FINNVERA

Inflaatio ja investointilama – aikamme vitsaukset?

Rahoitus & kasvu -katsaus

1/2022, helmikuu

Sisällys

Talouden tilannekuva – sää on hyvä, mutta horisontissa salamoi **2**
Vientimarkkina on Suomen selkäranka **3**
Yritysten rahoitusympäristö on kansainvälisesti vertaillen hyvä **3**
Rahaa on saatavilla - missä piilevät investoinnit? **5**
Kaikki kallistuu – näinhän sen piti mennäkin **7**
Rahapolitiikka kiristyy, riskit kasvavat **9**
Avainluvut **11**

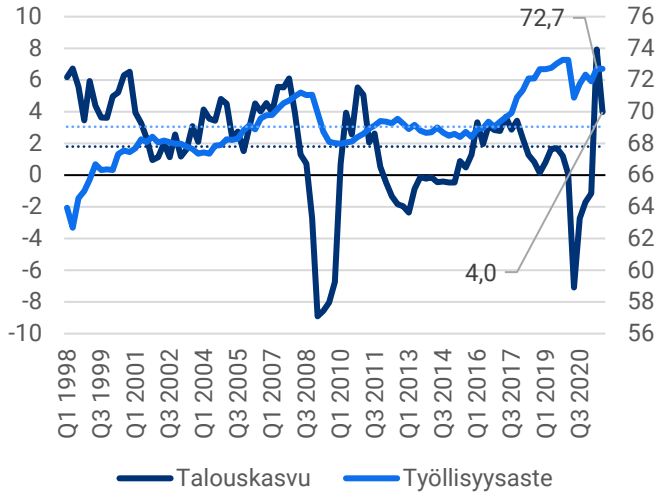
FINNVERA Finnvera © All Rights Reserved

Talouden tilannekuva – sää on hyvä, mutta horisontissa salamoi

Takaisin normaaliin sanottiin viime vuoden lopulla, mutta valitettavasti uusi normaali osoittautui erilaiseksi – omikronsävytteiseksi. Jo monta kertaa viimeisen kahden vuoden aikana on nostettu esiin mahdollisuus ja toivomus pandemian hiipumisesta pois, mutta toisin on käynyt. Tämä heijastaa osaltaan sitä epävarmuutta, minkä kaikki taloudelliset toimijat ovat joutuneet kohtaamaan viime aikoina.

Viime vuonna talouskehitys oli suopeaa ja samaa odotetaan tälle vuodelle; voimakasta talouskasvua ja työmarkkinoiden vetovoimaa. Yhdysvalloissa ja monessa muussa maassa on jo alitettu neljän prosentin työttömyysasteen rajapyykki. Suomessa työllisyys on poikkeuksellisen korkealla tasolla (72,7 % 2021Q3) ja työttömyysasteen suunta on alaspäin, vaikkakin Suomen työmarkkinoiden rakenteesta johtuen työttömyyden taso on edelleen korkea. Valitettavasti myös pitkäaikaistyöttömyys nostaa päätään, mutta loivemmin kuin finanssikriisin aikana. Viime vuoden talouskasvun odotetaan olevan lähellä neljää prosenttia.

Kuvio 1 Talouskasvu ja työllisyys Suomessa.
Lähde: Refinitiv & Finnvera.



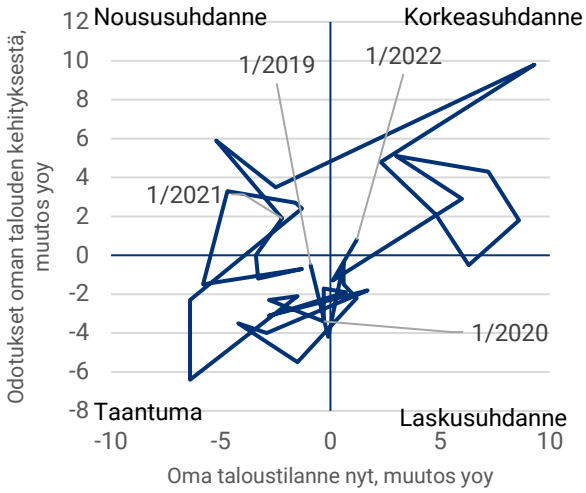
Työmarkkina on erityisen tärkeä osa kansantaloutta. Voi jopa todeta, että se määrittää kansantalouden veropohjan. Taloudellisesti ajatellen työmarkkinoiden kehitys ratkaisee pitkälti tulo- ja kulutusverokertymän sekä myös sosiaaliturvamenojen kehityksen.

