Vesa Vihriälä Lausunto 7.12.2022

Eduskunnan talousvaliokunnalle

Pyydetty lausunto Eduskunnan pankkivaltuuston kertomuksesta vuodelta 2021

Pankkivaltuuston kertomus käsittelee vakiintuneeseen tapaan laajasti Suomen Pankin ja Finanssivalvonnan toiminnassa vuonna 2021 esille nousseita asioita. Vuoden 2022 lopun perspektiivistä tarkasteltuna kertomus on pikemminkin toiminnan historiakirjoitusta kuin selostusta ajankohtaisista Suomen Pankin ja Finanssivalvonnan agendalla olevista asioista. Etenkin rahapolitiikan asetelma on muuttunut merkittävästi, mutta myös eräät rahoitusvakauteen liittyvät kysymykset ovat kuluneen vuoden aikana saaneet uusia, merkityksellisiä piirteitä.

Rahapolitiikka

EKP piti rahapolitiikan virityksen hyvin elvyttävänä koko vuoden 2021 vuoden mittaan toteutuneesta inflaation selvästä kiihtymisestä ja nopeasta talouskasvusta huolimatta. Vasta vuoden viimeisessä rahapolitiikkakokouksessa joulukuussa rahapolitiikkaa ilmoitettiin kiristettävän vuoden 2022 puolella arvopaperien ostoja asteittain vähentämällä. Samalla EKP suositti elvyttävän linjan jatkamista myös finanssipolitiikassa. Politiikkalinjaus perustui arvioon, että inflaation kiihtyminen oli luonteeltaan tilapäistä, lähinnä energian hintojen nousun ja koronapandemian luomien väistyvien tarjontakapeikkojen aiheuttamaa.

Kuluvana vuonna inflaatiotilanne ja etenkin politiikka on ratkaisevasti muuttunut. Kesästä lähtien rahapolitiikkaa on useassa vaiheessa kiristetty selvästi.

Inflaatio on saanut vahvan lisäsysäyksen Venäjän hyökkäyssodan seurauksena, kun öljyn, kaasun, useiden raaka-aineiden sekä elintarvikkeiden hinnat ovat nopeasti nousseet. Vaikka näitäkin sokkeja voidaan sellaisenaan pitää pääosin tilapäisinä, on ilmeinen riski, että nämä uudet inflaatiosokit johtavat inflaation pysyvämpään nopeutumiseen ja pysymiseen tavoitetason yläpuolella. Erilaiset energian ja muiden vastaavien volatiilisten tekijöiden vaikutuksesta puhdistetut inflaatioindikaattorit ovat nekin osoittaneet inflaation selvää kiihtymistä. Inflaatio-odotuksia mittaamaan pyrkivien indikaattorien viestit ovat hieman ristiriitaisia. Osa näistä viittaa inflaatio-odotusten pysyneen varsin maltillisina keskipitkällä aikajänteellä, osa taas niiden nousuun. Tulkinta on vaikeaa mm. siitä syystä, että on hankala sanoa, millaista rahapolitiikkaa näiden odotusten taustalla voidaan ajatella olevan.

Toteutunut kehitys viittaa kuitenkin siihen, että EKP on ainakin jossain määrin aliarvioinut koronaa seuranneiden mittavien raha- ja finanssipoliittisten elvytystoimien vaikutuksen, kuten mahdollisesti myös pysyvämmät muutokset tarjontaketjuissa ja työvoiman tarjonnassa. Nimellistä ostovoimaa ja kysyntää on latautunut talouksiin enemmän ja tarjontaa on ollut vähemmän kuin on todennäköisesti oletettu. Varovaisuus rahapolitiikan kiristämisessä aina kesään saakka on toisaalta ymmärrettävää, kun otetaan huomioon pitkään jatkunut inflaatiotavoitteen alittuminen vuosien ajan harjoitetusta hyvin kevyestä rahapolitiikasta huolimatta.

