Patrizio Lainà

19.10.2023

Eduskunnan talousvaliokunta
TaV@eduskunta.fi

Kirjallinen asiantuntijalausunto 20.10.2023 klo 11.00.

Eduskunnan pankkivaltuuston kertomus 2022, K 18/2023 vp

- Energiahinnat ja voittojen kasvu keskeisimpiä inflaation kiihdyttäjiä
- Korkojen nostaminen hillitsee inflaatiota vain lievästi, mutta voi ajaa taloudet taantumaan
- Rahapolitiikka onnistunutta keinoihin nähden, mutta laajempaa talouspolitiikan koordinaatiota tarvitaan
- Julkisen sektorin korkotulot ylittävät korkomenot
- Kotitalouksille korko on jo liian korkealla
- Digitaalinen euro ja huoltovarmuustilijärjestelmä tervetulleita maksujärjestelmän vahvistuksia

Energia ja voittojen kasvu inflaation taustalla

Inflaatio alkoi kiihtyä vuonna 2021. Keskeisiä tekijöitä olivat koronapandemiasta johtuvat tuotannon pullonkaulat, kotitalouksien patoutuneiden säästöjen purkautuminen sekä koronakriisin yhteydessä harjoitettu elvyttävä finanssipolitiikka. Energiahinnat lähtivät nousuun jo vuoden 2021 aikana. Ukrainan sodan puhjettua vuonna 2022 energiahinnoista tuli nopeasti inflaatiota voimakkaimmin kiihdyttävä tekijä. Nämä tekijät on hyvin huomioitu pankkivaltuuston kertomuksessa.

Energiahintojen nousun leviäminen laajemmin myös pohjainflaatioon johtuu osittain siitä, että energiaa käytetään välituotteena hyvin laajasti. Tätä ei perinteisessä inflaation erittelyssä oteta huomioon, eikä aihetta juuri käsitellä pankkivaltuuston kertomuksessa. Esimerkiksi Suomen Pankki on arvioinut, että vuoden 2022 inflaatio oli 7,2 prosenttia (YKHI), josta energian suora osuus oli 2,8 prosenttiyksikköä. Välituotteiden kautta energia on nostanut inflaatiota vielä 1,3 prosenttiyksikköä lisää. Näin ollen **energiasta johtuva hintojen nousu oli viime vuonna yhteensä 4,1 prosenttia eli selvästi yli puolet inflaatiosta**.

Patrizio Lainà

19.10.2023

Muista tekijöistä johtuvan inflaation osuudeksi jää 3,1 prosenttiyksikköä, mikä ei ole kovin kaukana 2 prosentin inflaatiotavoitteesta.

Toinen keskeinen inflaatiota kiihdyttänyt tekijä on voittojen kasvu. **Voittoinflaatio** tarkoittaa, että yritykset nostavat hintojaan vielä enemmän kuin niiden omat tuotantokustannukset kasvavat. Tämä puolestaan kasvattaa voittoja. **Voittojen kasvua ja sen vaikutusta inflaatiota kiihdyttävästi voi olla vaikea hyväksyä samaan aikaan, kun esimerkiksi palkansaajien reaalipalkat romahtivat lähes 5 prosenttia viime vuonna**. Vaikka Suomessa voittoinflaatio on jäänyt hieman euroaluetta pienemmäksi, on se täälläkin vaikuttanut merkittävästi hintojen nousuun. Esimerkiksi BKT-deflaattorin avulla laskettu **voittojen osuus hintojen viimeaikaisesta noususta on euroalueella yli puolet, kun taas Suomessa se on hieman alle puolet**. Huomionarvoista on myös se, etteivät energia- ja voittoinflaatio ole toisilleen vaihtoehtoisia selityksiä vaan esimerkiksi voittojen kasvu on voinut realisoitua energiahintojen nousuna.

Pankkivaltuuston kertomuksessa ei käsitellä eri inflaatiomittareiden eroja. Suomessa seuratuin inflaatiomittari on kuluttajahintaindeksi (KHI), joka kasvoi vuositasolla 5,5 prosenttia syykuussa. KHI kuitenkin sisältää myös rahapolitiikan keskeisimmän vaikutuskanavan eli korot. **Asuntolainojen ja kulutusluottojen korot kasvattivat syyskuun KHI-inflaatiota peräti 3,2 prosenttiyksikköä rahapolitiikan kiristämisen vuoksi**. Toisin sanoen ilman korkoja KHI-inflaatio olisi ollut vain 2,3 prosenttia. **Rahapolitiikkaa tehdäänkin yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin (YKHI) perusteella, joka ei sisällä esimerkiksi korkoja**. **YKHI-inflaatio olikin syyskuussa 3,0 prosenttia** eli selvästi lähempänä koroista puhdistettua KHI-inflaatiota kuin varsinaista KHI-inflaatiota.

