vaikuttanut rahapolitiikan kiristyminen, jonka on havaittu vaikuttavan teollisuuteen palvelusektoria voimakkaammin.^[4]

Teollisuustuotannon määrä on supistunut euroalueella selvästi alle vuoden 2022 keskimääräisen tason. Saksassa teollisuustuotanto on supistunut muuta euroaluetta voimakkaammin erityisesti energiaintensiivisen tuotannon, kuten kemianteollisuuden, supistumisen vuoksi. Vaikka kehitys ei muissa euroalueen suurissa talouksissa ole ollut yhtä heikkoa, myöskään niissä teollisuustuotanto ei ole kasvanut viime vuodesta. Teollisuuden luottamusindikaattorit osoittivat edelleen maaliskuussa 2024 aktiviteetin selvää supistumista.

Palvelusektorin kehitys oli vielä viime vuonna vahvaa, kun talouden pandemiarajoitteiden purkamisen jälkeen kysyntä kasvoi. Kotitalouksien varovaisuus on kuitenkin loppuvuodesta 2023 lähtien näkynyt myös palveluiden kysynnässä. Palveluiden suurin kasvupyrähdys näyttääkin tasaantuneen, eikä niiden volyyymi ole enää kasvanut kesän jälkeen.

4. Ks. Battistini, N. ja Gareis, J. (2023) Monetary policy and the recent slowdown in manufacturing and services, ECB Economic Bulletin 8/2023.

Kasvun käynnistymiseen liittyy viivästymisen ja heikomman kehityksen riskejä

Kasvun käynnistyminen voi kuitenkin myös viivästyä. Erityisesti nykyisen rahapolitiikan virityksen vaikutusten arviointi on haastavaa niin tasapainoisen reaalikoron tasoon^[5] kuin rahapolitiikan kiristymisen vaikutuksiin liittyvän epävarmuuden takia.^[6] Lähi-idän tilanteeseen ja Venäjään liittyvät geopoliittiset jännitteet voivat myös johtaa uudelleen energian hintojen nousuun tai tarjontahäiriöiden lisääntymiseen ja kasvattaa epävarmuutta.

Myös julkisen talouden velkaantuneisuus on edelleen korkealla. Uudistetuilla EU:n finanssipolitiikan säännöillä kuitenkin tavoitellaan julkisen velkasuhteen kääntämistä uskottavasti mutta aiempaa joustavammin laskevalle uralle. Se vähentäisi merkittävästi velan määrään liittyviä riskejä ja antaisi finanssipolitiikalle liikkumavaraa kriisitilanteissa.^[7]

Näkemys yksityisen kulutuksen elpymisestä puolestaan perustuu hyvään työmarkkinoiden ja reaalityulojen kehitykseen. Työmarkkinoiden tilanteen ja poikkeuksellisen vahvan työllisyyskehityksen heikentyminen hidastaisikin euroalueen talouden elpymistä nyt ennustetusta.

Toistaiseksi yritysten työvoimakustannukset (reaaliset yksikkötyökustannukset) ovat kehittyneet euroalueella maltillisesti. Palkkojen vahva nousu yhtä aikaa hyvänä jatkuvan työllisyyskehityksen kanssa vaatisi kuitenkin tuottavuuden kasvun vauhdittumista niin inflaation kuin kilpailukyvyinkin näkökulmasta.

Työmarkkinoiden vireen säilyminen tärkeää talouden elpymiselle

Euroalueen työllisyyden kehitys on ollut vahvaa talouskasvun vaimeudesta huolimatta. Työttömyysaste oli helmikuussa historiallisen alhainen (6,5 %), ja 15–64-vuotiaiden työllisyysaste on kivunnut jo 70 prosenttiin. Euroalueella oli viime vuoden lopussa noin 5 milj. vastaavan ikäistä työllistä enemmän kuin vuoden 2019 lopussa.

Talouskasvun hidastuminen on kuitenkin viime aikoina tasoittanut työmarkkinoiden vahvaa vetoa. Erityisesti teollisuusyrityksissä ja rakennusalalla työllisyysodotukset ovat heikentyneet selvästi, kun taas palveluyritykset odottavat työllisyyden kehityksen olevan yhä vahvaa. Avoimia työpaikkoja oli vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä noin 20 % vähemmän kuin vuoden 2022 puolivälissä. Avoimien työpaikkojen määrä on kuitenkin

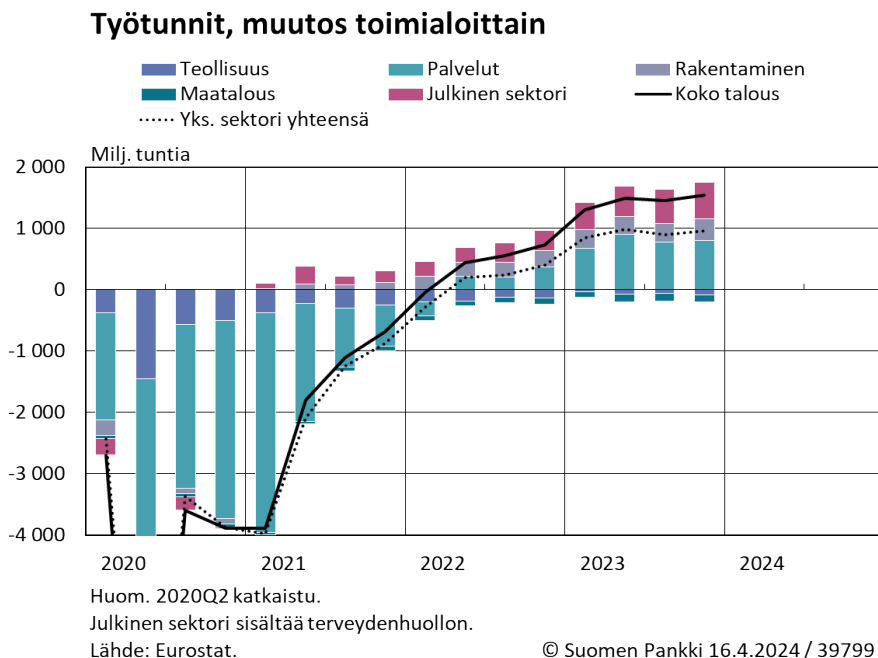
5. Ks. luonnollisen korkoon liittyvästä epävarmuudesta Benigno, G., Hofmann, B., Barrau, G. N. ja Sandri, D. (2024) Quo vadis, r*? The natural rate of interest after the pandemic, BIS Quarterly Review, March 2024, s. 17–30, Laubach, T., Williams, J. C. (2003) Measuring the Natural Rate of Interest, Review of Economics and Statistics 85, no. 4 (November 2003): 1063–70 ja Vilmi, L. (2016) Luonnollinen korko – hyödyllinen mutta epävarma talouden kuvaaja, Euro & talous -analyysi 29.9.2016.

6. Ks. rahapolitiikan kiristysten vaikutuksista ja vaikutusten viipeistä Nelimarkka, J. (2024) [Kuinka paljon EKP:n rahapolitiikan kiristäminen vaikuttaa euroalueen talouskehitykseen?](#), Euro & talous -analyysi 27.3.2024.

7. Ks. finanssipolitiikan säännöistä Ikonen, P. ja Lehmus, M. (2024) [Finanssipolitiikka ja velkakestävyys euroalueella koronapandemian ja energiakriisin jälkeen](#), Euro & talous -analyysi.

edelleen huomattavasti suurempi kuin ennen vuotta 2020. Työmarkkinoiden poikkeuksellinen kireys on havaittavissa myös muissa kehittyneissä talouksissa euroalueen ulkopuolella.^[8]

Kuvio 3.



Työmarkkinoiden vahvaan kehitykseen on tarjottu useita eri syitä. Etenkin julkisella sektorilla (sisältäen terveydenhuollon) työvoiman määrä on kasvanut selvästi, ja työvoimavaltaisella palvelusektorilla kysyntä on ollut hyvää, mikä on lisännyt työn määrää työtunneissa mitattuna näillä toimialoilla (kuvio 3). Lisäksi rekrytoinnin hankaloituessa yritykset ovat ehkä halunneet pitää ylimääräistä työvoimaa saatavilla; onkin puhuttu työvoiman hamstraamisesta.^[9] Yritysten valmius pitää ylimääräistä työvoimaa on voinut kasvaa myös sen vuoksi, että reaali-palkat ovat laskeneet nopean inflaation aikana samanaikaisesti, kun yritysten reaaliset tulokset ja tulosnäkyvät ovat kehittyneet verrattain suotuisasti.^[10]

Kokonaistyötuntien kehitys on ollut työvoiman määrän kehitystä vaimeampaa. Syynä on työntekijäkohtaisten työtuntien väheneminen. Myös tämä saattaa selittää työvoiman kokonaismäärän kehitystä, sillä vähäisempiä tehtyjä tunteja on voitu korvata työvoiman määrällä. Työntekijäkohtaisten työtuntien laskun on Euroopassa arvioitu olevan seurausta ihmisten halukkuudesta työskennellä vähemmän, mikä näyttää pätevän erityisesti lasten isiin ja nuoriin.^[11] Tämä voi viitata ainakin osittain pitkäkestoiseen tai

8. Van Doornik, B. F. N., Igan, D. ja Kharroubi, E. (2023) Labour markets: what explains the resilience?, BIS Quarterly Review, December 2023. & Euroopan komissio (2023) 4.2. Persistent labour market tightness during a slowdown: A reappraisal of drivers, luku 4.2., European Economic Forecast, Autumn 2023, s. 60–65.
9. Euroopan komission työvoiman hamstraamisen mittari (Labour Hoarding Indicator) oli selvästi kasvussa vuonna 2022 ja oli vielä helmikuussa 2024 hieman pitkän ajan keskiarvonsa yläpuolella.
10. Gourinchas, P. O. (2023) Global Economy on Track but Not Yet Out of the Woods, IMF Blog, July 25.
11. Ks. Astinova, D., Duval, R. A., Hansen, Niels-Jakob H., Park, B., Shibata, I. ja Toscani, F. G. (2024) Dissecting

pysyvään muutokseen työn tarjonnassa. Lisäksi pandemian aikana työtunnit vähenivät Euroopassa niin kasvaneen sairastelun kuin julkisen sektorin tukitoimien takia, mutta näiden tekijöiden vaikutukset näyttäivät jääneen väliaikaisemmiksi.^[12]

Rahapolitiikan kiristysvaihe päättymässä

Rahapolitiikan kiristyminen välittyi voimakkaasti reaalityöelouteen. Eri arvioiden mukaan rahapolitiikka hidastaa talouskasvua tänä ja ensi vuonna 1–4 prosenttiyksikköä.^[13] Samalla inflaatio on palaamassa lähelle tavoitettaan. Inflaatio olisi EKP:n arvioiden mukaan noin 2 prosenttiyksikköä nopeampaa ilman toteutettua rahapolitiikan kiristämistä. Voimakkaasta rahapolitiikan kirittämisestä ja sen kasvua hidastavasta vaikutuksesta huolimatta taloudellinen aktiviteetti ei ole vähentynyt, vaikkakin BKT:n kasvu on tällä hetkellä kituliasta.

EKP:n keskeisin ohjaukorko eli talletusmahdollisuuden korko on noussut heinäkuusta 2022 alkaen 4,5 prosenttiyksiköllä eli 4 prosenttiin. Rahapolitiikkaa kiristettiin niin euroalueella kuin muillakin suurilla talousalueilla inflaation kiihtymisen vuoksi. Vuosien 2021 ja 2022 aikana markkinaperusteiset keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset (1 vuotta 1 vuoden jälkeen) kasvoivat sekä euroalueella että Yhdysvalloissa. Oheisessa kuviossa (kuvio 4) inflaatio-odotusten kasvu nähdään siirtymänä ylöspäin. Vastaavasti 2 vuoden riskitön korko, johon rahapolitiikka tyypillisesti vaikuttaa, alkoi nousta vuoden 2022 alkupuoliskolla. Kuviossa nähdään tällöin siirtymä oikealle.

Riskittömän koron nousuun vaikuttivat vahvistuvat odotukset rahapolitiikan kirittämisestä. Rahapolitiikan kiristyminen on osaltaan vaikuttanut siihen, että inflaatio-odotukset ovat Yhdysvalloissa ja euroalueella palautuneet viimeisen vuoden aikana 2 prosentin inflaatiotavoitteen tuntumaan. Kuviossa nähtävien viimeisten kuukausien havaintopisteet ovat aikaisempaa alempana.

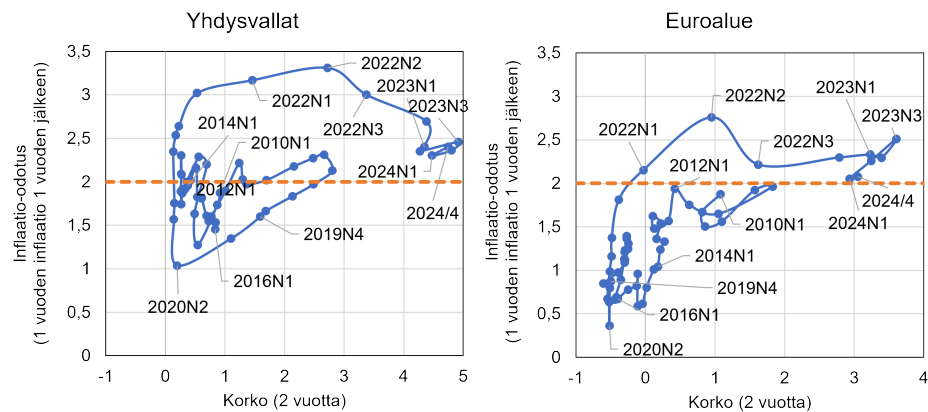
the Decline in Average Hours Worked in Europe, IMF working Paper 12 Jan 2024.

12. Ks. Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. ja Mohr, M. (2024) More jobs but fewer working hours, The ECB Blog 7 June 2023.

13. Esimerkiksi Darracq-Paries ym. (EKP:n talouskatsaus 4/2023) arvioivat, että EKP:n rahapolitiikan kiristykseen vaikutus BKT:n kasvuvauhtiin saavutti huippunsa viime vuonna, mutta vaikutus BKT:n tasoon ei siis vielä ole saavuttanut huippuaan. Arvion mukaan vaikutus inflaatioon saavuttaa huippunsa tänä vuonna. Myös määrällinen kirittäminen hidastaa inflaatiota, mutta vaikutusten suuruusluokka tunnetaan ohuemmin kuin määrällisen keventämisen, ks. tarkemmin [Määrällinen kirittäminen hillitsee hintapaineita](#). Ks. aiheesta myös Nelimarkka, J. (2024) Kuinka paljon EKP:n rahapolitiikan kirittäminen vaikuttaa euroalueen talouskehitykseen?, Euro & talous -analyysi 27.3.2024.

Kuvio 4.

Inflaatio- ja korko-odotusten sykli



Kuvion jokainen piste vastaa yhdeltä vuosineljännekseltä laskettua koron ja inflaatio-odotuksen keskiarvoa. Viimeisin vuosineljännes (2024N2) esitetty kuukausitasolla. Yhdysvaltojen riskiton korko vastaa valtionlainojen korkoa, euroalueen OIS-tuottoa.
Lähteet: Bloomberg, Fed ja Suomen Pankin laskelmat. 39811
© Suomen Pankki 16.4.2024

Inflaatio-odotusten tasaannuttua myös korko-odotukset kahden vuoden päähän ovat maltillistuneet (kuvio 4), eli kuviossa on siirrytty jälleen hieman vasemmalle. Syynä on koronlaskuodotusten voimistuminen, kun inflaatio on hidastunut. Korkotaso on kuitenkin korkeampi kuin ennen kiristysyökin alkua vuoden 2021 lopussa. Yhdysvalloissa korot ovat korkeammat kuin euroalueella, osaltaan voimakkaampien inflaatio-odotusten vuoksi.

Syyskuun 2023 rahapolitiikkakokouksen jälkeen EKP:n neuvosto on pitänyt ohjaukorkonsa ennallaan. Syyskuussa neuvosto katsoi, että ohjaukorkot ovat saavuttaneet tason, jolla ne riittävän kauan pidettynä vakauttavat inflaation hintavakaustavoitteeseen. Maaliskuussa pääjohtaja Lagarde kertoi neuvoston aloittaneet keskustelun siitä, kuinka rahapolitiikan rajoittavaa mitoitusta voitaisiin vähentää.

