Vesa Vihriälä 26.11.2024

VTT, vieraileva tutkija, Helsingin yliopisto

Talousvaliokunnalle

Lausunto Eduskunnan pankkivaltuuston kertomuksesta 2023

Pankkivaltuuston kertomus käsittelee vakiintuneeseen tapaan toteutettua rahapolitiikkaa ja Suomen Pankin toimintaa sitä koskevan valmistelun osalta sekä rahoitusvakautta koskevia kysymyksiä ja siihen liittyen Finanssivalvonnan toimintaa kertomusvuonna 2023.

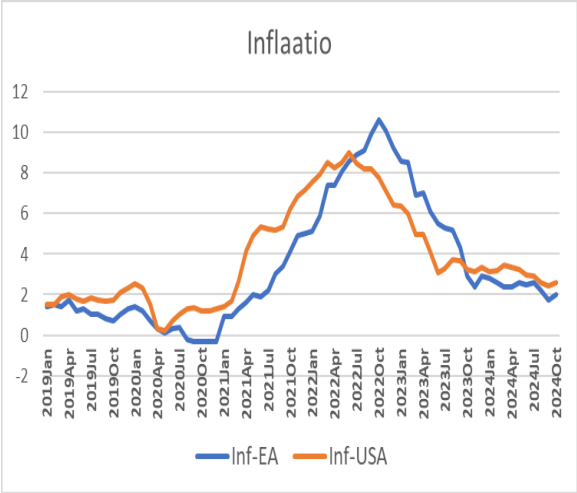
Rahapolitiikka euroalueella

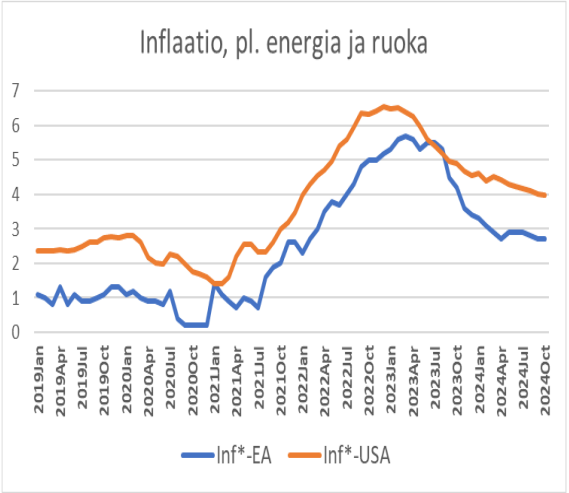
EKP:n rahapolitiikkaa dominoi kertomisvuonna edellisvuonna alkaneen kiristämisen jatkaminen nopeutuneen inflaation saamiseksi asteittain kohti keskipitkän ajan tavoitetta 2 prosenttia. Inflaatio oli jo syksyllä 2021 ylittänyt EKP:n tavoitteen. Rahapolitiikan kiristäminen alkoi kuitenkin vasta vuoden 2022 puolivälissä, kun Venäjän hyökkäyssota nosti nopeasti energian, monien muiden raaja-aineiden ja elintarvikkeiden hintoja. Kiristyspolitiikka jatkui syyskuuhun 2023 saakka. Politiikkakorkoja laskettiin ensimmäisen kerran kesäkuussa 2024.

Inflaatio saavutti huippunsa syksyllä 2022, kun yleisimmin käytetyn euroalueen kuluttajahintoja mittaavan indeksin (HICP) vuosimuutos ylitti 10 % lokakuussa. Tämän kokonaisindeksin vuosimuutos alkoi laskea verraten nopeasti, kun energianhinnat eivät enää nousseet vaan kääntyivät laskuun. Energian ja elintarvikkeiden vaikutuksesta puhdistettu ns. pohjainflaatio kääntyi laskuun hieman hitaammin vuoden 2023 alkupuolella.

Toteutunut hintakehitys osoittaa, että EKP on saavuttanut inflaation hillintää koskevat tavoitteensa varsin hyvin. Kokonaisinflaation muutosvauhti asettui jo syksyllä 2023 2 % tuntumaan ja pohjahintainflaatio laski alle 3 % maaliskuussa 2024. Tämän jälkeen pohjahintainflaatio ei kylläkään ole enää hidastunut. Toteutuneen inflaation hidastumista olennaisempaa on, että inflaatiota koskevat odotukset ovat alentuneet ja asettuneet myös 2 % tuntumaan.

