Vesa Vihriälä 7.11.2025

VTT, vieraileva tutkija, Helsingin yliopisto

Talousvaliokunnalle

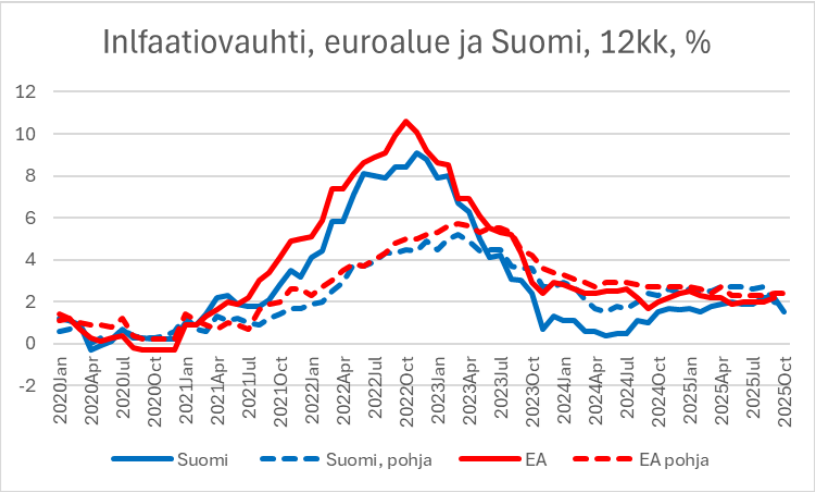
Pyydetty lausunto Eduskunnan pankkivaltuuston kertomuksesta 2024

Pankkivaltuuston kertomus summeeraa EKP:n rahapolitiikan vuonna 2024 ja Suomen Pankin roolin sen toteuttamisessa sekä kuvaa rahoitusmarkkinoiden vakaustilannetta ja Finanssivalvonnan toimia. Käsittelen seuraavassa rahapolitiikkaa ja sen sopivuutta Suomelle.

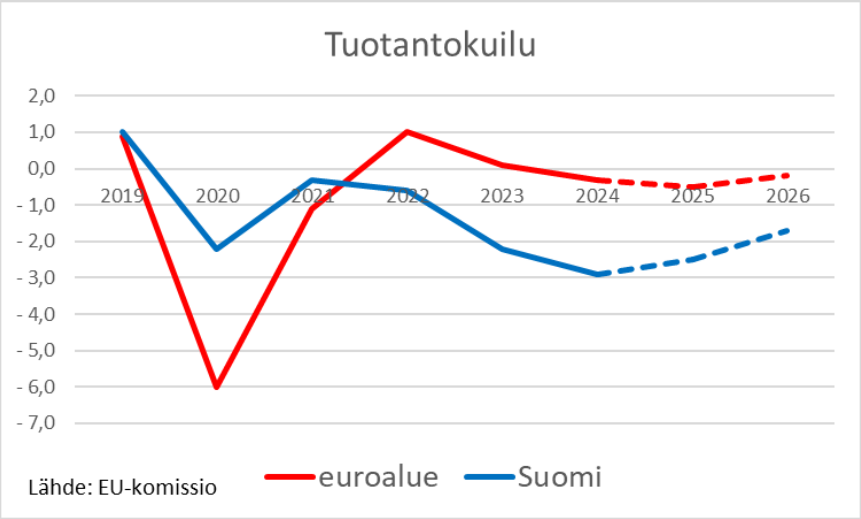
Rahapolitiikan linja

EKP:n rahapolitiikka alkoi keventyä vuoden 2024 kesäkuusta lähtien. Inflaatio oli jo alkanut hidastua nopeasti edellisen vuoden lopulla energian hintojen laskun myötä. Pohjahintainflaatio pysyi kuitenkin edelleenkin 3 prosentin tuntumassa aina alkusyksyyn 2024 saakka.

Toisaalta ammattiennustajien inflaationennusteiden keskiarvot 2 vuotta eteenpäin olivat asettuneet lähelle 2 prosenttia jo loppusyksystä 2023. Kun todellinen inflaatiovauhti on nyt varsin lähellä 2 prosentin tavoitetta, voisi ajatella, että kevennysten aloittaminen jo jonkin verran aikaisemmin olisi ollut perusteltua.