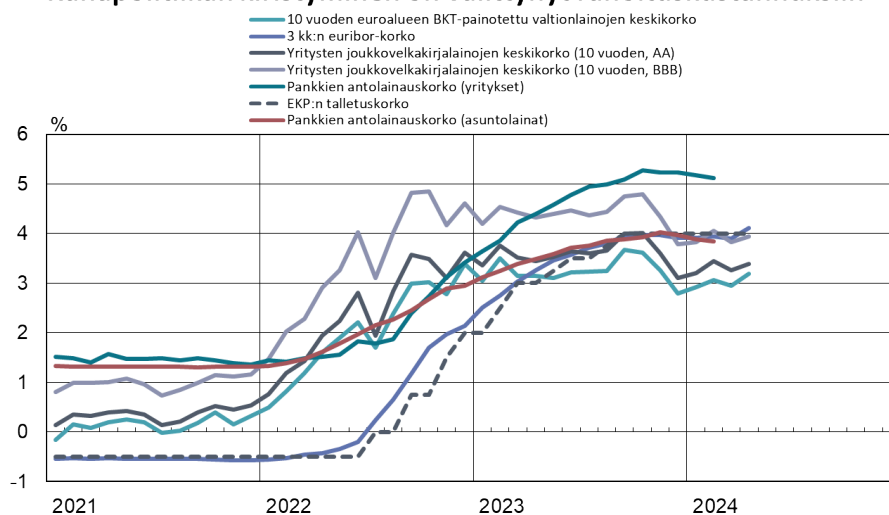
EKP:n neuvosto päätti huhtikuun rahapolitiikkakokouksessaan pitää ohjaukorkot ennallaan. Neuvosto näkee, että jos luottamus inflaation lähenemisestä tavoitteeseensa kestäväällä tavalla vahvistuu edelleen, rahapolitiikan nykyistä rajoittavuutta voidaan vähentää. Tulevat päätökset perustuvat päivitettyyn arvioon inflaationäkymistä, pohjainflaation kehityksestä ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuudesta. EKP tekee korkopäätöksensä kokous kokoukselta uusimpien tietojen valossa sitomatta käsiään etukäteen mihinkään tiettyyn korkouraan.

Myös eurojärjestelmän tase on supistumassa. Tällä hetkellä se on noin 6 800 mrd. euroa. Suurimmillaan tase oli kesäkuussa 2022, jolloin se oli noin 8 800 mrd. euroa. Tänä vuonna tase on supistunut noin 10 mrd. euron viikkovauhtia. Erityisesti pitempiä aikaisten rahoitusoperaatioiden (TLTRO) erääntymiset ja aikaistetut takaisinmaksut ovat supistaneet tasetta. APP-osto-ohjelman kautta erääntyviä joukkovelkakirjoja ei ole enää uudelleen sijoitettu kesäkuun 2023 jälkeen. Pandemian aikaisen PEPP-ohjelman uudelleensijoitukset EKP:n neuvosto aikoo vähentää vuoden 2024 puolivälin jälkeen noin puoleen ja lopettaa ne kokonaan vuoden 2024 lopussa.^[14]

Korkeat ohjauskorot, viestintä korkojen pysymisestä rajoittavalla tasolla ja määrällinen kiristäminen ovat varmistaneet sen, että rahoitusolot ovat pysyneet kireinä. Kiristynyt rahapolitiikka on myös suurelta osin ehtinyt välittyä markkinaperusteisen rahoituksen kustannuksiin ja pankkien antolainauskorkoihin (kuvio 5).

Kuvio 5.

Rahapolitiikan kiristyminen on välittänyt rahoituskustannuksiin



Lähteet: EKP ja EMMI.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32422

Markkinaperusteisen rahoituksen hinta reagoi nopeasti korkomuutoksiin. Odotukset tulevasta rahapolitiikasta ja määrällinen kiristäminen heijastuivat ensin pitkiin korkoihin.^[15] Näin ollen pitkät valtionlainakorot nousivat jo kiristysvaiheen alussa, ja samalla yritysten velkakirjojen korot nousivat. Vastaavasti rahapolitiikan kiristysyökin päättyttyä valtionlaina- ja yrityslainakorot ovat vuoden 2023 puolivälin jälkeen hieman laskeneet.

Rahapolitiikan nopeasta kiristämisestä huolimatta rahoitusmarkkinat eivät ole kohdanneet merkittäviä häiriöitä. Eri riskimittarit, kuten osakemarkkinoiden odotettu volatilitteetti (VSTOXX) tai systeemistressiä mittaava CISS, ovat pysyneet maltillisina läpi rahapolitiikan kiristysyökin. Myös valtionlainojen ja yrityslainojen riskilisät ovat pysyneet vakaina.

Rahapolitiikan kiristyminen nosti myös pankkien antolainauskorkoja. Nyt uusien pankkilainojen korot ovat jo alkaneet hienoisesti laskea, koska markkinoilla odotetaan EKP:n ohjauskorkojen laskevan. Koko yritys- ja kotitalouslainakannan keskkorot kuitenkin nousevat yhä. Tätä selittää se, että monella kotitaloudella ja yrityksellä on

14. Joulukuun 2023 kokouksessa EKP:n neuvosto joudutti eurojärjestelmän taseen normalisointia siten, että pandemiaan liittyvässä osto-ohjelmassa (PEPP) hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettavaa pääomaa ei enää sijoiteta täysimääräisesti uudelleen vuoden 2024 puolivälin jälkeen. Sen sijaan PEPP-salkkua pienennetään keskimäärin 7,5 mrd. eurolla kuukaudessa. Uudelleensijoitukset PEPP-ohjelmassa aiotaan lopettaa kokonaan vuoden 2024 lopussa.

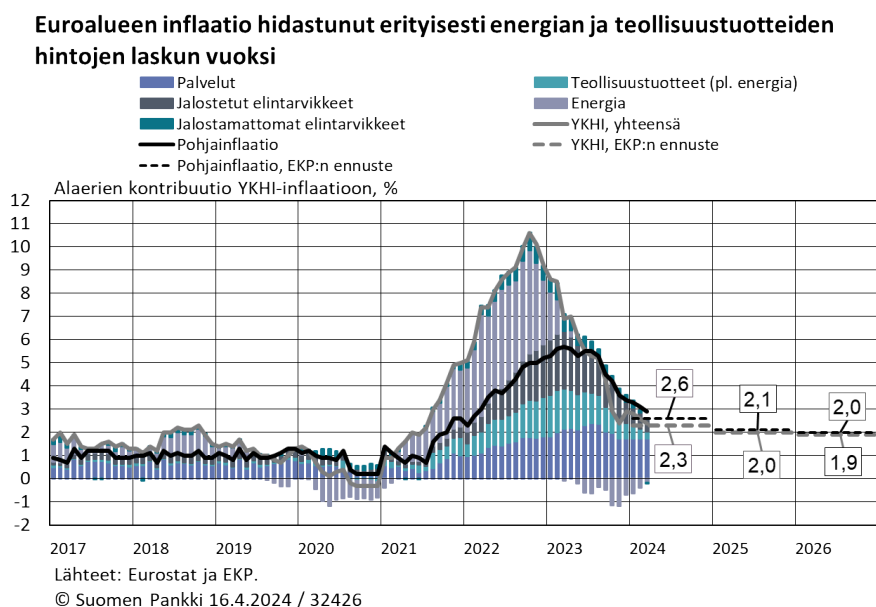
15. Määrällisen kiristämisen ja keventämisen vaikutusten ja vaikutuskanavien eroista on keskusteltu tarkemmin artikkelissa [Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita](#).

edelleen alhaisen koron kiinteäkorkoinen laina. Lainakannan uusiutuessa keskimääräisen voimassa olevan lainasopimuksen korko nousee yhä, vaikka uusien lainasopimusten keskikorot ovatkin jo laskeneet viime kuukausina.

Talttuuko euroalueen inflaatio?

Euroalueen inflaatio on hidastunut voimakkaasti vuoden 2022 lopun huipuistaan 2,4 prosenttiin maaliskuussa 2024.^[16] Inflaation hidastumiseen vaikutti aluksi ennen kaikkea energiainflaation hidastuminen maakaasun ja sähkön hinnan laskun takia. Vuoden 2023 toisella vuosipuoliskolla myös teollisuustuotteiden (pois lukien energia) inflaatio on hidastunut selvästi. Energian hinnan laskun lisäksi tähän ovat vaikuttaneet yleinen raaka-aineiden hintojen lasku, pandemian aikaisten tarjontahäiriöiden helpottaminen ja rahapolitiikan kiristymisestä seurannut kysynnän heikentyminen. Nämä tekijät ovat laskeneet myös tuontihintoja.

Kuvio 6.



Inflaation nähdään nyt hidastuvan aiemmin ennustettua nopeammin 2 prosentin tavoitteeseen (kuvio 6). Esimerkiksi EKP:n maaliskuun ennusteessa vuoden 2024 keskimääräisen inflaation ennustetaan olevan 2,3 % ja inflaation asettuvan 2 prosentin tuntumaan vuoden 2025 aikana. Vielä joulukuun ennusteessa inflaation arvioitiin olevan kuluvana vuonna 2,7 %. Inflaation hidastuminen vaikuttaa kuitenkin olevan kuluvana vuonna edellisvuotta verkkaisempaa. Nykyisillä energiaraaka-aineiden futuurihinnoilla energian hintojen inflaatiota hidastava vaikutus heikkenee jatkossa. Lisäksi Lähi-idän tilanteeseen ja Venäjään liittyvät geopolittiset jännitteet kasvattavat riskejä energian hintojen noususta uudelleen.

16. Maaliskuun luku on Eurostatin julkaisema ennakkotieto.

Kuvio 7.

Euroalueen keskipitkän ajan inflaatio-odotukset tasaantuneet



* Laskettu inflaatiowapeista.

Lähteet: EKP, Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32426

EKP:n ennusteessa kokonaisinflaatio hidastuu elintarvikkeiden hintojen nousun talttumisen sekä palveluiden hintojen nousun asteittaisen hidastumisen ansiosta. Energian hintojen lasku välittyy ruoan tuotantokustannuksiin, minkä ennakoidaan vähentävän hintapaineita.^[17] Sen sijaan palveluinflaation ennustetaan pysyvän sitkeämmin nopeana. Palveluiden hintoja ovat nostaneet niin kasvanut kysyntä kuin palkkojen nousuvauhdin nopeutuminen. Palkkoilla on merkitystä erityisesti työvoimavaltaisen palvelusektorin kustannuksiin ja siten euroalueen inflaationäkymiin.

Inflaatio-odotusten pysyminen linjassa EKP:n 2 prosentin inflaatiotavoitteen kanssa sekä yritysten työvoimakustannusten pysyminen maltillisina tukevat ennustettua inflaation tasaantumista. Palkkojen noususta johtuvia hinnankorotuspaineita saattaa vähentää vuoden 2022 aikana kasvaneiden yritysten voittojen joustaminen alaspäin.

Sekä markkinapohjaiset että kyselytutkimukset osoittivat inflaatio-odotusten nousua vuosien 2022 ja 2023 aikana (kuvio 7). Rahapolitiikan kiristymisen tukemana inflaatio-odotukset kuitenkin palautuivat lähelle 2:ta prosenttia vuoden 2023 lopussa. Inflaatio-odotusten ankuroitumista ja sen merkitystä niin yritysten hinnoittelupäätöksiin kuin palkkaneuvotteluihin tarkastellaan tarkemmin artikkelissa [Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankuroitumista](#).^[18]

Liiteartikkelissa [Mitkä tekijät ovat ajaneet euroalueen hintojen ja palkkojen kehitystä?](#) arvioidaan palkkojen nousun olleen toistaiseksi linjassa toteutuneen inflaatiokehityksen kanssa ja inflaatio-odotusten ankuroituneen lähelle keskuspankin 2 prosentin keskipitkän aikavälin inflaatiotavoitetta. Tällöin myös palveluinflaation pitäisi asteittain

17. Ks. tarkemmin ruokainflaatiosta Rezessy, A. ja Maravalli, G. (2024) What's behind the spike in food inflation – recent developments, drivers and outlook in the euro area, Quarterly Report on the Euro Area (QREA), Vol. 22, No. 4 (2023).

18. Lehmus, M., Oinonen, S. ja Vilmi, L. (2023) [Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankuroitumista](#), Euro & talous 3.10.2023.

hidastua. Kehitykseen liittyy kuitenkin riskejä erityisesti palkkainflaation takia.

Palkkojen kehitys tällä hetkellä keskeistä rahapolitiikalle

Palvelujen hintojen nousu selittää valtaosan, eli noin 1,7 prosenttiyksikköä, euroalueen maaliskuun inflaatiosta. Palvelualojen kustannuskehityksen kannalta keskeinen merkitys on palkoilla: työntekijäkorvausten osuus palvelualojen arvonlisäyksestä yksityisellä sektorilla oli viime vuonna noin 70 %.^[19]

Työntekijäkohtaisten palkansaajakorvausten vuosikasvu oli viime vuoden viimeisellä neljänneksellä yhä 4,5 %, ja palkkavaateet tälle ja ensi vuodelle ovat olleet monessa euroalueen maassa yhä suuria. EKP onkin korostanut viestinnässään palkkakehityksen merkitystä inflaation vakauttamiselle.

Euroalueen palkkoja nostavat yhtä aikaa kireät työmarkkinat sekä työntekijöiden pyrkimys kuroa kiinni viime vuosien nopean inflaation aikana menetettyä ostovoimaa ja osuutta talouskasvusta. Nopean inflaation jakson aikana laskeneet reaali-palkat ovatkin alkaneet hiljalleen nousta. Kuvio 8 havainnollistaa, kuinka yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi (YKHI) nousi viime vuosina huomattavasti palkansaajakorvauksia nopeammin ja laski kotitalouksien reaali-palkkoja useammalla prosenttiyksiköllä.^[20] EKP:n ennusteen mukaan työntekijäkohtaiset reaali-palkat saavuttaisivat laskua edeltäneen tasonsa vuonna 2025.

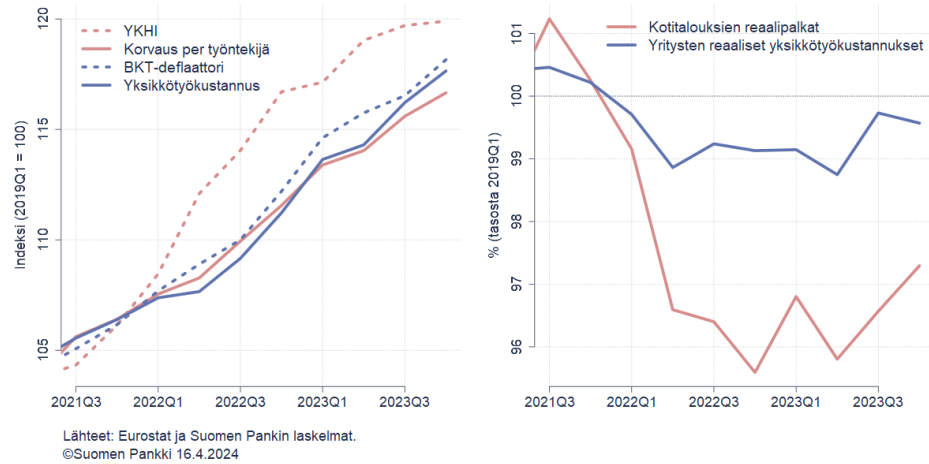
Toisaalta yritysten reaali-yksikkötyökustannukset ovat laskeneet viime vuosina huomattavasti reaali-palkkoja vähemmän vaatimattoman tuottavuuskehityksen vuoksi (ks. Euroopan ”kadonnutta tuottavuuskasvua” etsimässä). Palkkojen noustessa yksikkötyökustannukset myös todennäköisesti saavuttavat nopean inflaation jaksoa edeltäneen tasonsa reaali-palkkoja nopeammin. Eroa yksikkötyökustannusten ja reaali-palkkojen kehityksen välillä voidaan tulkita siten, että yritysten palkkakustannukset suhteessa työpanoksen tuottamaan arvonlisään ovat palautuneet pandemiaa edeltäviin määriin nopeammin kuin reaali-palkat.

19. Ks. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202304_04~odee9ead8e.en.html.

20. Vertaamme vuoteen 2019, koska tulkitsemme sen heijastavan normaaliaikojä ja pidämme sitä vertailuun sopivana referenssipisteenä. On kuitenkin syytä huomata, että myös muut vaihtoehtoiset vertailupisteet ovat perusteltuja. Lisäksi pitkällä aikavälillä reaali-palkat ovat kasvaneet trendinomaisesti kansantalouden tuotannon kasvun mukana. Vuosi 2019 ei siis edusta mitään sellaista tasapainotilaa, johon palkat pitkällä aikavälillä olisivat palaamassa, vaan tasapainotila muuttuu ajan myötä.

Kuvio 8.