Inflaatio: EA ja USA

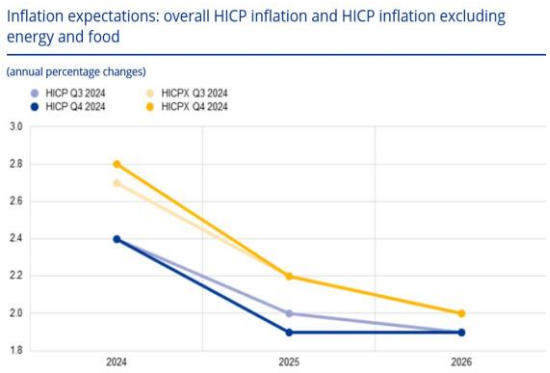




Lähde: EKP, FRED

Inflaatio-odotukset euroalueella

EKP:n ammattiennustajien kyselyn 1-vuoden ja pitkän ajan inflaatiota euroalueella koskevat odotukset



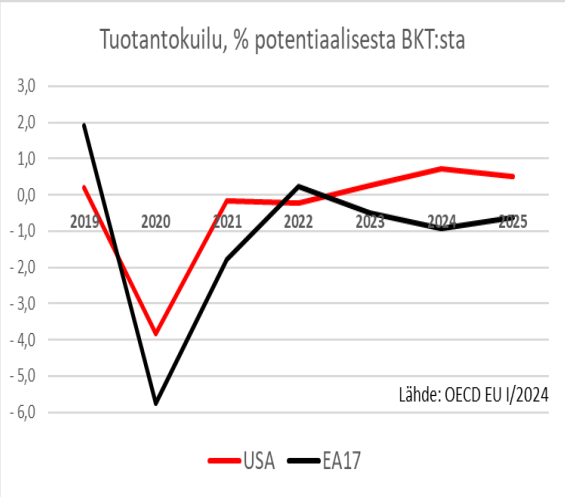


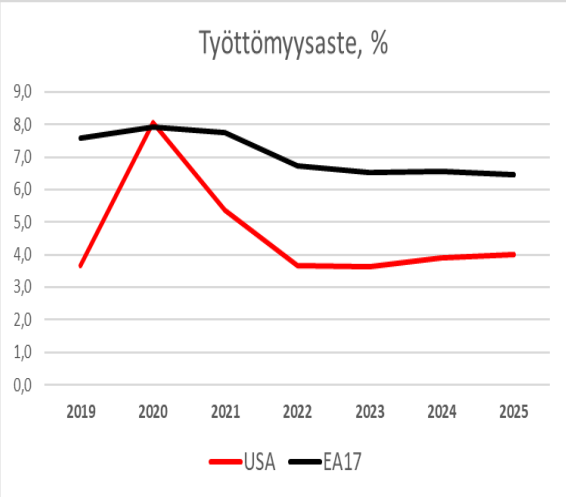
Lähde: EKP

Rahapolitiikan kiristäminen ei myöskään ole johtanut koko euroalueen tasolla taantumaan, vaikka kasvu onkin selvästi hidastunut, sekä rahapolitiikasta riippumattomista syistä että rahapolitiikan kiristämisen vuoksi. BKT:n kasvu on pysynyt euroalueella lievästi positiivisena ja tuoreimpien ennusteiden mukaan kasvu olisi hieman piristymässä vuonna 2024.

Euroopan kasvu on toki ollut ja sen ennustetaan jatkossakin olevan hitaampaa kuin Yhdysvalloissa. Tämä johtuu kuitenkin pääosin rakenteellisista asioista. Suhdannetilanne on sekin jonkin verran heikompi, mutta ero ei tässä suhteessa ole suuri. Ns. tuotantokuilulla mitattuna euroalueella on OECD:n mukaan ehkä 1 % verran resursseja vajaakäytössä suhteessa talouden potentiaaliin, kun USA:n tuotanto ylittää saman verran kestävän (ei-inflatoorisen) tuotannon tason. Työttömyysasteen mielessä euroalueella ei näyttäisi olevan taantumaa lainkaan verrattuna pandemiaa edeltäneeseen työttömyyteen.

