



**Eemeli Tulppo**

**FINANSSIPOLITIIKAN VAIKUTTAVUUS ALHAISTEN KORKOJEN OLOISSA  
EUROALUEELLA**

Kandidaatintutkielma

Kauppatieteet

Huhtikuu 2024

## SISÄLLYS

<b>1 JOHDANTO .....</b>	<b>3</b>
<b>2 LIKVIDITEETTILOUKUN TEORIA .....</b>	<b>5</b>
<b>2.1 IS-LM-malli .....</b>	<b>5</b>
<b>2.2 Likviditeettiloukku .....</b>	<b>7</b>
<b>2.3 Deflaatio ja likviditeettiloukku .....</b>	<b>9</b>
<b>3 FINANSSIPOLITIikka .....</b>	<b>11</b>
<b>3.1 Finanssipolitiikka ja IS-LM malli .....</b>	<b>11</b>
<b>3.2 Finanssipolitiikka keskipitkällä – ja pitkällä aikavälillä.....</b>	<b>12</b>
<b>3.3 Finanssipolitiikan rahoitus.....</b>	<b>13</b>
<b>4 FINANSSIPOLITIikka ALHAISTEN KORKOJEN OLOISSA .....</b>	<b>15</b>
<b>4.1 Empiiriset havainnot Japanista .....</b>	<b>17</b>
<b>4.2 Finanssipolitiikan vaikuttavuus Euroopan Unionissa.....</b>	<b>18</b>
<b>5. YHTEENVETO.....</b>	<b>20</b>
<b>LÄHTEET .....</b>	<b>21</b>

## 1 JOHDANTO

Talouspolitiikka koostuu euroalueella Euroopan keskuspankin eli EKP:n harjoittamasta rahapolitiikasta sekä kansallisesta finanssipolitiikasta. Kyseessä on kaksi toisistaan riippumatonta politiikan alaa, joiden yhteisvaikutus on talouden kannalta ensiarvoisen tärkeää. Raha- ja finanssipolitiikan välisen yhteistyön tärkeys korostuu talouden kohdatessa vaikeita aikoja. Korkojen ollessa hyvin matalalla lähellä nollaa, keskuspankkien keinot saavuttaa inflaatiotavoitteet ovat rajalliset. Taloudella on vaarana joutua likviditeettiloukkuun. Likviditeettiloukku on tilanne, jossa talouden nimellinen korkotaso on hyvin matalalla ja ekspansiivisella rahapolitiikalla ei pystytä elvyttämään taloutta. Perinteinen rahapolitiikka muuttuu voimattomaksi. Tämä tutkielma on kirjallisuuskatsaus, jonka tarkoituksena on selvittää, voidaanko finanssipolitiikan keinoilla elvyttää taloutta tilanteessa, jossa ekspansiivinen rahapolitiikka on tehotonta.

Likviditeettiloukku käsitteenä on saanut alkunsa Yhdysvaltojen 1930-luvun lamasta. Vuonna 1929 Yhdysvaltojen talous ajautui lamaan, jonka aikana sen keskimääräinen vuotuinen tuotanto väheni merkittävästi ja työttömyysaste kasvoi. Yhdysvaltojen keskuspankki (Fed) ei onnistunut rahapolitiikan avulla kasvattamaan reaaliarahan määrää, vaikka se kasvattikin rahavarantoa, koska rahan monistumiskerroin pieneni rahan siirtyessä pankeista käteiseksi rahaksi. Lisäksi matala tuotanto johti deflaatioon eli hintojen alenemiseen. Deflaatio oli vuonna 1931 9,2 prosenttia ja vuonna 1932 10,8 prosenttia. Deflaation seurauksena reaalikorot pysyivät korkeana, mikä piti investointi- ja kulutuskysynnän matalana ja taantuma paheni. (Blanchard, 2006, s. 475.) Vuodesta 1932 eteenpäin lyhyen aikavälin nimelliskorko oli jatkuvasti hyvin lähellä nollaa. Voidaan tulkita, että rahapolitiikka oli saavuttanut rajansa ja talous ajautui likviditeettiloukkuun.

1930-luvun jälkeen likviditeettiloukku hävisi vähitellen taloustieteiden tutkimuksesta ja keskustelusta, koska nimelliskorot pysyivät toisen maailmansodan jälkeen pitkään nollan yläpuolella (Krugman, 1998). Lisäksi taloustieteilijät Milton Friedman ja Anna Schwartz argumentoivat, että 1930-luvun lama olisi ollut estettävissä riittäväällä rahapoliittisella elvytyksellä (Friedman & Schwartz, 1963). Tämän jälkeen

taloustieteilijät yleisesti pitivät likviditeettiloukkua vain teoreettisena mallina, joka ei tapahtunut eikä voisi tulevaisuudessakaan tapahtua (Krugman, 1998).

Kuitenkin 1990-luvun alussa Japanin talous ajautui likviditeettiloukkuun. Japani joutui taantumaa, jossa sen tuotannon kasvu oli erittäin hidasta ja työttömyysaste Japanin standardien mukaisesti korkea. Koko 1990-luvun mittaiseksi pitkittynyttä taantumaa yritettiin elvyttää raha- ja finanssipolitiikan avulla siinä onnistumatta. 1990-luvun puolesta välistä alkaen Japanin nimelliskorko oli matala, lähellä nollaa. Korkea työttömyysaste johti inflaation muuttumiseen deflaatioksi, joka piti reaalikoron positiivisena (Blanchard, 2006, s. 481). Positiivinen reaalikorko ei kannustanut kuluttamaan, vaan säästämään ja rahapolitiikka oli tehotonta. Likviditeettiloukku palasi aiheena osaksi taloustieteellistä keskustelua.

Finanssikriisin jälkeen 2010-luvulla Euroopan Unionissa vallitsi EKP:n tavoitetta hitaampi inflaatio. Inflaatiota yritettiin kiihdyttää voimakkailla, jopa uusilla rahapoliittisilla toimilla. Ensiarvoisen tärkeää on, tutkia minkälaisia poliittisia keinoja voidaan ja on tehokasta käyttää, jos EU ajautuu taantumaa tilanteessa, jossa rahapolitiikka on voimatonta.

