Lausunto talousvaliokunnalle eduskunnan pankkivaltuuston kertomuksesta 2023 (K 19/2024)

Pankkivaltuuston kertomus antaa kattavan yleisesityksen Euroopan keskuspankin (EKP) harjoittamasta rahapolitiikasta ja rahoitussektorin vakauteen liittyvästä politiikasta vuonna 2023. Kommentoin tässä lausunnossa toteutettua politiikkaa ja keskuspankkien roolia viime aikojen epävakaassa talousympäristössä.

Taustaa

EKP:n tärkein tehtävä on ylläpitää hintojen kasvuvauhtia eli inflaatiota noin kahdessa prosentissa. Tavoitteen saavuttamiseksi EKP nosti ohjauskorkojaan kahdella prosenttiyksiköllä vuoden 2023 aikana reaktiona kiihtyneeseen inflaatioon. Inflaatio hidastuikin laaja-alaisesti vuoden 2023 lopulla, eikä korkoja nostettu enää syyskuun 2023 kokouksen jälkeen. Tämä merkitsi päätöstä rahapolitiikan kiristämisjaksolle, joka käsitti kymmenen perättäistä kokousta vuosina 2022–23.

Inflaation syistä on käyty aktiivista keskustelua, sillä inflaatio kiihtyi ajanjaksona, jolloin taloudet alkoivat toipua koronapandemian aiheuttamista rajoitteista ja jolloin Venäjä aloitti hyökkäyssotansa Ukrainassa. Näin hinnat nousivat sekä patoutuneen kysynnän että energian tarjonnan rajoitteiden vuoksi. On laajalti jaettu näkemys, että rahapolitiikka on tehokkaampaa silloin, kun inflaation syyt ovat tarjonnan sijaan kysynnässä: hidastuiko inflaatio EKP:n rahapolitiikan ansiosta vai siitä huolimatta? Tutkimusta aiheesta on saatavilla enenevissä määrin, ja eräiden tutkijoiden mukaan kysyntätekijät selittävät vähintään puolet havaitusta inflaatiosta euroalueella vuosina 2022–23.[1] Tästä voidaan päätellä, että kiristävällä rahapolitiikalla on ollut tärkeä rooli hintojen nousupaineiden hillitsemisessä.

Rahapolitiikan välittyminen Suomeen

EKP:n rahapolitiikka välittyy voimakkaasti Suomeen kahdesta keskeisestä syystä. Ensiksi asuntolainat on useimmiten sidottu kolmen tai 12 kuukauden Euribor-korkoon, jotka reagoivat nopeasti rahapolitiikan muutoksiin. Rahapolitiikan kiristämisellä on ollut supistava vaikutus rakentamiseen ja yleisesti kotitalouksien kulutukseen. Toiseksi merkittävä osa Suomen viennistä koostuu investointihyödykkeistä, kuten teollisuuden koneista ja laitteista, joiden kysyntä laskee kireän rahapolitiikan oloissa. Konkurssit rakentamisessa ja teollisuudessa kasvoivat vuoden 2022 lopulla ja ovat siitä lähtien pysyneet melko korkeissa luvuissa.

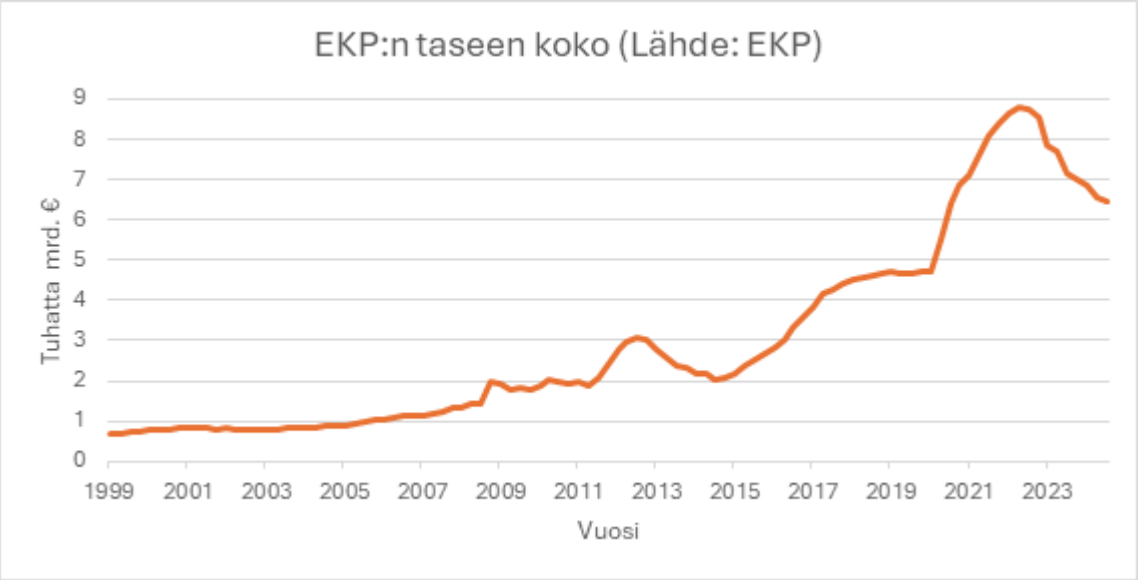
Huomionarvoista on, että itsenäistä rahapolitiikkaa harjoittavassa Ruotsissa inflaatio ja ohjauskorot kehittyivät hyvin vastaavalla tavalla verrattuna Suomeen ja muuhun euroalueeseen. Pienessä avotaloudessa rahapolitiikkaa voi siis harjoittaa itsenäisesti muttei riippumatta kansainvälisestä suhdanteesta ja korkopolitiikasta. Ruotsin talouden monipuolinen rakenne pienentää kuitenkin kansantalouden korkoherkkyyttä, ja vastaavanlainen kehitys olisi tärkeää myös Suomelle.