Suhdannetilanne: EA ja USA





Lähde: OECD EO I/2024

Tuoreimmat tiedot talouden kasvusta ja kasvunäkymistä euroalueella viittaavat kasvun piristymisen viivästymiseen. Kun toisaalta inflaatio näyttää olevan varsin hyvin hallinnassa, rahapolitiikan keventämisen jatkamiselle ei näyttäisi olevan estettä.

EKP:n rahapolitiikka ja Suomi

Suomen inflaatio ja talouskasvu ovat jääneet 2022 alkaneen rahapolitiikan kiristämisen aikana selvästi hitaammiksi kuin euroalueella keskimäärin. Tuotanto supistui kertomusvuonna 1,2 % ja supistuminen on jatkunut vuonna 2024.

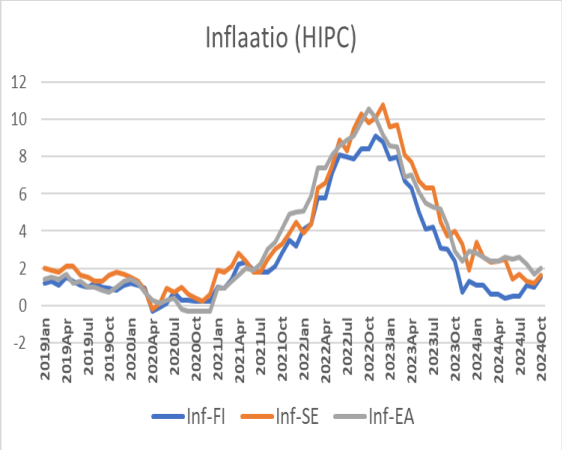
Inflaatio- ja kasvuerojen voi katsoa osin johtuneen talouksia kohdanneiden shokkien eriasteisuudesta. Energian hinnan nousu vaikutti vähemmän Suomen talouteen, koska paljon kallistuneen fossiilisen energian käyttö on Suomessa vähäisempää kuin euroalueella keskimäärin. Tämän vuoksi energiahinnoista tullut inflaation kiihtyminen oli vähäisempää ja samalla myös heikensi ostovoimaa Suomessa vähemmän. Toisaalta Venäjän kaupan loppuminen ja mm. Venäjän ylilento-oikeuden loppuminen ovat heikentäneet Suomen vientikysyntää enemmän kuin euroalueen kysyntää keskimäärin.

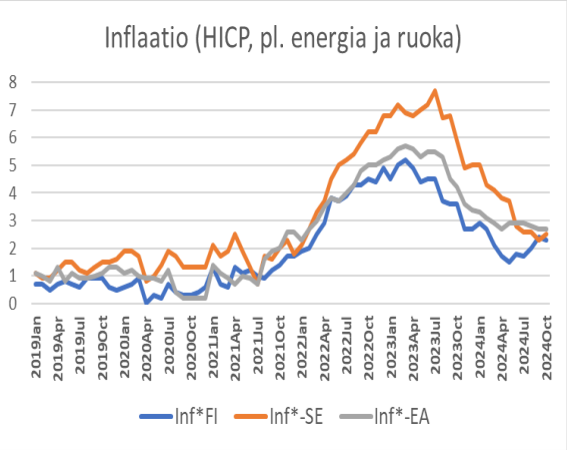
On myös ilmeistä, että itse rahapolitiikan kiristäminen on vaikuttanut Suomen talouteen keskimääräistä enemmän. Tämä ilmenee myös Pankkivaltuuston kertomuksen erillisartikkelista ja siinä viitatuista Suomen Pankin laskemista. Yhtäältä vaihtuvakorkoisuuden yleisyyden vuoksi politiikkakorkojen nousu on heijastunut keskimääräistä nopeammin luottokannan korkoihin. Toisaalta korkoherkkien toimialojen, teollisuuden ja rakentamisen osuudet kokonaistuotannosta ovat keskimääräistä suurempia.