Rahapolitiikka melko onnistunutta, mutta koordinaatiota lisättävä

Inflaation kiihtymiseen keskuspankki on reagoinut nostamalla korkoja. Korkojen nostaminen hillitsee tehokkaasti kysyntävetoista inflaatiota, mutta Ukrainan sodan käynnistämään tarjontapuolen kustannusinflaatioon se toimii huonosti. **Uhkana onkin, että Euroopan keskuspankki (EKP) ajaa liian aggressiivisella korkopolitiikalla euroalueen pahaan taantumaan ilman, että sen toimet onnistuvat hillitsemään inflaatiota paljoakaan.**

EKP:n oman arvion mukaan prosenttiyksikön koronnosto hillitsee inflaatiota enimmillään 0,3 prosenttia, mutta supistaa BKT:tä 1 prosentin.

Patrizio Lainà

19.10.2023

Esimerkiksi EKP:n talletuskoron nostaminen -0,5 prosentista 4 prosenttiin tarkoittaa inflaation hidastumista alle 1,5 prosenttiyksiköllä, mutta talouskasvun supistumista peräti 4,5 prosenttiyksikköllä. Ottaen huomioon, että euroalueen inflaatio kävi yli 10 prosentissa, sen hillitseminen alle 1,5 prosenttiyksiköllä on melko vaatimatonta. Inflaation kiihtymistä ja hidastumista ajavatkin tällä hetkellä muut tekijät kuin rahapolitiikka.

Toisaalta keskuspankin pääasiallinen mandaatti on huolehtia hintavakaudesta, eikä sillä ole korkopolitiikan lisäksi paljoakaan muita työkaluja käytettävissään. Näin ollen keskuspankin reagointi kiihtyneeseen inflaatioon nostamalla korkoja on täysin ymmärrettävää. Vaikka keskuspankin toimilla ei ole ollut suurta vaikutusta inflaation kehitykseen juuri nyt, on se onnistunut rahapolitiikallaan hallitsemaan tulevia odotuksia inflaatiosta ja saanut ankkuroitua odotukset lähelle 2 prosentin inflaatiotavoitetta. **EKP:n rahapolitiikkaa voikin pitää onnistuneena sille annettuihin tavoitteisiin ja työkaluihin nähden**.

Globaaleista energiahinnoista johtuvan **inflaation hillintä ainoastaan rahapolitiikan keinoin on kuitenkin tehotonta ja aiheuttaa suhteettoman suuria hyvinvointitappioita**. Ukrainan sodan aiheuttama energiakriisi on osoittanut **tarpeen koordinoida EU:n talouspolitiikkaa laajemmin**. Finanssipolitiikka oli viime vuonna erilaisten energiatukipakettien vuoksi useimmiten elvyttävää, mikä kiihdytti inflaatiota, mutta korkojen nostaminen puolestaan hidasti investointeja uusiutuvaan energiaan.

EU:ssa on syytä jatkossa koordinoida finanssi- ja rahapolitiikkaa yhdessä teollisuus- ja tulopolitiikan kanssa. Esimerkiksi energiahintojen hillintä hintakattojen avulla ja voittojen kasvun hillintä windfall-veroilla olisi ollut tehokkaampi keino puuttua inflaatioon. Joissakin EU-maissa näin tehtiinkin, mutta ei koordinoidusti EU-maiden yhteistyössä. Tämä olisi hillinnyt korkojen nostopainetta, mikä olisi puolestaan tukenut investointeja uusiutuvaan energiatuotantoon. Se taas olisi hillinnyt inflaatiota pidemmällä aikavälillä.

Korkojen nousu ei uhkaa julkista taloutta

Ennen rahapolitiikan kiristämistä Suomen Pankin hallussa oli lähes puolet Suomen valtion velasta. Toisin sanoen valtio maksoi suurilta osin korkoja omalle keskuspankilleen, joka tuloutti merkittävän osan tästä takaisin valtiolle. Tällä hetkellä keskuspankin tulosta kuitenkin heikentää se, että korkojen nousu välittyy heti keskuspankin maksamiin talletuksiin pankeille, mutta vasta viiveellä sen saamiin korkotuloihin valtionveloista.

Patrizio Lainà

19.10.2023

Pankkivaltuuston kertomuksessa todetaan, että EKP lopetti arvopaperien netto-ostot heinäkuussa 2022. Erääntyvien valtionvelkojen uudelleensijoituksia kuitenkin jatkettiin, mikä tarkoittaa myös Suomen Pankin hallussa olevien valtionvelkojen korkojen asteittaista nousua vanhojen velkojen erääntyessä.

Tätä hidastaa kuitenkin se, että EKP päätti kokouksessaan joulukuussa 2022 ns. määrällisestä kiristämisestä eli sen hallussa olevien arvopapereiden (ml. Suomen valtionvelkakirjat) hitaasta supistamisesta maaliskuusta 2023 alkaen. Määrällinen kiristäminen tapahtuu kuitenkin niin hitaasti, että suuri osa valtionvelkakirjoista uudelleenrahoitetaan niiden erääntyessä korkeammalla korolla. Tämä suojaa jonkin verran valtioita korkojen nousulta yhdessä uuden TPI- välineen kanssa.