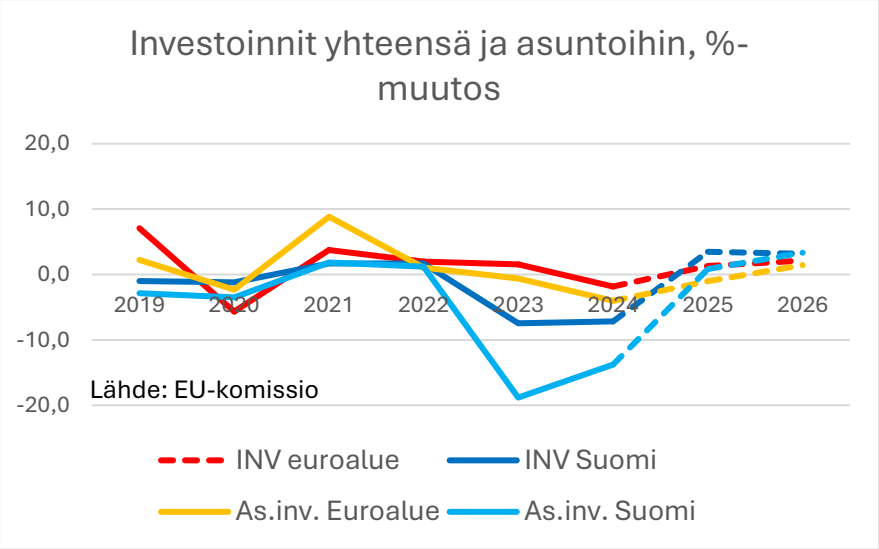


Isossa kuvassa EKP:n rahapolitiikka näyttäisi kuitenkin onnistuneen hyvin inflaation taltuttamisessa kohti tavoitetta ilman suurta tuotannon menetystä. EU-komission arvion mukaan euroalueen tuotantokuilu (todellinen BKT – potentiaalinen BKT) jäi vuonna 2024 vain hieman negatiiviseksi.

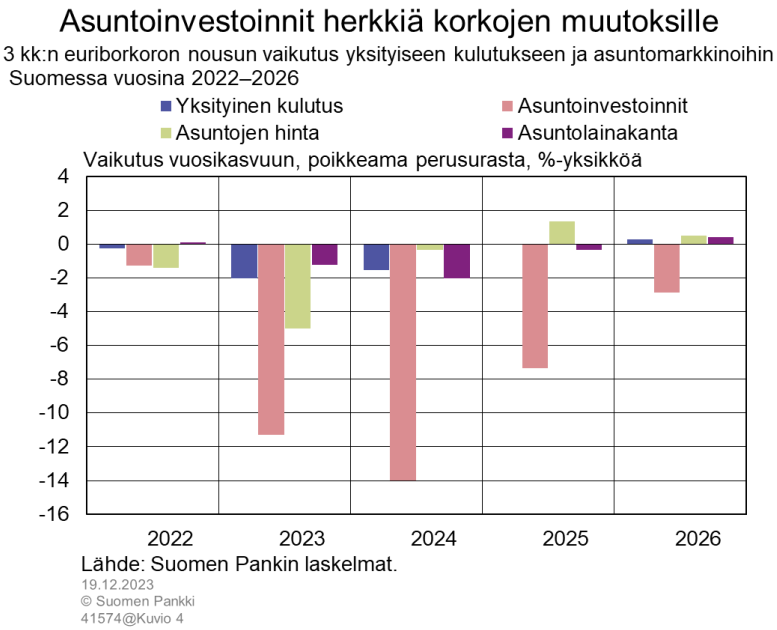


Rahapolitiikka ei kuitenkaan ole sopinut hyvin Suomelle. Suomen kasvu on jäänyt vuodesta 2021 lähtien hitaammaksi kuin euroalueen kasvu. Tämän seurauksena tuotantokuilu on Suomessa muodostunut euroalueesta poiketen selvästi negatiiviseksi. Samalla inflaatiovauhti on jäänyt matalamaksi kuin euroalueella. Tämä yhdistelmä tarkoittaa, että Suomen kannalta rahapolitiikan olisi tullut olla kevyempää kuin euroalueella keskimäärin.

Korkojen nousun voi olettaa vaikuttaneen erityisesti asunto- ja muihin investointeihin. Nämä ovatkin heikentyneet merkittävästi.



Suomen Pankin mallilaskelmat myös osoittavat, että juuri korkojen nousulla 2022-2023 voi olettaa olleen olennainen vaikutus asuntoluottojen kysyntään ja siten asuntoinvestoineihin.