Nämä seikat tarkoittavat, että samalla kun yhteinen rahapolitiikka on pystynyt palauttamaan inflaation lähelle tavoitetasoa varsin pienin tuotannonmenetyksin, Suomelle yhteinen rahapolitiikka on vallinneessa tilanteessa ollut tarpeettoman kireää. Tällaisessa asetelmassa olisi ollut edullista, jos finanssipolitiikka olisi ollut Suomessa elvyttävämpää. Julkisen talouden korkeaksi noussut velkaantumisen taso ja velkasuhteen ennustettu nousu ilman kysyntää väistämättä heikentäviä sopeutustoimia on kuitenkin puhunut tätä vastaan. On ollut välttämätöntä aloittaa sopeutustoimet, vaikka tuotanto onkin arvioidun potentiaalinsa alapuolella ja työttömyys rakenteellista työttömyyttä

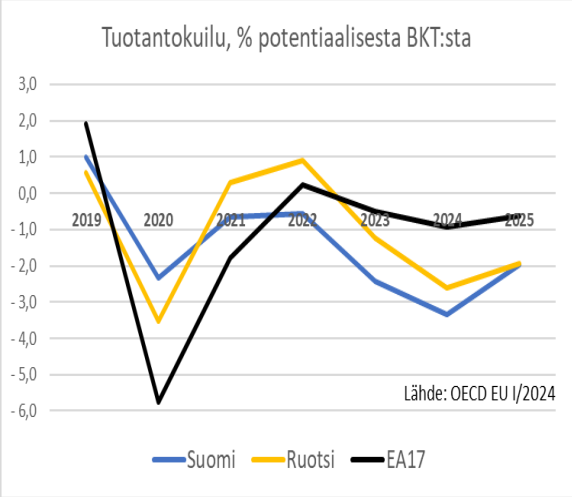
korkeampi.

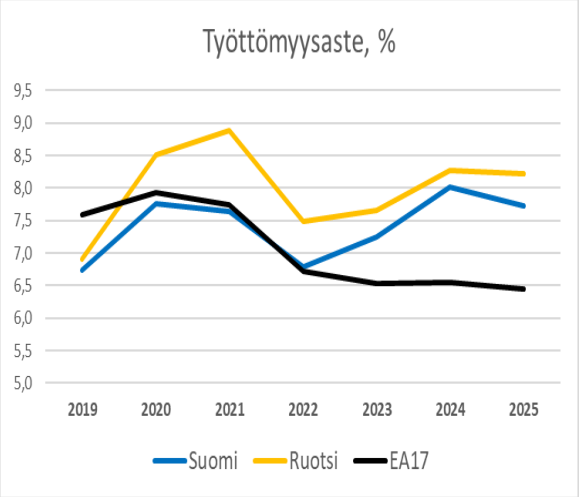
Inflaatio: Suomi, Ruotsi ja EA





Suhdannetilanne: Suomi, Ruotsi ja EA



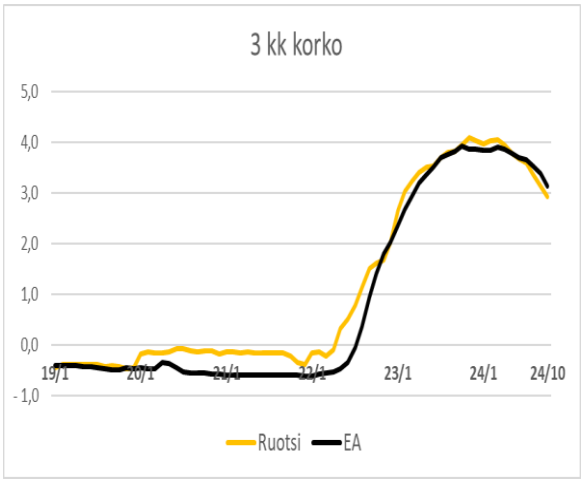


Lähde: OECD EO I/2024

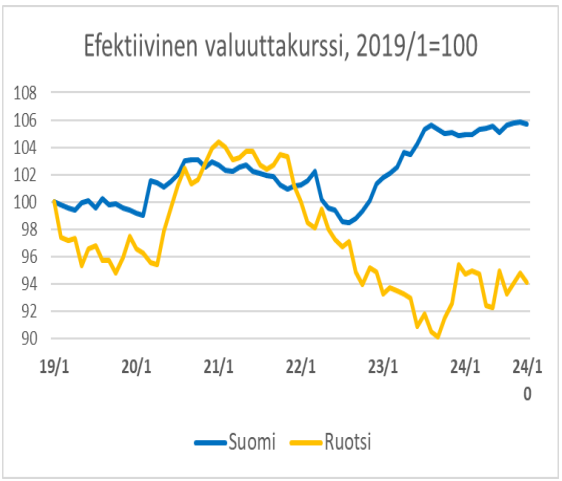
Suhdannepolitiikan hienosäädön mahdollisuudet ja hyödyt ovat toisaalta rajalliset. Suomen osalta hyvä vertailukohta on Ruotsi.