Kotitalouksien reaali-palkat laskeneet yritysten reaalisia yksikkötyökustannuksia voimakkaammin



Palkkojen nousua ennakoivien indikaattoreiden perusteella sopimuspalkkojen nousu hidastuu vuoden 2024 aikana. Kuluvan vuoden lopussa sopimuspalkkojen odotetaan nousevan euroalueella noin 4 prosentin vauhtia. Uusien työpaikkailmoitusten nimellispalkkojen vuosimuutosta seuraava Irlannin keskuspankin ylläpitämä *Indeed*-indikaattori hidastui viime vuoden noin 5 prosentista alle 4 prosenttiin. Sen lasku on kuitenkin hidastunut ja ajoittain jopa kääntynyt.

Vaikka palkkojen kasvuvauhdin odotetaan hidastuvan, hidastumisen nopeus on siis epävarmaa ja palkkakehitykseen liittyy yhä yläsuuntaisia riskejä. EKP odottaa yritysten voittomarginaalien supistuvan, mikä antaisi tilaa palkkojen nousun jatkumiselle ilman inflaatiopaineiden lisääntymistä.

Euroalueen pidemmän aikavälin kehitystä arvioitaessa voidaan kuitenkin päätellä, että pitkään jatkuessaan 4 prosentin palkkojen nousuvauhti ei ole kestävää tällä hetkellä odotettavissa olevien tuottavuusnäköymien ja EKP:n inflaatiotavoitteen näkökulmasta. Esimerkiksi vuosina 2001–2006 inflaation ollessa lähellä EKP:n tavoitetta euroalueen palkat nousivat noin 2,5 prosentin vuosivauhtia.



Euroopan ”kadonnutta tuottavuuskasvua” etsimässä

Jotta euroalue pärjäisi kansainvälisessä kilpailussa ja sen kasvu elpyisi kestävästi, on tuottavuuskehityksellä keskeinen merkitys pidemmän aikavälin kasvunäkymien kannalta. Työn tuottavuuden kasvu on kuitenkin kääntynyt euroalueella negatiiviseksi sekä suhteessa työntekijöiden määrään että tehtyihin työtunteihin.

Tuottavuuden kasvu on keskeinen tekijä myös keskipitkän aikavälin hintapaineiden ja reaalikoron määrittäjänä. Näin se vaikuttaa suoraan myös rahapolitiikan mitoitukseen ja ohjauskorkojen tasoon. Heikko tai jopa negatiivinen tuottavuuden kasvu lisää nimellispalkkojen nousun vaikutuksia yritysten yksikkötyökustannuksiin. Jos yritykset siirtävät korkeammat palkkakustannukset kuluttajille, inflaation paluu inflaatiotavoitteeseen viivästyy.^[21]

Työn tuottavuutta mitataan yksinkertaisimmillaan BKT:llä joko suhteessa työntekijöiden määrään tai suhteessa tehtyihin työtunteihin.^[22] Erilaiset kriisit voivat siten vaikuttaa sen kasvuun lyhyellä aikavälillä voimakkaasti. Esimerkiksi pandemian aikana työntekijäkohtainen tuottavuus supistui, sillä euroalueella tehdyt työtunnit vähentyivät samalla, kun työpaikkojen säilymistä tuettiin.

Yksi tapa tarkastella tuottavuutta on hajottaa se toimialan sisäiseen tuottavuuskehitykseen ja rakennemuutokseen eli työvoiman siirtymiseen toimialojen välillä. Toimialan sisäinen tuottavuuskehitys tarkoittaa sitä, miten tehokkaasti alalla käytetään resursseja tuotannon aikaansaamiseksi. Tuottavuus voi myös kasvaa rakennemuutoksen myötä, jos työvoimaa siirtyy heikon tuottavuuden aloilta tuottavammille aloille. Lisäksi suhteellisilla hinnoilla on vaikutusta tuottavuuseroihin sektoreiden välillä. Jos toimialan tuotoksen hinta nousee verrattuna muihin toimialoihin, alan painoarvo kansantalouden arvonalisässä kasvaa. Vaikutus keskimääräiseen tuottavuuteen riippuu taas siitä, onko ala tuottavuudeltaan keskimääräistä parempi vai heikompi.

Euroalueen tuottavuuskasvu on hajotettu jäljempänä olevassa kuviossa (kuvio 9) sen mukaan, miltä osin kehitystä on ajanut toimialojen sisäinen tuottavuuskasvu, rakennemuutos ja suhteellisten hintojen vaihtelu. Kehitystä on tarkasteltu erikseen teollisuudessa ja muussa taloudessa, joka koostuu suureksi osaksi palvelualoista. Erityisesti toimialojen sisäinen kehitys on ollut syynä tuottavuuden viimeaikaiseen heikentymiseen.

Viime aikoina tuottavuuskasvu on ollut negatiivista, koska sekä teollisuuden että palveluiden sisällä resursseja on siirtynyt paremmin tuottavasta toiminnasta vähemmän tuottavaan toimintaan. Viimeaikaista heikkoa tuottavuuden kehitystä selittää erityisesti teollisuus, joka on perinteisesti ollut euroalueen

21. Schnabel, Isabel, ECB 16.2.2024 Speech: [From laggard to leader? Closing the euro area's technology gap \(europa.eu\)](#).

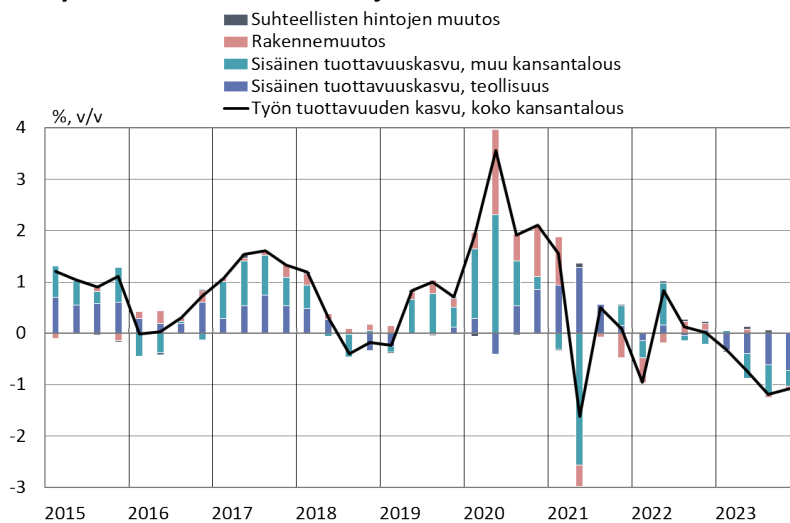
22. Ks. aiheesta Kokkinen, A., Mäki-Fränki, P. ja Silvo, A. (2019) Teollisuus ei tue työn tuottavuuden kasvua entiseen tapaan, Euro & talous, vol. 27, 3/2019.

tuottavuuskasvun lähde. Siellä tuottavuuskasvu on kuitenkin ollut negatiivista vuosien 2022–2023 ajan. Rakennemuutos vaikutti tuottavuuskasvuun erityisesti pandemian aikaan, mutta sen merkitys kasvulle on tämän jälkeen pienentynyt.

Palvelualojen sisällä on suuria tuottavuuseroja perinteisten palveluiden ja uusien tietopainotteisten palveluiden välillä. Palveluiden tuottavuuden mittaaminen on kuitenkin yleisesti ottaen vaikeampaa kuin teollisuudessa.

Kuvio 9.

Työn tuottavuuden kasvu ja talouden rakennemuutos

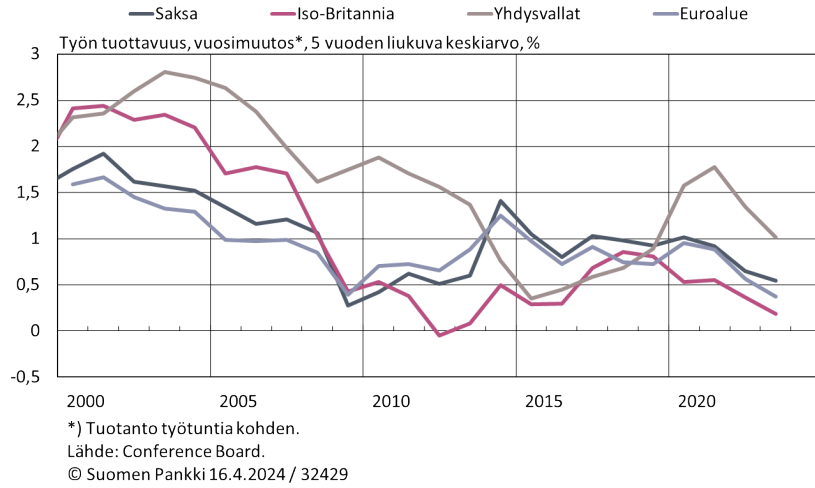


Lähteet: Eurostat ja Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 41591

Tuottavuuskehityksessä on nähty vuosituhannen vaihteen jälkeen heikkenevä trendi niin euroalueella kuin Yhdysvalloissa (kuvio 10). Tällä vuosituhannella työn tuottavuuden kasvu on yleisesti ottaen ollut Euroopassa kuitenkin selvästi vaimeampaa kuin Yhdysvalloissa, missä tuottavuuden kasvutrendi voimistui tämän vuosikymmenen alussa.

Kuvio 10.

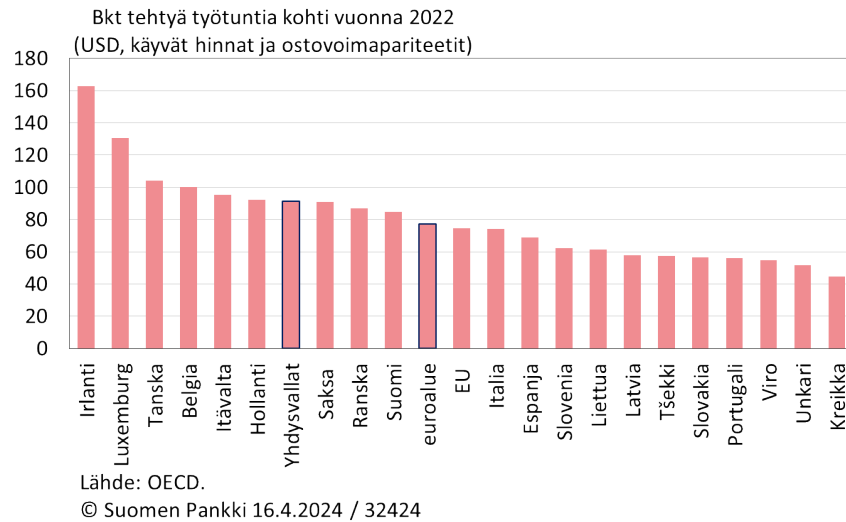
Viimeaikainen tuottavuuskehitys ollut selvästi heikompaa Euroopassa kuin Yhdysvalloissa



Vaikka euroalue ja EU kokonaisuutena ovat pahasti jäljessä tuottavuudessa Yhdysvaltoihin verrattuna, muutamat yksittäiset jäsenmaat pärjäävät vertailussa hyvin – etenkin kun tuottavuutta tarkastellaan suhteessa tehtyihin työtunteihin (kuvio 11).

Kuvio 11.

Tuottavuus työtuntia kohti on muutamissa euromaissa lähellä Yhdysvaltain tasoa



Yhdeksi syyksi erilaiseen kehitykseen nähdään viime vuosien erilainen talouspolitiikka. Euroopassa on tuettu työpaikkojen säilymistä erilaisin

tukiohjelmin, erityisesti pandemian aikana. Yhdysvalloissa siedettiin paremmin työttömyyden tilapäistä kasvua, mikä kannusti työvoimaa todennäköisesti hakeutumaan uusille tuottavammille aloille. Lisäksi Yhdysvalloissa talouskasvun käynnistymistä tuettiin mittavin finanssipoliittisin elvytystoimin.^[23] Yhdysvalloilla on ollut keskeinen asema teknologisessa kehityksessä, kuten esimerkiksi digitalisaatiossa – ovathan kaikki suurimmat tietotekniikka-alan yritykset amerikkalaisia. Euroalueen kyky hyödyntää uusia teknologioita on arvioitu selvästi Yhdysvaltoja heikommaksi ilman lisäpanostuksia.^{[24] ,[25]}

Euroopan ongelmaksi nähdään myös jäykät työmarkkinat, markkinoiden pirstaleisuus ja sääntely. Yhdysvaltain talous hyötyy myös suuremmasta joustavuudesta työmarkkinoilla ja yritys rakenteissa, mikä mahdollistaa nopeamman sopeutumisen uusiin teknologioihin ja markkinamuutoksiin. Yhdysvalloissa myös pääomamarkkinat ovat syvemmät ja kattavammat kuin EU-maissa. EU:n pääoma- ja pankkiunionin kehittäminen voisi vauhdittaa uusien yritysten syntymistä ja kasvua sekä allokoida investointeja tuottavimpiin kohteisiin.

Monissa EU-maissa tuottavuuden kasvua ovat hidastaneet myös taloudelliset haasteet, kuten esimerkiksi velkakriisit ja epäedullinen demografinen kehitys. Ne ovat vaimentaneet investointeja ja työmarkkinoiden dynamiikkaa. EKP:n selvityksen^[26] mukaan viimeaikaista euroalueen hidasta tuottavuuskasvua selittää pandemia. Yrityksiä koskevan analyysin (joka ei sisällä Saksaa) mukaan pandemian aikana tuottavuus supistui, koska yrityssektorin sisäinen tuottavuuskasvu oli heikkoa. Tuottamattomia yrityksiä poistui markkinoilta pandemian aikana – mutta vähemmän kuin yleensä – mahdollisesti tukitoimien vuoksi. Pandemia on myös saattanut tuhota inhimillistä pääomaa. Energiamurros hidastaa tuottavuuden kasvua lyhyellä aikavälillä, mutta se saattaa kiihdyttää sitä pidemmällä aikavälillä.

Euroopassa investointikehitys on ollut viime vuosina vaimeaa, ja myös panostukset immateriaalioikeuksiin ovat kasvaneet heikosti (kuvio 12). Yhdysvalloissa tehdään suhteellisesti enemmän merkittäviä investointeja tutkimukseen ja tuotekehitykseen (kuvio 13), mikä tukee siellä innovaatioita ja tuottavuuden kasvua pitkällä aikavälillä.

23. Ks. myös keskustelua tuottavuuskehityksestä Euroopassa ja Yhdysvalloissa: Martin Sandbu 29.2.2024, <https://www.ft.com/content/3a9fb9c7-84e8-43ca-8770-839430cbaebd> ja 7.3.2024 Parsing Europe's productivity stagnation (ft.com).

24. Ks. esim. <https://www.mckinsey.com/featured-insights/artificial-intelligence/tackling-europes-gap-in-digital-and-ai>.

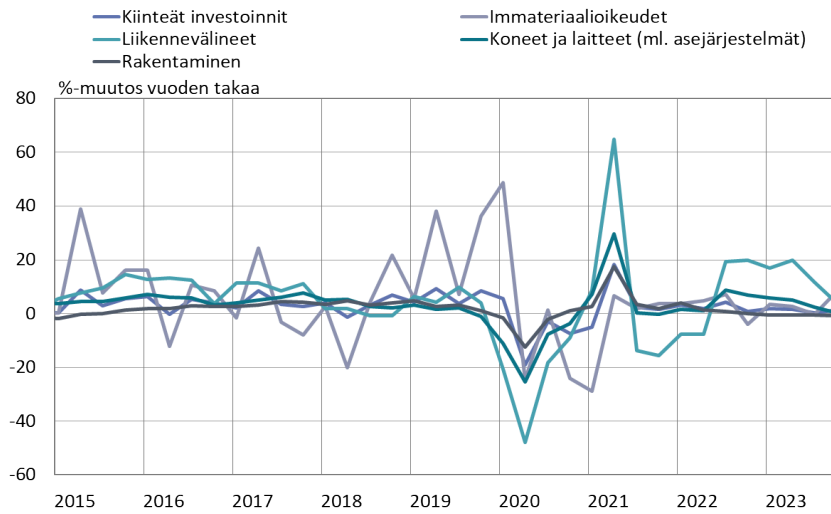
25. Esimerkiksi tekoälyyn on Euroopassa suhtauduttu suuremmalla varauksella ja keskitytty enemmän sääntelyn luomiseen, kun Yhdysvalloissa sen sijaan siihen on investoitu aktiivisesti. Ks. esim. <https://www.brookings.edu/articles/the-eu-and-us-diverge-on-ai-regulation-a-transatlantic-comparison-and-steps-to-alignment/>.

26. EKP:n talouskatsauksen (2/2024) kehikko, Lopez-Garcia, Anghel, Bijnens, Bunel, Laliinsky, Modery ja

Valderrama: The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth (europa.eu).

Kuvio 12.