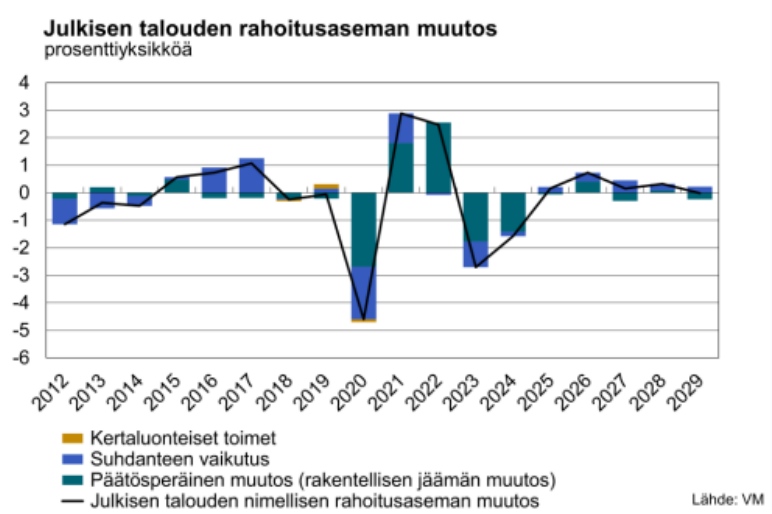
Finanssipolitiikan rooli

Kun yhteinen rahapolitiikka ei sovi Suomen suhdannetilanteeseen, kansallinen finanssipolitiikka voi periaatteessa kompensoida asiaa. Tämä tärkeää etenkin silloin, kun kokonaiskysynnän heikkous liittyy voittopuolisesti kotimaiseen kysyntään. Viime vuosien suhdanneheikkous on Venäjän hyökkäyssodan aiheuttamasta epäsymmetrisestä shokista huolimatta juuri yksityisen kulutuksen ja investointien heikkoutta.[1]

Karkeiden havaintojen perusteella finanssipolitiikka näyttäisikin tukeneen kotimaista kysyntää vuosina 2023 ja 2024.Julkisen talouden rahoitusasema heikkeni osin automaattisten vakauttajien ansiosta mutta myös päätösperäisesti (julkisen talouden rahoitusjäämän muutos oli negatiivinen kumpanakin vuonna).

Vuonna 2025 finanssipolitiikka ei enää tue kasvua samalla tavoin, vaan itse asiassa vähentää kysyntää. Kiristävä vaikutus on lisäksi suurempi kuin rahoitusjäämän muutos antaa ymmärtää (ilmenee ns. bottom-up-laskelmissa). Toisaalta rahapolitiikka on jo keventynyt, joten finanssipolitiikan kiristyminen vuonna 2025 ei ole niin ongelmallista kuin se olisi ollut vuotta kahta aiemmin. Tästä huolimatta finanssipolitiikan kiristyminen jo 2025 ei ole tuotantokuilun suuruuden (samalla korkean työttömyyden) takia ihanteellinen ajoitus.

[1] Jos kysynnän heikkous olisi seurausta heikon kustannuskilpailukyvyn aiheuttamasta nettoviennin huonosta kehityksestä, apua olisi haettava kustannuskilpailukyvyn vahvistamisesta. Tällainen tilanne vallitsi 1990-luvun lamassa ja myös 2009 jälkeisinä vuosina. Viime vuosina kustannuskilpailukyky on kuitenkin ollut verraten hyvä, mikä on ilmennyt myös niin, että vaihtotase on vuosina 2023 ja 2024 ollut likimain tasapainossa.