Vuoden jälkipuoliskolla toteutettua politiikkalinjaa voi pitää hyvin perusteltuna. Politiikkakorkoja on nostettu reippaasti samalla kun politiikkatoimet on selkeästi ehdollistettu inflaationäkymiä valaisevalle uudelle informaatiolle. Politiikkakorkojen toteutetut nostot, etenkin kun Yhdysvaltain rahapolitiikka on nopeasti kiristynyt ja samalla heikentänyt euroa ja tätä kautta lisännyt tuonti-inflaatiota, auttaa

vakauttamaan inflaatio-odotuksia ja vähentää riskiä siitä, että kiihtyvän inflaation kuriin saaminen pakottaisi myöhemmin hyvinkin korkeisiin politiikkakorkoihin. Talouden kasvua hidastavia vaikutuksia toisaalta hillitsee se, että työllisyys on pysynyt korkealla tasolla ja jo toteutunut ja putkessa oleva inflaation alentaa velallisten reaalista velkataakkaa tuntuvasti, mikä vähentää velanhoitovaikeuksia lyhyellä aikajänteellä.

Fiskaalisen ja rahoitusjärjestelmädominanssin riski

Rahapolitiikan kiristämisellä on ilmeinen vaikutus kaikkien velallisten velanhoitorasitukseen. Rahoitusmarkkinoilla korkojen nousu voi myös heijastua erilaisiin johdannaissopimuksia koskeviin vakuusvaatimuksiin voimakkaalla tavalla. Pahimmillaan nämä muutokset asettavat velallisten maksuvalmiuden ja maksukyvyn kyseenalaiseksi.

Ns. fiskaaliseksi dominanssiksi kutsutaan tilannetta, jossa rahapolitiikkaa ei kiristetä inflaation hillinnän edellyttämällä tavalla, jotta ei vaikeutettaisi kevyen finanssipolitiikan harjoittamista korkotason nousun vuoksi taikka ääritilanteessa saatettaisi valtion velanhoitokykyä kyseenalaiseksi. Euroalueella paine tällaiseen rahapolitiikan poikkeamiseen inflaatiotavoitteen mukaisesta politiikasta syntyy todennäköisimmin silloin, jos suuren velkaantuneen jäsenmaan velanhoitokykyä aletaan epäillä ja velanotto tämän vuoksi vaikeutuu.

EKP on selvästikin varautunut tähän ongelmaan. Yhtäältä se on ilmoittanut, että olemassa olevissa osto-ohjelmissa noudatetaan joustavuutta maakohtaisten kiintiöiden suhteen. Tällöin ostot (käytännössä erääntyviä velkoja vastaavat uudet ostot) voidaan toteuttaa muutenkin kuin talouksien kokoa heijastavan ns. pääoma-avaimen määrittämissä suhteissa. Ts. voidaan ostaa enemmän esimerkiksi Italian papereita kuin Italian talouden koko edellyttäisi. Näin on myös tapahtunut.

Toinen, kesäkuussa luotu kokonaan uusi mekanismi on ns. TPI-ohjelma (Transmission Protection Instrument). Sen puitteissa EKP on valmis ostamaan sellaisten maiden velkapapereita, joihin markkinoilla kohdistuu perusteettomiksi arvioituja ja rahapolitiikan välittymistä pahoin häiritseviä riskejä (unwarranted, disorderly market dynamics that pose a serious threat to the transmission of monetary policy across the euro area). Rahapolitiikan toimia siis räätälöidään tällaisessa tilanteessa maakohtaisesti pitäen kuitenkin rahapolitiikan kokonaisviritys koko euroalueen inflaatiotavoitteen mukaisena.