Investointien kehitys euroalueella

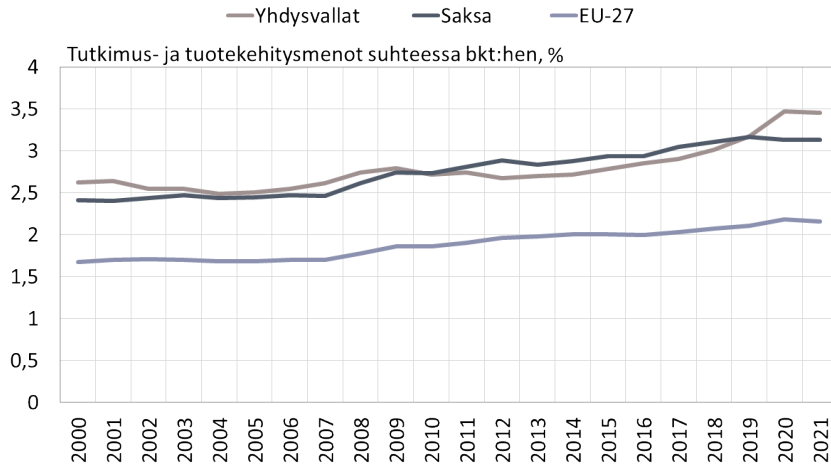


Lähde: Eurostat.

© Suomen Pankki 16.4.2024 / 42691

Kuvio 13.

Tutkimus- ja tuotekehitysmenot suhteessa BKT:hen ovat jääneet EU:ssa jälkeen Yhdysvalloista



Lähde: OECD.

© Suomen Pankki 16.4.2024 / 42691

Alun perin koronapandemiasta toipumisen tukemiseen EU:ssa perustettu Next Generation EU (NGEU) -rahasto pyrkii edistämään etenkin EU:n vihreää siirtymää ja digitalisaatiota ja voi siten samalla edesauttaa myös tuottavuuden kehitystä. Rahasto tukee mm. digitaalisen infrastruktuurin rakentamista, digitaalisten palveluiden kehittämistä ja vihreää siirtymää.

Talouden rakenteiden ja koulutuksen vahvistaminen edesauttaisi euroalueen kykyä omaksua uusia teknologioita ja edistää digitalisaatiota. Osa NGEU-rahoituksesta onkin ehdollista sille, että jäsenvaltiot toteuttavat rakenteellisia uudistuksia. NGEU tukee myös tutkimusta ja innovointia sekä työvoiman taitojen parantamista ja uudelleen koulutusta. Panostukset inhimilliseen pääomaan ovat erittäin tärkeä osa tuottavuuden parantamiseen tähtääviä toimia, sillä osaava työvoima ottaa käyttöön nopeammin uusia teknologioita ja menetelmiä.

Avainsanat

tuottavuus, euroalue, talouskasvu, inflaatio, rahapolitiikka



ANALYYSI

Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet euroalueen hintojen ja palkkojen kehitykseen?

16.4.2024 – Analyysi – Rahapolitiikka



Lauri Vilmi
Vanhempi neuvonantaja



Sami Oinonen
Ekonomisti

Euroalueen inflaatiota kiihdyttivät vuosien 2021 ja 2022 aikana erityisesti energian ja ruoan hintojen nousu sekä erilaiset tarjontaketjujen häiriöt. Hintojen nousu näinä vuosina on kiihdyttänyt palkankorotuksia vuoden 2023 alusta lähtien. Myös yhä jatkuva pula työvoimasta on lisännyt palkkapaineita. Vuoden 2022 aikana inflaatio-odotukset kasvoivat pitkittyneen nopean inflaation ajanjakson vuoksi. Euroopan keskuspankin toimet rahapolitiikan kiristämiseksi ovat kuitenkin tukeneet inflaatio-odotusten ankkuroitumista 2 prosentin tuntumaan. Odotusten ankkuroituminen ja energia- ja ruokainflaation tasoittuminen edesauttavat inflaation hidastumista. Kireät työmarkkinat ja kallistuneita hintoja kompensoiva palkkojen nousu pitävät kuitenkin inflaatiovauhdin yhä yli 2 prosentin tavoitteen. Tulokset perustuvat euroalueen viime vuosien inflaatio- ja palkkadyنامiikkaa kuvaavaan dynaamiseen inflaatiomalliin.



Euroalueen inflaatio on ollut vuoden 2021 puolivälistä lähtien poikkeuksellisen nopeaa ja ylittänyt EKP:n 2 prosentin tavoitteen. Vastaava nopean inflaation jakso on ollut myös Yhdysvalloissa, mutta siellä inflaatio kiihtyi euroaluetta aikaisemmin. Kiihtyneeseen inflaatioon on esitetty useita sekä tarjonta- että kysyntälähtöisiä syitä.^[1] Ensin koronapandemia lisäsi häiriöitä globaaleissa tarjontaketjuissa. Venäjän hyökkäyssodan takia energian ja myös muiden raaka-aineiden hinnat nousivat jyrkästi. Sodan myötä kallistuneet maatalouden kustannukset ja energian hinnannousu nostivat myös ruoan hintoja voimakkaasti.^[2] Kysyntäpuolella hintoja ovat nostaneet voimakkaan finanssi- ja rahapoliittisen elvytyksen tukema kulutuksen kasvu ja kysynnän rakenteen voimakkaat heilahtelut tavaroiden kysynnästä myöhemmin palveluiden kysyntään. Samalla myös julkinen kulutus on kasvanut selvästi. Kasvanut kokonaiskysyntä on kiristänyt työmarkkinoita. Vaikka työvoiman määrä on noussut vauhdikkaasti vuoden 2022 alusta lähtien lisääntyneen maahanmuuton ja kasvaneen työhön osallistumisen myötä^[3], niin työn tarjontaa ovat samalla rajoittaneet vähentyneet työtunnit työntekijää kohden^[4] ja väestön ikääntyminen^[5].

Tutkimme inflaatiodynamiikan kehitystä euroalueella yksinkertaisella palkka- ja hinnoittelumallilla, joka perustuu Blanchardin ja Bernanken (2023)^[6] Yhdysvaltoja

1. De Santis, R. A. ja Stoevsky, G. (2023) The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area. ECB Economic Bulletin, 4/2023.

2. Rezessy, A. ja Maravalli, G. (2024) What's behind the spike in food inflation – recent developments, drivers and outlook in the euro area. Quarterly Report on the Euro Area (QREA), Vol. 22, No. 4 (2023).

3. Consolo, A., da Silva, A. D., Martinez Hernández, C. ja Weißler, M. (2023) The euro area labour force: recent developments and drivers. ECB Economic Bulletin, Issue 6/2023.

4. Obstbaum, M., Oinonen, S., Pönkä, H., Vanhala, J. ja Vilmi, L. (2023) [Transmission of recent shocks in a labour-DSGE model with wage rigidity](#). BoF Economics Review 1/2023. & Astinova, D., Duval, R. A., Hansen, N-J. H., Park, B., Shibata, I. ja Toscani, F. G. (2024) Dissecting the Decline in Average Hours Worked in Europe. IMF working Paper 12 Jan 2024.

5. Arce, O., Consolo, A., da Silva, A. D. ja Mohr, M. (2023) More jobs but fewer working hours. The ECB Blog 7 June 2023.

6. Blanchard, O. ja Bernanke, B. S. (2023) What causes the US pandemic-era inflation? NBER Working Paper

koskevaan hintadynamiikkaa kuvaavaan malliin^[7]. Mallikehikolla voi arvioida, miten työmarkkinoiden kireys, energian ja ruoan hintojen vaihtelut sekä tarjontahäiriöt ovat vaikuttaneet euroalueen inflaatio- ja palkkakehitykseen. Malli on verraten yksinkertainen kuvaus taloudesta eikä perustu suoraan mikrotalouspohjaiseen teoriaan. Osa saaduista tuloksista voikin olla herkkiä tehdyille oletuksille.

Blanchardin ja Bernanken mallin muuttujat ja niiden välinen dynamiikka on havainnollistettu kuviossa 1. Malli koostuu siis neljästä endogeenisestä eli toisistaan riippuvasta muuttujasta: palkkojen muutos (w_t), vuosineljänneksen inflaatio (π_t) sekä lyhyen aikavälin ($\pi_t^{E,S}$) ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ($\pi_t^{E,S}$) (siniset laatikot). Lisäksi hintamuuttujiin vaikuttavat erilaiset eksogeeniset eli mallin ulkopuolelta tulevat tekijät (turkoosi laatikko). Tällaisia ovat energian (π_t^e) ja ruoan (π_t^f) hintojen muutokset, työmarkkinoiden kireys v_t , tarjontahäiriöt x_t ja tuottavuuden trendikasvu A_t^{trend} . Nuolet osoittavat mallin muuttujien väliset riippuvuussuhteet.^[8]

31417. Tässä paperissa käytetään lyhyempiä viiveitä muuttujille kuin Blanchardin ja Bernanken (2023) alkuperäisessä tutkimuksessa, jossa käytetään tuottavuuden trendiä lukuun ottamatta kaikille muuttujille neljän vuosineljänneksen viiverakennetta. Euroalueen osalta lyhyempi viiverakenne antaa hyvin samankaltaiset tulokset kuin pidempien viiveiden sisällyttäminen malliin.

7. Blanchardin ja Bernanken alkuperäisessä muodossa palkkayhtälössä on myös ns. catch-up-termi, joka mittaa toteutuneen inflaation ja vuoden takaisen vastaavan ajankohdan inflaatio-odotuksen välistä erotusta eli toteutunutta inflaatioyllätystä. Koska sekä odotukset että inflaatio ovat mallissa jo mukana itsenäisinä muuttujia, niin tämä termi on jätetty tässä spesifikaatiossa pois, sillä catch-up-vaikutus tulee huomioon otetuksi jo näiden muuttujien kautta. Termin pois jättäminen suurentaa historiallisissa dekompositioissa eri hintoihin vaikuttavien endogeenisten sokkien vaikutusta palkkoihin, mutta ei muuta yleisiä johtopäätöksiä tuloksista.

8. Yhtälöt voidaan esittää seuraavasti:

$$w_t = \sum_{i=1}^1 \alpha_i^1 w_{t-i} + \sum_{i=1}^2 \alpha_i^2 v_{t-i} + \sum_{i=1}^4 \alpha_i^3 \pi_{t-i}^{E,S} + \alpha^4 A_{t-1}^{trend} + \epsilon_t^1 \quad (1)$$

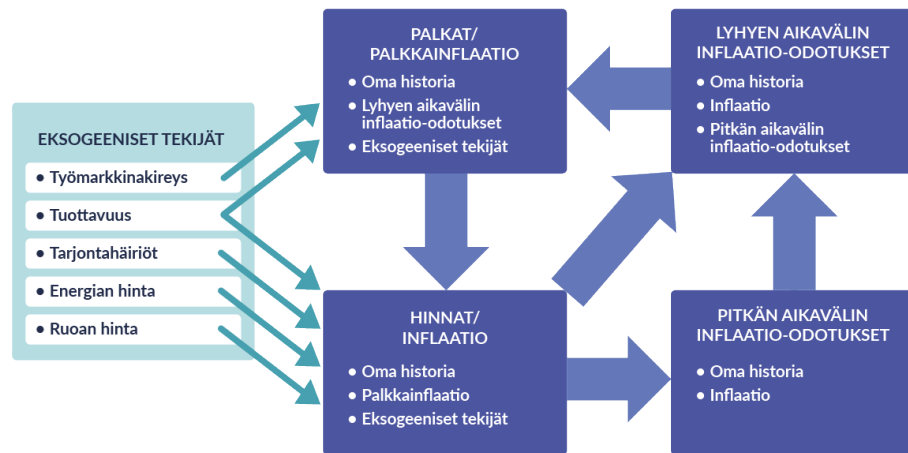
$$\pi_t = \sum_{i=1}^1 \beta_i^1 \pi_{t-i} + \sum_{i=0}^1 \beta_i^2 w_{t-i} + \sum_{i=0}^0 \beta_i^3 \pi_{t-i}^e + \sum_{i=0}^0 \beta_i^4 \pi_{t-i}^f + \sum_{i=1}^3 \beta_i^5 x_{t-i} + \beta^6 A_{t-1}^{trend} + \epsilon_t^2 \quad (2)$$

$$\pi_t^{E,S} = \sum_{i=1}^1 \gamma_i^1 \pi_{t-i}^{E,S} + \sum_{i=0}^1 \gamma_i^2 \pi_{t-i}^{E,L} + \sum_{i=0}^1 \gamma_i^3 \pi_{t-i} + \epsilon_t^3 \quad (3)$$

$$\pi_t^{E,L} = \sum_{i=1}^1 \eta_i^1 \pi_{t-i}^{E,L} + \sum_{i=0}^1 \eta_i^2 \pi_{t-i} + \epsilon_t^4 \quad (4)$$

Kuvio 1.

Käytetyn mallin kuvaus



Lähde: Suomen Pankki.

Yritykset ja työntekijät neuvottelevat palkoista huomioiden työmarkkinoiden kireyden sekä odotukset tulevasta (lyhyen aikavälin) inflaatiokehityksestä. Palkat määräytyvät mallissa etukäteen, jolloin palkat eivät reagoi välittömästi taloudessa syntyviin uusiin sokkeihin. Palkkayhtälö muistuttaa uuskeynesiläisen mallin palkanasetantaa siinä mielessä, että odotukset vaikuttavat nykyiseen palkkatasoon, mutta toisin kuin uuskeynesiläisessä perusmallissa, palkkoihin vaikuttavat inflaatio-odotukset eivät odotukset tulevasta palkasta.

Yritykset puolestaan asettavat tuotteilleen hinnan huomioiden palkka- ym. tuotantokustannuksensa. Inflaatio-odotuksilla ei siis Blanchardin ja Bernanken (2023) mallissa ole suoraa vaikutusta hintojen asetantaan, vaan hinnat määräytyvät taaksepäin katsovasti ja inflaatio-odotukset heijastuvat hintoihin vain epäsuorasti palkkayhtälön kautta.

Lyhyen ajan inflaatio-odotuksiin vaikuttavat aiemmat odotukset, edellisten vuosineljänneksien toteutunut inflaatio sekä pitkän ajan inflaatio-odotukset. Näihin muuttujiin vaikuttavat puolestaan niiden omat viiveensä ja toteutunut inflaatio. Keskuspankin inflaatiotavoitteen ollessa uskottava tulisi pitkän ajan odotusten olla ankkuroituneet lähelle 2:ta prosenttia. Odotusten kasvu tätä suuremmiksi aiheuttaisi mallissa inflaation pitkäaikaisen kiihtymisen tavoitetta nopeammaksi.

Tarjontasokit käynnistivät inflaation kiihtymisen

Yhtälöryhmä voidaan estimoida neljän yhtälön rakenteellisena SVAR-mallina (structural vector autoregression), jossa endogeenisina muuttujina ovat palkat, hinnat sekä lyhyen ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ja eksogeenisina muuttujina työmarkkinakireys, ruoan ja energian hintojen inflaatio ja tarjontahäiriöindikaattori. SVAR:n avulla sokkien suorien vaikutusten lisäksi nähdään myös niiden välittämät epäsuorat vaikutukset mallin muiden muuttujien kautta. Näin voidaan tarkastella, missä määrin eri tekijät ovat vaikuttaneet euroalueen inflaatioon viime vuosina.

Euroalueelle estimoidun mallin yhtälöiden muuttujat on valittu datan saatavuuden mukaan mukailleen Blanchardin ja Bernanken tutkimusta. Yhtälöt on estimoitu vuodesta 2000 alkaen. Hintamuuttujina mallissa käytetään kausitasoitettuja hintaindeksejä euroalueen YKHI:lle sekä energian ja ruoan hinnoille ja palkkamuuttujana EKP:n euroalueelle laskemaa sopimuspalkkamittaria (Blanchardilla ja Bernankella *työkustannusindeksi*), joka on pienemmän volatiilisuuden ansiosta toteutuneiden palkkojen mittareita (työntekijä- tai tuntikohtaiset palkat) parempi mittari euroalueen palkkakehityksen kuvaamiseen ja analysointiin. Lyhyen aikavälin inflaatio-odotuksina käytetään EKP:n SPF-kyselyn^[9] (Survey of Professional Forecasters) yhden vuoden odotuksia ja pitkän aikavälin vastaavasti SPF:n viiden vuoden odotuksia (Blanchardilla ja Bernankella *Cleveland Fedin malliperusteiset yhden ja kymmenen vuoden inflaatio-odotukset*). Työmarkkinoiden kireyttä mitataan komission yritys­kyselystä saatavalla ”työvoima tuotannon rajoitteena” -indikaattorilla (Blanchardilla ja Bernankella *avomien työpaikkojen suhde työttömyyteen eli v/u*) ja tarjontahäiriöitä puolestaan NY Fedin ”tarjontaketjun häiriöt” -mittarilla (Blanchardilla ja Bernankella *Google-hakuihin perustuva mittari*). Tuottavuuskehitystä mitataan työvoiman tuottavuudella työtuntia kohden, josta on otettu kahdeksan vuosineljänneksen liukuva keskiarvo.

