

Hiipuvan kasvun lähteillä

Juha Kilponen

Suomen talous ei ole kasvanut bruttokansantuotteella mitattuna vuoden 2011 jälkeen. Yksi mahdollinen syy on että täystyöllisyystasapainon mukainen tasapainokorko on painunut niin alas että edes nykyinen historiallisen alhainen korkotaso ei riitä elvyttämään yksityistä kysyntää. Kansainvälisessä kirjallisuudessa ilmiöön liitetään käsite sekulaarinen stagnaatio. Alhaisen tasapainokoron potentiaalisimmiksi selittäjiksi nousevat Suomessa hidas tuottavuuskasvu, väestön ikääntyminen ja investointien subteellisten hintojen lasku. Hyvin alhaisen tasapainokoron mahdollisuus on syytä ottaa talouspolitiikassa huomioon, sillä taloudellinen kasvu voi jäädä hitaaksi hyvin pitkäksi aikaa. Kysynnän tilapäinen vahvistaminen finanssipolitiikan keinoin ei auta, sillä se ei nosta tasapainoreaalikorkoa. Talouspolitiikalla pitää pyrkiä ensisijaisesti tuottavuuskasvun vahvistamiseen poistamalla kilpailun rajoitteita ja vahvistamalla yritysten toimintaedellytyksiä ja innovatiivisuutta.

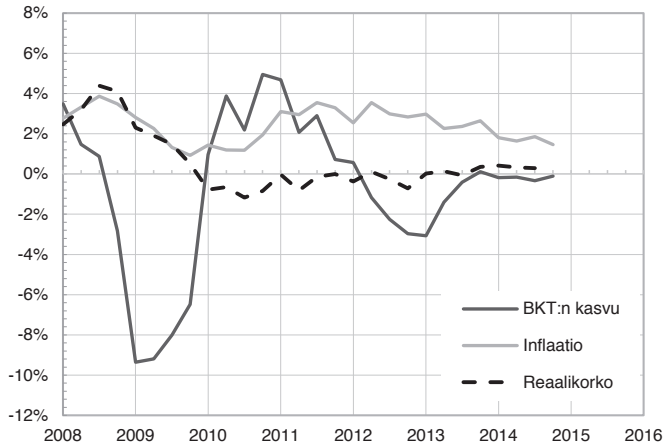
Suomen talous ei ole kasvanut bruttokansantuotteella mitattuna vuoden 2011 jälkeen. Kysyntä on ollut vaimeaa siitä huolimatta, että pankkiluottojen nimelliset keskiporot ovat laskeneet keskimäärin noin 3,5 prosenttiyksikköä vuoden 2008 alun jälkeen. Kun inflaatio on pysynyt kohtuullisen korkeana, reaalikorko on painunut nollan tuntumaan vuoden 2010 alusta lähtien, eikä rahapolitiikan ohjauskorkojen nousua ole näköpiirissä.

Investointien osuus tuotannosta on laskenut kolme prosenttiyksikköä vuodesta 2008 samalla kun yksityinen kulutuksen kasvu on pysähtynyt. Tuottavuuskasvu on ollut hyvin hidasta, jopa negatiivista, eikä työllisyyskehi-

tyksessäkään ole hurraamista. Pitkäaikaistyöttömyys on noussut huolestuttavan korkeaksi, kun työmarkkinat eivät vedä. Normaalissa suhdannetilanteessa alhaisten nimelliskorkojen pitäisi elvyttää kysyntää (investointeja ja yksityistä kulutusta), kun reaalikorko laskee. Talouskasvun pitäisi pienellä viiveellä alkaa korjaantua kohti pidemmän aikavälin trendikasvua. Kysynnän elpessä myös inflaation pitäisi alkaa kiihtyä, kun kokonaistarjonta sopeutuu viiveellä vilkastuneeseen kysyntään. Nyt näin ei ole käynyt. Talouskasvu junnaa paikallaan huolimatta siitä että reaalikorot ovat nollan tuntumassa, kuten kuvioista 1 nähdään. Mistä oikein on kysymys?

Taloustieteiden tohtori Juha Kilponen (juha.kilponen@bof.fi) on toimistopäällikkö Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosaston ennustetoimistossa. Kirjoituksessa esitetyt näkemykset eivät välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa.