Toisaalta työtä ei voisi olla ilman työnantajia – yrityksiä. Kansantalouden osat toimivat yhteydessä toisiinsa eikä yhtä olisi ilman toista. Asia pätee pitemmän päälle myös hyvinvoinnin suhteen; hyvinvoivasta yrityssektorista seuraa hyvinvoiva työmarkkina ja toisinpäin. Usein tuottavat yritykset ovat sellaisia, joissa työntekijät ovat tyytyväisiä.[1]

Kuluttajien luottamus on epävarmuuksista huolimatta suhteellisen korkealla tasolla. *Suhdannekello* näyttää, että kuluttajilta kysyttäessä tammikuussa 2022 sekä "*oma taloustilanne nyt*" että "*odotukset oman talouden kehityksestä*" ovat vuodentakaista paremmalla tolalla. Tällä mittarilla mitattuna talouden suunta on hyvä.

Myös yritysten luottamus ja usko tulevaan on hyvällä tasolla niin talouden ilmapiiri-indikaattorin kuin pk-yritysbarometrinkin lukujen perusteella. Lisäksi monien hyödykkeiden kysyntä on voimakasta kotimaassa ja ulkomailla. Yritysten haasteet liittyvät tällä hetkellä työvoiman ja muiden tuotantopanosten saatavuuteen, inflaation kiihtymiseen sekä epävarmuuteen niin koronan, mutta myös Venäjän toiminnan osalta.

Kuvio 2 Suhdannekello.
Lähde: Refinitiv & Finnvera



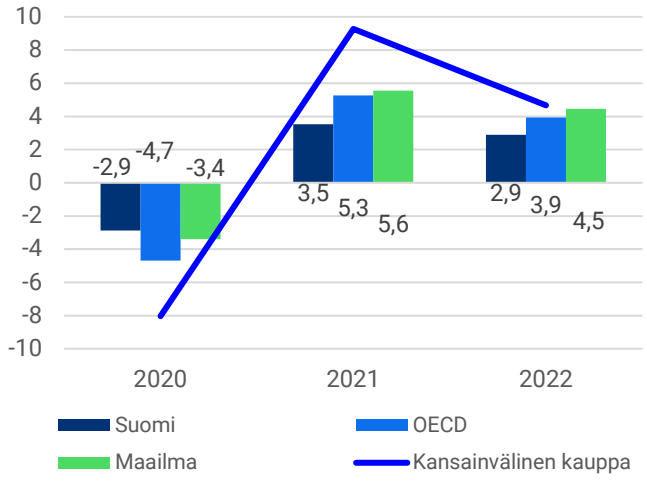
[1] Ks. esim. **Bryson ym. (2017) *Does employees' subjective well-being affect workplace performance?*** tai **Böckerman ja Ilmakunnas (2012) *The Job Satisfaction-Productivity Nexus: A Study Using Matched Survey and Register Data***

FINNVERA Finnvera © All Rights Reserved

Vientimarkkina on Suomen selkäranka

Maailmantalous kasvoi arviolta kuuden prosentin tahtia vuonna 2021. Tälle vuodelle ei odoteta yhtä korkeita kasvulukuja, mutta hyvän talouskasvun ennustetaan edelleen jatkuvan. Globaalisti ripeä talouskasvu tarkoittaa, että maailman kokonaiskysyntä kasvaa - se tietää hyvää suomalaiselle vientiteollisuudelle.

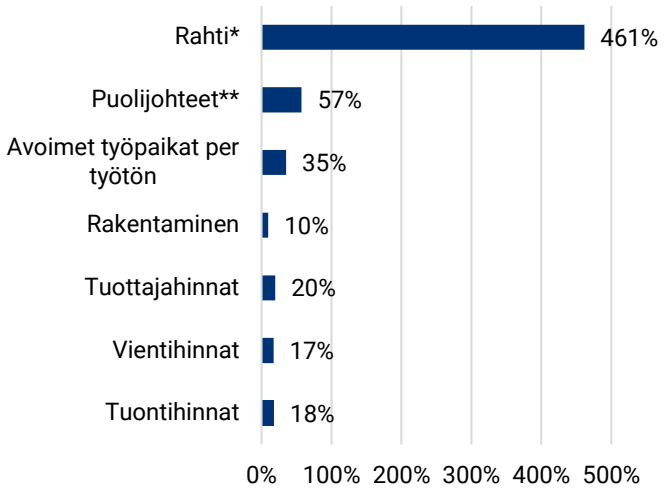
Kuvio 3 Talouskasvu IMF:n mukaan Suomessa, EU:ssa ja globaalisti sekä kansainvälinen kauppa. Lähde: Refinitiv.