Samaisella mallilla ovat euroalueen inflaatiodynamiikkaa äskettäin tarkastelleet myös Arce ym. (2024). Heidän käyttämänsä muuttujajoukko on pääosin sama kuin tämän artikkelin tulosten estimoinnissa käytetty muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta. Arce (2024) ym. käyttävät lyhyen aikavälin inflaatio-odotusten mallintamiseen Consensus Forecastin inflaatio-odotuksia^[10] yhden vuoden päähän. Työmarkkinoiden kireysmittarina on avomien työpaikkojen suhde työttömyyteen (v/u). Lisäksi heidän estimoinneissaan mukana on myös Blanchardin ja Bernanken mallissakin käytetty catch-up-muuttuja, joka kuvaa inflaatioyllätyksestä johtuvaa palkkakompensaatiota (ks. alaviite 7).

Euroalueen inflaatio- ja palkkakehitykseen vaikuttaneet eksogeeniset tekijät ja endogeenisten muuttujien sokkien vaikutukset inflaatioon näkyvät kuvioissa 2–3. Tuottavuuskehityksen vaikutus sisältyy termiin ”muut”. Euroalueen inflaatioon ovat vaikuttaneet vuoden 2021 alussa suurelta osin energian ja ruoan hintojen voimakas nousu sekä kasvaneet tarjontahäiriöt (kuvio 2). Erityisesti energian hintasokit selittävät suuren osan inflaation kiihtymisestä vuosina 2021 ja 2022. Myös merkittävä osa inflaation hidastumisesta 2023 aikana on johtunut energian hinnoista. Hintakehitykseen on myös ollut vaikuttamassa muita inflaatiota kiihdyttäneitä sokkeja, mitkä voivat selittyä voimakkaasti kasvaneella kysynnällä. Nämä inflaatiota aluksi kiihdyttäneet tekijät hiipuivat vuoden 2023 aikana, ja energian vaikutus inflaatioon kääntyi jopa negatiiviseksi. Inflaatio on kuitenkin pysynyt EKP:n inflaatiotavoitetta nopeampana, ja

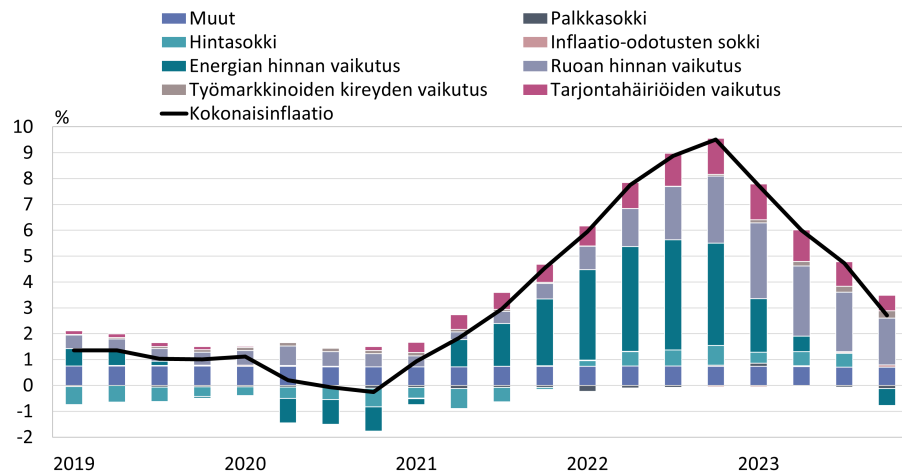
9. EKP on tehnyt ja julkaissut SPF-kyselyä jo vuodesta 1999 saakka. Kysely on neljännesvuosittainen, ja vastaajajoukko on noin 75 ammattiennustajaa, joista noin 2/3 on rahoitussektorilta ja loput instituutioita ja tutkimuslaitoksia. Kullakin kyselykierroksella vastaajien lukumäärä on keskimäärin 40–50. SPF:ssä kysytään ennustajien arviota kuluvan vuoden, seuraavan ja sitä seuraavan kalenterivuoden sekä pitkän aikavälin (4–5 vuotta) inflaatiosta. Lisäksi kysytään vielä vastaajien inflaationäkemyistä kulloistakin kyselyhetkeä seuraavalta 12 ja 24 kuukaudelta.

10. Consensus Forecast tuottaa kuukausittaista rahoitusalan ammattilaisille ja talousinstituutioille suunnattua kyselyä, jossa tiedustellaan mm. vastaajien näkemystä kuluvan vuoden ja seuraavan kalenterivuoden inflaatiosta. Vastaajia kulloisellakin kierroksella on noin 30.

keskeisimpänä ajurina tässä ovat olleet yhä nopeana jatkunut elintarvikkeiden inflaatio ja kireät työmarkkinat.

Kuvio 2.

Energian ja ruoan hinnat sekä tarjontahäiriöt käynnistivät inflaation kiihtymisen euroalueella



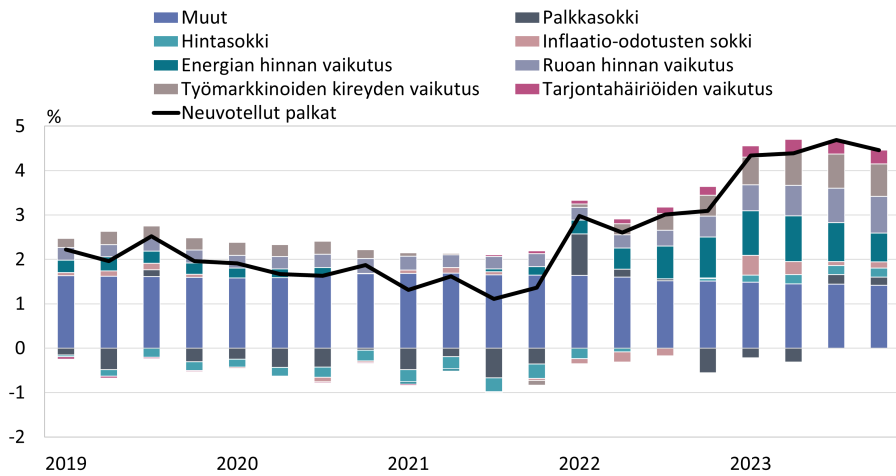
Lähde: Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 16.4.2024

Kasvava työmarkkinoiden kireyden vaikutus näkyy inflaatiota voimakkaammin palkkojen kehityksessä (kuvio 3). Työmarkkinoiden kireyden kasvun arvioidaan selittävän vuoden 2023 viimeisellä neljänneksellä noin 0,7 prosenttiyksikköä sopimuspalkkojen kiihtymisestä. Muutoin palkkojen kasvuvauhdin kiihtyminen selittyy pitkälti energian ja ruoan hintojen nousun sekä tarjontahäiriöiden kasvattamalla hyödykeinflaatiolla, mikä on lisännyt työntekijöiden palkkavaatimuksia. Näillä tekijöillä näyttää euroalueella olevan pitkäkestoinen palkkoja kiihdyttävä vaikutus. Kiihtynyt palkkakehitys vaikuttaakin suurelta osin olleen reaktiota kiihtyneeseen inflaatioon eikä niinkään johtuvan tulevaisuuden inflaatio-odotusten tai voimakkaan työvoiman kysynnän kasvun aiheuttamista palkkasokeista.^[11] Vuoden 2023 aikana palkkoja on hieman nostanut myös inflaatio-odotusten kasvu, mutta toistaiseksi odotusten kasvun arvioidaan vaikuttaneen palkkoihin maltillisesti, noin 0,1–0,2 prosenttiyksikön verran (graniitinpunaiset palkit).

11. Euroalueelle palkkojen mittarina on käytetty sopimuspalkkoja. Kuitenkin myös palkkaliukuma on kasvanut, mitä ei ole mallissa huomioitu. Työvoiman kysynnän kasvu tai palkkapaineiden kasvu voisivat näkyä palkkaliukumassa tässä esiteltyjä estimointituloksia voimakkaammin.

Kuvio 3.

Euroalueella palkkojen nousu ollut lähinnä reaktiota kallistuneisiin kuluttajahintoihin



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 16.4.2024

Saadut tulokset euroalueen inflaatio- ja palkkakehityksestä ovat hyvin samankaltaiset kuin muissa vastaavissa tutkimuksissa. Hiljattain Blanchardin ja Bernanken lanseeraamalla mallikehikolla on estimoitu hintojen ja palkkojen viimeaikaista dynamiikkaa useassa eri maassa. Blanchard ja Bernanke (2024)^[12] summaavat tuoreeltaan jo julkaistujen (Yhdysvallat, Iso-Britannia, euroalue ja Japani) ja vielä julkaisemattomien (Kanada, Ranska, Saksa, Belgia, Alankomaat, Espanja ja Italia) tutkimusten tuloksia. Heidän mukaansa maakohtaisia eroja löytyy, mutta keskeinen tulos on, että inflaation kiihtyminen johtui kaikissa tarkastelluissa maissa ensisijaisesti suoraan hintoihin vaikuttaneista sokeista (energia, ruoka ja tarjontahäiriöt), kun taas kireiden työmarkkinoiden vaikutus inflaatioon on ollut verraten vähäinen. Viimeaikainen inflaation hidastuminen on ollut pitkälti seurausta energian hintojen laskusta, kun taas ruoan hinnat ovat pysyneet korkeina edelleen. Pitkittyneet työmarkkinoiden kireys on kuitenkin alkanut heijastua inflaatiokehitykseen ja voi yhä pitkittyessään johtaa pysyvästi nopeampaan inflaatioon.

Euroalueen osalta Arce ym. (2024)^[13] saivat laskelmissaan hyvin pitkälti tässä artikkelissa esitettyjen kaltaiset tulokset. Lisäksi he toteavat, että palkkojen välittyminen euroalueen inflaatioon on pandemian aikana heikentynyt. Blanchard ja Bernanke (2024) puolestaan toteavat, että tähän mennessä tehtyjen yhdentoista tutkimuksen perusteella energian hinnan sekä tarjontasokkien vaikutus näyttäisi tulosten mukaan olleen suurinta euroalueella ja ruoan hinnan vaikutuskin toiseksi suurinta heti Japanin jälkeen.

Tarjontasokkien suuresta merkityksestä inflaation kiihtymisessä Yhdysvalloissa raportoivat myös Blanchard ja Bernanke (2023). Yhdysvaltojen palkkakehitys näyttää

12. Bernanke, Ben ja Blanchard, Olivier (2024) Analysing the Inflation Burst in Eleven Economies. Teoksessa Bill English, Kristen Forbes ja Ángel Ubide (toim.) Monetary Policy Responses to the Post-Pandemic Inflation. CEPR Press.

13. Arce, Ó., Ciccarelli, M., Kornprobst, A. ja Montes-Galdón, G. (2024) What caused the euro area post-pandemic inflation? An application of Bernanke and Blanchard (2023). ECB Occasional Paper Series No. 343.

pysyneen toistaiseksi maltillisena, mutta myös he muistuttavat palkkainflaatioon ja sen pitkäkestoisuuteen liittyvistä riskeistä. Samat riskit ovat nähtävissä euroalueella. Haskel ym. (2023)^[14] arvioivat Ison-Britannian hinta- ja palkkainflaation olevan Yhdysvaltoja jäykempää, mutta inflaatio-odotukset ovat Isossa-Britanniassa pysyneet mallitulemia maltillisempina, toisin kuin euroalueella. Nakamura ym. (2024)^[15] toteavat tarjontasokkien olleen myös Japanissa keskeinen inflaatioajuri ja tulosten olevan pitkälti Yhdysvaltojen tulosten kaltaisia, mitä he pitävät jossain määrin yllättävänä ottaen huomioon yhtäältä erot Japanin ja Yhdysvaltojen työmarkkinoiden rakenteessa ja toisaalta yritysten hinnan- ja palkanasetannassa. Työmarkkinakireyden vaikutus inflaatioon on ollut Japanissa hyvin pieni.

Pitkittynyt inflaatio uhkasi nostaa inflaatio-odotukset liian suuriksi

Mallikehikossa keskipitkän ajan inflaationäkymiin vaikuttavat eniten inflaatio-odotusten muodostuminen ja niiden kehitys. Esimerkiksi energian hintojen nousu heijastuu suoraan inflaatioon (ns. first-round-effect eli suora vaikutus). Tällainen yksittäinen, kertaluonteinen sokki itsessään vaikuttaa normaalisti inflaatioon vain lyhyen ajan, ja sen vaikutus hiipuu vähitellen pois.

Inflaatiosta on mallissa kuitenkin myös takaisinkytkentä inflaatio-odotuksiin. Tällöin inflaatioon (tai palkkoihin) kohdistunut sokki heijastuu myös inflaatio-odotuksiin, palkkoihin ja lopulta takaisin inflaatioon (ns. second-round-effect eli kerrannaisvaikutus). Inflaatio-odotukset voivat siten irrota keskuspankin inflaatiotavoitteen mukaisesta ankkurista. Blanchardin ja Bernanken mallikehikon tulkinnan mukaan inflaatio-odotukset ovat ankkuroituneet, mikäli toteutunut inflaatiokehitys ei vaikuta merkittävästi niiden liikkeisiin (ks. kuvio 1, jossa hinnat/ inflaatio -laatikosta ei siis tulisi olla takaisinvirtausta inflaatio-odotuksiin). Blanchard ja Bernanke (2023) toteavatkin, että ilman sokkeja tai muutoksia eksogeenisissä muuttujissa hinta- ja palkkakehitys määräytyvät lopulta pitkän aikavälin inflaatio-odotusten perusteella ja mikäli odotukset ovat ankkuroituneet, on inflaation kiihtyminen näin ollen tilapäistä ja ohimenevää. Jos pitkän aikavälin inflaatio-odotukset eivät pysy keskuspankin tavoitetason mukaisessa ankkurissa, inflaatioon saattaa tulla pysyvämpiä ja pitkäkestoisia muutoksia.^[16] Inflaatio-odotuksissa ja etenkin pitkän aikavälin odotuksissa tapahtuvat muutokset aiheuttavat siis mallissa pitkäkestoisia, mutta hitaasti välittyviä vaikutuksia inflaatioon ja palkkoihin. Etenkin pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten määräytymisessä rahapolitiikan inflaatiotavoitteen uskottavuudella on tärkeä rooli. Näitä voidaan hallita rahapolitiikan toimilla.

Energian ja ruoan hintojen voimakas nousu ja vähäisemmässä määrin tarjontahäiriöt

14. Haskel, J., Martin, J. ja Brandt, L. (2023) Recent UK inflation: an application of the Bernanke-Blanchard model. Bank of England Working Paper.

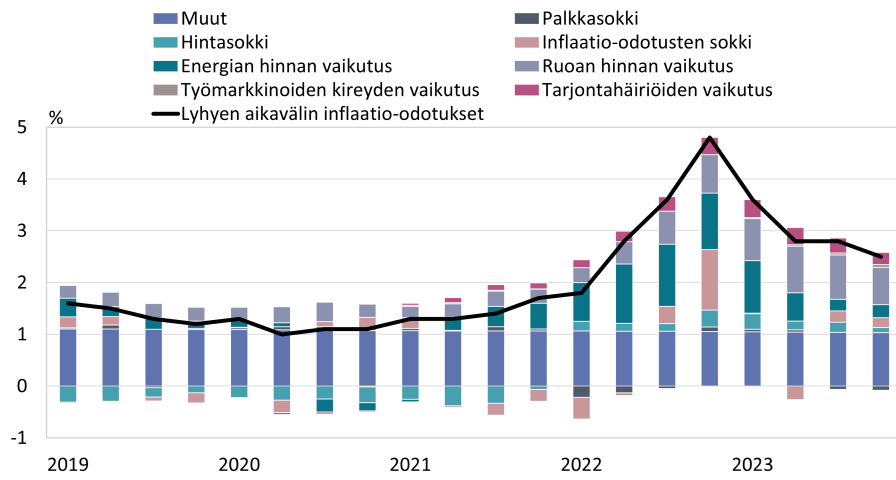
15. Nakamura, K., Nakano, S., Osada, M. ja Yamamoto, H. (2024) What Caused the Pandemic-Era Inflation?: Application of the Bernanke-Blanchard Model to Japan. Bank of Japan Working Paper Series, No.24-E-1.