Kuvio 1. BKT, Inflaatio ja reaalikorko



Lähde: Tilastokeskus, Suomen Pankin laskelmat

1. Alvin Hansen ja pitkittyneen hitaan kasvun selitykset

Kansainvälisessä makrotalouden kirjallisuudessa pitkittyneen hitaan kasvun kauteen, johon liittyy tyypillisesti myös reaalikorkojen lasku, liitetään usein termi ”sekulaarinen stagnaatio” (*secular stagnation*). Termistä on kiittäminen amerikkalaista ekonomistia Alvin H. Hansenia. Yhdysvaltojen talouskasvua käsittelevässä luennoissaan vuonna 1938 hän määritteli tämän termin seuraavasti: “Not until the problem of full employment of our productive resources from the long-run, secular standpoint was upon us, were we compelled to give serious consideration to those factors and forces in our economy which tend to make business recoveries weak and anemic and which tend to prolong and deepen the course of depressions. This is the essence of secular stagnation – sick recoveries which die in their infancy and depressions which feed on themselves and leave a hard and seemingly im-

movable core of unemployment” (Hansen (1938, 4).

Hansenin mukaan yksi keskeinen hidastuneen talouskasvun taustatekijä Yhdysvalloissa 1930-luvulla oli syntyvyyden aleneminen, mikä rajoittaa yksityisiä investointeja ja siten kokonaiskysyntää. Yksi syy tähän voi olla, että ikääntyvässä taloudessa yksityinen kulutus keskittyy todennäköisimmin enenevässä määrin erilaisiin palveluihin ja vähemmän esimerkiksi asuntoihin. Annetulla teknologian tasolla palveluiden tuottamiseen tarvittavat investoinnit vaativat vähemmän talouden resursseja, kuin mitä tarvitaan esimerkiksi rakennustuotannon ylläpitämiseen. Väestönkasvun hidastuminen voi siis johtaa investointiasteen alentumiseen, mikä jarruttaa taloudellista kasvua.

Hansen viittasi artikkelissaan myös Knut Wicksellin huomattavasti aikaisemmin esittämään ajatukseen luonnollisesta korkotasosta (*natural rate of interest*) jota määrittää investointien odotetut tuotot, ja joka on määrääväm-

pi tekijä investointikysynnässä kuin vallitseva korkotaso. Hän oli kuitenkin sitä mieltä, että reaalikoron merkitys investoinneille oli saanut Wickselin keskustelun pohjalta jopa liian suuren huomioon. Tämän vuoksi Hansen keskittyi analysissään muihin talouskehitykseen ja työllisyyteen vaikuttaviin tekijöihin.

Keskustelu sekulaarisesta stagnaatiosta on viime vuosina virinnyt uudelleen. Siihen ovat vaikuttaneet Japanin kokemukset sekä monien kehittyneiden maiden aneeminen talouskasvu globaalin rahoituskriisin jälkimainingeissa. Larry Summers popularisoi käsitteen uudelleen vuoden 2013 lopulla (Summers 2013). Hänen mukaansa Yhdysvaltojen talouden hidastuneen kasvun taustalla ei olisikaan ollut pelkästään rahoituskriisi vaan kenties samoja tekijöitä kuin mitä Hansen oli puheessaan tuonut esille 1930-luvun lopussa. Summersin artikkelin jälkeen monet muutkin ovat innostuneet aiheesta.¹

Myös suomalaisessa rahoituskriisiä seuraavassa keskustelussa Suomen hidastuneen kasvun syyksi nähtiin aluksi globaali rahoituskriisi. Kun Suomen talouden kehitys kuitenkin alkoi poiketa entistä enemmän euromaiden keskimääräisestä kehityksestä ja kun talouskasvu ei ole vielä kukaan käynnistynyt, syitä ahdinkoon on alettu hakea myös kotimaisista tekijöistä.

Syiden etsimiseen on nyt myös aihetta. Talouspolitiikan kannalta ei ole nimittäin lainkaan yhdentekevää se, missä määrin talouskasvun hitautta voidaan selittää a) ulkoisilla tekijöillä, b) kotimaisilla kysyntätekijöillä, c) kotimaisilla tarjontatekijöillä tai d) kotimaisilla rahoitustekijöillä.

¹ Varsin hyvän yhteenvedon sekulaarista stagnaatiota käsittelevästä keskustelusta saa Teulingsin ja Baldwinin (2014) toimittamasta artikkelikokoelmasta. Suomalaisessa keskustelussa sekulaarista stagnaatiota on käsitelty Kuusi (2015).

Jos taloudessa on krooninen kysyntäväje, tyypillinen ehdotus on että talouspolitiikalla pitäisi pyrkiä erityisesti kotimaisen kysynnän elvyttämiseen. Jos keskeisempänä tekijänä hitaan kasvun taustalla on tarjonta, tarjontaa voimistavien tekijöiden pitäisi olla etusijalla. Jos taas kotimaiset rahoitustekijät ovat ongelman taustalla, silloin rahoituksen saatavuutta edistävien toimien pitäisi olla etusijalla.