Vuonna 2021 Suomen vienti kasvoi ensimmäistä vuosineljännestä lukuun ottamatta mukavasti ja suomalaisten ennustelaitosten mukaan viennin odotetaan asettuvan noin viiteen prosenttiin tänä vuonna. Tullin kuukausitasolla tilastoiman tavaraviennin arvo kasvoi jopa viidenneksen vuoteen 2020 verrattuna. Samaan aikaan tosin vientihinnat ovat nousseet toistakymmentä prosenttia, jolloin viennin arvon reaalinen kehitys jää alle 10 prosenttiin. Vienti- ja tuontihintojen jyrkkä nousu heijastaa tuotannon pullonkauloja ja sitä kautta kasvanutta kustannuspainetta sekä suhteellisen suurta kokonaiskysyntää.

Vuonna 2020 alkanut koronakriisi on aiheuttanut ongelmia yritysten tuotantoprosesseissa, jotka ovat vuosien saatossa muuttuneet aina vain globaalimmiksi ja tuotannon erikoistuminen on syventynyt. Koronan alkuvaiheessa tuotantolaitoksia suljettiin, varsinkin Kiinassa. Se ei välittömästi ollut ongelma, koska myös kokonaiskysyntä aleni samaan aikaan. Melko pian kysyntä kuitenkin elpyi ja erityisesti kotitalouksien kysyntä kestokulutushyödykkeille kasvoi. Seurauksena oli kysynnän ja tarjonnan epäsuhta, jonka seurauksia koemme paraikaa; komponenttien ja konttien hinnat ovat nousseet ennätyksiin ja muidenkin tuotantopanosten toimituksissa on ollut haasteita.

Kuvio 4 Indeksin muutos 12/2019 vrt. 12/2021 Suomessa. Lähde: Refinitiv.



* Shanghai Contanarized Freight Index
** Puolijohteiden myynti Yhdysvalloissa

Myös työmarkkinoiden rakenteellinen huoli osaavan työvoiman saatavuudesta on noussut esiin. Jo ennen koronaa monia yrityksiä piinasi työvoimapula eikä se ole koronan myötä helpottanut, kun väestö vanhenee edelleen ja maahanmuutto Suomeen on parhaimmillaankin riittämätöntä. Lisäksi esimerkiksi Yhdysvalloissa puhutaan suuresta eroaallosta (*engl. the great resignation*), mikä entisestään on vaikeuttanut yritysten tilannetta.