16. Inflaatio-odotuksista ja niiden muodostumisesta on analysoitu mm. tuoreessa Euro & talous -artikkelissa: Lehmus, M., Oinonen, S. ja Vilmi, L. (2023) [Rahapolitiikan toimilla vahvistettu inflaatio-odotusten ankkuroitumista](#), 3.10.2023.

nostivat etenkin lyhyen aikavälin inflaatio-odotuksia vuosien 2022 ja 2023 aikana (kuvio 4). Sokeilla on normaalistikin epäsuoria vaikutuksia, jotka näkyvät inflaatiossa pienellä viiveellä. Myös tapahtuneiden sokkien oletettu pitkäkestoisuus on voinut vaikuttaa lähitulevaisuuden hintaoletuksiin. Kun nopean inflaation jakso pitkittyi, inflaatio-odotuksiin tuli vuoden 2022 loppupuolella myös voimistuvissa määrin itsenäisiä sokkeja, jotka eivät selity tavanomaisella hintapaineiden välittymisellä odotuksiin. Tämän voi tulkita ainakin osittain merkiksi inflaatio-odotusten ankkurin heikentymisestä. Taustalla oli pitkään jatkunut nopean inflaation kausi, joka oli alkanut välittyä odotuksiin.

Kuvio 4.

Euroalueen pitkittynyt inflaatio heijastunut lyhyen aikavälin inflaatio-odotuksiin



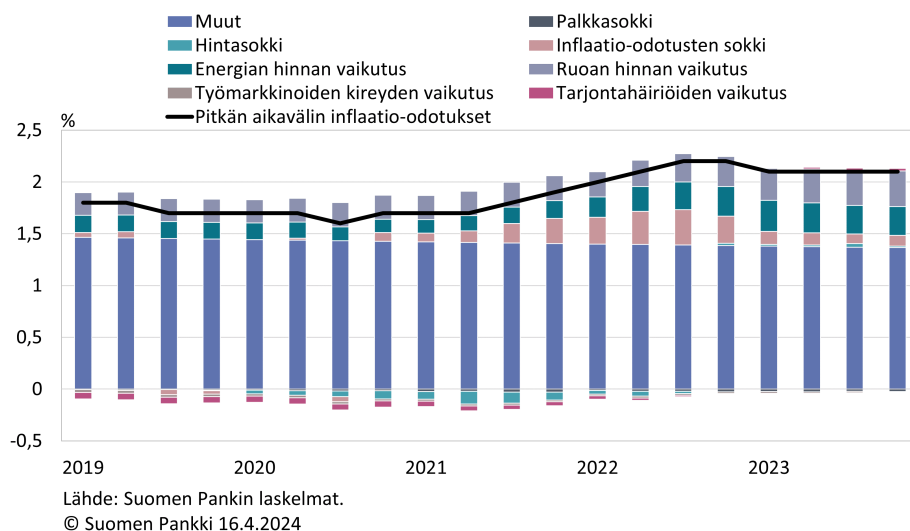
Lähde: Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 16.4.2024

Pitkittynyt nopean inflaation aika välittyi myös pitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin (kuvio 5), jotka kasvoivat hieman mallin antamia tulemia nopeammin vuonna 2022 (keltaiset palkit). Tämäkin voi viitata pitkän aikavälin odotusten ankkurin lievään heikentymiseen. Rahapolitiikan määrätietoisella kiristämisellä ja keskuspankin sitoutumisella inflaatiotavoitteeseen inflaatio-odotuksiin kohdistuneet paineet alkoivat kuitenkin taittua vuoden 2023 aikana (graniitinpunainen palkki pienentynyt).^[17] Inflaatio-odotukset ovat vuosien 2023 ja 2024 aikana palautuneet lähemmäksi 2 prosentin tasoa.

17. Ks. rahapolitiikan kiristämisestä Laine, O.-M., Nelimarkka, J. ja Vilmi, L. (2023) [Rahapolitiikan kiristäminen on hillinnyt hintojen nousua](#). Euro & talous -analyysi, 22.11.2023

Kuvio 5.

Euroalueen pitkän aikavälin inflaatio-odotukset palautuneet 2 prosentin tuntumaan



Inflaatio on hidastumassa tavoitteen mukaiseksi

Euroalueen inflaation ripeä kiihtyminen saavutti huippunsa lokakuussa 2022. Tämän jälkeen inflaation hidastuminen on ollut lähestulkoon yhtä vauhdikasta kuin kiihtyminen oli aiemmin. Hidastumisen syynä ovat pitkälti olleet käänteisesti samat tekijät, jotka johtivat inflaation kiihtymiseen (kuvio 2). Tarjontapuolella energian hinnat ovat laskeneet selvästi huipuistaan, ja niiden vaikutus inflaatioon on viime neljänneksinä ollut jopa negatiivinen. Energian hintojen laskun myötä myös elintarvikkeiden hintapaineet ovat asteittain vähentyneet ja hidastaneet ruoan hintojen nousuvauhtia. Lisäksi pandemiasta seuranneet tarjontaketjujen häiriöt ovat vähentyneet, ja tilanne on asteittain normalisoitunut. Kysyntäpuolella inflaatiota ovat hillinneet yhtäältä pandemian ja energiakriisin vuoksi lanseerattujen tukitoimien asteittainen loppuminen ja toisaalta rahapolitiikan kiristäminen. Tästä on seurannut, että kulutusksyntä on vähentynyt, mikä on osaltaan tasapainottanut kysynnän ja tarjonnan epätasapainoa.

Tulevan inflaatiokehityksen kannalta inflaatio-odotuksilla on keskeinen merkitys. Inflaatio-odotukset heijastuvat nykyhetken inflaatioon sekä palkanmuodostuksen että yritysten hinnanasetannan kautta. Tässä artikkelissa esitetyn mallikehikon mukaan inflaatio-odotusten kasvu johtaisi siis palkkayhtälön kautta palkkojen nousuun ja edelleen hintayhtälön kautta vähitellen myös inflaation kiihtymiseen. Jos talouden toimijat odottavat inflaation kiihtyvän tulevaisuudessa, näkyy tämä palkkavaatimusten ja hintojen nousuna. Näin ollen odotusten pysyminen ankkuroituneena keskuspankin inflaatiotavoitteeseen on ensiarvoisen tärkeää.

Inflaatio-odotukset kasvoivat koronapandemian ja energiakriisin vaikutuksesta. Varsinkin lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset kasvoivat selvästi ja tilapäisesti eritoten energian hintojen nousun vetämänä (kuvio 4). Inflaatiotavoitteen ja hintavakauden näkökulmasta huolestuttavampaa oli kuitenkin pitkien odotusten asteittainen, joskaan ei kovin voimakas kasvu vuoden 2022 aikana (kuvio 5), mikä lisäsi riskiä inflaatio-

odotusten irtautumisesta ankkurista.

EKP:n määrätietoinen ja johdonmukainen rahapolitiikan kiristäminen kuitenkin hillitsi inflaatio-odotusten kasvua. Lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset alkoivat pienetä vuoden 2023 loppupuolella ja ovat palautuneet 2 prosentin tuntumaan. Pitkän aikavälin inflaatio-odotusten asteittainen kasvun kiihtyminen taittui vuoden 2023 aikana ja on asettunut takaisin 2 prosentin tuntumaan. Myös inflaatio-odotuksiin kohdistuneet sokit ovat olleet viime vuosineljänneksinä pieniä, mikä tukee inflaation palautumista keskuspankin tavoitteeseen. Tämän myötä inflaatiopaineet näyttävät olevan hellittämässä ja inflaatio palautumassa inflaatiotavoitteen mukaiseksi.

Yhteenveto

Euroalueen hintadynamiikan ajurit ovat olleet samantyyppisiä kuin Yhdysvalloissa ja muissakin maissa, kun inflaatiokehitystä analysoidaan Blanchardin ja Bernanken (2023) alun perin kehittämän inflaatiomallin avulla. Hyödykemarkkinoihin ja suoraan hintoihin vaikuttaneiden, etenkin globaaliin tarjontaan liittyvien tekijöiden rooli korostuu nopeaa inflaatiota selittäneenä tekijänä. Nämä hyödykemarkkinoiden muutokset ovat välittyneet myös palkkojen kehitykseen. Sen sijaan työmarkkinoiden kireydellä on tähän asti ollut vähäinen vaikutus euroalueen inflaatiokehitykseen. Työmarkkinoiden kiristyminen on kiihdyttänyt kuitenkin jonkin verran palkkainflaatiota.

Vuoden 2022 aikana kiihtynyt inflaatio välittyi lyhyen aikavälin ja jossain määrin myös pitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin. Tämä lisäsi riskejä inflaation pitkäkestoisesta kiihtymisestä keskuspankin inflaatiotavoitetta nopeammaksi. Viime aikoina odotukset ovat tasoittuneet lähelle 2:ta prosenttia mm. voimakkaasti reagoineen rahapolitiikan tukemana. Inflaatio-odotusten palautuminen ennalleen ja palkkojen reaktio kiihtyneeseen inflaatioon tukee käsitystä inflaation palautumisesta lähiaikoina 2 prosentin tuntumaan.

Mallituloksien tulokinnassa on kuitenkin hyvä muistaa, että saatuihin tuloksiin liittyy mallinnukselle tavanomaista epävarmuutta, joka koskee niin mallispesifikaatiota kuin käytettyjen muuttujien valintaa. Yhtä kaikki, mallikehikko tarjoaa hyvin perustellun ja intuitiivisen, verraten yksinkertaisen kuvauksen hintojen ja palkkojen kehityksestä ja niihin vaikuttavista tekijöistä ja on ekonomisteille oiva lisätyökalu inflaatiodynamiikan tarkasteluun ja tulkintaan.

Avainsanat

[euroalue](#), [inflaatio-odotukset](#), [hinnat](#), [inflaatio](#), [palkat](#)



ANALYYSI

Finanssipolitiikka ja velkakestävyys euroalueella koronapandemian ja energiakriisin jälkeen

16.4.2024 – Analyysi – Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka

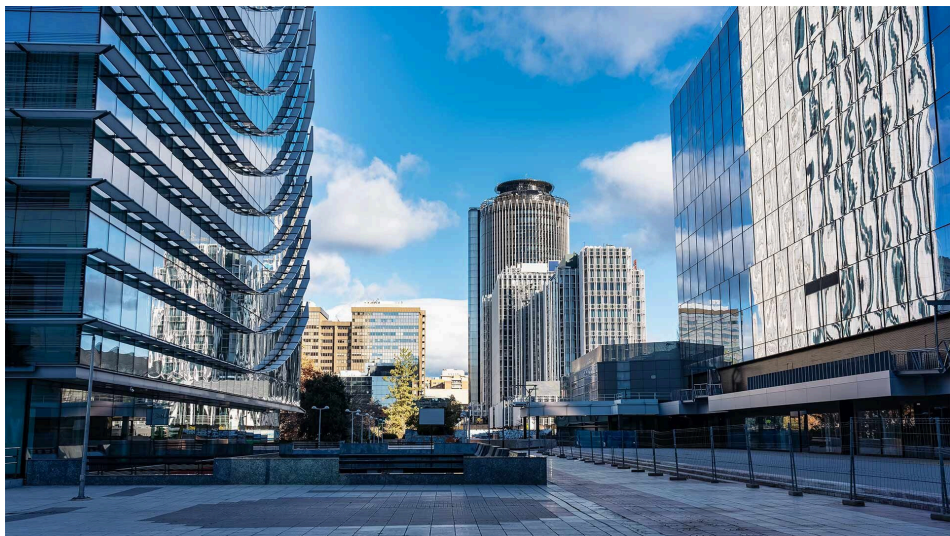


Markku Lehmus
Toimistopäällikkö



Pasi Ikonen
Vanhempi ekonomisti

Rakenteelliset alijäämät euroalueella ovat kasvaneet suuriksi verrattuna pandemiaa edeltävään tilanteeseen. Julkisten velkatasojen kestävyys riippuu koron ja kasvuvauhdin erotuksesta sekä perusjäämien tasosta. Kaikkiin näihin vaikuttavat monet rakenteelliset tekijät vihreästä siirtymästä maailmantalouden fragmentaatioon. Uudistetuilla finanssipolitiikan EU-säännöillä pyritään kohentamaan perusjäämiä ja parantamaan näin EU-jäsenmaiden velkakestävyyttä.

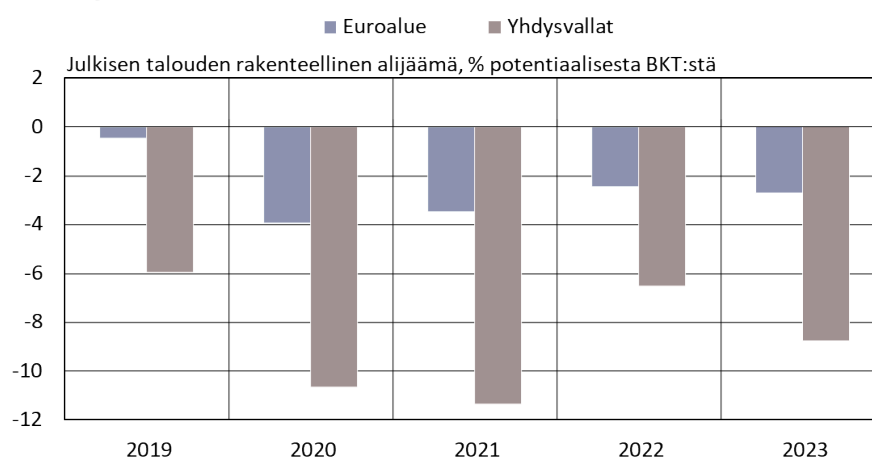


Rakenteelliset alijäämät euroalueella ja Yhdysvalloissa jääneet suuriksi

Rakenteellisesti mitattuna eli suhdanteen vaikutuksesta puhdistettuna julkisen talouden alijäämät ovat euroalueella ja Yhdysvalloissa yhä suuria, eivätkä ne ole palautuneet koronapandemiaa edeltävään tilanteeseen.^[1] Voidaankin argumentoida, että finanssipolitiikan elvytyksestä koronaa edeltävään verrattuna vain osa on tähän mennessä lopetettu. Rakenteellinen alijäämä oli viime vuonna euroalueella reilut 2 prosenttiyksikköä ja Yhdysvalloissa noin 2,5 prosenttiyksikköä suurempi kuin vuonna 2019 Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n laskelmien mukaan (kuvio 1).

Kuvio 1.

Euroalueen ja Yhdysvaltojen julkisen sektorin rakenteellinen alijäämä vuosina 2019–2023, % BKT:stä



Lähteet: IMF WEO.

© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32424

Samanaikaisesti euroalueella ja Yhdysvalloissa rahapolitiikkaa ensin kevennettiin koronapandemian pahimpana vuonna 2020, mutta vuoden 2021 lopun päätöksistä lähtien sitä on kiristetty tuntuvasti reaktion voimakkaasti kiihtyneeseen, laaja-alaistuneeseen ja pitkittyneeseen inflaatioon. Ohjauskorkoja on nostettu historiallisen nopeasti euroalueella vuoden 2022 heinäkuusta, Yhdysvalloissa saman vuoden maaliskuusta lähtien. Keskuspankit ovat myös ryhtyneet pienentämään taseitaan määrällisen kiristämisen (QT) toimin. Kansainväliset järjestöt, kuten OECD ja IMF, ovat viime aikoina varoitelleet raha- ja finanssipolitiikan eritahtisuudesta.

Akateemista tutkimusta eri tekijöiden roolista, mukaan lukien finanssipolitiikka, inflaation viimeaikaisessa kiihtymisessä on yhä varsin niukasti. Kannatusta on kuitenkin saanut näkemys, että inflaatio vuosina 2021–2023 johtui eritoten tarjontasokeista (ks. esim. Bernanke ja Blanchard 2023 sekä Oinosen ja Vilmin artikkeli Eurossa & taloudessa 2024). Samalla kevyt finanssipolitiikka sai aikaan kysyntäsoikin, joka vaikutti vähintäänkin nopean inflaation jakson pitkittymiseen. Finanssipolitiikan vaikutuksesta on esitetty myös arvioita, jotka antavat sille korostuneemman merkityksen inflaation

1. Rakenteellisesta alijäämästä poistetaan suhdannevaikutuksen lisäksi kertaluonteiset ja väliaikaiset tekijät.

kiihtymisessä (esim. Barro ja Bianchi 2023).

Myös finanssi- ja rahapolitiikan yhteisvaikutuksesta inflaation hillinnässä on tehty viime aikoina uutta tutkimusta. Tuoreessa IMF:n tutkimuksessa Beyer ym. (2023) arvioivat raha- ja finanssipolitiikan koordinaation merkitystä euroalueen oloissa hyödyntäen empiiristä VAR-mallia ja kahta erilaista DSGE-makromallia. Tutkimuksen päätulos on, että jo varsin pieni finanssipolitiikan sopeutus mahdollistaisi lyhyiden korkojen merkittävän laskun. Samalla finanssipolitiikan osallistuminen inflaation hillitsemiseen vähentäisi tutkijoiden mukaan fragmentaation riskiä euroalueella.