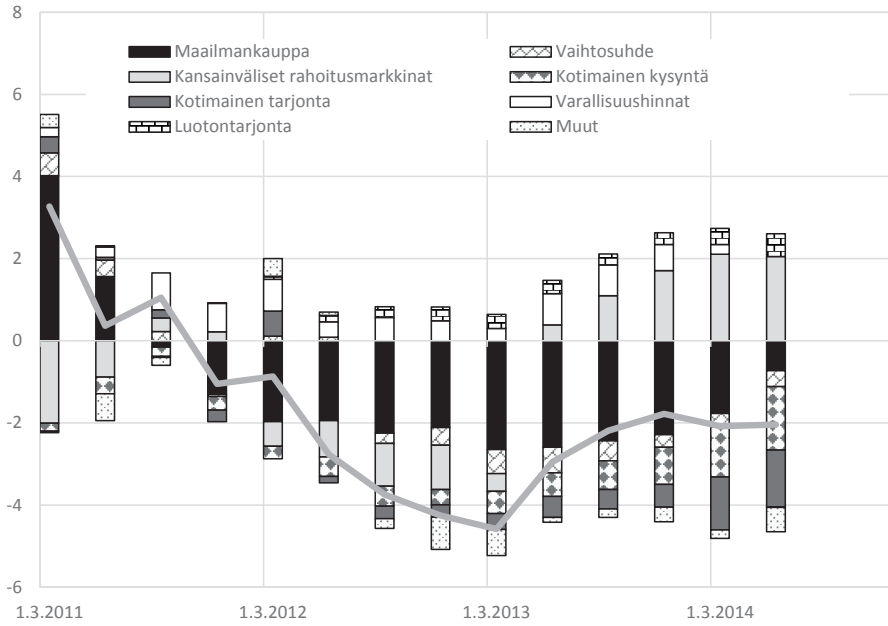
Kaikkia edellä mainittuja on tavalla tai toisella esitetty Suomen talouden lääkkeeksi.

Ulkoisilla tekijöillä (maailmankaupan rajua pysähdys ja rahoitusmarkkinoiden epävakaus) oli selkeästi keskeisin rooli globaalin rahoituskriisin aikaisessa BKT:n rajussa notkahduksessa (Gulan ym. 2014). Globaalin rahoituskriisin jälkeen rahoitusmarkkinoiden epävakautta Euroopassa syvensi uudestaan monissa maissa puhjennut valtioiden velkakriisi, erityisesti Euroopassa. Sen jäljet näkyivät myös Suomessa.

Velkakriisi alkoi hellittää sen jälkeen, kun Mario Draghi oli pitänyt tunnetun ”*what-ever-it-takes*” puheensa Lontoossa heinäkuussa 2012. Sen myötä ulkoisten tekijöiden (maailmankauppa, vaihtosuhte, Euroopan rahoitusmarkkinat) merkitys Suomen talouskasvuun on kuitenkin alkanut heikentyä. Tämä näkyy kuviossa 2, joka esittää Adam Gulanin, Markus Haavion ja Juha Kilposen rakenteellisella VAR-mallilla lasketut eri häiriötekijöiden aiheuttamat vaikutukset Suomen talouskasvuun (Gulan ym. 2014).

Myös kotimaiset rahoitustekijät voidaan jotakuinkin sulkea selityslistalta pois. Suomessa ei ole ollut pankkikriisiä, rahoituksen saatavuus on ainakin koko talouden tasolla säilynyt hyvänä, ja osakkeiden ja asuntojen reaalihintojen kehitys on ollut varsin nopeaa reaalitalouden kasvuun nähden. Kuviossa 2 valkoiset palkit (varallisuushinnat) kuvaavat kotimaisten

Kuvio 2. Eri bäiriötekijöiden merkitys tuotannon kasvuun Suomessa vuosina 2011:N1-2014:N2



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

rahoitustekijöiden, eli osake- ja asuntohintojen, sekä lainantarjonnan kontribuutiota kasvuun. Havaitaan että näiden vaikutus kasvuun on ollut itseasiassa positiivinen läpi koko kaksoistaantuman ajan alkaen vuodesta 2011.

Jäljelle jää pohtia erilaisia tekijöitä, jotka voivat ruokkia pitkäaikaisesti aneemista kotimaista kysyntää ja tarjonnan heikkoutta. Kuviossa 2 nähdään selvästi, että kotimaiset kysyntä- ja tarjontatekijät ovat alkaneet dominoida BKT:n heikkoa kehitystä.

