Asiantuntijalausunto / UTAK
Lauri Holappa
Eduskunta / talousvaliokunta
K19/2024 vp

Asiantuntijalausunto: Eduskunnan pankkivaltuuston kertomus vuodelta 2023

Olennainen sisältö

- Rahapolitiikan kiristys saavutti huippunsa vuonna 2023, kun ohjauskorko nostettiin 4,5 prosenttiin
- Rahapolitiikan kiristäminen on vaikuttanut euroalueella kielteisesti kokonaistuotannon kehitykseen ja heikentänyt rahoitusolosuhteita
- Rahapolitiikkaa on kiristetty siitä huolimatta, että inflaatio on pääasiallisesti johtunut tarjontashokeista eikä liiallisesta kokonaiskysynnästä
- Rahapolitiikan kiristämisellä on haluttu vakauttaa inflaatio-odotuksia
- Jatkossa on riskinä, että merkittävät tarjontashokit lisääntyvät
- Inflaationhallinnan työkaluja on lisättävä, jotta kaikkiin inflaatioperiodeihin ei jouduta reagoimaan rahapolitiikan aggressiivisella kiristämisellä
- Palkkavaateita voidaan tarvittaessa rajoittaa joko tulopolitiikan tai palkkasääntelyn keinoilla
- Hintojen nousuun voidaan vaikuttaa hintakiskontaa rajoittavalla lainsäädännöllä, windfall-veroilla tai luomalla olennaisiin hyödykkeisiin kansainvälisiä puskurivarantoja

Rahapolitiikan viritys vuonna 2023

Suomen Pankin tärkein tehtävä osana Euroopan keskuspankkijärjestelmää on toimeenpanna Euroopan keskuspankin (EKP) määräämää rahapolitiikkaa. Vuonna 2023 EKP:n rahapolitiikan kiristys saavutti lakipisteensä, kun ohjauskorko nostettiin peräti 4,5 prosenttiin syksyllä 2023.

Rahapolitiikan kiristäminen oli historiallisen nopeaa, minkä seurauksena rahapolitiikan vaikutukset reaalitalouteen myös välittyivät nopeasti ja voimakkaasti. Yksityisen sektorin lainakannan kasvu alkoi hidastua rajusti vuoden 2022 aikana euroalueella ja kääntyi lopulta jopa negatiiviseksi vuonna 2023, kuten kertomuksesta käy ilmi. Erityisen voimakkaat vaikutukset rahapolitiikan kiristämisellä ovat olleet Suomessa, jossa lainakanta on lähes täysimääräisesti vaihtuvakorkoista toisin kuin useimmissa euroalueen jäsenmaissa.

Asiantuntijoiden keskuudessa ei vallitse erimielisyyttä inflaation kiihtymisen pääasiallisista syistä. Kuten alla olevasta EKP:n laatimasta kuviosta[1] nähdään, inflaation kiihtyminen on ollut pääasiallisesti seurausta tarjontashokeista: ennen kaikkea Ukrainan

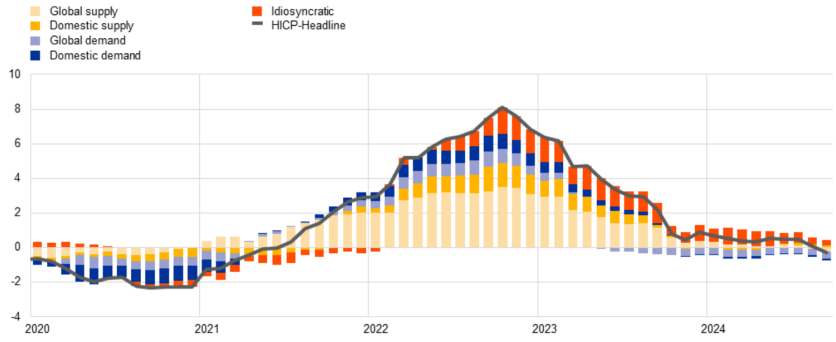
[1] Ks. Lane. Philip R. (2019) “The 2021-2022 inflation surges and the monetary policy response through the lens of macroeconomic models”

(https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp241118_1~2c31ddbaa8.fi.html)

sodasta seuranneesta energian hintojen noususta sekä koronakriisistä seuranneista tuotannon pullonkauloista.

Chart 7
Supply and demand drivers of inflation dynamics

(annual percentage changes and percentage change contributions; deviations from mean)



Sources: Eurostat, ECB, Eurosystem, and ECB staff calculations.
Notes: historical decomposition based on a large BVAR model accounting for a rich set of inflation drivers, identified with zero and sign restrictions, see Bańbura, M., Bobeica, E. and Martínez Hernández, C., (2024) "What drives core inflation? The role of supply shocks", ECB Working Paper No. 2875. The chart shows the deviations of HICP inflation from the mean implied by the model.
The latest observation is for September 2024.