Tutkielman luvussa kaksi tarkastellaan likviditeettiloukun teoriaa perinteisen keynesiläisen taloustieteen IS-LM-mallin kautta (Investment/Saving–Liquidity/Money) sekä tarkastellaan, miksi likviditeettiloukku on erityisen vaarallinen taloudelle esiintyessään samaan aikaan deflaation kanssa. Luvussa kolme tarkastellaan finanssipolitiikan teoriaa IS-LM mallin kautta. Tutkielman luvuissa kaksi ja kolme luodaan teoreettinen pohja, jonka avulla ymmärretään mitä likviditeettiloukku ja finanssipolitiikka ovat.

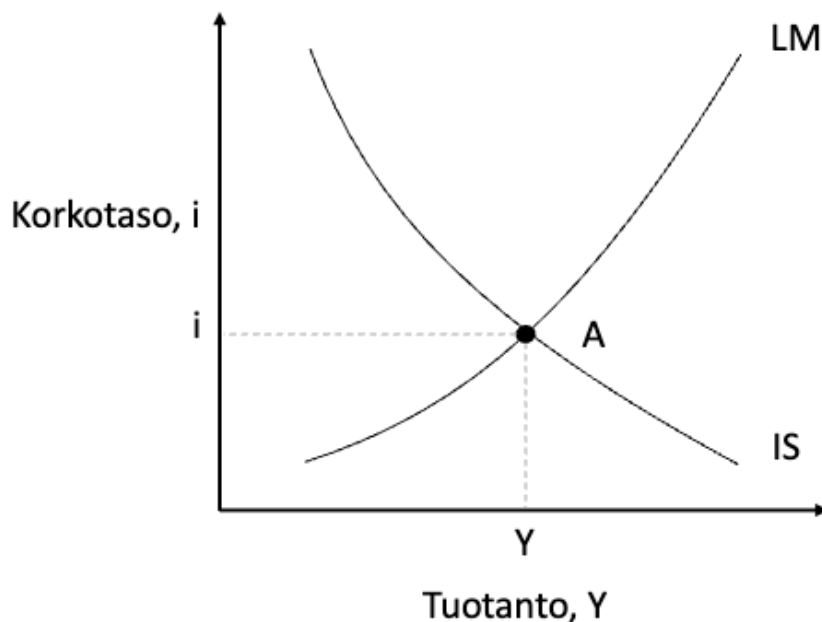
Tutkielman luvussa neljä tarkastellaan finanssipolitiikan vaikuttavuutta sekä vaikuttavuutta alhaisten korkojen oloissa hyödyntäen aiheesta tehtyä tutkimusta. Kokoamalla yhteen ja analysoimalla relevantteja tutkimuksia pyritään selvittämään, voidaanko finanssipolitiikan avulla elvyttää taloutta tilanteessa, jossa rahapolitiikan keinot ovat tehottomia.

## 2 LIKVIDITEETTILOUKUN TEORIA

Tässä luvussa perehdytään likviditeettiloukun teoriaan. Perinteistä likviditeettiloukun teoriaa tarkastellessamme korkoihin pätee nimelliskoron nollarajoitus (Zero nominal lower bound). Nimelliskoron nollarajoituksen mukaan nimelliskorko ei voi laskea nollan alapuolelle (Blanchard, 2006.). Vuonna 2014 Euroopan keskuspankki esitteli negatiivisen nimelliskoron keinona pyrkiä kiihdyttämään inflaatiota sekä kulutusta (Khoury & Pal, 2020). Tässä opinnäytetyössä tarkastelemme likviditeettiloukun teoriaa olettaen, että nimelliskorkojen nollarajoitus pätee.

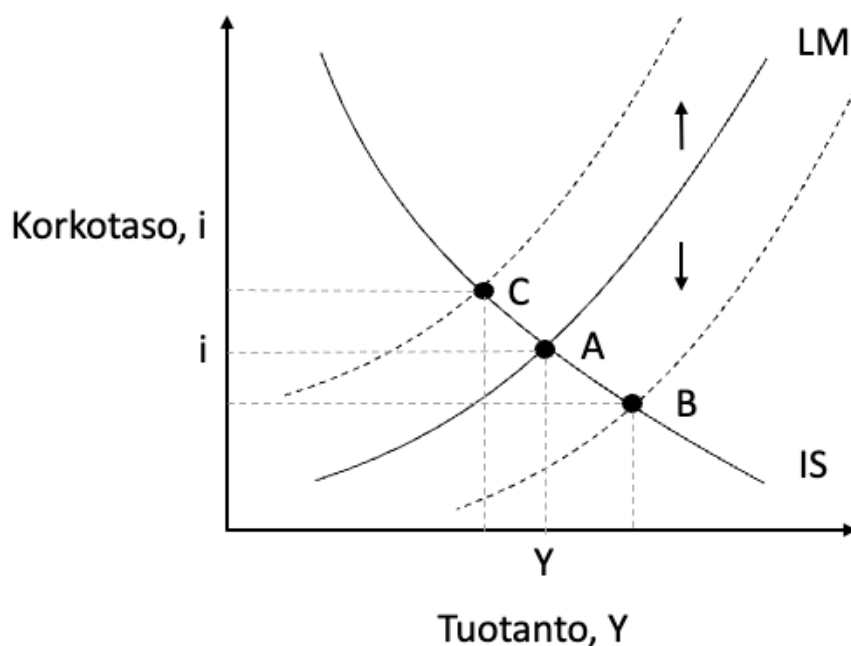
### 2.1 IS-LM-malli

Likviditeettiloukun teoriaa voidaan tarkastella perinteisen keynesiläisen taloustieteen IS-LM-mallin kautta. IS-LM-malli, eli Investment/Saving – Liquidity/Money malli, on keskeinen keynesiläisen taloustieteen työkalu, joka kuvaa hyödyke- ja rahoitusmarkkinoiden välistä vuorovaikutusta. IS- ja LM-käyrät voidaan esittää kuvion 1 tapaan samassa kuviossa, jossa vaaka-akselilla on tuotanto ja pystyakselilla on korkotaso. Mallissa laskeva IS-käyrä osoittaa, kuinka korkojen (i) kasvu aiheuttaa tuotannon (Y) vähenemistä. Nouseva LM-käyrä osoittaa, kuinka tuotannon kasvu aiheuttaa korkojen kasvua. Vähenevä IS-käyrä kuvaa tasapainoa hyödykemarkkinoilla ja kasvava LM-käyrä kuvaa tasapainoa rahoitusmarkkinoilla. Huomataan, että vain pisteessä A, jossa käyrät leikkaavat tasapainon niin hyödyke- kuin rahoitusmarkkinoilla saavutetaan. (Blanchard, 2006.)