Vaikka Ruotsin on ollut mahdollista harjoittaa oman taloutensa mukaista rahapolitiikkaa, politiikka ei ole politiikkakorkojen tai lyhyiden korkojen tason suhteen poikennut juurikaan euroalueen politiikasta. Valuuttakurssikehitys on sen sijaan ollut varsin erilainen Suomessa ja Ruotsissa. Korkojen nousun alettua Ruotsin kruunu heikkeni selvästi, kun taas Suomen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui. Ruotsin kruunun heikentyminen lisäsi inflaatiopaineita Ruotsissa, kun taas Suomen valuutan efektiivinen vahvistuminen hillitsi niitä. Ilmeisestikin juuri kruunun heikentyminen on rajoittanut Ruotsin keskuspankin mahdollisuuksia pitää korkotasoa euroaluetta alempana.

Lyhyt korko ja valuuttakurssi: Suomi ja Ruotsi



Lähde: Riksbank



Lähde: BIS

Finanssipolitiikka on ollut toisaalta varsin samanlaista Suomessa ja Ruotsissa viime vuosina. Suhdannekorjattu nettoluotonanto on EU-komission laskelmien mukaan kummassakin maassa ollut keskimäärin 0,5 % pienempi vuosina 2020 - 2024 verrattuna koronaa edeltäneeseen vuoteen 2019. Huomattavasti vahvemmasta julkisen talouden tilanteesta huolimatta Ruotsi ei ole katsonut aiheelliseksi harjoittaa olennaisesti elvyttävämpää finanssipolitiikkaa kuin Suomi.

Kokonaisuutena Ruotsin reaalitalouden suhdannekehitys ei ole olennaisesti poikennut Suomen kehityksestä. Kummankin maan tuotanto ja työttömyys ovat kehittyneet epäsuotuisasti suhteessa euroalueeseen. Ruotsin kasvu on ollut ollut hieman nopeampaa kuin Suomessa, mutta työttömyyden osalta Ruotsin kehitys ei ole ollut Suomea parempaa. Vaikka siis yhteinen rahapolitiikka ei ole sopinut Suomelle ideaalisesti vuodesta 2022 lähtien, ei ole selvää, että oma rahapolitiikka olisi voinut tuottaa radikaalisti paremman tuloksen.

Episodi osoittaa joka tapauksessa, että yhteisen rahapolitiikan oloissa olisi eduksi, jos Suomella olisi tarvittaessa kyky tasoittaa suhdannekehitystä kansallisella finanssipolitiikalla. Tämä on pidemmän ajan velkakestävyyden ja sukupolvien välisen oikeudenmukaisuuden ohella hyvä peruste julkisen talouden velkaantumiskehityksen kääntämiselle laskuun.

Rahoitus- ja maksujärjestelmän vakaa toiminta

Talouskasvun heikkoudesta huolimatta Suomen rahoitusjärjestelmän vakaus ei ollut uhattuna viime vuosina. Pankkien vakavaraisuus on itse asiassa kohentunut korkotason nousun parannettua korkokatetta. Järjestämättömien luottojen ja luottotappioiden määrä on pysynyt maltillisena. Kotitalouksien velkaantuminen on myös kääntynyt laskuun.

Myös lähitulevaisuuden vakausriskit näyttäisivät olevan maltillisia. Suomen rahoitusjärjestelmä on itsessään varsin hyvässä kunnossa. Kansainvälisen valuuttarahaston syksyn 2024 rahoitusvakausraportti ei myöskään pidä lyhyen aikavälin globaaleja epävakausriskejä suurina. Raportti kiinnittää kuitenkin huomiota sekä julkisen että yksityisen sektorin velkatasojen jatkuvaan nousuun ja pankkien ulkopuolisten rahoituksenvälittäjien suuriin velkatasoihin suhteessa omiin pääomiin. Näiden trendien jatkuminen lisää rahoitusjärjestelmän haavoittuvuutta mille tahansa shokeille.

