Vesa Vihriälä

Työelämäprofessori, Helsingin yliopisto

21.6.2021

Talousvaliokunnalle

Pyydetty lausunto Eduskunnan pankkivaltuuston kertomuksesta 2020[1]

Pankkivaltuuston kertomus antaa laajan yleiskuvan rahapolitiikasta ja rahoitussektorin vakauteen liittyvästä politiikasta vuonna 2020 ja osin myös kuluvan vuoden ja tulevaisuuden kysymyksistä. Totean muutaman pääasian toteutuneesta kehityksestä ja nostan esille keskeisiksi arvioimiani lähitulevaisuuden haasteita.

Raha- ja makrotalouspolitiikka reagoivat voimakkaasti koronakriisiin – hyvin tuloksin

Koronakriisi on ollut hyvin poikkeuksellinen globaali sokki, jonka vaikutuksia oli sen puhjetessa vaikea arvioida. Keväällä 2020 oli joka tapauksessa perusteltua pelätä, että sokki voisi pahimmillaan johtaa globaalia finanssikriisiä muistuttavaan talouksien syöksykierteeseen, johon liittyisi pankkien toiminnan paha häiriytyminen ja myös valtioiden maksuvaikeudet. Esimerkiksi EKP arvioi euroalueen BKT:n supistuvan 5-12 % vuonna 2020, kun globaalin finanssikriisin seurauksena BKT-menetys oli runsaat 5 % vuonna 2009. Suomen BKT-kehitystä koskevat Suomen Pankin ja valtiovarainministeriön arviot olivat vuoden 2020 osalta hyvin saman tapaisia, 5-13 % BKT-menetystä ennakoivia.

Tämä huoli johti kaikkialla raha- ja finanssipolitiikan massiiviseen keventämiseen ja rahoitussektorille suunnattuihin maksuvalmiutta tukeviin toimiin. Tämän ohella kohdennetuilla toimilla pyrittiin tukemaan rahoituksen välittymistä, ennen kaikkea alentamalla pankkien pääomavaatimuksia. Kertomus antaa näistä hyvän kokonaiskuvan euroalueen ja Suomen osalta.

Finanssikriisin kaltainen tilanne on vältetty, vaikka euroalueen BKT supistuikin lähes 7 % vuonna 2020. Rahoitusjärjestelmään ei ole syntynyt suuria häiriöitä, eivätkä edes paljon velkaantuneet EU-valtiot ole kohdanneet rahoitusvaikeuksia. Jo lähtökohtaisesti matalat korot, mutta EKP:n ja muiden keskuspankkien toteuttamat rahapolitiikan laajat kevennystoimet ovat mitä ilmeisimmin olleet rahoitusvaikeuksien välttämisen välitön syy. EKP:n ja muiden keskuspankkien erityisesti valtionlainoihin kohdistuneet ostot ja lupaukset niiden pitkäaikaisesta jatkumisesta ovat mahdollistaneet elvyttävän finanssipolitiikan myös paljon velkaantuneissa EU-maissa. Myös EU:n elpymispakettiratkaisu on omalta osaltaan tukenut velkaantuneiden ja (BKT/asukas-mielessä) köyhien EU-maiden kykyä elvyttävään finanssipolitiikkaan.

Erot maiden talouskehityksessä ovat kuitenkin olleet suuria. Kun Espanjan BKT-menetys oli lähes 12 %, ja Ranskan, Italian ja Kreikan yli 8 %, Suomen, Ruotsin ja Tanskan menetykset jäivät alle 3 prosenttiin. Erot eivät johdu sen paremmin rahapolitiikan kuin finanssipolitiikankaan eroista, vaan lähinnä eroista itse

[1] Koska olen toiminut Finanssivalvonnan johtokunnan jäsenenä kertomusvuonna, kommentoin Finanssivalvonnan toimintaa koskevia kysymyksiä vain yleisellä tasolla, makrovakauspolitiikkaan liittyen.

pandemien hallintaan saamisesssa ja hillintätoimien ”kustannustehokkuudessa” sekä talouksien rakenteessa. Tällaiselle päätelmälle löytyy myös systemaattisemman tutkimuksen antamaa tukea.[2]