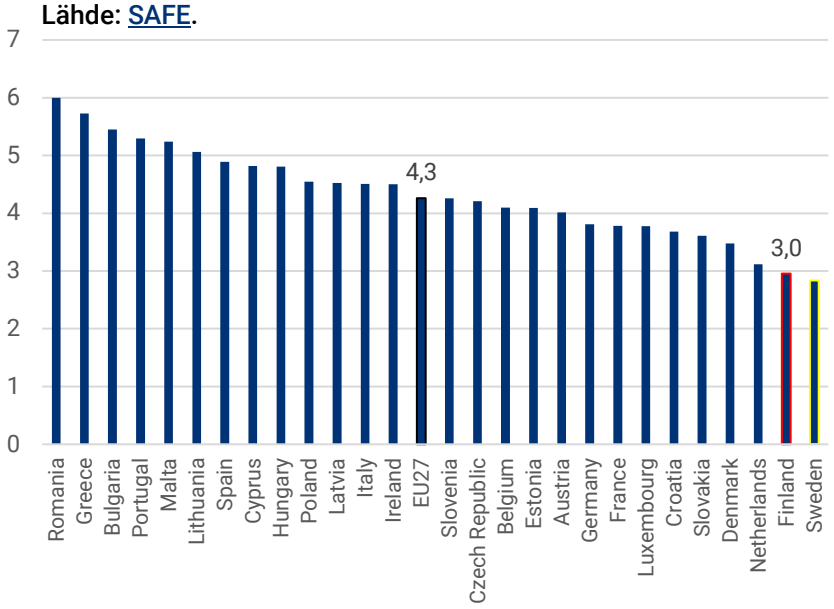
Finnvera © All Rights Reserved

Yritysten rahoitusympäristö on verrattain hyvä

Yritysrahoituksen saatavuutta seurataan toistuvissa kyselytutkimuksissa. Euroopan komissio yhteistyössä Elinkeinoelämän keskusliiton kanssa keräävät suhdannebarometria, missä mm. kartoitetaan yritysten kasvun esteitä. Teollisuuden toimialalla prosentti suomalaisista yrityksistä raportoi rahoitusolojen olevan keskeinen kasvun este, kun EU:ssa keskimäärin vastaava luku oli kuusi prosenttia.

EKP:n ja komission *Survey on the access to finance of enterprises* (SAFE) luotaa suhdannebarometria yksityiskohtaisemmin eurooppalaisten yritysten tilannetta. Kyselytutkimuksen mukaan Suomessa rahoituksen saatavuus on Ruotsin jälkeen toiseksi parasta.

Kuvio 5 Rahoituksen saatavuus asteikolla 1 (hyvä)-10 (huono). Lähde: SAFE.



Sekä suhdannebarometrista että SAFE-tutkimuksista piirtyy kokonaiskuva, jonka mukaan suomalaisten yritysten mahdollisuudet yritysrahoitukseen ovat kansainvälisesti vertaillen hyvät, elleivät peräti erinomaiset. Kyselyistä nousee myös esiin se tunnettu tosiasia, että suomalainen yritysrahoitus nojaa vahvasti pankkien toimintaan. Mikäli pankkien toimintaympäristössä tapahtuisi muutoksia, heijastuisi se välittömästi myös yritysrahoitukseen.

Suomen laajin toistuva yrityskysely Pk-yritysbarometri maalaa vielä yksityiskohtaisemman kuvan pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusmahdollisuuksista Suomessa. Barometrissa selvitetään mm. lainansaannin vaikeuksien yleisyyttä sekä niiden taustalla olevia syitä. Tehdään muutama nosto viimeisimmästä (1/2022) barometrista yritysten rahoitusoloihin liittyen:

- Noin 13 prosentilla pk-yrityksistä on ollut maksuvaikeuksia viimeisen kolmen kuukauden aikana. Vaikeudet ovat keskittyneet erityisesti pienempiin, alle 20 hengen yrityksiin.
- Noin neljä prosenttia pk-yrityksistä ei ole saanut rahoitusta hakemisesta huolimatta. Luku on noussut noin 1,5 prosenttia vuodessa kolmen vuoden takaiseen verrattuna.
- Noin viisi prosenttia pk-yrityksistä vastaa, ettei hanke toteutunut rahoituksen saannin tai ehtojen vaikeutumisen takia, kolmen prosentin mukaan hanke toteutui osittain ja seitsemän prosenttia kertoi hankkeen siirtyneen toteutettavaksi myöhemmin.

Taulukko 1 Pk-yritysten rahoituksen tarve Suomessa. Lähde: Pk-yritysbarometri 1/2022.

Onko yrityksellänne ollut viimeisen 12 kk aikana tarve hankkia rahoitusta?	Ei	Kyllä, ja olemme saaneet ulkopuolista rahoitusta viimeisen 12 kk aikana	Kyllä, mutta emme ole hakeneet rahoitusta	Kyllä, mutta emme ole saaneet rahoitusta, vaikka olemme hakeneet
2018	61 %	28 %	8 %	2,6 %
2019	64 %	26 %	7 %	3 %
2020	65 %	25 %	7 %	3 %
2021	60 %	30 %	6 %	4 %
2022	66 %	24 %	6 %	4 %