2. Odotukset hitaasta tuottavuuden kasvusta voivat selittää kroonista kysyntävajetta

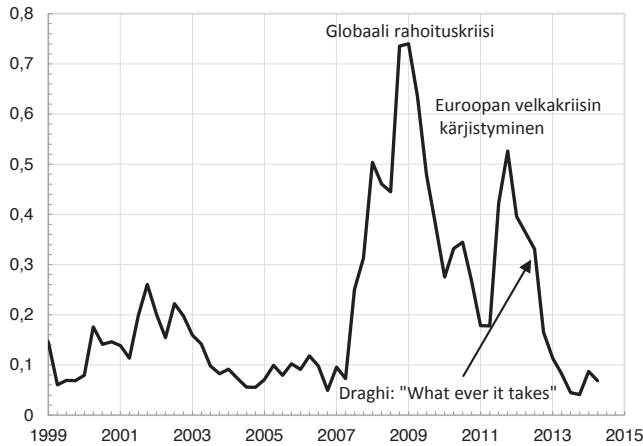
Taloudessa voi olla krooninen kysyntävaje, jos tasapainoreaalikorko (korkotaso joka on sopu-

soinnussa täystyöllisyystasapainon kanssa) on laskenut pitkäaikaisesti hyvin alas, jopa negatiiviseksi.

Tällaisessa tilanteessa korkojen laskeminen nollaan, kuten nyt on tapahtunut, ei välttämättä riitä talouden palauttamiseen takaisin kohti täystyöllisyystasoa. Hyvin alhaisten, jopa negatiivisen, tasapainoreaalikorkojen mahdollisuutta hitaan kasvun selittäjänä korostaa myös esimerkiksi Larry Summers (2013).

Akilleen kantapäänä tässä selityksessä on se, mikä voi ajaa täystyöllisyystasapainoa edellyttävän reaalikoron (luonnollinen korkotaso) niin alas? Ongelmana hypoteesin testauksessa on myös se, että tasapainoreaalikorko on tuotantokulun (aktuaalisen ja potentiaalisen tuotannon välinen ero) tavoin havaitsematon suure. Molemmat voidaan siis havaita vain epäsuorasti.

Kuvio 3. Rahoitusmarkkinoiden epävarmuus (CISS-indeksi)



Lähde: EKP

Talousteoria tarjoaa kuitenkin joitakin apuvälineitä luonnollisen korkotason määrittelyyn ja siihen vaikuttaviin tekijöihin. Lista tasapainoreaalikorkoon vaikuttavista tekijöistä riippuu myös siitä, mikä on makroteoreettinen viitekehys.

Yksinkertaisimmissa edustavan kuluttajan makromalleissa luonnollinen korkotaso määrittyy pitkällä aikavälillä edustavan kotitalouden preferenssien pohjalta. Tällaisessa mallissa tasapainoreaalikorko on sitä matalampi, mitä suurempi on kotitalouden diskonttaustekijä. Tasapainoreaalikorko voi olla pysyvästi negatiivinen vain, jos taloudenpitäjän diskonttaustekijä on yli yhden. Taloudenpitäjän pitäisi siis preferoida enemmän tulevaa kulutusta kuin nykyistä.

Toinen mahdollisuus on, että luonnollinen korkotaso on matala vain väliaikaisesti taloudenpitäjän preferenssihäiriön vuoksi. Preferenssihäiriö voi heijastaa esimerkiksi taloudenpitäjien riskipreferenssien ja siis riskinottohalukkuuden muutoksia. Riskinottohalukkuuden

aleneminen voi olla seurausta esimerkiksi epävarmuuden lisääntymisestä, rahoitusmarkkinaturbulenssista, kuten tapahtui globaalien rahoituskriisien ja Euroopan velkakriisin yhteydessä.

Kuviossa 2 eurooppalaisten rahoitusmarkkinoiden häiriöiden vaikutus kuvautuu vaaleanharmaisiin pylväisiin (kansainväliset rahoitusmarkkinat). On selvästi nähtävissä, että ne ovat vaikuttaneet negatiivisesti BKT:n kasvuun vuosina 2011–2012, siis juuri silloin, kun Euroopan velkakriisi oli pahimmillaan ja rahoitusmarkkinat olivat erityisen rauhattomat. Vuoden 2013 jälkeen tämä vaikutus on kuitenkin kadonnut ja itseasiassa muuttanut jo etumerkkiä.

Kuviossa 3 esitetään Euroopan rahoitusmarkkinoiden ”stressitilaa” kuvaavan muuttujan (CISS) kehitys vuodesta 1999. Globaalien rahoituskriisien ja Euroopan velkakriisin kärjistyminen näkyvät muuttujassa selvästi. Kesäkuun 2012 jälkeinen rahoitusmarkkinoiden rauhoittuminen näkyy kuviossa myös selvästi. Se osuu ajallisesti hyvin yhteen kuvion 2 vaaleanharmaiden pylväiden kanssa, jotka kuvaa-

vat eurooppalaisten rahoitusmarkkinahäiriöiden vaikutusta Suomen talouskasvuun.