Kuvio 1. IS-LM-malli (mukaiillen Blanchard, 2006, s. 98)

IS-LM-mallin avulla voidaan tarkastella, mitä korkotasolle ja tuotannolle tapahtuu, kun talouden toimijat tekevät rahapoliittisia tai finanssipoliittisia päätöksiä (Blanchard, 2006). Rahapoliittiset päätökset vaikuttavat LM-käyrään, sitä siirtävästi ja finanssipoliittiset päätökset vaikuttavat IS-käyrään sitä siirtävästi (Krugman, 1999). Rahan määrän lisääminen alentaa korkoja eli siirtää LM-käyrää alaspäin annetulla tuotannon tasolla. Rahan määrän vähentäminen nostaa korkoja eli siirtää LM-käyrää ylöspäin annetulla tuotannon tasolla (Blanchard, 2006). Jos IS- tai LM-käyrä siirtyy, uusi talouden tasapaino löytyy käyrien leikkauspisteestä. Kuviossa 2 havainnollistetaan, kuinka rahan määrän lisääminen siirtää LM-käyrää alaspäin ja talouden uusi tasapainotila löytyy pisteestä B sekä, kuinka rahan määrän vähentäminen siirtää LM-käyrää ylöspäin ja talouden uusi tasapainotila löytyy pisteestä C.



Kuvio 2. LM-käyrän siirtyminen (mukaillen Blanchard, 2006, s. 100)

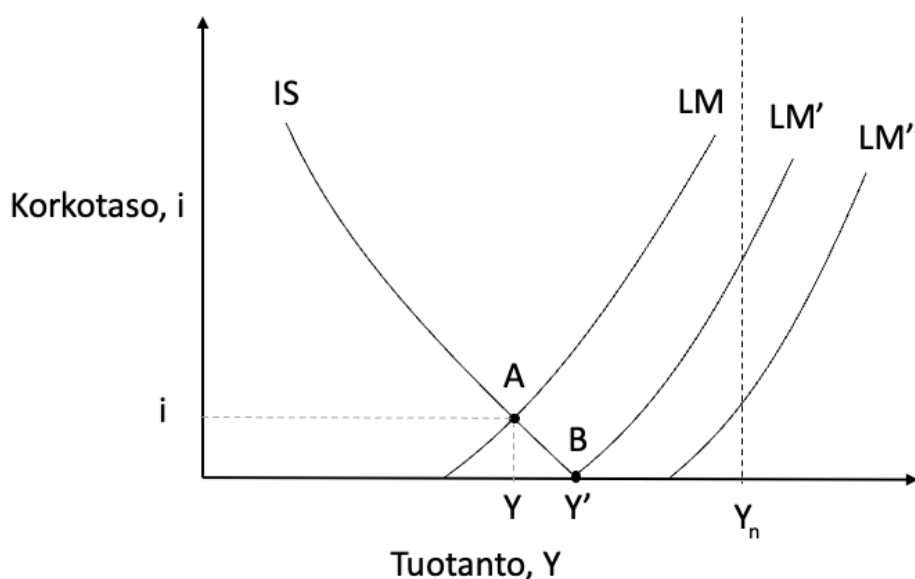
## 2.2 Likviditeettiloukku

Talouden kohdatessa alhaisen tuotannon tilan, keskuspankki voi ekspansiivisella rahapolitiikalla rahavarantoa kasvattamalla siirtää LM-käyrää alaspäin tuotannon määrää kasvattaakseen (Blanchard, 2006). Tässä luvussa tarkastellaan, mitä IS-LM-mallin mukaan tapahtuu, kun nimelliskorko laskee nolnaan ja tuotantoa yritetään kasvattaa ekspansiivisella rahapolitiikalla.

Nimelliskoron laskiessa nolnaan rahasta ja velkakirjoista tulee ekvivalentteja omaisuuseriä, koska molemmat maksavat samaa nimelliskorkoa, joka on nolla. Taloudelliset toimijat ovat indifferenttejä sen suhteen, onko heidän omaisuutensa arvopapereina vai rahana, joten he ovat valmiina pitämään enemmän likviditeettiä. Nimelliskoron ollessa nolla, perinteisellä avomarkkinaoperaatiolla keskuspankki ei pysty rahan määrää kasvattamalla alentamaan nimelliskorkoa. Ollaan tilanteessa, jossa rahavarannon muutoksilla ei pystytä siirtämään LM-käyrää. Talous ajautuu

likviditeetiloukkuun. Keskuspankki voi lisätä rahan tarjontaa eli likviditeettiä, mutta taloudelliset toimijat säilyttävät rahan eikä se vaikuta nimelliskorkoon tai tuotannon määrään (Blanchard, 2006). Rahapolitiikasta tulee voimatonta, koska sillä ei pystytä vaikuttamaan nimelliskorkoon tai tuotannon määrään (Krugman, 1999).

Kuviossa 3 tarkastellaan IS-LM-mallin kuvaajan avulla likviditeetiloukkua. Alhaisen tuotannon tasolla, kun nimelliskorko on nolla, LM-käyrä on vaakatasoinen (Blanchard, 2006). Talouden tasapaino löytyy IS- ja LM-käyrien leikkauspisteestä. Kuviossa kolme tarkastellaan tilannetta, jossa talouden tasapainotila on pisteessä A ja luonnollinen tuotannon taso on  $Y_n$ . Keskuspankin pyrkimyksenä on kasvattaa tuotantoa lisäämällä rahan määrää. Uusi LM-käyrä on  $LM'$ , uusi tuotannon taso on kohdassa  $Y'$  ja korkotasoa laskee nolliin. Talouden uusi tasapainotila on pisteessä B. Tuotanto ei kuitenkaan vielä ole luonnollisella tasolla  $Y_n$ . Keskuspankki voi lisätä rahan määrää ja siirtää LM käyrää kohtaa  $LM''$ . Talouden tasapainotila pysyy silti IS ja LM-käyrien leikkauspisteessä B. Rahan määrän lisäämisellä ei ole vaikutusta tuotannon – tai korkojen tasoon. Talous ajautuu likviditeetiloukkuun, jossa rahan määrän lisäämisellä ei onnistuta palauttamaan tuotantoa takaisin luonnolliselle tasolle  $Y_n$ .