FINNVERA Finnvera © All Rights Reserved

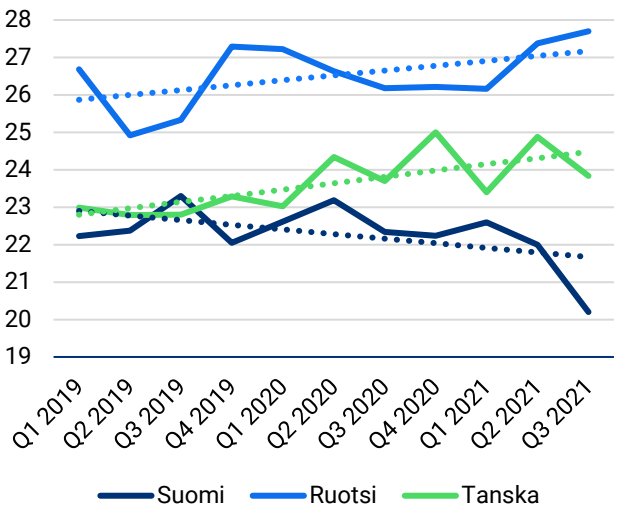
Rahaa on saatavilla - missä piilevät investoinnit?

Suomalaisten yritysten investointilamasta on puhuttu paljon. Miksi suomalaiset yritykset eivät investoi, vaikka rahoituksen saatavuus on hyvä ja toimintaympäristökin on suhteellisen vakaa?

Muihin Pohjoismaihin verrattuna suomalaisten yritysten investointiaste on muita matalampi, minkä lisäksi investoinnit eivät ole koronan helpottaessa lähteneet kasvuun samalla tavalla kuin Ruotsissa tai Tanskassa.

Myös vähän pidemmällä aikavälillä katsottuna yritysten investointien bkt-osuus on alentunut. Vielä 1980-luvulla yritysten investoinnit olivat keskimäärin 14 % suhteessa bruttokansantuotteeseen, 1990-luvulla 12 %, 2000-luvulla 13 % ja 2010-luvulla 12 %. Luvut eivät ensivilkaisulla vaikuta suurilta, mutta ne ovat; vuonna 2020 oltaisiin Suomessa investoitu 6,6 miljardia euroa enemmän 1980-luvun investointiasteella.

Kuvio 6 Tuotannolliset investoinnit Pohjoismaissa. Lähde: Refinitiv & Finnvera.

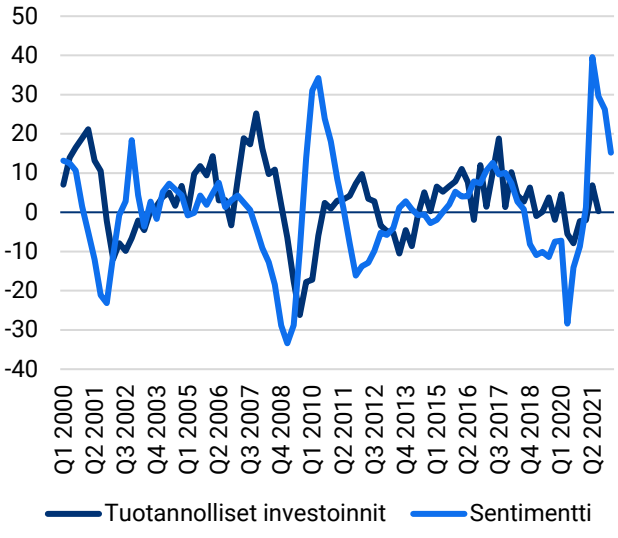


Investointien suhteen keskeistä on se, että investoiminen on aina tulevaisuuteen suuntautuvaa toimintaa. Investointien määrään vaikuttavia tekijöitä on lukuisia; korkotaso, tulevaisuuden odotukset ja epävarmuus, talouden aktiviteetti, teknologinen kehitys, talouden rakennemuutokset ja talouspolitiikka.

Mikään investointeihin vaikuttava tekijä ei toimi yksin ja tyhjiössä. Vakainkaan toimintaympäristö ei auta, mikäli liiallinen verotus kuristaa investoimisaktiviteetin. Toisaalta maailman kilpailukykyisin verotus ei riitä, mikäli tulevaisuuden odotukset ovat pessimistiset. Kysymys on aina kokonaisuudesta – kaikkien investointien osatekijöiden tulisi olla kunnossa. Hyvin nopeasti ajaudutaan keskusteluun yritysmyönteisestä ilmapiiristä ja mitä se oikeastaan tarkoittaa.

Nostetaan seuraavaksi esiin kolme investointilaman osasyytä, jotka ovat Suomen osalta erityisen merkityksellisiä.