Kolmas mahdollisuus on, että hyvin alhainen luonnollinen korkotaso heijastaa kotitalouksien odotuksia pitkäaikaisesti keskimääräistä hitaammasta kokonaistuottavuuden kasvusta. Pelkistetyssä jäykkien hintojen makromallissa keskimääräistä hitaamman kokonaistuottavuuden kasvun pitäisi ilmetä myös keskimääräistä nopeampana inflaationa. Jos tuottavuuskasvun hitaus selittää alhaista luonnollista korkotasoa ja jos havaitaan, että samanaikaisesti inflaatio on hidasta, silloin jonkin toisen häiriötekijän täytyy selittää matalaa inflaatiota. Kun monessa kehittyneessä maassa sekä inflaatio että kasvu ovat hidastuneet samanaikaisesti, tämä selitys ei ole vakuuttanut.

Suomessa tilanne on kuitenkin hieman toinen. Kuvio 1 voidaan havaita että inflaatio on pysytellyt kasvun hidastumiseen nähden yllättävän korkealla, noin kahden prosentin tuntumassa. Inflaatio jopa kiihtyi vuosien 2010–2012 välillä, samalla kun talouskasvu alkoi hiipua. Inflaatio ei siis Suomessa ole ollut poikkeuksellisen hidasta. Inflaation ja kasvun kehitystä arvioimalla ei voida sulkea pois sitä mahdollisuutta, että tasapainoreaalikoron alhaisuutta selittävätkin kotitalouksien ja yritysten odotukset hitaasta tuottavuuden kasvusta.

Kuvio 2 ainakin jossakin määrin tukee tätä selitystä. Kuviossa tummanharmaat pylväät (kotimainen tarjonta) kuvaavat tarjontahäiriöiden merkitystä BKT:n kehityksestä. Havaitaan, että tarjontahäiriöt ovat olleet kasvavassa määrin negatiivisia ja näin hidastaneet BKT:n kasvua. Negatiiviset tarjontahäiriöt voivat heijastaa nimenomaan hidastunutta kokonaistuottavuuden kasvua.

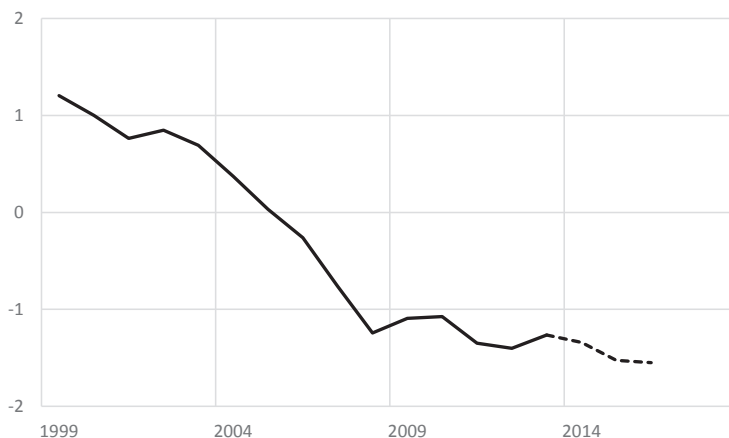
Lisätukea tälle saadaan tarkastelemalla kasvu-tilinpitoon perustuvaa arviota kokonaistuot-

tavuuden kasvusta. Kuviossa 4 kokonaistuottavuuden kasvu on piirretty poikkeamana sen historiallisesta keskiarvosta vuosina 1976–1998. Vuosina 1976–1998 kokonaistuottavuuden kasvu oli keskimäärin 1,2 %. Vuoden 2008 jälkeen kokonaistuottavuuden kasvu on ollut huomattavasti sen historiallisen keskiarvon alapuolella. Vuosina 1999–2005 kokonaistuottavuuden kasvu oli taas huomattavasti sen keskimääräisen kasvun yläpuolella.

Kuvio 4 kertoo siis rajusta ja varsin pysyväisluonteisesta kokonaistuottavuuden kasvun hidastumisesta. Jos taloudenpitäjien oletukset kokonaistuottavuuden kasvusta perustuvat sen historialliseen kehitykseen, kuva kertoo siitä että odotukset kokonaistuottavuuden kasvusta ovat nyt erityisen vaikeat. Kuvassa punainen katkoviiva vastaa Suomen Pankin joulukuun 2014 ennusteen mukaista kokonaistuottavuuden kasvua vuosina 2015–2016. Kokonaistuottavuuden rajujen muutosten taustalla on teollisuuden rakennemuutos. Sähkö- ja elektroniikkateollisuuden kasvu ja muu yritysraakteen uusiutuminen kiihdyttivät kokonaistuottavuuden kasvua 1990-luvun laman jälkeen. Viime vuosina talouden keskimääräistä tuottavuutta on heikentänyt erityisesti sähkö- ja elektroniikkateollisuuden ja metsäteollisuuden supistuva rooli taloudessa. Samalla sosiaali- ja terveydenhoitopalveluiden suhteellisen osuuden kasvu koko taloudesta heikentää keskimääräistä tuottavuuskehitystä (Kilponen ym. 2014).