Kuvio 3. Likviditeetiloukku (mukaillen Blanchard, 2006, s. 474)



### 2.3 Deflaatio ja likviditeettiloukku

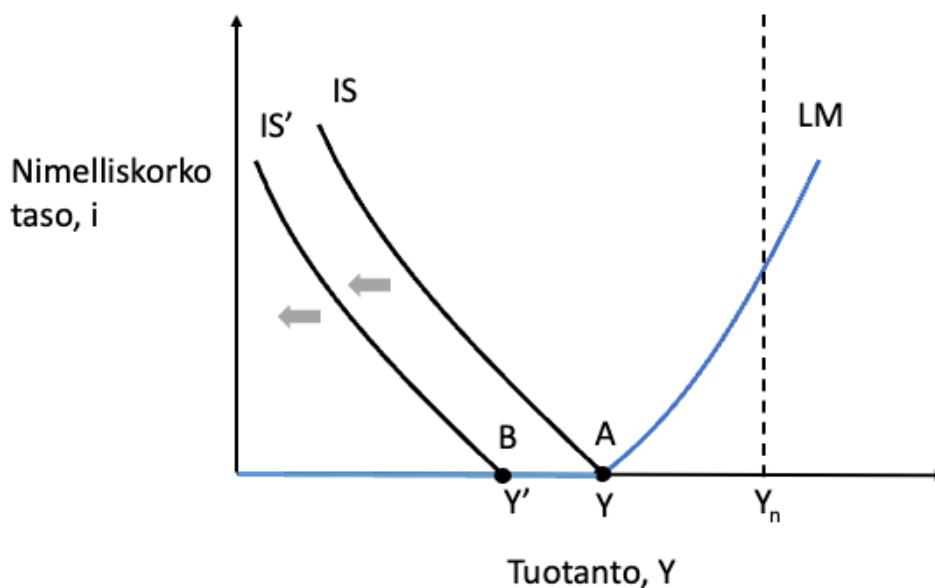
Likviditeettiloukku on erityisen vaarallinen, kun taloudessa vallitsee deflaatio eli negatiivinen inflaatio-odotus, koska tämä voi johtaa säästämisen lisääntymiseen ja kulutuksen vähenemiseen. Tämä perustuu talouden reaalikoron ja inflaatio-odotusten väliseen suhteeseen. Talouden reaalikorko vaikuttaa yksityiseen kulutukseen ja investointeihin. Reaalikorko voidaan laskea seuraavasti (Blanchard, 2006, s. 475):

$$r = i - \pi^e,$$

jossa  $r$  on reaalikorko,  $i$  on nimelliskorko ja  $\pi^e$  on inflaatio-odotus.

Deflaation vallitessa taloudessa, saattaa reaalikorko silti pysyä niin korkeana, että se kannustaa säästämiseen eikä kuluttamiseen, vaikka nimelliskorko  $i$  laskettaisiin nolnaan. Esimerkiksi, jos talouden nimelliskorko,  $i$  on 1 % ja inflaatio-odotus,  $\pi^e$  on -5 % reaalikorko,  $r$  on: 1 % - (-5 %) = 6 %.

Tarkastellaan seuraavaksi likviditeettiloukku deflaation oloissa kuvion 4 avulla. Talouden tasapainotila on pisteessä A. Tuotanto on luonnollisen tason  $Y_n$  alapuolella, joka kasvattaa deflaatiota. Korkeampi deflaatio vähentää tuotantoa ja IS-käyrä siirtyy kohtaan IS'. Tuotanto vähenee kohdasta Y kohtaan Y' ja talouden uusi tasapainotila on pisteessä B.



Kuvio 4. Likviditeettiloukku ja deflaatio (mukaillen Blanchard, 2006, s. 475)

Deflaation oloissa talous voi ajautua kierteeseen, jossa normaalia alhaisempi tuotannon taso aiheuttaa lisää deflaatiota, deflaatio kasvattaa reaalikorkoa, kasvanut reaalikorko vähentää tuotantoa, joka kasvattaa deflaatiota lisää. IS-käyrä siirtyy yhä kauemmaksi vasemmalle. Rahapolitiikka on voimatonta eikä pysty kasvattamaan tuotantoa takaisin normaalille tasolle. (Blanchard, 2006, s. 474.)

### 3 FINANSSIPOLITIikka

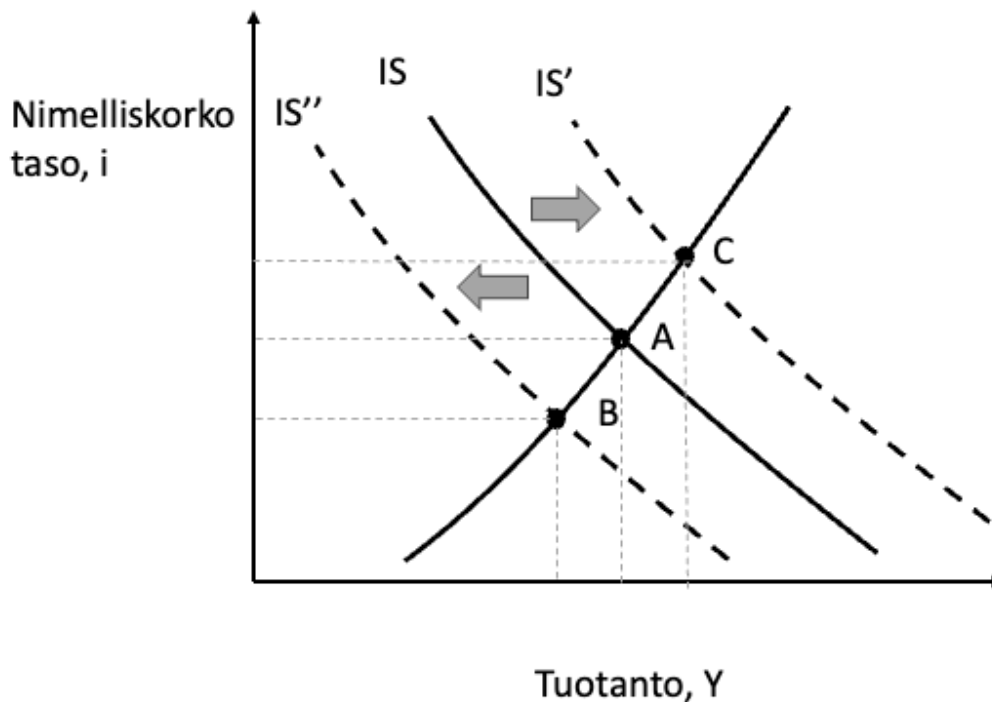
Rahapolitiikan lisäksi talouden tuotannon määrään ja korkotasoon voidaan vaikuttaa finanssipolitiikan avulla. Finanssipolitiikan instrumentit, kuten valtion kulutus ja investoinnit, verotuksen rakenne sekä julkinen velanotto, ovat keskeisessä roolissa makrotaloudellisen vakauden ja taloudellisen kasvun säätelyssä. Fiskaalinen ekspansio, joka sisältää valtion menojen lisäämisen tai verokannan alentamisen, voidaan ottaa käyttöön talouden elvyttämiseksi laskusuhdanteen aikana, kun taas talouden ylikuumenemisen estämiseksi voidaan turvautua supistavaan finanssipolitiikkaan esimerkiksi menojen leikkauksiin tai veroasteen korotukseen. (Blanchard, 2006, s. 99.)