Kuvio 7 Investoinnit ja markkinatunnelma (*engl. sentiment*). *Lähde: Refinitiv & Finnvera.*



Epävarmuus ja odotukset

Epävarmuuden lisääntyminen eli riskillisyyden kasvu ilman tuottojen kasvua vähentää investointeja. Yleensä tämä näkyy taantumien aikana, mutta myös muulloin. Epävarmuuden suhteen ollaan myös kosketuksissa **Finnveran** ydintoiminnan eli epävarmuuden hallinnan kanssa; julkinen toimija ottaa riskiä kantaakseen, jos riskillisyys on yksityiselle toimijalle epäsymmetrisestä informaatiosta johtuen liian suurta. Maksutta Finnvera ei luonnollisestikaan toimi, vaan riskin kantamisesta peritään käypä hinta. Ydinasia on, että Finnveralla on leveät hartiat kantaa riskiä, kun taas yksityinen toimija saattaisi jopa mennä konkurssiin esimerkiksi sodan tai vallankaappauksen tapauksessa.

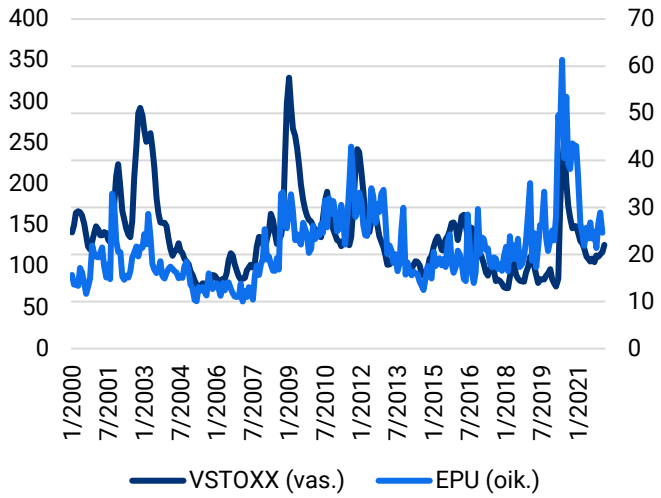
Finnvera © All Rights Reserved

Epävarmuuteen liittyvät myös odotukset tuottojen kehittymisestä. Odotuksia voi mitata kysymällä markkinatoimijoiden mielipidettä tulevasta. Markkinoiden tunnelma ennakoi suhteellisen hyvin investointikehitystä. Olisi toki yllättävää, jos näin ei olisi; investoinnit katsovat voimakkaasti tulevaisuuteen ja talouden ilmapiiriä kuvaava indikaattori kysyy eri toimialojen tulevaisuuden odotuksista.

Täydellisestä yhteydestä ei luonnollisestikaan ole kyse. Esimerkiksi vuoden 2021 toisella neljänneksellä markkinatunnelma nousi poikkeuksellisen korkealle, mutta investointien arvo on kehittynyt vain maltillisesti.

Epävarmuuden mittaamiseen on myös kehitetty indikaattoreita. **Talouspolitiikan epävarmuusindeksi** (EPU) kerää lehdistöstä asianmukaisia avainsanoja ja niiden frekvensseistä muodostetaan indeksi. **VSTOXX-indeksi** puolestaan perustuu optioiden hintojen kautta pääteltyyn vaihteluun. Molemmat indeksit kuvaavat hyvin makrotason epävarmuutta.[2] Tammikuussa talouspoliittinen epävarmuus oli hieman tämän vuosituhannen keskiarvoa korkeammalla, kun taas VSTOXX-indeksi hieman matalammalla. Viimeaikaisten tapahtumien perusteella molemmissa indekseissä on odotettavissa nousua lähiaikoina.

Kuvio 8 Globaali epävarmuus. Lähde: Refinitiv.