Jos Suomen julkista sektoria tarkastellaan kokonaisuutena, **korkojen nousu ei todennäköisesti heikennä ollenkaan julkista taloutta vaan luultavasti pikemminkin vahvistaa sitä**. Syynä tähän on se, että julkisella sektorilla on enemmän varallisuutta kuin velkaa ja suuri osa varallisuudesta on korkosijoituksia. Ennen kaikkea korkojen nousu parantaa työeläkerahastojen tuottoja. **Tällä hetkellä julkisen sektorin korkotulot ylittävät korkomenot**, mitä voi pitää melko harvinaisena tilanteena, sillä esimerkiksi nollakorkojen aikana korkotulot jäivät alle korkomenojen.

Kotitalouksille korko on jo liian korkea

Kotitalouksien velkaantuneisuus on rikkonut ennätyksiä. Toisaalta kotitalouksien luototukseen on syntynyt myös uudenlaisia joustomekanismeja markkinaehtoisesti. Esimerkiksi lyhennysvapaat voivat joustavoittaa lainanhoitoa taloudellisen tilanteen heikentyessä, kun taas 1990-luvun lamassa vastaavat joustomekanismit puuttuivat.

Suomessa valtaosa lainoista on vaihtuvakorkoisia. Useimmiten lainat on sidottu vuoden tai kuuden kuukauden Euribor-korkoon. Keski-Euroopassa puolestaan koko laina-ajan kiinteänä pysyttelevät korot ovat yleisiä. Näin ollen **rahapolitiikan kiristäminen välittyy Suomeen selvästi nopeammin kuin esimerkiksi Saksaan tai Ranskaan**.

Riskinä on, että korkojen nostaminen heikentää suomalaisten kotitalouksien tilannetta suhteettoman paljon. Euroalueen yhteinen rahapolitiikka ei kuitenkaan juuri reagoi Suomen tarpeisiin vaan seurailee pääasiassa suurten jäsenmaiden tilannetta. Tällä hetkellä vallitsevaa korkotasoa voidaan pitää jo liian korkeana Suomelle kotitalouksien näkökulmasta.

Patrizio Lainà

19.10.2023

Myös inflaatiotavoitteen kannalta **rahapolitiikka on pian Suomelle liian kireää, sillä ensi vuodelle YKHI-inflaation ennustetaan hidastuvan 1 prosenttiin**. Ellei inflaatio painu myös muualla euroalueella nopeasti alas ja keskuspankki aloita rahapolitiikan keventämistä, on uhkana suomalaisten kotitalouksien maksuvaikeuksien lisääntyminen.

Pankkivaltuuston kertomuksessa kiinnitetään huomiota myös taloyhtiölainojen kasvuun, mutta ei kuitenkaan käsitellä asuntosijoittajille luotua edullista verokohtelua taloyhtiölainojen kasvun taustatekijänä. **Yksi keskeinen syy taloyhtiölainojen kasvuun on asuntosijoittajien rahoitusvastikkeen verovähennysoikeus täysimääräisesti jo vuokrasta**, eikä vasta asuntoa myytäessä. Se on kannustanut taloyhtiöitä velkaantumaan merkittävästi jo rakennusvaiheessa. Taloyhtiölainojen kasvun hillitsemiseksi on syytä puuttua myös asuntosijoittajien verokohteluun.

Digitaalinen euro vahvistaisi maksujärjestelmää

Pankkivaltuuston kertomuksessa todetaan digitaalisen euron olevan valmistelussa. Se tarkoittaisi kansalaisille mahdollisuutta keskuspankkirahan hallussapitoon myös digitaalisessa muodossa käteisen lisäksi.

Digitaalisen euron tavoitteena on pankkivaltuuston mukaan vahvistaa keskuspankkirahan roolia rahajärjestelmän ankkurina sekä Euroopan strategisen autonomian ja maksupalveluiden kilpailun lisääminen euroalueella. Nämä ovat kannatettavia tavoitteita.

Digitaalinen euro mahdollistaa myös rahapolitiikan tehokkaamman harjoittamisen. Toteutustavasta riippuen, se voi vahvistaa julkista taloutta. Käytännössä se myös vähentää pankkien monopoliroolia digitaalisen rahan tarjoajana ja lisää muun rahoitussektorin sekä teknologiayhtiöiden mahdollisuuksia tarjota maksupalveluita.

Kriisinkestävyyden vahvistamiseksi Suomessa otettiin käyttöön huoltovarmuustilijärjestelmä. Tällainen **kansallinen varamaksujärjestelmä on huoltovarmuuden näkökulmasta tervetullut lisä** tilanteisiin, joissa esimerkiksi yhteiseurooppalaista TARGET-järjestelmää ei voida käyttää kansainvälisten tietoliikenneyhteyksien ollessa poissa käytöstä.

Patrizio Lainà 19.10.2023

Lisätietoja Patrizio Lainà, pääekonomisti
040 583 4432
patrizio.laina@sttk.fi