

Finanssipolitiikan kirkas muttei aukoton analyysi

Martti Hetemäki

Olivier Blanchard:

Fiscal Policy under Low Interest Rates

The MIT Press 2022, 162 sivua.

Olivier Blanchardin kirja syventää ja laajentaa hänen American Economic Associationille vuonna 2018 pitämää esitystä finanssipolitiikasta matalien korkojen oloissa. Tuo esitys ja siihen perustuva artikkeli (ks. Blanchard 2019) ovat vaikuttaneet ilmeisen paljon Yhdysvaltojen ja EU-maiden finanssipolitiikkaan viimeisen viiden vuoden aikana. Blanchardin analyysi pelkistyy kahteen lähtökohtaan:

- (i) Julkisen velan ja BKT:n suhteen (b) vakaana pitävän perusjäämän määritelmään¹
- (ii) Oletukseen, että julkisen velan reaalikorko (r) on pienempi kuin BKT:n reaalkasvu (g).

Blanchardin kehikko tuottaa seuraavat yllättävältä vaikuttavat tulokset:

- Mitä korkeampi on velkasuhde b , sitä suurempi perusalijäämä s pitää velkasuhteen vakaana, mikä seuraa alaviitteen 1 yhtälöstä. Tulos johtuu siitä, että BKT:n kasvaessa vauhdilla g hallitus voi ottaa uutta velkaa vuosittain määrän gb pitäen velkasuhteen vakaana. Kun $g > r$, tulot velanotosta ovat suuremmat kuin korkomenot. Tämä erotus on sitä suurempi, mitä korkeampi on velkasuhde.
- Oletetaan, että vakaan velkasuhteen oloissa hallitus lisää perusalijäämää. Tällöin velkasuhde b nousee, mutta se konvergoituu tasolle $b = s(1 + g)/(r - g)$, mikä saadaan ratkaisemalla b alaviitteen 1 yhtälöstä. Eli hallitus pystyy aina vakauttamaan velkasuhteen riippumatta perusalijäämän suuruudesta. Hallitus voisi esimerkiksi pitää menokehityksen ennallaan, lakkauttaa verotuksen ja silti vakauttaa velkasuhteen.

¹ Velkakestävyyden turvaavan perusjäämän yhtälö on muotoa $(1)S_t = b_{t-1}(r_t - g_t)/(1 + g_t)$, jossa $st = S_t/BKT_t$, jossa S_t = julkisen talouden perusjäämä (jäämä ilman korkomenoja) vuonna t ja BKT_t = on bruttokansantuote vuonna t , $b_{t-1} = B_{t-1}/BKT_{t-1}$, jossa B_{t-1} = julkisen talouden bruttovelka vuonna $t-1$, r_t = julkisen velan reaalikorko vuonna t ja $g_t = BKT$:n kasvuvahti vuonna t . Yhtälö (1) standardiyhtälö velkasuhteen vakauttavasta perusjäämästä. Yhtälön johto on esitetty esim. Kansantaloudellisen aikakauskirjan artikkelissa Hetemäki (2009).

- Oletetaan, että vakaan velkasuhteen oloissa hallitus lisää perusaliäämää yhdeksi vuodeksi kasvattamalla menoja tai alentamalla veroja. Tällöin velkasuhde b nousee aluksi, mutta se palaa ennen pitkää lähtötasolle. Toisin sanoen hallitus voi väliaikaisesti lisätä perusaliäämää ja palata alkuperäisen velkasuhteen tasolle leikkaamatta menoja tai nostamatta veroja.

Mikä voisi olla Blanchardin kehikossa epärealistista? Se ei voi olla lähtökohta (i), joka on teoriavapaa määritelmä. Epärealistista voisi olla lähtökohta (ii) eli oletus $r < g$.

Blanchard perustelee oletusta $r < g$ seuraavasti:

- Viimeisen 30 vuoden ajan kehittyneet maat ovat kärsineet kroonisesti heikosta yksityisestä kysynnästä. Eli säästäminen on ollut vahvaa suhteessa investointeihin. Lupaavana syynä tähän Blanchard näkee varovaisuussäästämisen, jota heikko sosiaaliturva on omiaan lisäämään.
- Kehittyneiden maiden – kuten Yhdysvaltojen ja EU-maiden - valtioiden velkapapereita pidetään riskittöminä kohteina. Niiden kysyntä on lisääntynyt suhteessa niiden tarjontaan, kun näiden maiden kasvu on ollut kehittyviä maita hitaampaa, ks. Caballero ym. (2017).

Blanchard toteaa, että säästämisen vahvuus suhteessa investointeihin ja turvallisten sijoituskohteiden niukkuus ovat laskeneet neutraalia reaalkorkoa r^* eli rahapolitiikan reaalkoron tasoa, joka pitää BKT:n potentiaalisen BKT:n tasolla.