EKP:n kevyt rahapolitiikka on välittynyt täysimittaisesti Suomen talouteen. Näin on tapahtunut jopa paremmin kuin globaalin finanssikriisin yhteydessä. Esimerkiksi EKP:n kyselyn perusteella pankkien luottostandardit eivät kiristyneet Suomessa lainkaan vuoden 2020 aikana. Taustalla on suomalaisten pankkien hyvä pääomatilanne ja varovainen riskinotto ennen kriisiä. Kotimaiset makrovakaustoimet – lähinnä pääomavaatimusten kevennys – ovat tukeneet edelleen pankkien luotonantokykyä annetulla rahapolitiikan virityksellä. Kun lisäksi yrityksille on suunnattu tuntuvasti erityisiä rahoitustukitoimia, konkurssiaalloilta on vältytty, vaikka erityisesti matkailu-, ravintola- ja tapahtuma-alan yrityksistä monet ovatkin joutuneet suuriin vaikeuksiin.

Tilanteeseen liittyy merkittäviä riskejä

Samalla kun poikkeuksellisen kevyt makropolitiikka tukee talouden elpymistä, siihen liittyy riskejä epätasapainisen kehityksestä ja pahimmillaan myöhentyneestä finanssikriisistä.

Kevyt rahapolitiikka on purkautunut osaksi varallisuusesineiden hintojen nopeaan nousuun. Osakekurssit ja asuin- ja muiden kiinteistöjen hinnat ovat nousseet monissa maissa nopeasti ja ylittävät monissa tapauksissa selvästi pandemiaa edeltäneen tason. Suomessa asuntohintojen nousu koskee lähinnä pääkaupunkiseutua. Osaksi kysyntää on rahoitettu lisääntyneellä velalla. Samanaikaisesti valtiot ovat velkaantuneet merkittävästi lisää ja tämä velkatasojen nousu koskee erityisesti jo ennestään paljon velkaantuneita valtioita. Myös Suomessa sekä kotitaloussektorin että julkisen sektorin velkaantuneisuus on kasvanut selvästi, vaikka kummassakaan suhteessa Suomea ei voi luonnehtia paljon velkaantuneeksi.

Korkeat velkatasot eivät ole ongelma niin kauan kuin korkotaso pysyy matalana. Vaikka monien arvioiden matalien korkojen aika ei ole nopeasti loppumassa, nykyinen poikkeuksellinen nollakorkotilanne ei kuitenkaan voi jatkua loputtomiin.

Avainkysymykseksi muodostuu, kykenevätkö taloudet sopeutumaan niin, että korkotason väistämätön nousu ei johda finanssikriisikierteen käynnistymiseen: velanhoitovaikeuksiin, pankkien luottotappioihin, varallisuushintojen laskuun, kokonaiskysynnän romahdukseen, lisääntyviin velanhoitovaikeuksiin jne. EU-alueen talouden kannalta olennaista on, miten hyvin korkeasti velkaantuneet valtiot, joiden pankkisektorissa on edelleen keskimääräistä enemmän riskejä, kykenevät parantamaan talouden kantokykyä ja alentamaan velkatasoa suhteessa talouden kokoon ennen kuin korkotaso alkaa nousta. Tässä onnistuminen ei ole itsestään selvää.

Politiikalle kovat vaatimukset

Euroalueella tarvitaan hyvin taidokasta makro- ja rakennepolitiikan yhdistelmää näiden riskien välttämiseksi. Rahapolitiikan tulisi pysyä kevyenä niin, että toipuminen voi jatkua. EKP:n indikaatio rahapolitiikasta ei viittaa tällä hetkellä isoon ennenaikaisen kiristämisen riskiin.

Toisaalta mitä pidempään matalien korkojen tilanne ja sellaisen pitkäaikaisuutta koskevat odotukset säilyvät, sitä suuremmiksi talouksien haavoittuvuudet muodostuvat ilman näitä haavoittuvuuksia määrätietoisesti vähentävää politiikkaa. Riski syntyy yhtäältä ”fiskaalisen dominanssin” ja toisaalta ”finanssidominanssin” kautta. Edellisellä tarkoitetaan rahapolitiikan virittämistä finanssipolitiikan (julkisen

---

[2] Furceri D., M. Galnslmeier, J. Ostry, N. Yang (2021), Initial Output Losses from the Covid-19 Pandemic: Robust Determinants, CEPR DP 15892, https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/dp.php?dpno=15892

velkaantumisen) mahdollistamiseksi ja jälkimmäisellä sen virittämistä rahoitusjärjestelmän häiriöiden välttämiseksi lyhyellä aikavälillä.