Jonkin verran erimielisyyttä asiantuntijakeskusteluissa vallitsee siitä, kuinka paljon kysyntätekijät ovat tarjontatekijöiden ohella vaikuttaneet inflaation kiihtymiseen. Tästä huolimatta selvää on, että inflaation kiihtyminen keväästä 2022 alkaen oli pääasiallisesti seurausta talouspolitiikasta riippumattomista tarjontashokeista.

Rahapolitiikan kiristäminen ei suoraan vaikuta tarjontashokeista seuranneeseen hintojen nousuun. Syy sille, miksi EKP kuitenkin ryhtyi aggressiiviseen rahapolitiikan kiristämiseen, liittyy inflaatio-odotusten hallintaan. Kustannusinflaation kiihtyminen saattaa johtaa kasvaneisiin palkkavaateisiin, mikä taas voi johtaa palkka–hinta-kierteeseen. Tämä taas voi pahimmassa tapauksessa johtaa siihen, että inflaatio-odotukset eivät olisi enää ankkuroituneet keskuspankin asettamaan inflaatiotavoitteeseen. Toisin sanoen talouden toimijat alkaisivat jatkuvasti odottaa korkeampia inflaatioasteita, minkä seurauksena talouden toimintaympäristö muuttuisi erittäin epävakaaksi.

EKP on siis koronnostoillaan pyrkinyt signaloimaan talouden toimijoille olevansa tarvittaessa valmis supistamaan kokonaiskysyntää taloudessa voimakkaastikin ja siten nostamaan työttömyysastetta palkkavaateiden pienentämiseksi. Toistaiseksi työttömyysaste euroalueella ei ole kuitenkaan noussut rahapolitiikan kiristyssykliä edeltäneestä tasosta, mutta ripeät koronnostot ovat kuitenkin olleet riittäviä inflaatio-odotusten ankkuroimiseksi EKP:n tavoitetasoon. Suomen vaihtuvakorkoisessa ympäristössä tosin työttömyysasteen trendi on noussut yli kahdella prosenttiyksiköllä kiristyssyklin alkamisen jälkeen.

Joka tapauksessa rahapolitiikan kiristäminen on aiheuttanut ongelmia sekä euroalueen jäsenvaltioiden velkakestävyydelle että kokonaistuotannon kehitykselle euroalueella. Vuonna 2023 euroalueen talouskasvu laskikin nollan tuntumaan. Suomessa tilanne oli vielä huonompi, kun talous supistuisi noin 1,5 prosenttia.

Uusia keinoja inflaationhallintaan

Ongelmien taustalla on olennaiselta osin nykyinen inflaationhallintaregiimi, jossa keskuspankin rahapolitiikka on lähes ainoa hintavakauden sääntelyssä käytettävä työkalu. Olemmekin päätyneet tilanteeseen, jossa kustannusinflaation torjumiseen käytetään instrumenttia, joka soveltuu lähinnä ylikuumentuneen talouden ja liiallisen kokonaiskysynnän jäähdyttämiseen.

Tästä huolimatta rahapolitiikallakin voidaan hillitä inflaatio-odotuksia myös tarjontashokeista seuranneissa tilanteissa, mutta tällaisten toimenpiteiden reaalitaloudellinen hinta on erittäin suuri. Tämä johtuu siitä, että näissä tilanteissa taloudellista toimeliaisuutta joudutaan supistamaan kustannusperäisten hintojen nousujen hillitsemiseksi. Tällainen tilanne on vallinnut viime vuosina Suomessa, kun rakennussektorimme tilanne jatkuu edelleen vaikeana ja pitää koko taloutta taantumanomaisessa tilanteessa.

On syytä olettaa, että kiristyneessä kansainvälispoliittisessa tilanteessa erilaisten keskeisten hyödykkeiden tarjontahäiriöt yleistyvät jatkossa merkittävästi. Myös ilmastonmuutoksen eteneminen saattaa lisätä tarjontahäiriöitä jatkossa.

Jos tarjontahäiriöt yleistyvät huomattavasti, ei ole kestävää vastata näihin tilanteisiin aina rahapolitiikan kiristämisellä. Inflaatio-odotusten painaminen alas voimakkaalla kokonaiskysynnän supistamisella tilanteessa, jossa talous toimii vajaakapasiteetilla ja työttömyysaste on rakenteellista tasoa korkeammalla, johtaa ennen pitkää niin sanottujen hystereesimekanismien aktivoitumiseen. Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että aluksi suhdanneluontoisena ilmenevä kysyntäperäinen työttömyys pääsisi talouspolitiikalla ylläpidettävän huonon suhdannekehityksen oloissa pitkittymään ja lopulta heikentäisi talouden tuotantopotentiaalia.