Blanchardin mukaan r^* on laskenut kahden kynnysarvon alle: Se on alittanut talouden kasvuvauhdin ja r^* on ajoittain laskenut niin matalaksi,

että nimellinen neutraalikorko on törmännyt nollakorkorajaan tai rahapolitiikan efektiiviseen alarajaan. Tämä tukee finanssipolitiikan käyttöä elvytyksessä, koska korkojen laskuvara on pieni tai olematon. Lisäksi Blanchard arvioi yksityisen kysynnän heikkouden ja turvallisten sijoituskohteiden korkean kysynnän jatkumisen pitävän korkotason niin matalana, että se turvaa finanssipolitiikan liikkumavaran.

Mitä sudenkuoppia Blanchardin analyysiin liittyy? Näen seuraavat kolme aukkoa hänen tarkasteluissansa: fiskaalinen dominanssi, rahoituksellinen dominanssi ja valtion velan koron endogeenisuus. Näistä ensimmäiseen ja kolmanteen Blanchard myös kyllä itsekin viittaa. Jokainen näistä kolmesta ilmiöstä voi johtaa velkakriisiin, jonka hallitsemiseksi hallituksilla ja keskuspankeilla ei olisi välttämättä enää käyttökelpoisia välineitä.

Blanchard katsoo, että tulevilla julkisen talouden perusjämillä on vähäinen vaikutus hintatasoon. Hänen mukaansa fiskaalinen hintatasoteoria (ks. Cochrane 2022) on relevantti vain hyperinflaation oloissa. Toisaalta Blanchard toteaa kyllä, että fiskaalinen dominanssi on potentiaalinen huoli. Hän perustelee, etteivät keskuspankit ole olleet pelastamassa hallituksia mutta, että toisaalta on olemassa riski, että korkea julkinen velka johtaa fiskaaliseen dominanssiin. Blanchard näkee kehittyneiden maiden keskuspankkien osoittaneen itsenäisyytenä. Hänen mukaansa näyttö Yhdysvaltain keskuspankki Fedin ja Englannin keskuspankin korkojen nostosta 2016–2018 on tässä suhteessa vakuuttava.

Blanchard ei kuitenkaan viittaa Sargentin ja Wallacen (1981) fiskaalisen dominanssin keskeiseen artikkeliin, jota voidaan pitää fiskaalista hintatasoteoriaa vähemmän kyseenalaisena. Sargent ja Wallace osoittavat, ettei ratkaisevaa fiskaalisen dominanssin välttämisen kannalta

ole keskuspankin sitoutuminen matalaan inflaatioon, vaan hallituksen sitoutuminen kestävään finanssipolitiikkaan.

Fiskaalisen dominanssin riskistä ehkä konkreettisin esimerkki on se, että keskuspankit ovat nyt myös ”buyer of last resort”, joka on Willem Buiterin lanseeraama termi. Koronakriisin aikana Fed toimi tuossa roolissa ostaen ennätysmäärän liittovaltion ja sen virastojen velkapapereita. Keskuspankki käytännössä turvasi liittovaltion elvytyksen rahoitusta velkakirjojen tukioistoilla.

Rahoituksellinen dominanssi on puolestaan asia, jota mm. Markus Brunnermeier on analysoinut. Sen ilmentymä on ollut ns. ”Fed put”, jossa Fed reagoi herkästi rahoitusvakausriskeihin. Tuorein esimerkki tästä on Fedin BTFP-ohjelma, joka syntyi SVB, Signature ja First Republic pankkien ongelmien seurauksena.² Lisäksi näiden pankkien talletussuojan ylärajan ylittävät talletukset pelastettiin. Liittohallituksen ja keskuspankin taholta annettiin ymmärtää myös, että pankkien talletukset ovat yleisesti jatkossa turvassa.

Fedin BTFP-ohjelma tukee liittovaltion velkakirjojen kysyntää ja niiden korkojen mataluutta. Talletussuojan laajentaminen estää talletuspakoa. Samalla kuitenkin julkisen vallan vastuut ja riskit kasvavat.

² Fed perusti maaliskuussa 2023 perustama BTFP-ohjelman, joka tarjoaa pankeille likviditeettiä niiden velkakirjoja vastaan arvostamalla velkakirjat nimellishintaan, ei markkinahintaan. Tällöin pankkien ei tarvitse suojautua itse hallussaan olevien valtion velkakirjojen korkoriskeiltä, koska niiden ei tarvitse myydä kyseisiä velkakirjoja tappiolla (kuten SVB teki). Sen sijaan pankit voivat tarvittaessa lainata velkakirjojen nimellisarvoa vastaan likviditeettiä Fedistä ja pitää velkakirjat hallussaan niiden maturiteettiin saakka.