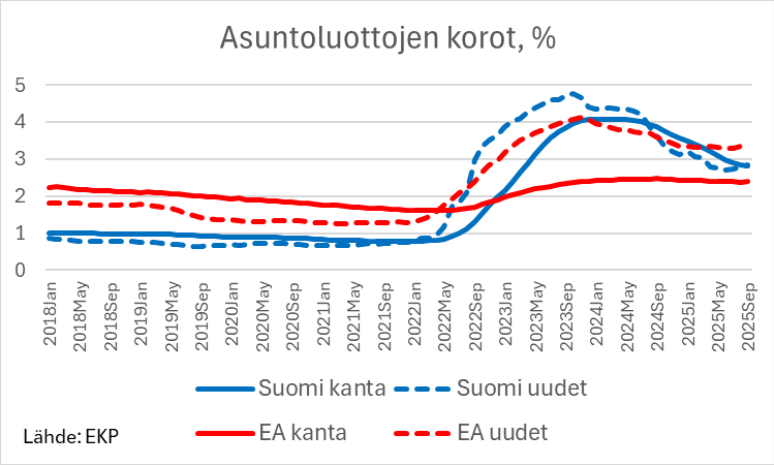
Finanssipolitiikan optimaalista ajoitusta haittaa toisaalta kaksi ongelmaa. Päätösperäisten toimien toteuttaminen tapahtuu väistämättä viiveellä eikä päätöksiä tehtäessä voi olla suurta varmuutta syntyvän finanssipoliittisen impulssin ajoituksen onnistumisesta. Suomen ajankohtaisessa tilanteessa vielä hankalampi ongelma on se, että velkaantumisen kasvun pysäyttämiseen tähtääviä sopeutustoimia on ollut vaikea lykätä kuluvaa vuotta tuonnemmaksi. Lykkääminen lisää velkataakkaa ja herättäisi uskottavuusongelman.

Korkosidonnaisuuden merkitys

On perusteltua ajatella, että rahoitusmarkkinoiden toiminta on myötävaikuttanut Suomen heikompaan talouskehitykseen. Suomessa sekä yritysten että kotitalouksien luottojen korot on sidottu tyypillisesti lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin (3-12 kk euroribor-korkoihin), kun taas euroalueella korot ovat joko kiinteitä tai niitä tarkistetaan paljon harvemmin.

Tämän korkosidonnaisuuseron takia rahapolitiikan muutokset, jotka vaikuttavat nopeasti lyhyisiin markkinakorkoihin, heijastuvat Suomessa selvästi nopeammin yritysten ja kotitalouksien kokemiin korkoihin kuin euroalueella keskimäärin. Ero koskee sekä uusia luottoja että ennen kaikkea luottokannan korkoja.

Korkosidonnaisuusero näkyi voimakkaasti asuntoluottokorkojen muutoksessa, kun EKP alkoi kiristää rahapolitiikka vuonna 2022. Kun uudet luotot olivat vuosina 2018-2021 olleet Suomessa 0,5-1 prosenttiyksikköä matalampia kuin euroalueella, vuoden 2022 lopulta vuoden 2024 lopulle ne olivat 0,5-0,8 prosenttiyksikköä korkeampia. Luottokannan osalta erot ja niiden muutokset ovat olleet vielä suurempia. Kun aiemmin luottokannasta keskimäärin maksettiin Suomessa noin prosenttiyksikön vähemmän korkoa kuin euroalueella, vuoden 2023 lopulta aina vuoden 2024 syksyyn saakka luottokannan korko oli noin 1,5 prosenttiyksikköä korkeampi.



Uusien luottojen korkojen nopea nousu on luonnollisesti heikentänyt luottojen kysyntää. Luottokannan korkojen nousun voi olettaa vaikuttaneen vielä laajemmin, koska tämä tekijä on heikentänyt kotitalouksien ostovoimaa myös sellaisten kotitalouksien osalta, jotka eivät ole ottaneet uutta luottoa. Ei olekaan hämmästyttävää, että asuntokysyntä on tällaisissa oloissa pienentynyt ja tämä on väistämättä heijastunut asuntorakentamiseen.

Vaikeampi on sanoa, kuinka suuri vaikutus juuri erilaisella korkosidonnaisuudella on ollut asuntokysyntään. Em. Suomen Pankin vuoden 2023 lopulla tekemä mallilaskelma viittaa siihen, että itse korkosidonnaisuuden merkitys jäisi verraten pieneksi. Ei kuitenkaan ole varmaa, että analyysissä tulevat kaikki korkosidonnaisuuden vaikutukset otetuksi täysimääräisesti huomioon. Moni asuntovelallinen oli tottunut poikkeuksellisen matalaan (ja myös muuta euroaluetta matalampaan) korkotasoon ja mitoittanut menonsa sen mukaan. Korkosidonnaisuuden vuoksi korkojen nopea nousu oli yllätys, joka saattoi vaikuttaa käyttäytymiseen enemmän kuin malliin sisältyvät historialliset yhteydet olettavat.