Tässä luvussa käsitellään finanssipolitiikan lyhyen aikavälin vaikutuksiin IS-LM-mallin avulla. Lopuksi luvussa 4 tarkastellaan finanssipolitiikan vaikuttavuutta ja siihen vaikuttavia tekijöitä sekä finanssipolitiikan vaikuttavuutta alhaisten korkojen oloissa Euroopan Unionissa.

#### 3.1 Finanssipolitiikka ja IS-LM malli

Tarkastellaan seuraavaksi finanssipolitiikan teoriaa luvussa 2 esitellyn IS-LM-mallin kautta. Finanssipoliittiset päätökset vaikuttavat hyödykemarkkinoiden tasapainoa kuvaavaan IS-käyrään sitä siirtävästi. Fiskaalinen ekspansio siirtää IS-käyrää oikealle ja fiskaalinen supistaminen siirtää IS-käyrää vasemmalle. Finanssipoliittiset toimet eivät vaikuta LM-käyrään siirtävästi ja talouden tasapainopiste löytyy uudesta IS- ja LM-käyrien leikkauspisteestä. (Blanchard, 2006, s.100.)

Kuvion 5 avulla huomataan, kun IS-käyrä siirtyy fiskaalisen supistamisen seurauksena LM-käyrää pitkin vasemmalle kohtaan IS'', tuotanto ja korkotaso vähenee. Talouden uusi tasapainopiste löytyy pisteestä B. Kun IS-käyrä siirtyy fiskaalisen ekspansion seurauksena LM-käyrää pitkin oikealle kohtaan IS', tuotanto ja korkotaso kasvavat. Talouden uusi tasapainopiste löytyy pisteestä C.



Kuvio 5. IS-käyrän siirtyminen (mukaiillen Blanchard, 2006, s. 100)

Kun finanssipolitiikkaa tarkastellaan yksinkertaistetun IS-LM-mallin avulla, huomataan, että lyhyellä aikavälillä tuotannon- ja korkojen tasoon voidaan vaikuttaa finanssipoliittisilla toimilla. (Blanchard, 2006, s. 101.)

### 3.2 Finanssipolitiikka keskipitkällä – ja pitkällä aikavälillä

Finanssipolitiikka on aiheena laaja ja paljon tutkittu. Sen vaikutuksia reaalitalouteen voidaan tarkastella lyhyellä, keskipitkällä tai pitkällä aikavälillä. Kuten kappaleessa 3.1 havaitsimme, lyhyellä aikavälillä finanssipoliittisilla toimilla voidaan vaikuttaa korkojen – ja tuotannon tasoon (Blanchard, 2006, s. 100). Tämän tutkielman keskiössä on lyhyen aikavälin näkökulma. Pyrimme tarkastelemaan, miten finanssipoliittiset toimet voivat vastata taloudellisiin häiriöihin ja tukea talouden elpymistä akuuteissa tilanteissa. Finanssipolitiikkaa käsitellessä on kuitenkin hyvä huomioida, miten keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä finanssipoliittinen elvyttäminen vaikuttaa talouden rakenteisiin.

Finanssipoliittinen ekspansio tai – supistaminen ei vaikuta keskipitkällä aikavälillä tuotannon tasoon, tuotanto palaa lopulta luonnolliselle tasolle. Tuotannon sijaan finanssipoliittiset toimet vaikuttavat keskipitkällä aikavälillä korkotasoon. Finanssipoliittisen elvyttämisen seurauksena korkotaso kasvaa, mikä vaikuttaa kulutukseen vähentyneinä investointeina. Vastavuoroisesti supistamisen seurauksena korkotaso vähenee, joka näkyy lisääntyneinä investointeina. Keskipitkällä aikavälillä elvyttävällä finanssipolitiikalla on investointeja vähentävä vaikutus, joka on talouden kasvun kannalta myrkyllistä. Taloustieteilijät ovat eri mieltä siitä, miten nopeasti tuotanto palaa luonnolliselle tasolle, joten keskipitkällä aikavälillä on vaikea arvioida optimaalista finanssipoliittista strategiaa. (Blanchard, 2006, s. 554.)

Finanssipolitiikan pitkän aikavälin vaikutuksia tarkastellessa on tärkeä ottaa huomioon pääoman kumuloitumisen vaikutus tuotannon kasvuun. Korkea budjettivaje vähentää kansallista pääoman kertymää eli johtaa alhaisempaan säästämisasteeseen. Alhaisempi säästämisaste eli alhaisempi pääomien kumuloituminen johtaa pitkällä aikavälillä alhaisempaan tuotantoon. Finanssipoliittisten päättäjien tulee ottaa huomioon myös kuinka paljon lyhyen aikavälin tuotantoa kannattaa kasvattaa pitkän aikavälin tuotannon kustannuksella. (Blanchard, 2006, s. 554.)

Finanssipolitiikan keskipitkän- ja pitkän aikavälin vaikutukset on hyvä ottaa huomioon finanssipoliittisia päätöksiä tehtäessä. Tuotanto palaa aina keskipitkällä aikavälillä takaisin luonnolliselle tasolle, mutta finanssipoliittiset keinot talouden elvyttämiseksi ovat perusteltuja, jos talouden palautumisessa luonnolliselle tasolle kestää liian kauan. (Blanchard, 2006, s. 505.)