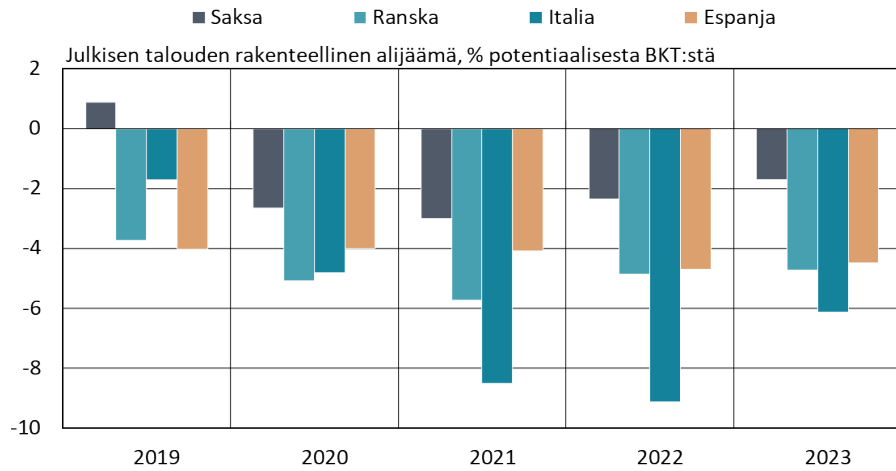
Toinen IMF:n ekonomistien Chenin ym. (2023) artikkeli päättyy rakenteellisia malleja hyödyntävässä tarkastelussaan siihen, että finanssipolitiikan yhtäaikainen sopeutus talouksissa olisi tässä tilanteessa erityisen kustannustehokas tapa alentaa myös inflaatiopaineita, sillä kaikkien maiden kiristäessä rahapolitiikkaansa yhtä aikaa valuuttakurssit muuttuvat vähemmän ja rahapolitiikan valuuttakurssikanava ei toimi.

Euroalueen suurissa talouksissa julkisen velan kestävydessä eroja

Verrattaessa rakenteellisia alijäämiä vuoden 2019 lukuihin, samankaltainen päätelmä kuin Yhdysvalloista ja euroalueesta (aggregaattina) voidaan tehdä myös euroalueen suurimmista talouksista erikseen tarkasteltuina. Rakenteelliset alijäämät eivät olleet viime vuonna palautuneet vuoden 2019 tasolle sen koommin Saksassa, Ranskassa, Espanjassa kuin Italiassakaan EU:n komission laskelmien perusteella (kuvio 2). Suurin ero vuosien 2023 ja 2019 rakenteellisissa alijäämissä on Italiassa, jossa finanssipolitiikka on ollut voimakkaasti elvyttävää; lähimmäksi vuoden 2019 rakenteellista alijäämää päästiin viime vuonna Espanjassa. Niinpä euroalueen finanssipolitiikan viritys ei juonnu erityisemmin yhden suuren jäsenmaan kehityksestä, vaan finanssipolitiikkaa on viritetty suurissa jäsenmaissa jokseenkin samansuuntaisesti vuosina 2020–2023, vaikka joitakin eroja politiikkatoimien voimakkuuksissa voidaan myös havaita.

Kuvio 2.

Saksan, Ranskan, Espanjan ja Italian julkisen sektorin rakenteellinen alijäämä vuosina 2019–2023, % BKT:stä



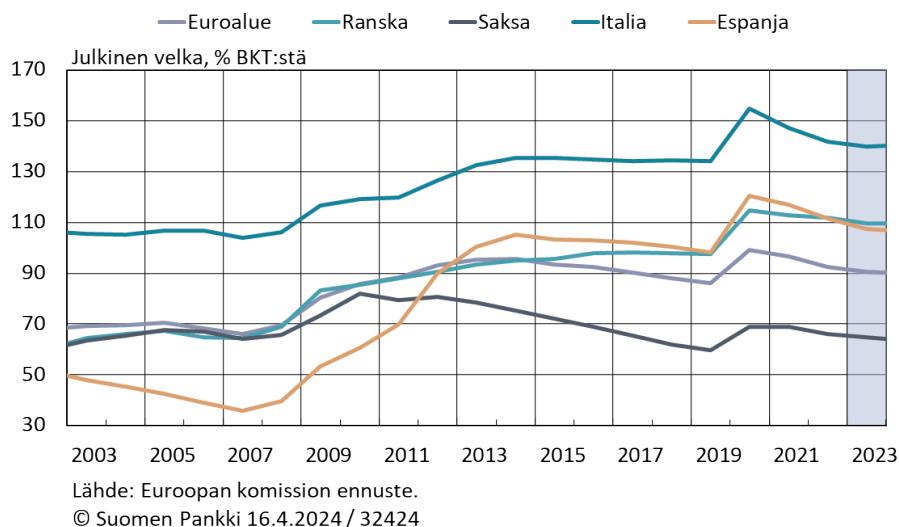
Lähteet: Euroopan komissio.
© Suomen Pankki 16.4.2024 / 32424

Julkinen velka suhteessa BKT:hen onkin euroalueella kasvanut koronapandemiaa edeltävästä. Näin siitä huolimatta, että viimeisen parin-kolmen vuoden aikana velat suhteessa BKT:hen alkoivat lievästi supistua hieman kiristyneen finanssipolitiikan ja reippaan nimellisen BKT:n kasvun myötä inflaation kiihdyttyä (kuvio 3). Julkinen velkasuhde on kuitenkin keskeisissä euroalueen maissa Saksaa lukuun ottamatta varsin suuri ja selvästi Maastrichtin sopimuksen 60 % viitearvon yläpuolella. Italian julkinen velka, jota oli viime vuoden lopussa vajaat 140 % suhteessa maan BKT:hen, on tarkastellussa maajoukossa kaikista kauimpana viitearvosta. Velan suuruus on riski joidenkin euroalueen maiden julkisen talouden kestävyydelle ja samalla lisää riskiä finanssipolitiikan dominanssista eli tilanteesta, jossa julkisen talouden alijäämät ja kasvaneet julkiset velat alkavat rajoittaa rahapolitiikan kykyä ylläpitää hintavakautta.^[2]

2. Rahapolitiikan ja finanssipolitiikan vuorovaikutuksen haasteista euroalueella, ks. myös Bonam ym. (2024) <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op337-fe2b751b27.en.pdf>.

Kuvio 3.

Julkisen velan kehitys euroalueen suurimmissa talouksissa vuosina 2003–2023



Olivier Blanchardin popularisoiman julkisen velan tasapainoyhtälön perusteella julkisen velkaantumisen voidaan osoittaa olevan tasapainoisen kehityksen polulla, kun (nimellisen) koron ja (nimellisen) kasvuvauhdin erotus on negatiivinen eli tilanteessa, jossa $r < g$ ja perusjäämä on riittävän hyvä.^[3]

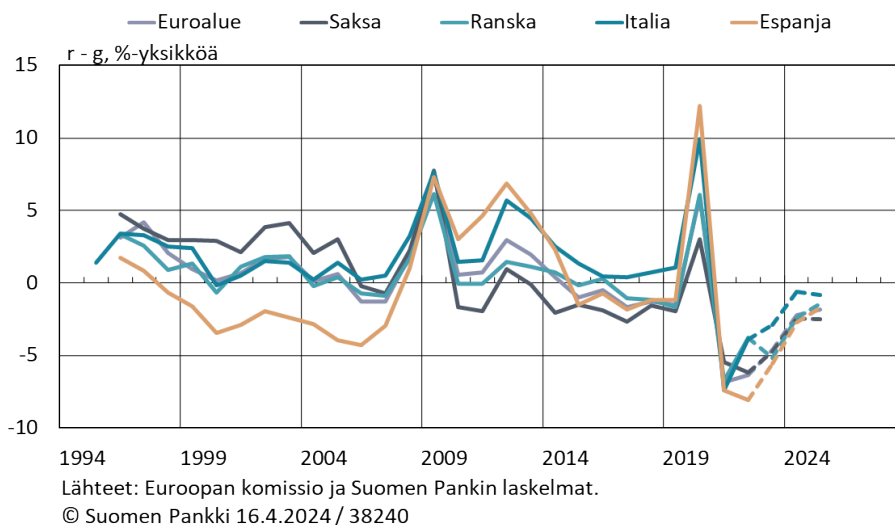
3. Velan kehitys ajassa suhteessa BKT:hen voidaan kuvata formaalisti:

$$\frac{d}{dt} \left(\frac{b_t}{y_t} \right) = \frac{(r_t - g_t) b_{t-1}}{(1 + g_t) y_{t-1}} - \frac{s_t}{y_t}$$

, jossa r ja g ovat kuten edellä, s on perusjäämä ja y on BKT:n taso ja b velan määrä nimellisesti. Tämä O. Blanchardin popularisoima tasapainoyhtälö tuli tunnetuksi viimeistään vuoden 2019 AEA (American Economic Association) -kokouksen ”presidential address” -esityksen myötä. Yhtälöstä ja velan tasapainosta laajemmin artikkelissa Blanchard (2019).

Kuvio 4.

Koron ja kasvuvauhdin erotus euroalueen suurimmissa talouksissa vuosina 1995–2025



Tarkasteltaessa lähihistoriaa havaitaan, että euroalueella koron ja nimelliskasvun erotus muuttui velkaantumisen kannalta erittäin suotuisaksi vuonna 2021, jolloin koronasta toipuminen toi mukanaan hyvän BKT:n reaalikasvun ja korkotaso oli hyvin alhainen (kuvio 4).^[4] Vuonna 2022 tämä erotus säilyi suunnilleen ennallaan BKT:n reaalikasvun hidastumisesta huolimatta, koska BKT-deflaattorin kasvu kiihtyi inflaation nopeuduttua. Vuonna 2023 koron ja nimelliskasvun erotus säilyi velkaantumisen kannalta vielä varsin hyvänä reaalisen BKT:n kasvun vaimenemisesta ja korkojen noususta huolimatta, koska BKT-deflaattorin kasvu kiihtyi komission ennusteen mukaan ennätykselliseen 5,9 prosenttiin.

Vuosina 2024–2025 BKT-deflaattorin kasvun ennustetaan hidastuvan merkittävästi. Vaikka samaan aikaan reaalisen BKT:n kasvun ennustetaan hieman kohenevan, merkitsee tämä koron ja nimelliskasvun erotuksen paluuta lähelle koronaa edeltänyttä.

Velan kestävytyen vaikuttavat monet tekijät

Vaikka ennuste lähivuosien r-g-kehityksestä vaikuttaa kohtalaiselta velkakestävytyden kannalta, korkeisiin velkatasoihin ja velan tasapainoiseen kehitykseen liittyy useita riskejä. EKP on ryhtynyt kiristämään rahapolitiikkaansa myös supistamalla tasettaan vuodesta 2022 tai toisella laskentatavalla vuodesta 2023 lähtien.^[5] Korkeat velkatasot yhdessä määrällisen kiristämisen kanssa tuovat nousupainetta valtionlainojen korkoihin. Valtiot ottavat lähivuosinakin merkittäviä määriä uutta velkaa samalla, kun erääntyviä velkakirjoja joudutaan uusimaan. Jotta lisääntynyt tarjonta kohtaisi markkinakysynnän, täytyy marginaalisen sijoittajan saaman tuoton valtion velkakirjan omistamisesta kasvaa

4. Kuviossa korkona on käytetty implisiittistä korkoa, jonka laskennassa on käytetty julkista velkaa ja siitä maksettavia korkomenoja BKT:hen suhteutettuna.

5. Varsinainen määrällinen kiristäminen alkoi vuodesta 2023 lähtien (ks. aiheesta lisää esim. Laine ja Nelimarkka 2023).

muiden tekijöiden pysyessä ennallaan.

Koron ja kasvuasteen erotukseen vaikuttavat myös monet rakenteelliset tekijät, jotka eivät ole raha- tai finanssipolitiikan viranomaisten kontrollissa. Jos talouden luonnollinen tasapainokorko nousee myös rakenteellisista syistä samanaikaisesti, kun määrällinen kiristäminen ja velan tuottovaateiden kasvaminen jatkuvat, koron ja kasvun erotus voisi kääntyä pidemmäksi aikaa positiiviseksi (eli tilanteeseen, jossa korko on kasvuvauhtia suurempi).^[6] Tässä tilanteessa, ilman perusjäämien kääntämistä positiivisiksi, velka suhteessa BKT:hen alkaisi euromaissa uudelleen kasvaa, eli kasvu ei riittäisi tasapainottamaan velkasuhdetta.

Erialaisten arvioiden mukaan talouden tasapainokoron noususta on kuitenkin vain niukasti evidenssiä (aiheesta laajemmin, ks. infoteksti). Esim. Obstfeldin (2023) mukaan luonnollinen tasapainokorko on saattanut nousta väliaikaisesti, mutta rakenteelliset tekijät, kuten demografiset muutokset, heikko tuottavuuskehitys, yritysten kasvaneen monopolivoiman välilliset vaikutukset ja turvallisten sijoitustuotteiden kysyntä, pitävät tasapainokoron alhaisena jatkossakin. Elinajanodotteen kasvun laskevaa vaikutusta talouden (luonnolliseen) tasapainokorkoon korostavat myös Cesa-Bianchi ym. (2023). Uutena mahdollisena riskitekijänä tasapainokoron nousulle on kuitenkin tuotu esiin maailmantalouden fragmentoituminen.

Obstfeldin (2023) esittämissä arvioissa Yhdysvaltojen luonnollinen tai neutraali reaalin tasapainokorko on tällä hetkellä 0,5–2 %. Euroalueelle vastaavat reaalin tasapainokoron arviot liikkuvat noin prosenttiyksikköä pienempinä.^[7] Silti on hyvä huomioida, että Obstfeldin mainitsemat rakenteelliset tekijät tuovat heikkenemispainetta myös kasvuasteeseen, joten tasapainokoron lasku ei ole yksinään riittävä ehto velkakestävyuden toteutumiseksi. Olennaista velkakestävyuden kannalta on nimenomaan koron ja kasvuasteen erotus.

Koron ollessa kasvuastetta korkeampi velkasuhde voi olla tasapainossa tai supistua vain, jos julkisen talouden peruslujäämä on riittävän suuri. Peruslujäämien kohentamista lähivuosina kuitenkin vaikeuttaa se, että julkisia menopaineita on runsaasti: väestön ikääntyminen länsimaissa jatkuu aiheuttaen paineita eläke- ja hoivamenoihin, puolustusmenoihin tarvitaan geopolitiittisen tilanteen takia lisää resursseja samalla, kun vihreää siirtymää pyritään edistämään investoinnein ja verokannustimin. Sittenkin peruslujäämä on julkisen velan tasapainoyhtälössä se muuttuja, joka on varmimmin finanssipolitiikan viranomaisten kontrollissa.

Uudistetut finanssipolitiikan säännöt pyrkivät tukemaan EU-maiden velkakestävyyttä

Koska finanssipolitiikan mitoitusta ja velkakestävyyttä ei voida mitenkään jättää sen

6. Luonnollisella tasapainokorolla viitataan pidemmän aikavälin tasapainokorkoon, joka tasapainottaa talouden säästämisen ja investoinnit silloin, kun talouteen ei kohdistu sokkeja.

7. Obstfeld käyttää tässä Kimin, Walshin ja Wein (2019) estimoimia sekä toisaalta Laubachin ja Williamsin (2003) alun perin estimoimia, nykyisin Fedin New Yorkin aluekonttorin ylläpitämiä ja lisäksi Fedin Richmondin aluekonttorin ylläpitämiä R*-estimaatteja Yhdysvalloille ja euroalueelle. Ks. <https://www.newyorkfed.org/research/policy/rstar>.

varaana, että kasvuaste ylittää korkotason pysyväisluonteisesti, on päättäjien syytä kiinnittää huomiota perusjäämiin, joiden kehitykseen he voivat vaikuttaa suoraan. Pandemiasta alkaneen tauon jälkeen kuluva vuodesta lähtien EU-maiden finanssipolitiikan kestävyden tavoitteita alkavat tukea (uudelleen) uudistetut EU:n finanssipolitiikan säännöt^[8]. Uudistetuissa finanssipolitiikan säännöissä EU:n perussopimuksen julkisen velan 60 prosentin ja alijäämän 3 prosentin BKT:hen suhteutetut viitearvorajat säilyvät, mutta jäsenmailta edellytetään jatkossa finanssi- ja rakennepolitiikan suunnitelma 4–5 vuoden jaksolle. Jakson jälkeen julkisen velkasuhteen pitää olla uskottavasti laskevalla polulla tai pysyä alle 60 prosentissa, ja alijäämän pitää olla alle 3 % keskipitkällä aikavälillä.