EKP:n strategia-arvio on näiden riskien hallitsemissa tärkeä prosessi. Arvion tulisi kyetä johtamaan uskottavuuden säilymiseen siihen, että EKP ei salli pitempiaikaisen inflaatiokierteen syntymistä samalla kun rahapolitiikka välttää ennenaikaisen kiristämisen. Kun otetaan huomioon ns. makrovakauspolitiikan erilaiset rajoitukset ja toistaiseksi kertynyt vähäinen näyttö tällaisten politiikkatoimien tehosta, varallisuushinta- ja velkakehitys ovat asioita, joiden tulisi nähdäkseni vaikuttaa politiikan viritykseen kuluttajahintainflaation ohella.

Finanssipolitiikan tulisi tällaisessa tilanteessa suuntautua lyhyellä aikavälillä sellaisiin elvytystoimiin, jotka vahvistavat talouden pidemmän ajan kasvukykyä. Tämä korostaa EU:n elpymisrahastorahoitukseen liittyvän rakennepoliittisen ehdollisuuden tärkeyttä.

Toisaalta elvyttävästä politiikasta tulisi siirtyä neutraaliin ja edelleen julkisen talouden tasapainoa vahvistavaan politiikkaan sitä mukaa kun taloudet lähestyvät (vaikeasti arvioitavaa) potentiaalisen tuotannon tasoa. Maiden tilanteet poikkeavat tässä suhteessa huomattavasti. Suomen taloutta koskevien uusimpien ennusteiden valossa lisäelvytystä ei tarvita vuodelle 2022 ja vuonna 2023 voisi olla jo perusteltua kiristää politiikkaa nyt näköpiirissä olevasta.

Rahoitusjärjestelmän kestokyvyn lisäämiseksi on tarpeen jatkaa järjestäytymättömien luottojen vähentämistä, omien pääomien vahvistamista ja pankkien valtioriskien vähentämistä. Makrovakausvälineitä tulisi edelleen kehittää niin, että niiden avulla kyetään toteutunutta paremmin hillitsemään yksityisen sektorin liiallista velkaantumista ja rahoitusjärjestelmän riskejä yleisesti.

Suomessa tarvetta makrovakausvälineiden kehittämiseen

Suomessa on meneillään valmistelu kotitalouksien velkaantumisen hillitsemiseen soveltuvien makrovakausvälineiden vahvistamiseksi. Tällaisten luotonottajiin kohdistuvien toimien merkitys korostuu tilanteessa, jossa myös kotitalouksien velkarahoituksen lähteet laajenevat kotimaisten pankkien ulkopuolelle. Ns. positiivinen luottorekisteri on tärkeä velallisten todellista velkatilannetta koskevan informaation lisääjä.

Muina harkittavina asioina ovat velka- tai lainamäärän rajoittaminen suhteessa tuloihin, enimmäisluototussuhteen määrittely uudelleen (vakuuksien käytön rajoittaminen), taloyhtiölainoja koskevat rajoitukset, luottojen enimmäismaturiteettia ja lyhennysvelvollisuutta koskevat määräykset. Kaikkiin näihin liittyvät omat ongelmansa, mutta ilman tämäntapaisten välineiden kehittämistä kotitalouksien liiallisen velkaantumisen hillintä on vaikeaa.

Suomen Pankin rooli kansallisessa talouspolitiikassa

Eurojärjestelmän osana Suomen Pankin ensisijainen tehtävä on osallistua euroalueen rahapolitiikan suunnitteluun ja toimeenpanoon. Tämän tehtävän hoidossa lainsäädännön edellyttämä riippumattomuus asettaa omat rajoituksensa sille, miten pankki voi osallistua kansalliseen talouspoliittiseen keskusteluun.

Tätä rajoitusta ei kuitenkaan pidä tulkita ahtaasti. Suomen Pankilla on huomattavaa asiantuntemusta paitsi rahoitusmarkkinoiden ja makrovakauspolitiikan kysymyksissä, myös talouden suhdannekehityksen ja julkisen talouden pitkän aikavälin analyysissä. Kun tällaista osaamista on väistämättä rajoitetusti Suomen kaltaisessa maassa, on tärkeää, että pankki osallistuu aktiivisesti yhteisen tilannekuvan hahmottamiseen ja myös politiikkavaihtoehtojen analyysiin.