TPI on periaatteessa luonteva tapa hallita painetta poiketa inflaatiotavoitteesta, ts. estää fiskaalisen dominanssin vaikutus hintavakauspolitiikkaan. Se ei kuitenkaan ole ongelmaton ratkaisu. Tällaisen mekanismin olemassaolo luo odotuksen, että EKP pelastaa paljon velkaa liikkeelle laskevaan maan estämällä velan korkotason nousun omilla ostoillaan. Syntyy paljon puhuttu moraalikato-ongelma.

Moraalikadon hallitsemiseksi EKP asettaa erilaisia ehtoja TPI:n aktivoinnille. Nämä ehdot liittyvät makropolitiikkaan ja etenkin julkisen talouden arvioituun kestävyyteen. Tässä suhteessa menettely muistuttaa vuonna 2012 luotua OMT-ohjelmaa. OMT:tä on pidetty yleisesti keskeisenä eurokriisin rauhoittumiseen vaikuttaneena toimena, vaikka ohjelmaa ei koskaan ole aktivoitu yhdenkään maan osalta. TPI poikkeaa kuitenkin OMT:stä siinä, että nyt maan kelpoisuuden arvioi yksin EKP, kun OMT:ssä arvioinnin suoritti Euroopan vakausmekanismi EVM ja tätä kautta (muiden) jäsenmaiden hallitukset. Lisäksi OMT:n ehtona on ollut EVM:n laatiman makrotaloudellisen sopeutusohjelman hyväksyminen.

Se, että EKP suorittaa kelpoisuusarvioinnin, helpottaa ja nopeuttaa instrumentin käyttöä ja tekee siitä tehokkaamman keinon hillitä rahoitusvakausriskejä. Samalla menettely kuitenkin antaa entistä enemmän tosiasiallista valtaa EKP:lle määrittää, minkä jäsenvaltion julkista taloutta pidetään kestävänä ja mikä maa pelastetaan, mikä ei. Voidaan hyvin argumentoida, että tällaisen arvioinnin tulisi pikemminkin kuulua jäsenmaiden hallituksille kuin ensisijaisesti kapeaa hintavakaustavoitetta toteuttavalle keskuspankille. Valtionvelkaongelmista syntyvä fiskaalidominanssi estyisi parhaiten, jos ylivoimaisiin velanhoitovaikeuksiin

ajautuvan jäsenvaltion velkoja voitaisiin järjestellä uudelleen ilman huolta vakavista häiriöistä rahoitusjärjestelmän toiminnassa laajemmin.

Rahapolitiikan inflaatiotavoitteen jääminen fiskaalidominanssin takia jalkoihin olisi pidemmän päälle hyvin huono asia. Se johtaisi inflaation pysyvämpään kiihtymiseen ja ennen pitkää tarpeeseen saada inflaatio aisoihin hyvinkin jyrkillä, toimeliaisuutta pahoin heikentävillä keinoilla. Tästä syystä hallitusten tulisi pyrkiä vahvistamaan keinoja jäsenvaltioiden velkakestävyyden varmistamiseksi finanssipolitiikan sääntöjä muokkaamalla ja myös kriisinhallintamekanismien parantamisella. Hallitusten spekulointi keskuspankkien rahapolitiikan järkevyydestä lisää vastaavasti pelkoa fiskaalidominanssista ja vaikeuttaa keskuspankkien kykyä hillitä inflaatiota pienimmin mahdollisin reaalistaloudellisin menetyksin.

Jäsenvaltion maksukyvyttömyys, jota ei kyetä hallitsemaan velkajärjestelyllä, on ilmeisellä tavalla suuri rahoitusvakausongelma. Rahapolitiikan kiristäminen voi lisätä rahoitusjärjestelmän vakausriskiä kuitenkin myös ilman sanottavaa valtion maksukykyyn kohdistuvaa riskiä. Esimerkki tällaisesta rahoitusjärjestelmädominanssista saatiin Britanniassa äskettäin, kun Englannin keskuspankki joutui tilapäisesti keskeyttämään rahapolitiikan kiristystoimet, kun korkojen nousu uhkasi eräiden vakuutusyhtiöiden kykyä hankkia tarpeellisia vakuuksia johdannaismarkkinapositioiden kattamiseksi. Ongelma toki ratkesi, kun vakuutusyhtiöt sopeuttivat taseitaan ja kestävämmin kun kriisin taustalla ollut finanssipolitiikan merkittävä keventäminen peruttiin.