### **3.3 Finanssipolitiikan rahoitus**

Lisäksi finanssipoliittisia päätöksiä tarkasteltaessa on tärkeä ottaa huomioon finanssipolitiikan rahoituksen keinot ja niiden vaikutukset reaalityönteeseen. Julkisen talouden alijäämää voidaan rahoittaa kahdella tavalla, ottamalla velkaa tai luomalla rahaa. Toisin sanoen valtio voi laskea liikkeelle velkakirjoja kolmansille osapuolille, tai keskuspankki voi luoda rahaa, jolla se ostaa valtion velkakirjoja (Debt Monetization). (Blanchard, 2006, s. 508.) Molemmat tavat rahoittaa budjetin alijäämää voivat olla hyvin ongelmallisia.

Korkea velkaantumissuhde raskauttaa reaalitalouden rakenteita kolmella tavalla. Ensimmäiseksi kuten kappaleessa 3.2 havaitsimme, alijäämäinen budjetti alentaa pääoman kumuloitumista, joka alentaa tuotantoa pitkällä aikavälillä. Toiseksi alijäämäisen budjetin rahoitus voi johtaa tulevaisuudessa korkeampaan veroasteeseen. Korkeampi veroaste voi johtaa alhaisempaan työn teon määrään ja verokiertoon, joka on myrkyllistä talouden kannalta. Kolmanneksi korkea velan määrä suhteessa BKT:hen voi johtaa korkokustannusten kasvuun, joka itsessään aiheuttaa budjetin alijäämän kasvua. Vaarana on juotua kierteeseen, jossa lopulta korkokustannukset kasvavat niin suureksi, että valtiolla on vaikeaa maksaa velkaansa takaisin. (Blanchard, 2006, s. 567.)

Rahan luomista voidaan yleensä pitää viimeisenä ratkaisuna äärimmäisen poikkeuksellisissa tilanteissa, esimerkiksi luonnonkatastrofin, hyvin syvän taantuman tai sodan aiheuttaman valtion budjetin alijäämän rahoittamiseksi. Valtio joutuu turvautumaan rahan luontiin, jos se ei kykene rahoittamaan sen budjetin alijäämää ottamalla velkaa. Rahan luonti eli korkea nimellisen rahan kasvu aiheuttaa korkeaa inflaatiota, joka on talouden kannalta hyvin vaarallista. Erityisenä vaarana rahan luonnissa on korkea hyperinflaatio eli kiihtyvä inflaatio, joka on vaikea saada kuriin ja on talouden näkökulmasta erityisen vaarallinen. (Blanchard, 2006, s. 508.)

#### 4 FINANSSIPOLITIikka ALHAISTEN KORKOJEN OLOISSA

Tässä luvussa analysoidaan relevanttia tutkimustietoa finanssipolitiikan vaikuttavuudesta alhaisten korkojen oloissa. Ensin tarkastellaan mitä teoreettiset tutkimukset kertovat finanssipolitiikan vaikuttavuudesta alhaisten korkojen oloissa. Tämän jälkeen analysoidaan empiiristä tutkimusta, joka koskee Japanin finanssipolitiikan vaikuttavuutta alhaisten korkojen oloissa. Lopuksi tarkastellaan finanssipolitiikkaa Euroopan Unionin kontekstissa.

Eggertsson (2009) tarkastelee tutkimuksessaan eri finanssipolitiikan keinojen vaikuttavuutta alhaisten korkojen oloissa, jotka johtuvat fundamentaalisesta shokista. Tutkimus osoittaa, kuinka tarjontaan vaikuttavilla finanssipoliittisilla keinoilla, kuten työn- tai pääoman veron alennuksilla voi olla jopa vastakkaisia, tuotantoa hidastavia ja deflaatiota kiihdyttäviä vaikutuksia. Toisaalta kysyntää lisäävät finanssipoliittiset keinot kuten valtion kulutuksen lisääminen on vaikuttavampaa, kuin normaaleissa oloissa. Taulukossa 1 havainnollistetaan työn- ja pääomaveron alennuksien sekä valtion kulutuksen vaikuttavuuserrointa normaalien korkojen ja alhaisten korkojen oloissa. Vaikuttavuuskertoimella tarkoitetaan kuinka paljon tuotanto kasvaa tai vähenee, jos valtio kasvattaa tai vähentää kulutusta yhdellä prosentilla. Huomataan, että alhaisten korkojen oloissa veronalennuksilla saavutetaan negatiivisia tuloksia, mutta valtion kulutuksella saavutetaan jopa viisi kertaa parempia tuloksia, kuin positiivisten korkojen oloissa. (Eggertsson, 2009.)

**Taulukko 1. Finanssipolitiikan vaikuttavuuskertoimet (mukaillen Eggertsson, 2009)**

Finanssipolitiikan  
vaikuttavuuserroin

	Työn veronalennukset	Pääoman Veronalennukset	Valtionkulutus
Positiivinen korkotaso	0,16	0,0	0,48
Nollakorkotaso	-1	-0,1	2,3

Saman kaltaisia tuloksia saivat Christiano, Eichenbaum ja Rebelo (2010), jotka tutkivat valtion kulutuksen vaikuttavuutta alhaisten korkojen oloissa. Heidän teoreettisen analyysinsä mukaan valtion kulutuksen vaikuttavuuskerroin on alhaisten korkojen oloissa korkeampi kuin normaalisti. Tämä perustuu siihen, että tilanteessa, jossa talous on jumissa nollakoroissa, valtion kulutuksella ei ole vaikutusta nimelliskorkoon. Se kuitenkin nostaa inflaatio-odotusta eli alentaa reaalikorkoa, joka vahvistaa kulutusta ja tuotantoa. Tuloksena on ketjureaktio, jossa deflaatiokierre kääntyy. Kulutuksen lisääntyminen vahvistaa tuotantoa, nostaa inflaatio-odotuksia ja alentaa reaalikorkoa. Esimerkkinä finanssipolitiikan vaikuttavuudesta Christianon ym. esittelee tilanteen, jossa valtion kulutus kasvaa kolme vuotta putkeen ja nimelliskorko pysyy nollassa. Esimerkissä finanssipolitiikan vaikuttavuuskerroin on keskimäärin noin 1,6 ja korkein arvo on 2,3. Tämä on korkeampi kuin positiivisten korkojen oloissa, jolloin vaikuttavuuskerroin on yleensä alle yhden. (Christiano ym., 2010.)