Kun tuottavuuden kasvu ei tue kilpailukykyä ja tulonmuodostusta, mahdollisuudet elintason ja siten kulutustason nostoon jäävät vähäisiksi. Ei liene siis aivan perusteetonta väittää, että alhainen tasapainoreaalikorko ja sitä seuraava krooninen kysyntävajava Suomen taloudessa voisikin johtua odotuksista hyvin heikosta tuottavuuskehityksestä.

Kuvio 4. Kokonaistuottavuuden kasvun poikkeama sen historiallisesta keskiarvosta, % vuodessa



Lähde: Tilastokeskus, Suomen Pankin laskelmat

Tämän perusteella kysyntävajeen korjaaminen edellyttää politiikkatoimia, jotka luovat edellytyksiä tuottavuuden kohentamiseen. Olennaista on, että yritysten ja kotitalouksien odotukset kokonaistuottavuuden kasvusta paransivat. Keskeistä on myös, että kaikki toimet jotka heikentävät näkymiä kokonaistuottavuuden noususta, vain pahentavat kysyntävajetta. Suomessa talouden rakenteellinen muutos, joka tällä hetkellä luo työpaikkoja aloille, joissa kokonaistuottavuus on vaimea, ja tuhoaa työpaikkoja aloilta joissa tuottavuus on korkea, näkyy selkeästi kokonaistuottavuuden kehityksessä.

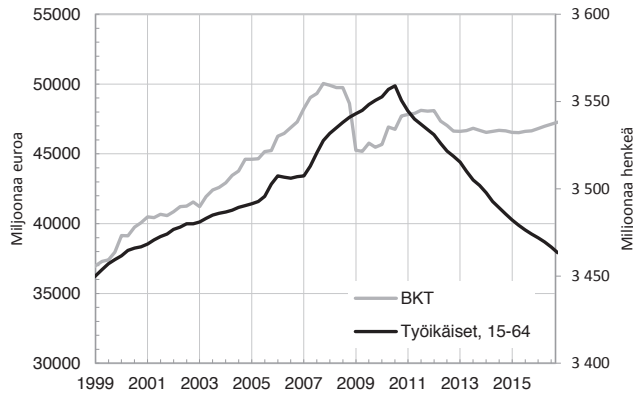
3. Työikäisen väestön määrän supistuu ja investointien suhteelliset hinnat alenevat

Sekulaarista stagnaatiota käsittelevä kirjallisuus tarjoaa alhaiselle tasapainokorkotasolle muitakin potentiaalisia selityksiä, jotka voivat olla relevantteja myös Suomen talouskehityksen ymmärtämiseksi.

Eggertsonin ja Mehrotran (2014) limittäisten sukupolvien mallissa, missä luovutaan edustavan agentin olettamasta, talouden pitkän aikavälin korkotaso määräytyy tasapainosta luoton kysynnän ja tarjonnan välillä. Mallissa tasapainoreaalikorkoon vaikuttaa keskeisesti väestönkasvu, sukupolvien välinen tai sisäinen tulonjako, sekä eksogeeninen velkaantumisrajoite. Väestönkasvun hidastuminen, mikä lisää talouden säästämistä, ja velkaantumisrajoitteen tiukentuminen, mikä alentaa luoton kysyntää, alentavat talouden tasapainokorkoa. Velkaantumisrajoitteen tiukentuminen johtaa pitkäaikaiseen tasapainoreaalikoron alentumiseen, koska se lisää säästämistä tulevaisuudessa ja alentaa luottojen kysyntää nyt.

Eggertsonin ja Mehrotran (2014) mallissa velkaantumisrajoitteen tiukentuminen nuorilla sukupolvilla lisää kotitalouden koko elinkaaren säästämistä, koska myöhemmässä elinkaaren vaiheessa säästetään velanhoitomenoissa. Joissakin tapauksissa myös tuloerojen kasvu voi alentaa luonnollista korkotasoa.

Kuvio 5. Työikäinen väestö ja kokonaistuotanto vuoden 2010 hinnoin



Lähde: Tilastokeskus.