Myöskään euroalueella rahoitusjärjestelmäriskien aiheuttamia rajoituksia rahapolitiikalle ei voi sivuuttaa. Niiden hallitsemiseksi tarvitaan paitsi rahoituslaitosten riskinkantokyvyn varmistamista riittävillä pääoma- ja likviditeettivaatimuksille, myös uskottavaa ongelmiin joutuvien isojenkin rahoituslaitosten kriisinratkaisumekanismia. Tämän perusta on luotu, mutta on vielä epäselvää, kuinka hyvin se toimisi isojen ongelmien syntyessä.

Rahoitusvakausriskit Suomessa

Rahoitusvakautta koskevat riskit syntyvät usein ja jopa tyypillisesti luottomäärien nopean ja lainanottajien tulonhankintakykyyn nähden suuren kasvun ja tästä johtuvan varallisuushintojen kestämättömän nousun seurauksena. Suomessakin luottojen kasvuvauhti on ollut viime vuosina aiempaa nopeampaa. Etenkin asuntoyhtiöille suuntautunut luotonanto on kasvanut samalla kun kotitalouksien velkakanta suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin on kasvanut. Kokonaisuutena luottomäärien kasvu on kuitenkin pysynyt maltillisena useisiin verrokkeihin, mm. Ruotsiin nähden. Myös asuntohintojen nousu on pysynyt maltillisena. Niinpä asuntohinnoissa ei näyttäisi olleen sellaista ”kuplaa”, jonka purkautuminen talousnäkymien heikentyessä ja korkotason noustessa aiheuttaisi merkittäviä velanhoitovaikeuksia. Pankkien pääoma- ja maksuvalmiusasemat ovat pysyneet hyvinä. Rahoitusvakausriskien voikin katsoa pysyneen maltillisina.

Rahoitusjärjestelmän vakautta uhkaaville riskeille on tyypillistä, että ne kehittyvät hankalasti ennakoitavilla tavoilla ja kun ne ovat syntyneet niitä on hidas korjata. Vahingot riskien realisoitumisesta ovat lähes aina suuria Tämän vuoksi ennakoiva toiminta, jossa mieluummin erehdytään tarpeettomaksi osoittautuvaan varovaisuuteen, on parempi tapa toimia kuin luottamus vakaan tilanteen säilymiseen. Pankkivaltuuston kertomuksessa esille nostettu huoli makrovakausvälineiden riittämättömyydestä, johon myös Euroopan järjestelmäriskikomitea (ESRB) on kiinnittänyt huomiota, on perusteltu. Etenkin ns. velkakatto ts. kotitalouksien velkaantumiselle tai velanhoitorasitukselle asetettu yläraja suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin olisi perusteltu lisä Suomessa käytössä oleviin makrovakausvälineisiin.

Ukrainan sodan myötä myös erilaisten kyberhyökkäysten riski on kasvanut. Itämeren pohjassa kulkevaan kaasuputkeen kohdistunut terrori-isku puolestaan osoittaa jopa fyysisten yhteyksien voivan olla vaaranalaisia kiristyneessä kansainvälisessä tilanteessa. Tämän tapainen riski koskee myös Suomen

tietoliikenneyhteyksiä. Näillä on erityinen merkitys maksujärjestelmän toiminnan kannalta, koska Suomen maksujärjestelmä on integroitu osa euroalueen maksujärjestelmää. Jo jonkin aikaa pohdinnan kohteena olleen kansallisen varajärjestelmän luomista tulisi kiirehtiä.