Blanchard viittaa itsekin julkisen velan koron endogeenisuuteen velkaantumisen kasvussa, mutta hänen mielestään tällä erää velkakesätyvyyteen ei kohdistu vakavia riskejä kehittyneissä maissa. Jos esimerkiksi yksityinen kysyntä vahvistuu voimakkaasti, korkotaso nousee kyllä lisäen korkomenoja. Blanchardin mukaan talouden vahva kasvu ja rahapolitiikan liikkumavaran lisääntyminen mahdollistaisivat julkisen talouden vahvistamisen ilman kielteisiä kasvuvaiikutuksia. Jos taas yksityinen kysyntä heikkenisi entisestään, voisi Blanchardin mukaan olla tarpeen, että hallitukset ylläpitäisivät niin suuria vajeita, että julkinen velkaantuminen jatkaisi kasvuaan.

Blanchard kiinnittää huomiota myös Yhdysvaltojen liittovaltion ja keskuspankin sulautetun velan maturiteettiin. Määrällinen elvytys (QE) on lyhentänyt sitä, sillä ostaessaan markkinoilta valtion pitkäaikaisia velkakirjoja Fed on rahoittanut ne korollisilla pankkien reserveilla, joiden maturiteetti on nolla, koska ne ovat heti nostettavissa.

Kukaan ei tiedä, koska velan korko alkaa reagoida velkaantumiseen. Jotain tuosta reaktiosta voidaan kuitenkin sanoa. Ensinnäkin velkaantumisen noustua ollaan aiempaa lähempänä tuon reaktion rajaa. Toiseksi rajaa laskee, jos merkittävä osa velasta on ulkomaisten sijoittajien hallussa. Esimerkiksi Japanin julkisesta velasta yli 90 % on kotimaisten sijoittajien hallussa. Velan rahoittamista tukee Japanin yksityisen sektorin iso rahoitusylijäämä, joka on ollut pysyvästi suurempi kuin Japanin julkisen talouden alijäämä.

Kolmanneksi velan koron reaktio kasvavaan velkaantumiseen voi olla äkillinen ja jyrkkä. Julkinenkin velka voi muuttua informaatiosen-sitiiviseksi Holmströmin (2015) tarkoittamassa mielessä. Tällöin velan arvoa ja sen koron mata-

luutta voidaan tukea velan maturiteettia lyhentämällä. Samalla se kuitenkin lisää velan arvon ja koron reaktion jyrkkyyttä maksukyvyttömyystilanteessa. Neljänneksi mitä lyhyempi on velan maturiteetti, sitä suurempi inflaatio tarvitaan velkakestävyuden palauttamiseksi.

Keskuspankit pystyivät pitkään tukemaan valtion velkakirjojen kysyntää ja niiden korkojen matalaa tasoa ilman suurta huolta inflaatiosta. Julkisen velkaantumisen ja implisiittisten vastuiden kasvulla sekä keskuspankkien tuen lisäämisellä on kuitenkin myös riskinsä, jotka todennäköisesti ajan myötä kasvavat.

Valtion velkakriisin ja pankkikriisin riskit eivät ole myöskään toisistaan riippumattomia. Jos Yhdysvallat ja EU-maat kohtaisivat nyt rahoituskriisin, talouspolitiikan liikkumavara olisi ilmeisesti pienempi kuin 2007–2008 tai keväällä 2020 aiempaa korkeamman velkaantumisen ja suuremman inflaatorisikin takia.

Rajaton likviditeettituki julkisen velan arvon turvaamiseksi voisi nyt lisätä enemmän kuin vähentää sen informaatiiosensitiivisyyttä, koska pelko velkojen reaaliarvon alenemisesta kasvaisi. Tällöin viranomaisilla ei olisi välttämättä enää käyttökelpoisia välineitä kriisin hallitsemiseksi. Blanchardin kirja ei kata tällaisen mustan joutsenen mahdollisuuden tarkastelua. Se on puute, joka vähentää hänen selkeän ja tärkeän analyysinsä relevanssia käytännön finanssipolitiikan kannalta. □

Kirjallisuus

- Blanchard, O. (2019), “Public Debt and Low Interest Rates”, *American Economic Review* 109: 1197–1229, <https://www.aeaweb.org/articles/pdf/doi/10.1257/aer.109.4.1197>.
- Caballero, R., Farhi, E. ja Gourinchas, P.-O. (2017), “The Safe Assets Shortage Conundrum”, *Journal of Economic Perspectives* 31: 29–46, <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.31.3.29>.
- Cochrane, J. (2023), *The Fiscal Theory of the Price Level*, Princeton University Press 2023.
- Hetemäki, M. (2009), ”Finanssipolitiikan elvytyksestä”, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 105: 146–167, <https://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/images/stories/kak/kak22009/kak22009hetemaki.pdf>.
- Holmström, B. (2015), “Understanding the Role of Debt in the Financial System”, Bank for International Settlements Working Paper No. 479, <https://www.bis.org/publ/work479.pdf>.
- Sargent, T.J. ja Wallace, N. (1981), “Some unpleasant monetarist arithmetic”, *Quarterly Review, Federal Reserve Bank of Minneapolis*, 5: 1–17, <https://www.minneapolisfed.org/research/quarterly-review/some-unpleasant-monetarist-arithmetic>.