Velkaantumisrajoitteen tiukentuminen voisi näkyä taloudessa esimerkiksi niin, että kotitalouksien taloudellinen liikkumavara on kaventunut tai että kotitalouksien ja yritysten varallisuusasema olisi merkittävästi heikentynyt. Taloudellisesta liikkumavarasta jotakin kertoo se, että kaikista suomalaisista kotitalouksista noin joka seitsemännellä oli vuonna 2009 negatiivinen nettovarallisuus, eli velat olivat varoja suuremmat (Mäki-Fränti 2014). Toisaalta, vain runsaalla neljällä prosentilla kaikista kotitalouksista vuositulot ja finanssivarallisuus eivät riittäneet kattamaan elinkustannuksia vuonna 2012. Tämän perusteella voidaan ehkä todeta, että kotitalouksien velkaantumisrajoite tuskin on ainakaan keskeisin syy alhaiseen tasapainoreaalikorkoon.

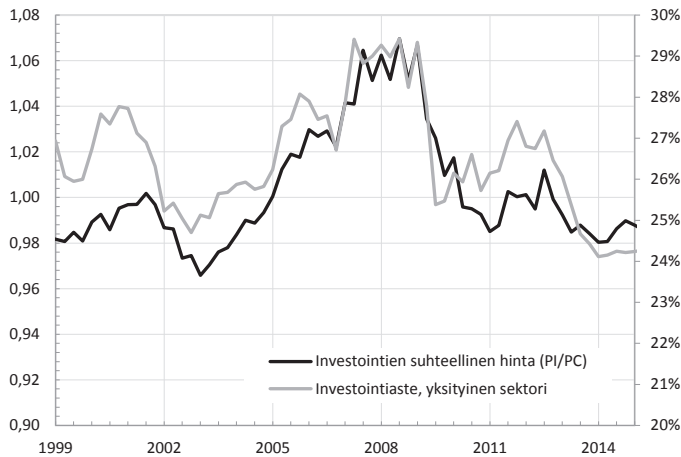
Väestönkasvun hidastuminen Suomessa on taas enemmän kuin ilmeistä. Kuvioon 5 on piirretty 15–64 vuotiaiden, eli työikäisen väestön kehitys ja sen arvio vuosina 1995–2016. Työikäinen väestö on alkanut vähentyä vuoden 2010 jälkeen, kun se sitä ennen on kasvanut varsin tasaisesti. Kuvioon on piirretty taustalle

myös BKT. Nähdään, että talouskasvu pysähtyi samoihin aikoihin kuin työikäisen väestön kasvukin.

Jonkin verran evidenssiä on myös tuloerojen kasvusta, erityisesti nuoren ja vanhemman ikäpolven välillä. Ikääntyvässä taloudessa palkkatulojen osuus tulonmuodostuksesta pienee, kun eläkkeensaajien suhteellinen osuus nousee. Kun vielä nettovarallisuus keskittyy kasvaviin vanhempiin ikäluokkiin, kulutuskyky keskittyy kotitalouksille, joiden kulutusalttius on alempi, ja kulutustottumukset muutenkin erilaiset. Tähän myös Alvin Hansen kiinnitti huomiota jo 1930-luvun lopulla (Hansen 1938). Samalla kotitalouksien kulutus voi reagoida myös aiempaa vaimeammin rahapolitiikan keventämiseen (Imam 2013).

Viimeinen mahdollinen selitys tasapainoreaalikoron laskulle voi olla investointien hintojen suhteellinen lasku. Kun investointien suhteelliset hinnat laskevat, samat investointiprojektit saadaan aikaan pienemmällä talouden resursseilla. Jos taloudessa säästöjen määrä pysyy kuitenkin ennallaan ja investointikysyntä

Kuvio 6. Investointien suhteellinen hinta ja yksityisen sektorin investointiaste



Lähde: Tilastokeskus, Suomen Pankin laskelmat

laskee, tämä voi johtaa tasapainoreaalikoron laskuun. Alentunut investointikysyntä taas heijastuu kasvun hidastumisena. Hyvä esimerkki investointien suhteellisten hintojen laskusta on tietotekniikka. Kuviossa 6 on piirretty investointien suhteellisten hintojen ja yksityisen sektorin investointiasteen kehitys vuodesta 1999. Investointien suhteellinen hinta nousi voimakkaasti aina globaaliin rahoituskriisiin asti. Sen jälkeen investointien suhteelliset hinnat ovat vastaavasti laskeneet nopeasti. Samalla yksityisen sektorin investointiaste on pudonnut rajusti, alimmilleen 25 vuoteen.

4. Talouspolitiikan suunnittelussa tulisi huomioida mahdollisuus että tasapainoreaalikorko pysyy alhaalla pitkään

Tässä artikkelissa on esitetty useita mahdollisia tekijöitä, jotka voivat selittää alhaista tasapainoreaalikorkoa ja siten Suomen talouden kasvukipuilua. Keskeisiksi potentiaalisiksi selittä-

jiksi viime vuosien kehitykselle nousevat a) hidas tuottavuuskasvu b) väestön ikääntyminen ja c) investointien suhteellisten hintojen lasku.