Korkosidonnaisuuksilla voi olettaa olevan merkitystä myös yritysten investointipäätösten osalta. Toinen Suomen Pankissa äskettäin tehty analyysi (euroalueen yritysaineistolla) tuottaa juuri tällaisen tuloksen. Niiden yritysten joukossa, joilla on paljon vaihtuvakorkoista velkaa, korkojen nousu 2021-2024 vähensi investointeja enemmän kuin muissa yrityksissä.

Kaiken kaikkiaan on uskottavaa, että rahapolitiikka välittyy korkosidonnaisuuden erilaisuuden nopeammin Suomen talouteen kuin euroalueen talouksiin keskimäärin. Tämä kärjistää epäsymmetristen shokkien aiheuttamaa ongelmaa Suomelle tilanteessa, jossa Suomea kohtaa negatiivinen epäsymmetrinen shokki samaan aikaan kun euroalueella on tarve kiristää rahapolitiikkaa. Tämä on ollut tilanne vuosina 2022-2024. Käänteinen ongelma voisi syntyä silloin, kun euroalueella on tarve alentaa korkotasoa, mutta Suomessa syystä tai toisesta ylikuumentunut tilanne.

On toki myös tilanteita, joissa korkosidonnaisuus voi lieventää epäsymmetrisen kysyntätilanteen aiheuttamaa ongelmaa. Nyt saattaa olla tällainen asetelma. Rahapolitiikan kevennys vaikuttaa nyt nopeammin Suomessa kuin euroalueella keskimäärin, mikä näkyy siinä, että uusien luottojen korot ovat Suomessa jo matalampia kuin euroalueella keskimäärin. Tämä sopii Suomelle, jossa toimeliasuus on muuta euroaluetta heikompaa.

Vaihtuvakorkoisuuden yleisyys Suomessa on historiallisen kehityksen tulos, käytäntö, johon kaikki toimijat ovat sopeutuneet. Sääntely-ympäristöhän on Suomessa perustaltaan sama kuin euroalueella yleensä. Mikään sääntely ei estä pankkeja tarjoamasta myös kiinteäkorkoisia lainoja ja kuluttajia niitä ottamasta. Näin tapahtuu kuitenkin varsin rajatusti, jopa sellaisten pankkien – Nordea, Danske – Suomen toiminnassa, jotka pankit tarjoavat Suomen ulkopuolella paljon kiinteäkorkoisia lainoja.

Korkosidonnaisuuskäytännön polkuriippuvuudesta johtuen sen muuttaminen ei välttämättä ole helppoa. Näin on kuitenkin tapahtunut kahdessa euroalueen maassa, Irlannissa ja Portugalissa, joissa vaihtuvakorkoisuus oli aiemmin Suomen tapaan yleistä. Niissä on viimeisen vuosikymmenen aikana siirrytty kohti pidempiaikaisia korkosidonnaisuuksia tai kiinteäkorkoisuutta. Ei ole aivan selvää, mitkä syyt ovat muutokseen vaikuttaneet. Vaikuttaa kuitenkin siltä, että Irlannissa on pyritty voimakkaasti lisäämään pankkikilpailua, mikä on luonut pankeille painetta luoda ja markkinoida enemmän ja edullisemmin kiinteäkorkoisia vaihtoehtoja. Portugalissa kansallista makrovakaussääntelyä on ilmeisesti käytetty kannustamaan pankkeja kiinteäkorkoisten luottojen tarjoamiseen.

Vaihtuvakorkoisuudella on se etu, että riskinkannon vastapainoksi kotitaloudet ja yritykset voivat saada luottoa koko luoton juoksuajan aikana keskimäärin edullisemmin. Toisaalta voi kysyä, ovatko juuri kotitaloudet tai pk-sektorin yritykset parempia riskinkantajia kuin rahoitusmarkkinoiden toimijat.

Asian merkityksen vuoksi olisi hyvä yhtäältä vielä arvioida vaihtuvakorkoisuuden vaikutusta asuntokysyntään, sen tasoon ja vaihteluun. Lisäksi olisi hyödyllistä selvittää, millä keinoilla Irlannissa ja Portugalissa vaihtuvakorkoisuutta on kyetty vähentämään ja mitä vaikutuksia tällä on ollut luottojen keskimääräisiin korkoihin ajan yli. Valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosasto, Suomen Pankki ja Finanssivalvonta ovat tahot, joilla on parhaat edellytykset tällaisen arvioinnin suorittamiseen.