Vastakkaisen tutkimustuloksen Eggertssonin sekä Christianon ym. tuloksiin nähden saivat Mertens ja Ravn (2010), jotka tutkivat finanssipolitiikan vaikuttavuutta alhaisten korkojen oloissa, jotka johtuvat yhtäkkisestä luottamuksen menetyksestä (epäfundamentaalin shokki). Tutkimuksessaan he osoittavat, että pessimistisistä odotuksista johtuvassa likviditeettiloukussa tarjontaan vaikuttavat finanssipoliittiset toimet kuten työn veronalennukset ovat vaikuttavampia, kuin normaaleissa oloissa, mutta kysyntään vaikuttavat finanssipoliittiset keinot kuten valtion kulutuksen lisääminen ovat vähemmän vaikuttavia, kuin normaaleissa oloissa. Heidän teoreettisen analyysinsä mukaan kysyntää stimuloivat finanssipoliittiset keinot heikentävät toimijoiden odotuksia tulevaisuudesta eli lisäävät deflaatiota ja taas vastakkaisesti tarjontaa stimuloivat keinot johtavat optimismiin tulevaisuudesta eli vähentävät deflaatiota. (Mertens ja Ravn, 2010.)

Eroavaisuudet tutkimuksissa osoittavat, että optimaalista finanssipoliittista strategiaa tehtäessä on tärkeä ottaa huomioon, minkälaisesta shokista likviditeettiloukun kaltainen tila on peräisin. Erilaisiin häiriöihin auttavat erilaiset finanssipoliittiset toimet ja pahimmassa tapauksessa vääränlainen politiikka voi jopa pahentaa tilannetta.

Erceg ja Lindé (2010) huomaavat tutkimuksessaan, miten nimelliskorkojen nollarajalla finanssipolitiikan vaikuttavuuskerroin alenee suhteessa valtion kulutuksen



määrään. Toisin sanoen valtio kulutuksen rajahyöty alenee nopeasti, kun kulutus kasvaa. Heidän mukaansa likviditeettiloukussa valtion kulutusta kannattaa lisätä väliaikaisesti. Sen avulla voidaan nostaa talous pois likviditeettiloukusta. Kuitenkin talouden noustessa likviditeettiloukusta pois kannattaa palata takaisin perinteiseen rahapolitiikkaan. (Erceg ja Lindé, 2010.) Tutkimus osoittaa, että finanssipoliittisen elvyttämisen määrällä ja ajoituksella on väliä ja ne tulisi ottaa huomioon optimaalista finanssipoliittista strategiaa tehtäessä.

#### **4.1 Empiiriset havainnot Japanista**

Likviditeettiloukku on harvinainen tilanne, joten empiiristä tutkimusta finanssipoliitikasta alhaisten korkojen oloissa on vähän lukuun ottamatta Japanin taantumaa. Tarkastellaan seuraavaksi, mitä empiirinen tutkimus kertoo finanssipoliittikan vaikuttavuudesta Japanin taantumana aikana.

Miyamoto, Nguyen ja Sergeyev (2018) tarkastelevat valtion kulutuksen vaikuttavuuskerrointa Japanissa vuosien 1980 ja 2014 välillä. Tutkimus tarjoaa empiirisiä havaintoja valtion kulutuksen vaikuttavuudesta positiivisten korkojen oloissa ja nimelliskorkojen ollessa nolla. Heidän tutkimuksensa mukaan valtion kulutuksen vaikuttavuuskerroin nimelliskorkojen nolларajalla on 1,5 ja normaaleissa oloissa 0,6. Lisäksi tutkimus osoittaa, kuinka valtion kulutus lisää yksityistä kulutusta ja investointeja nimelliskorkojen nolларajalla vastoin normaaleja oloja, jolloin se vähentää yksityistä kulutusta ja investointeja. Valtion kulutuksella ei tutkimuksen mukaan ole samanlaisia keskipitkän aikavälin tuotantoa heikentävää vaikutusta kuin valtion kulutuksella normaaleissa oloissa, koska investointien määrä kasvaa eikä pienene. (Miyamoto ym., 2018.)

Fukundan (2023) empiirinen tutkimus tarjoaa kriittisempää lähestymistapaa finanssipoliittikan vaikuttavuuteen alhaisten korkojen oloissa. Tutkimus osoittaa, kuinka finanssipoliittikan vaikuttavuudelle tuotannon kasvuun voi saada eri tuloksia riippuen mistä vertailuvuodesta analyysia tehdään ja mitä aikaväliä tarkastellaan. Tutkimus osoittaa empiirisen analyysin avulla, kuinka finanssipoliittikka on tehokasta alhaisten korkojen oloissa, jos analyysin vertailuvuotena käytetään vuotta 2011, mutta tehotonta, jos vertailuvuotena käytetään vuotta 2015. Tutkimus osoittaa, että

finanssipolitiikan vaikuttavuutta alhaisten korkojen oloissa tarkasteltaessa on hyvä suhtautua tuloksiin varauksella ja, että lisää empiiristä tutkimusta tarvitaan lisää finanssipolitiikan vaikuttavuudesta alhaisten korkojen oloissa. (Fukuda, 2023.)

#### **4.2 Finanssipolitiikan vaikuttavuus Euroopan Unionissa**

Euroopan unionin alueella ja tarkemmin valuuttayhteisö euroalueella on yhteinen rahapolitiikka, mutta kansallinen finanssipolitiikka. Tämä tekee talouspolitiikan optimoinnista sekä koordinoinnista haastavaa, koska välttämättä kaikki euroalueen maat eivät pysty osallistumaan finanssipoliittiseen elvyttämiseen tarpeen vaatiessa. Lisäksi euroalueiden talouden rakenteet eroavat toisistaan, mikä tekee politiikkasuositusten antamisesta haastavaa. Tarkastellaan seuraavaksi, mitä tutkimukset osoittavat finanssipolitiikan vaikuttavuudesta euroalueella.