Suomi voi vaikuttaa vain rajallisesti talouspolitiikallaan investointien suhteellisiin hintoihin, koska ne määräytyvät kansainvälisillä markkinoilla. Myös väestön ikääntyminen on tekijä, johon voidaan vaikuttaa vain rajallisesti esim. maahanmuuton kautta lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä. Talouden rakennemuutos, joka näyttää edelleen jatkuvan, pitää tuottavuuskasvuun liittyvät odotukset hitaana todennäköisesti varsin pitkään. Talouspolitiikan keskipitkän aikavälin suunnittelussa tämä on syytä ottaa huomioon erityisen tarkasti, sillä liian optimistisiin kasvunäkymiin perustuva talouspolitiikka syö talouden tulevia kasvumahdollisuuksia. Alhaisen tasapainoreaalikoron taustalle olevia rakenneongelmia ei voida myöskään korjata finanssipolitiikkaa keventämällä. Väliaikainen kysynnän elvyttäminen ei nosta tasapainoreaalikorkoa ylös, vaan voi päinvastoin heikentää tulevia kasvuodotuksia. Julkisen ta-

louden vakauttamistoimien myöhentäminen pitää yksityisen sektorin investointinäkömät ja siten tuottavuuden kohentamismahdollisuudet pitkään heikkoina. Se nostaa edelleen riskiä julkisen talouden ylivelkaantumisesta ja talouteen uhkaa näin syntyä itseään vahvistava negatiivinen kierre.

Rahapolitiikan keventäminen alentaa korporeioita jonkin verran ja nostaa inflaatio-odotuksia, mikä alentaa reaalikorkoa. Alhaisen tasapainoreaalikoron taustalla olevien tekijöiden ollessa rakenteellisia, rahapolitiikan keventäminen ei riitä talouden palauttamiseen täydyöllisyystasapainoon.

Kotimaisessa talouspolitiikassa kenties eniten mahdollisuuksia on vaikuttaa korkean tuottavuuden työpaikkojen syntyyn poistamalla kilpailun rajoitteita, vahvistamalla yritysten toimintaedellytyksiä vaikeissakin suhdannetilanteissa ja keskittää panostukset innovaatiopolitiikkaan pitkän aikavälin kasvuedellytysten ylläpitämiseksi ja parantamiseksi. Esimerkiksi Takalo (2014) nostaa erääksi tärkeimmäksi innovaatiopolitiikan toimenpidesuosituksiksi suomalaisten yliopistojen tason nostamisen, mutta myös aineettomien oikeuksien järjestelmän korjaaminen ja kilpailun vapauttaminen useilla aloilla olisivat tärkeitä. Selvää kuitenkin on, että nopeita lääkkeitä ei Suomen ongelmiin ole, jos taudin diagnoosi - krooninen kysyntä-
vaje - on oikea. □

Kirjallisuus

- Eggertsson, G. ja Mehrotra N. (2014), "A Model of Secular Stagnation", NBER Working Paper No. 20574. Gulan, A., Haavio, M. ja Kilponen, J. (2014), "Kiss Me Deadly: From Finnish Great Depression to Great Recession", Bank of Finland Discussion Paper 24/2014.
- Hansen, A. (1938). *Full Recovery or Stagnation*, W.W. Norton & Co., New York.
- Imam, P. (2013), "Shock from Graying: Is the Demographic Shift Weakening Monetary Policy Effectiveness", IMF Working Paper WP/13/191.
- Kilponen, J., Kinnunen, H. ja Mäki-Fränä, P. (2014), "Suomen pitkän aikavälin kasvunäkymät heikentyneet", *Euro & Talous* 5/2015.
- Kuusi, T. (2014), "Secular stagnation – pitkittyneen pysähtyneisyyden selityksiä ja lääkkeitä", *Talous & yhteiskunta* 1/2015,
- Mäki-Fränä, P. (2015), "Suomalaisten velat kaksinkertaistuivat 20 vuodessa", *BoF Online* 2/2015.
- Summers, L. (2013), "Secular stagnation", speech at 14th Annual IMF Research Conference, Washington DC, November 8, 2013.
- Takalo, T. (2014), "Innovaatiopolitiikan haasteet", *Kansantaloustieteellinen aikakauskirja* 110: 381–390.
- Teulings, C. ja Baldwin, R. (Eds.) (2014), "Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures", VoxEU.org eBook, CEPR, http://www.voxeu.org/sites/default/files/Vox_secular_stagnation.pdf (viitattu 21.4.2015).