Jatkossa inflaationhallinnan työkalupakkia olisikin syytä miettiä uudelleen. Jos lopulta syynä kiristää rahapolitiikkaa on riski palkka–hinta-kierteen aktivoitumisesta, olisi mielekkäämpää vaikuttaa suoraan palkkavaateisiin kuin rahapolitiikalla heikentää kokonaiskysyntää, kasvattaa työttömyyttä ja vaikeuttaa julkisten talouksien rahoitusolosuhteita. Mielekkäintä olisikin ankkuroida palkkavaateet tarjontashokkien ilmetessä kohtuulliselle tasolle tulopoliittisella sopimuksella. Jos näin tehtäisiin, palkka–hinta-spiraalin riski poistuisi ja keskuspankki voisi pidättäytyä kokonaistuotannon ja työllisyyden kannalta haitallisista rahapolitiikan kiristyksistä.

Vaikeaksi ongelman tekee rahapolitiikan toteuttaminen ylikansallisella tasolla, koska tulopolitiikasta olisi voitava tässä tapauksessa neuvotella koko euroalueen tasolla. Mikäli tämä osoittautuu mahdottomaksi, olisi nykyisessä inflaatioympäristössä syytä miettiä

aiemmilla epävakaan inflaation kausilla kehitettyjä työkaluja. Esimerkiksi niin sanotut veroperustaisen tulopolitiikan mekanismit olisivat keino rajoittaa palkkojen kasvua esimerkiksi tuottavuuskasvun mukaiselle tasolle erilaisten veroseuraamusten uhalla[2].

Palkkamalttia turvaavien mekanismien lisäksi viimeaikaisten inflaatiokriisien torjumisessa voitaisiin käyttää myös suoraan yritysten hinnoitteluun vaikuttavia instrumentteja. Eräs hintojen nousuun vaikuttanut mekanismi on ollut niin sanottu ”myyjän inflaatio”, jolla on viitattu ilmiöön, jossa hintatason nousu tietyissä hyödykeryhmissä voi johtaa hintojen nousuun myös sellaisissa hyödykkeissä, joiden valmistuskustannukset eivät ole nousseet[3]. Tämä on mahdollista ennen kaikkea heikosti kilpailluilla markkinoilla.

Tällaiseen inflaation voidaan puuttua esimerkiksi erilaisilla hintakiskontalaeilla tai merkittävillä windfall-veroilla[4]. Myös nämä olisi toteutettava vähintään euroalueen laajuisina, jotta ne voisivat jatkossa hillitä inflaatiota tarjontashokkitilanteissa. Lisäksi keskeisten hyödykkeiden kuljetuksen ja jakelun solmukohtien (kuten konttien ja satamien) kapasiteettia olisi kasvatettava, jotta erilaiset häiriötilanteet eivät viime vuosina nähtyjen tukosten kaltaisiin tilanteisiin.

Kaikkein tehokkaimpina keinoina voidaan kuitenkin pitää erilaisten globaalien puskurivarastojen kehittämistä olennaisten raaka-aineiden tuotantoon[5]. Yllättävissä tarjonnan supistumisen tilanteissa tällaisia puskureita voitaisiin pienentää ja täten hillitä globaaleja inflaatiopaineita. Käytännössä tämä edellyttäisi kuitenkin kokonaan uudenlaisten globaalien järjestelyiden luomista, mikä nykyisissä olosuhteissa saattaa osoittautua mahdottomaksi.

---

[2] Ks. esim. Jackman, Richard & Richard Layard (1992) “The Real Effects of Tax-Based Incomes Policies”. *The Scandinavian Journal of Economics* 92 (2), 309–324.

[3] Weber, Isabella M. & Evan Wassner (2023) “Sellers’ inflation, profits and conflict: why can large firms hike prices in an emergency?” *Review of Keynesian Economics*, 11 (2), 183–213.

[4] Ks. esim. Klooster, Jens van’t & Isabella M. Weber (2024) “Closing the EU’s inflation governance gap. The limits of monetary policy and the case for a new policy framework for shockflation”. Economic Governance and EMU Scrutiny Unit (EGOV) Directorate-General for Internal Policies PE 755.727 - June 2024 (https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2024/755727/IPOL_STU(2024)755727_EN.pdf)

[5] Weber, Isabella M. & Merle Schulken (2024). “Commodity Price Stabilization in an Age of Overlapping Emergencies: The Case for International Buffer Stocks”. University of Massachusetts Amherst Political Economy
Research Institute Policy Brief.
https://peri.umass.edu/images/publication/PolicyBrief_Weber_Schulken_August2024.pdf

Kaiken kaikkiaan olennaista olisi kuitenkin aloittaa keskustelu inflaationhallinnan työkalujen monipuolistamisesta. Niin pitkään kuin ainoana inflaationhallinnan keinona on kokonaiskysynnän supistaminen rahapolitiikalla, ovat inflaation tyrehdyttämisen taloudelliset ja sosiaaliset kustannukset usein erittäin suuria. Ennen pitkää tällä saattaa olla myös epävakauttavia poliittisia vaikutuksia.

Lisätietoja:
Lauri Holappa
toiminnanjohtaja, valtiotieteiden tohtori
lauri.holappa@utak.fi
044 248 6540