Kilponen ym. (2015) tarkastelevat teoreettisessa analyysissään finanssipolitiikan vaikuttavuuskertoimia eri Euroopan maissa. Tutkimuksessa he simuloivat eri talouden skenaarioita ja tarkastelevat vaikuttavuuskertoimia esimerkiksi alhaisten korkojen oloissa. Analyysissään he havaitsevat kuinka positiivisten korkojen oloissa finanssipolitiikan lyhyen aikavälin vaikuttavuuskerroin on alle yhden riippumatta käytetystä instrumentista, valtiosta tai shokin tyypistä. Tutkimuksessa huomataan kuinka yksittäisten valtioiden finanssipolitiikan vaikuttavuus ei kasva alhaisten korkojen oloissa merkittävästi. Vastavuoroisesti, jos finanssipoliittisia toimia tehdään koko euroalueen laajuisesti, lyhyen aikavälin valtion kulutuksen vaikuttavuuskerroin voi kasvaa yli yhteen. Tutkimus osoittaa, että alhaisten korkojen oloissa finanssipolitiikka on vaikuttavampaa, kuin normaalisti jos sitä harjoitetaan koko euroalueen toimesta samanaikaisesti. (Kilponen ym., 2015.) Euroalueella tämä on haastavaa, koska välttämättä kaikki maat eivät tarvittaessa kykene tai halua poliittisista syistä osallistua finanssipoliittiseen elvytykseen.

Górnicka ym. (2019) tarkastelee empiirisessä tutkimuksessaan finanssipolitiikan vaikuttavuutta Euroopan velkakriisin aikana vuosien 2009 ja 2015 välillä. Eroavaisuus aikaisemmin tarkasteltuihin empiirisiin tutkimuksiin on alueellisen eron lisäksi se, että Eurooppa ei ollut likviditeetiloukussa kyseisellä aikavälillä. Tutkimuksen mukaan finanssipolitiikan vaikuttavuuskerroin oli kriisin alkuvaiheilla noin 0,25 ja nousi

kriisin myöhäisempänä aikana noin 0,66. (Górnicka ym., 2019.) Tutkimus osoittaa, että finanssipolitiikka oli euroalueella vaikuttavampaa kriisin aikana kuin normaalisti.

## 5. YHTEENVETO

Tutkimukset osoittavat, että alhaisten korkojen oloissa finanssipolitiikka on vaikuttavampaa, kuin normaaleissa oloissa. Yksinkertaistettuna tilanteessa, jossa rahapolitiikka on voimatonta, onnistuneella finanssipolitiikalla voidaan nostaa talous pois likviditeettiloukusta ja auttaa tuotantoa palaamaan takaisin luonnolliselle tasolle.

Makrotaloustiede ei kuitenkaan ole yksinkertaista. Kun asioita tarkastellaan laajemmin, huomataan, että huomioon täytyy ottaa mm. finanssipolitiikan rahoitus, talouden rakenteet, maiden velkataso, vallitsevat olosuhteet, käytetyt instrumentit, keskipitkän- ja pitkän aikavälin vaikutukset sekä elvytyksen kesto.

Erityisen haastavaa finanssipoliittisesta elvytyksestä euroalueella tekee sen kansallisuus. Finanssipolitiikan vaikuttavuuden kannalta olisi ensiarvoisen tärkeää, että elvyttäminen tehtäisiin yhdessä ja laajalla rintamalla. Kuitenkin useat euromaat ovat osin pakotettunakin laiminlyöneet EU:n perussopimuksen finanssipoliittisiä sääntöjä, budjetti on alijäämäinen ja velan suhde BKT:stä on korkea, joten valtiot eivät välttämättä kykene tarvittaessa osallistumaan finanssipoliittisiin toimiin. Tutkimuksesta voidaankin päätellä, että tulevaisuuden eurooppalaisen päätöksenteon tulisi ohjeistaa euromaita siihen suuntaan, että ne kykenevät finanssipoliittisiin toimiin tarpeen sitä vaatiessa.

Tulevaisuuden tutkimusmahdollisuuksia aiheesta on paljon. Tutkimukset voisivat keskittyä esimerkiksi finanssipolitiikan pitkän aikavälin vaikutuksiin. Tutkimusten avulla ymmärrettäisi, miten lyhyen aikavälin päätökset vaikuttavat pitkän aikavälin talouden vakauteen ja kasvuun. Lisäksi olisi tärkeä tutkia raha- ja finanssipolitiikan yhteisvaikutuksia matalien korkojen oloissa, jotta optimaalisen talouspolitiikan tekeminen olisi mahdollista. Finanssipolitiikan vaikuttavuutta alhaisten korkojen oloissa olisi tulevaisuudessa tärkeää tutkia useista eri näkökulmista laajan ymmärryksen luomista varten.

**LÄHTEET**

- Blanchard O. (2006). *Macroeconomics*.
- Christiano, L., Eichenbaum, M., & Rebelo, S. (2010). *When is the Government Spending Multiplier Large?*
- Eggertsson Gauti B. (2009). *What Fiscal Policy Is Effective at Zero Interest Rates?*
- Erceg, C. J., & Lindé, J. (2010). *Is There a Fiscal Free Lunch in a Liquidity Trap*
- Friedman, M., & Schwartz, A. (1963). *A Monetary History of the United States*. Princeton University Press.
- Fukuda, S. ichi. (2023). Evaluation of fiscal policy using alternative GDP data in Japan. *Japan and the World Economy*, 67.
- Górnicka, L., Kamps, C., Koester, G., & Leiner-Killinger, N. (2019). *Working Paper Series Learning about fiscal multipliers during the European sovereign debt crisis: evidence from a quasi-natural experiment*.
- Khoury, S. J., & Pal, P. C. (2020). Negative Interest Rates. *Journal of Risk and Financial Management*, 13(5), 90.
- Kilponen, J., Pisani, M., Schmidt, S., Corbo, V., & Hledik, T. (2015). *Comparing fiscal multipliers across models and countries in Europe*. European Central Bank.
- Krugman, P. (1999). *THINKING ABOUT THE LIQUIDITY TRAP*.

Krugman, P. R. (1998). *It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap*.

Mertens, K., & Ravn, M. O. (2010). *Fiscal Policy in an Expectations Driven Liquidity Trap* \*.

Miyamoto, W., Nguyen, T. L., & Sergeyev, D. (2018). Government spending multipliers under the zero lower bound: Evidence from Japan. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 10(3), 247–277.