Jäsenmaalle sallitaan sopeutusjakson pidentäminen 7 vuoden mittaiseksi, jos maa tekee sopeutuksen lisäksi komission hyväksymiä rakenteellisia uudistuksia ja investointeja, jotka kasvattavat potentiaalista tuotantoa. Olennaista uudistetuissa fipo-säännöissä on se, että maiden alijäämää ja velkaa koskevien tavoitteiden saavuttaminen pyritään varmistamaan ns. nettomenosäännön (julkiset menot suhdanneluonteisista työttömyysmenoista korjattuna ja pois lukien korkomenot^[9]) avulla. Menosääntö sitoo maita, joiden velkasuhde ylittää 60 % tai alijäämä 3 %. Komissio tuottaa jäsenmaille menosäännön keskipitkän aikavälin velkakestävyysanalyysin pohjalta. Menosääntö asetetaan siten, että velkasuhde alkaa suurella todennäköisyydellä pienetä viimeistään sopeutusjakson jälkeen. Lisäksi menosäännön asettamisessa huomioidaan erityiset velan ja alijäämän kehitystä ohjaavat turvalausekkeet.

Velkaa koskeva turvalauseke edellyttää, että jäsenmaan velkasuhde pienenee keskimäärin vähintään 0,5 prosenttiyksikköä vuodessa niissä maissa, joissa julkinen velka on yli 60 % mutta alle 90 % BKT:stä, ja vähintään 1 prosenttiyksikön vuodessa, jos velkasuhde ylittää 90 %. Alijäämää koskevan turvalausekkeen tarkoitus on ohjata julkinen alijäämä sellaiseksi, joka tarjoaa riittävän turvamarginaalin 3 prosentin alijäämärajaan ja mahdollistaa vastasyklisen suhdannepolitiikan. Turvalliseksi määritellään 1,5 prosentin rakenteellinen alijäämä, josta poikettaessa sitä kohti tulisi pyrkiä 0,4 prosenttiyksiköllä vuodessa tai 0,25 prosenttiyksiköllä vuodessa, jos sopeutusjaksoa on pidennetty 7 vuoteen.

Menosäännön toteutumista seurataan ja vuosittaiset poikkeamat kirjataan valvontatilille. Mikäli poikkeama rikkoo asetetut rajat (0,3 % vuodessa tai 0,6 % kumulatiivisesti), on perusteet käynnistää velkaan perustuva liiallisen alijäämän (EDP) menettely.

Myös alijäämän ollessa viitearvoa (3 %) suurempi maa voi joutua EDP-menettelyyn, jolloin maan pitää sopeuttaa rakenteellista alijäämäänsä vähintään 0,5 prosentin vuosivauhtia suhteessa BKT:hen (pois lukien korkomenot, joita ei poikkeuksellisesti huomioida vuoteen 2027 asti).

Uudistetuissa säännöissä korostetaan myös, että jäsenmaat voivat saada sopeutukseen lisäaikaa mm. vihreän siirtymän tai puolustusinvestointien takia, mikäli komissio tällaiset suunnitelmat hyväksyy. Samalla itsenäiselle Euroopan finanssipoliittiselle neuvostolle (European Fiscal Board eli EFB) olisi tarkoitus antaa aiempaa suurempi

8. Artikkelin kirjoittajat kiittävät Jarkko Kivistöä fipo-sääntöihin liittyvistä arvokkaista huomioista.

9. Nettomenosäännössä huomioidaan myös verotukseen tehtävät muutokset.

neuvoa-antava rooli finanssipolitiikan mitoituksen ja EU-tason ohjauksen arvioinnissa sekä poikkeuksellisten olosuhteiden toteamisessa.

Zettelmayerin (2023) pika-arvion mukaan uusissa säännöissä on sekä vahvuuksia että heikkouksia. Heikkouksia hänen mukaansa ovat mahdollinen yksityiskohtiin menevä ohjeistus 1,5 prosentin alijäämän turvarajan saavuttamisen vauhdista, velan korkomenojen pois lukeminen nettomenosäännöstä 2027 asti, julkisten investointien mukaan lukeminen 1,5 prosentin alijäämän turvarajaan ja kansallisten finanssipolitiikan arviointineuvostojen roolin supistuminen komission alkuperäisestä ehdotuksesta. Vahvuuksina hän pitää erityisesti velkakestävyysanalyysiin perustuvia maakohtaisia vaatimuksia ja nettomenouran käyttämistä pääasiallisena operatiivisena tavoitteena.

Darvas ym. (2023) arvioivat vaikutuksia soveltamalla uusia sääntöjä suoraan jäsenmaiden nykytilanteeseen ja havaitsivat, että uudet säännöt vaatisivat sellaisilta mailta, kuten Belgia ja Italia, varsin merkittävän suuruista rakenteellisia perusylijäämiä (Belgiassa yli 2 % ja Italiassa selvästi yli 3 tai jopa 4 % BKT:stä).^[10]

Uusissa säännöissä keskeinen elementti on maakohtainen finanssipolitiikan ja velan kehityksen tarkastelu. Tähän liittyen Padrini (2019) tekee fipo-sääntöjen sitoutumisesta havainnon Italiasta: jos säännöt räätälöidään vastaamaan kunkin jäsenmaan tilannetta, säännöt sisäistetään paremmin ja niiden noudattamisen todennäköisyys kasvaa.

Sama havainto sääntöjen sisäistämisestä ja niihin sitoutumisesta voidaan tehdä myös Suomen kokemuksista valtion menokehityksen käyttöönotosta (ks. Kivistö ja Lehmus 2023). Reuter (2019) havaitsee tutkimuksessaan myös, että itsenäiset finanssipolitiikan valvonta ja toimeenpano hoitava elin lisäävät sääntöjen noudattamisen todennäköisyyttä.

Uusien sääntöjen sisäistäminen eli jonkinlaisen omistajuuden kehittäminen niihin lisääisi sitä positiivista mahdollisuutta, että uudistettuja sääntöjä noudettaisiin aiemmin voimassa olleita fipo-sääntöjä paremmin. Toisaalta on myös mahdollista, että sääntöjen maakohtainen tarkastelutapa, käytännössä liian tiukoiksi osoittautuvat turvalausekkeet ja rakenneuudistusten tulkinnanvaraisuus johtavat siihen, että uusia sääntöjä ei noudateta lainkaan paremmin kuin edellisiä sääntöjä. Tällöin on sekin mahdollisuus, että uudella kehikolla ei olisi vaikutuksia syntyviin budjettialijäämiin ja siten finanssipolitiikan kestävyteen. Tässä pessimistisessä skenaariossa uudet finanssipolitiikan säännöt eivät muuttaisi rahapolitiikan tekemisen ympäristöä nykyistä helpompaan suuntaan.

Julkisen velan kestävyys riippuu politiikan lisäksi talouden rakenteista

Finanssipolitiikan säännöillä on merkitystä vain silloin, kun niitä noudatetaan. Finanssipolitiikalla on merkitystä kestävien velkatasojen lisäksi myös keskuspankkien inflaatiotavoitteiden kannalta. Viime aikoina finanssipolitiikan ja rahapolitiikan

10. Zettelmayerin (2023) mukaan edellä mainittuihin turvarajoihin pääsy vaatisi Italialta jopa 4 prosentin perusylijäämiä BKT:stä.

vaikutukset talouden kysyntään ovat olleet ainakin ajoittain osittaisessa ristiriidassa keskenään.

Uudistetut EU:n finanssipolitiikan säännöt voivat onnistuneesti toimeenpantuina parantaa EU-maiden velkakestävyttä ja vähentää finanssipolitiikan myötäsyklisyyttä eli suhdanteita voimistavaa vaikutusta ja helpottaa siten myös rahapolitiikan tekemistä. Sittenkin riskinä on, että maakohtaisen tarkastelun korostuminen säännöissä johtaa myös siihen, että finanssipolitiikasta tulee vähemmän koordinoitumpaa euroalueen maiden välillä.

Vähintään yhtä paljon ja todennäköisesti paljon enemmän kuin uudistetut EU-säännöt velkatasojen kestävyteen vaikuttavat talouden rakenteelliset tekijät, kuten väestön ikääntyminen ja teknologiset muutokset. Niiden vaikutukset heijastuvat voimakkaasti velkakestävyteen erityisesti pidemmällä aikavälillä. Koron ja kasvuasteen (negatiivinen) erotus on viime vuosina mahdollistanut tuntuvankin velkaantumisen euroalueella näennäisen edullisesti. Käänteessä epäyhtälössä on mahdollinen, ja jos siitä tulisi pysyvää, se olisi suuri riski julkisen velan kestävyydelle euroalueella.

Lähteet

Barro, R. J. ja Bianchi, F. (2023), Fiscal Influences on Inflation in OECD Countries, 2020–2022. *NBER Working Paper No. 31838*, November 2023.

Bernanke, B. ja Blanchard, O. (2023), What Caused the US Pandemic-Era Inflation? *NBER Working Paper No. 31417*, June 2023.

Beyer, R., Duttagupta, R., Fotiou, A., Honjo, K., Horton, M., Jakab, Z., Linde, J., Nguyen, V., Portillo, R., Suphaphiphat, N. ja Zeng, L. (2023), Shared Problem, Shared Solution: Benefits from Fiscal-Monetary Interactions in the Euro Area. *IMF Working Paper, WP/23/149*, July 2023.

Blanchard, O. (2019), Public Debt and Low Interest Rates. *American Economic Review*, 109 (4): 1197–1229.

Bonomi, D., Ciccarelli, M. ja Gomes, S. (toim.) (2024), Challenges for monetary and fiscal policy interactions in the postpandemic era. *ECB Occasional Paper Series*, No 337.

Cesa-Bianchi, A., Harrison, R. ja Sajedi, R. (2023), Global R*. *CEPR Discussion Paper No. 18518*.

Chen, J., Dabla-Norris, E., Goncalves, C., Jakab, Z. ja Lindé, J. (2023), Can Fiscal Consolidation Help Central Banks Fight Inflation? *IMF Working Paper*, No. 2023/260.

Darvas, Z., Welslau, L. ja Zettelmeyer, J. (2023), A quantitative evaluation of the European Commission's fiscal governance proposal. *Working Paper 16/2023*, Bruegel.

Kim, D., Walsh, C. ja Wei, M. (2019), Tips from TIPS: Update and Discussions. *FEDS Notes, Board of Governors of the Federal Reserve System, May 21, 2019* (URL: <https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/tips-from-tips-update-and-discussions-20190521.html>).

Kivistö, J. ja Lehmus, M. (2023), Reformen av finanspolitikens EU-regler tar steg framåt. *Ekonomiska Samfundets Tidskrift* 1/2023, s. 33–40.

Laine, O.-M. ja Nelimarkka, J. (2023), [Määrällinen kiristäminen hillitsee hintapaineita](#). *Euro & talous*, 4/2023.

Laubach, T. ja Williams, J. C. (2003), Measuring the Natural Rate of Interest. *Review of Economics and Statistics* 85, no.4 (November): 1063–70.

Obstfeld, R. (2023), Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future. Manuscript presented at *the 24th IMF Annual Research Conference*, November 9-10, 2023.

Oinonen, S. ja Vilmi, L. (2024), [Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet euroalueen hintojen ja palkkojen kehitykseen?](#) *Euro & talous*, 1/2024.

Padrini, F. (2019), Can consistency between national and EU fiscal rules be “too much of a good thing”? The experience in Italy. 13th Meeting of the European Commission Network of public finance economists in public administration – Brussels, 14th March 2019.

Reuter, W. H. (2019), When and why do countries break their national fiscal rules? *European Journal of Political Economy*, Volume 57, 2019, s. 125–141.

Zettelmeyer, J. (2023), Assessing the Ecofin compromise on fiscal rules reform, 21 December 2023 (URL: <https://www.bruegel.org/first-glance/assessing-ecofin-compromise-fiscal-rules-reform>).



Talouden rakennemuutokset vaikuttavat myös velkakestävyysnäköisiin

Päätösperäisen finanssipolitiikan lisäksi talouden rakennemuutokset vaikuttavat tasapainokorkojen ja kasvuasteen kautta julkisen velan kestävyysnäköisiin. Tutkimusten perusteella talouden tasapainokorkoa (R^*) on viime vuosikymmeninä laskenut yritysten monopolivoiman nousun välilliset vaikutukset, turvallisten varallisuustuotteiden kysyntä sekä tuloerojen kasvu (Eggertsson ym. 2019, Caballero ym. 2017, Mian ym. 2021). Samaan suuntaan on vaikuttanut elinajanodotteen nousu (Cesa-Bianchi ym. 2023), ts. kehitys, jonka odotetaan myös jatkuvan (ks. esim. Lisack ym. 2021). Toisaalta eläkeiän nousu ja sosiaaliturvan parannukset voivat vaikuttaa päinvastaiseen suuntaan tasapainokoroissa (Lisack ym. 2021, Rachel ja Summers 2019).

Monet yllä mainituista tekijöistä vaikuttavat tasapainokoron lisäksi myös kasvuun, joten tekijöiden kokonaisvaikutus velkakestävyysnäköisiin on epäselvä. Viime aikoina on keskusteltu myös siitä, miten sellaiset muutostrendit, kuten tekoälyn käytön lisääntyminen, globaalien tuotantoketjujen uudelleen järjestäytyminen ja ilmastonmuutos, vaikuttavat talouden tasapainokorkoon ja kasvuun.

Jos tekoälyn käytön lisääntyminen parantaa tuottavuutta ja kasvua ja nostaa tasapainokorkoa siten, että vaikutus kasvuun on korkovaikutusta suurempi, tämä voi kohentaa nykyistä julkisen velan kestävyysnäköisiä. Toisaalta globalisaation muutokseen eli maailmantalouden fragmentaatioon liittyvät trendit, kuten tuotantoketjujen uudelleen allokointi (ks. esim. Alfaro ja Chor 2023), todennäköisesti nostavat kasvavien investointitarpeiden kautta tasapainokorkoa ja voivat vaikuttaa talouskasvuun kokonaisuutena negatiivisesti. Muista keskeisistä muutostrendeistä ilmastonmuutoksen vaikutukset tasapainokorkoon ovat epäselviä, mitä korostavat mm. Angeli ym. (2022). Edellä mainituissa rakenteellisissa tekijöissä on sellaisia, jotka sisältävät euroalueenkin julkisen velan kestävyysnäköisiin liittyviä riskejä. Ilmastonmuutos lisää velan riskejä myös muiden kanavien kautta, esim. lisäämällä sään ääri-ilmiöiden todennäköisyyttä, millä on haitallisia seurauksia inflaation lisäksi myös kasvulle.

Tiedossa olevien rakenteellisten tekijöiden kokonaisvaikutusta tasapainokorkoon, kasvuun ja siten julkisen velan riskeihin on vaikea arvioida – erityisesti arviot tasapainokoron tasosta ja kehityksen suunnasta tulevat päivittymään vielä moneen kertaan. Pidemmällä aikavälillä ikääntyvän väestön merkitys velan kestävyysnäköisille korostuu: vanhusväestön määrän kasvu ja eliniän piteneminen todennäköisesti laskevat tasapainokorkoa ja hidastavat talouskasvua, mikä lisää julkisen velkaantumisen riskejä, jos vaikutukset talouskasvuun dominoivat. Jos taas oletetaan, että teknologisen kehityksen kiihtyminen nostaa kasvua tasapainokorkoa enemmän, sillä puolestaan olisi positiivinen vaikutus myös julkisen velan kestävyysnäköisiin.

Lähteet

Alfaro, L. ja Chor, D. (2023), Global Supply Chains: The Looming “Great Reallocation”. *NBER Working Paper No. 31661*, September 2023.

Angeli, M., Archer, C., Batten S. ym. (2022), Climate change: possible macroeconomic implications. *Bank of England Quarterly Bulletin 62(4): 1–31*.

Caballero, R. J., Farhi, E. ja Gourinchas, P.-O. (2017), Rents, technical change, and risk premia accounting for secular trends in interest rates, returns on capital, earning yields, and factor shares. *American Economic Review 107(5): 614–20*.

Cesa-Bianchi, A., Harrison, R. ja Sajedi, R. (2023), Global R*. *CEPR Discussion Paper No. 18518*.

Eggertsson, G. B., Mehrotra, N. R. ja Robbins, J. A. (2019), A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation. *American Economic Journal: Macroeconomics 11(1): 1–48*.

Lisack, N., Sajedi, R. ja Thwaites, G. (2021), Population Aging and the Macroeconomy. *International Journal of Central Banking 17(2): 43–80*.

Mian, A. R., Straub, L. ja Sufi, A. (2021), What Explains the Decline in r*? Rising Income Inequality Versus Demographic Shifts. University of Chicago, *Becker Friedman Institute for Economics Working Paper No. 2021–104*.

Rachel, L. ja Summers, L. (2019), On Secular Stagnation in the Industrialized World. *Brookings Papers on Economic Activity 50*, no. 1 (2019): 1–54.

Avainsanat

euroalue, rakenteellinen alijäämä, Yhdysvallat, finanssipolitiikka