[1] Giannone, D., & Primiceri, G. E. (2024). The Drivers of Post-Pandemic Inflation. *NBER Working Paper* (No. 32859); Bergholt, D., Canova, F., Furlanetto, F., Maffei-Faccioli, N., & Ulvedal, P. (2023). What drives the recent surge in inflation? The historical decomposition rollercoaster. *Norges Bank Working Paper* (No. 7).

Työn ja talouden tutkimus LABORE
Arkadiankatu 7 (Economicum)
00100 Helsinki
Puh. 040 940 1940
etunimi.sukunimi@labore.fi

Taseen supistamisen vaikutukset

Osana rahapolitiikan kiristämistä EKP on supistanut tasettaan ajamalla alas erilaisia arvopapereiden osto-ohjelmia, joita käynnistettiin 2010-luvulla deflaation torjumiseksi ja myöhemmin koronapandemian vaikutusten lievittämiseksi. Tase on supistunut vuoden 2022 huipusta, mutta silti se on edelleen suuri verrattuna EKP:n aikaisempaan historiaan kuten alla on havainnollistettu. Valtioiden velkakirjojen osto-ohjelmissa tavoitteena oli laskea niistä maksettua korkoa, millä tuettiin tavanomaista elvyttävää korkopolitiikkaa ja pyrittiin vauhdittamaan inflaatiota lähemmäksi EKP:n 2 prosentin tavoitetta.



Näiden osto-ohjelmien seurauksena Suomen pankin taseessa on juoksuajaltaan pitkiä valtioiden velkakirjoja, joista keskuspankille maksetaan kiinteää korkotuloa, ja niitä on ostettu matalien korkojen aikana. Nämä ostot on rahoitettu keskuspankkitalletuksilla, joista keskuspankit maksavat liikepankeille vaihtuvaa talletuskorkoa, joka on puolestaan noussut ripeästi 2022 alusta lähtien. Näin keskuspankkien rakenteellinen korkoriski on realisoitunut nykyisessä korkoympäristössä. Vuosikertomuksen sivulla 3 todetaankin:

> *Vuoden 2023 lopun tilanteessa vallitsevien korko-odotusten perusteella toiminnallinen tulos pysyy myös lähivuosina negatiivisena.*

Negatiivinen tulos on poikkeuksellista EKP:n jäsenten historiassa, mutta tämä tuskin vaikuttaa keskuspankkien kykyyn saavuttaa tavoitteitaan, ja varaukset riittävät toiminnallisten tappioiden kattamiseksi tulevinakin vuosina. Toiminallinen tappio ei ole epäonnistuminen harjoitetussa politiikassa, sillä keskuspankkeja arvioidaan ensisijaisesti hintavakaustavoitteen saavuttamisen perusteella.

Tämän valossa olisikin toivottavaa, että Suomen pankki julkaisisi edes karkeita arvioita tulevien vuosien kehityksestä vallitsevassa korkoympäristössä, mikä tukisi keskuspankkien läpinäkyvyyttä ja

Työn ja talouden tutkimus LABORE
Arkadiankatu 7 (Economicum)
00100 Helsinki
Puh. 040 940 1940
etunimi.sukunimi@labore.fi

uskottavuutta. Esimerkiksi Hollannin keskuspankki on tuonut julki arvioitaan omasta tuloksestaan lyhyellä aikavälillä.[2] Lisäksi vuosina 2015–2022 aktiivisesti harjoitetun määrällisen elvyttämisen syistä ja ansioista tulisi viestiä ymmärrettävästi sekä siitä, miksi harjoitettu epätavanomainen politiikka on johtanut nykyisiin tappioihin. Lopuksi olisi tärkeää, että Suomen pankki toisi julki selkeästi, että vuoden 2023 ja sitä seuraavat tappiolliset vuodet eivät vaaranna niiden kykyä saavuttaa hintavakaustavoitettaan.

Helsingissä 26. päivänä marraskuuta 2024

Juho Koistinen
ennustepäällikkö
Työn ja talouden tutkimus LABORE

[2] Hollannin keskuspankin johtajan Klaas Knotin puhe 12.4.2024 https://www.bis.org/review/r240415d.pdf

Työn ja talouden tutkimus LABORE
Arkadiankatu 7 (Economicum)
00100 Helsinki
Puh. 040 940 1940
etunimi.sukunimi@labore.fi