Suomen rahoitusjärjestelmän isoimmat riskit tulevat lähitulevaisuudessa pikemminkin Suomen ulkopuolelta kuin kotimaisen rahoitussektorin suuresta riskinotosta tai yritysten tai kotitalouksien velkaantumisesta. Sekä reaalitalouden että rahoitusmarkkinoiden tiivis integroituminen muuhun maailmaan merkitsee, että muualla syntyvät shokit heijastuvat eri kanavien kautta vahvasti myös Suomeen. Vakausriskien arvioinnissa onkin olennaista pystyä seuraamaan tarkkaan kehitystä Suomen ulkopuolella.

Geopolitiikan asetelmien muuttuminen on merkittävä muutos myös rahoitusjärjestelmän vakauden näkökulmasta. Venäjä pyrkii eri tavoin horjuttamaan vihamielisiksi kokemiensa länsimaiden instituutioita ja myös taloudellista toimintaa. Kyberhyökkäykset julkisia toimijoita ja myös pankkeja kohtaan ovat yleistyneet. Yhdistelmä, jossa samanaikaisesti kohdistetaan voimakkaita kyberhyökkäyksiä rahoitus- ja maksujärjestelmien toimijoihin, sähköverkkoon ja merien kautta kulkeviin datayhteyksiin voisi aiheuttaa hankalia seurauksia. Näihin on tarve kiinnittää aikaisempaa enemmän huomiota. On varauduttava huolehtimaan siitä, että maksuliikenne voi toimia kansallisten järjestelyin silloinkin, kun pääsy eurojärjestelmään on estynyt ja kotimaan toimintojakin häiritään pahoin.

Geopoliittisten jännitteiden voimistuminen Euroopassa, etenkin jos Suomen julkisen talouden velkaantuneisuus pysyy kasvu-uralla, voisi nostaa myös Suomen maariskiä ennen kokemattomalla tavalla.

Suomen Pankin tutkimustoiminta

Suomen Pankki on vuosikymmeniä ollut merkittävä taloutta ja talouspolitiikkaa koskevan tutkimuksen tekijä. Eurojäsenyyden oloissa iso osa tutkimuksesta kohdistuu luonnollisesti euroalueen talouteen ja rahapolitiikan erilaisten toimien välittymiseen euroalueella.

Tutkimustoiminnalla on kuitenkin myös tärkeä merkitys kansallisen politiikan tukena. Tämä palvelee välittömästi Suomen Pankin ja sen yhteydessä toimivan Finanssivalvonnan tehtäviä rahoitusvakauden ylläpitämisessä. Samalla pankin tutkimustoiminta auttaa myös hallitusta, eduskuntaa, valtionhallintoa ja julkista keskustelua makrotaloutta koskevan tutkimuspohjaisen tiedon lähteenä.

Suomen Pankin tutkimus on arvokasta erityisesti kolmella alueella: rahoitus- ja maksujärjestelmän kehityksen ja siihen liittyvien riskien arvioinnissa, raha- ja finanssipolitiikan keskinäisriippuvuuksien ja yhteisvaikutusten arvioinnissa ja pahojen makrotaloudellisten häiriöiden hallinnassa. Tutkimuksen merkitys ei näiden asioiden osalta liity vain itse tutkimustuloksiin. Yhtä tärkeää on, että tiedon tuottamisen yhteydessä organisaatioon syntyy syvällistä ymmärrystä avainkysymyksistä. Tämä on korvaamatonta kriisinhallintatilanteissa, jolloin päätökset on käytännössä perustettava pitkälti politiikkaorganisaatioiden sisällä olevaan, nopeasti hyödynnettävään osaamiseen.

Suomen talousympäristö on lähivuosina varsin epävarma. Tavanomaisten makrotaloudellisten epätasapainojen ohella mm. tekoälyyn liittyvät teknologiset murrokset ja geopolitiikan voimistunut merkitys voivat synnyttää merkittäviä häiriöitä. Talouskasvun pitkäaikainen vaatimattomuus ja julkisen talouden velkaantuminen ovat toisaalta lisänneet Suomen haavoittuvuutta erilaisille häiriöille. Suomen Pankin korkeatasoinen mutta samalla myös käytännön politiikkakysymyksiin suuntautuva tutkimustoiminta on hyödyllinen osa tällaisten häiriöiden hallintaan varautumista. On Suomen kokonaisedun mukaista, että tämän työn edellytyksistä pidetään hyvää huolta.