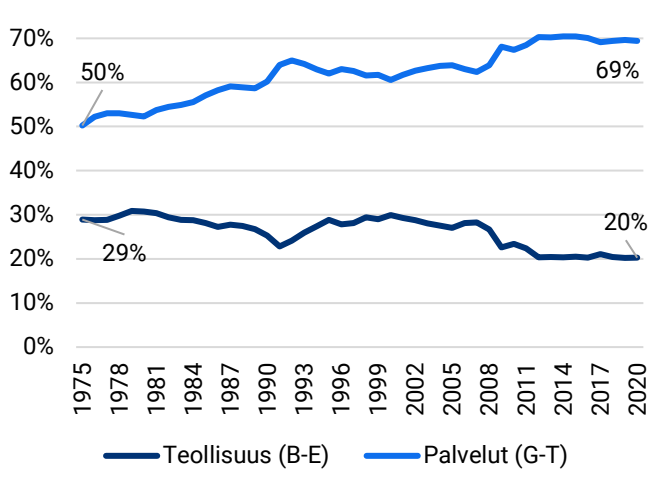


Palveluvaltaistuminen etenee

Epävarmuus ja odotukset ovat erityisesti lyhyen aikavälin suhdannesidonnaisia tekijöitä. Esimerkki hitaammin vaikuttavasta, mutta voimakkaasta tekijästä on yhteiskunnan palveluvaltaistuminen. Kansakunnan vaurastuessa työtehtävät erikoistuvat entisestään, mikä käytännössä tarkoittaa myös palveluvaltaistumista. Lounasruoka ostetaan enenevissä määrin ravintolasta, paidat pesetetään alan liikkeessä ja niin edelleen.

Maan tyypillinen taloudellinen kehityskulku on maatalousvaltaisuudesta teollistumiseen, ja lopulta jälkiteolliseen palveluvaltaiseen yhteiskuntaan. Suomessa teollisuuden osuus luodusta arvonlisästä on tippunut noin kolmanneksen 45 vuodessa, kun samaan aikaan palveluiden osuus on kasvanut 40 prosenttia.

Kuvio 9 Teollisuuden ja palveluiden osuus arvonlisästä



Yhteiskunnan palveluvaltaistuminen ei ole ilmiönä hyvä tai huono asia, mutta kehityskulku vaikuttaa investointeihin negatiivisesti. Samalla palveluvaltaistuminen selittää myös tuottavuuden alenemista, koska palvelualat ovat yleensä työvoimaintensiivisempiä verrattuna teollisuuteen. Joskus tulevaisuudessa tämä saattaa jossain määrin muuttua automatisaation ja robotisaation yleistyessä, mutta käytännössä siihen maailmaan on vielä pitkä matka.

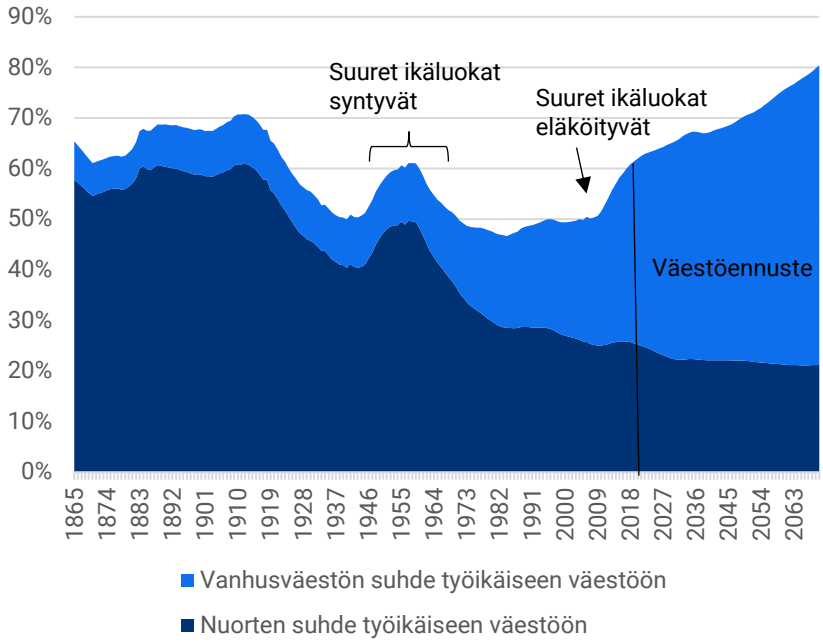
[2] **Bloom (2014) *Fluctuations in Uncertainty***

Finnvera © All Rights Reserved

Väestö ikääntyy, riskinotto vähentyy

Talouteen vaikuttavat hitaat, mutta voimakkaat megatrendit – kehityskulut, jotka muuttavat voimakkaasti yhteiskuntaa kuin huomaamatta. Yksi tällainen on väestön vanheneminen; vuosi vuodelta vanhusväestön osuus kasvaa. Suomen vanhusväestön suhde työikäiseen väestöön on nyt 37 %, kun noin 40 vuotta aikaisemmin suhdeluku oli puolet pienempi.

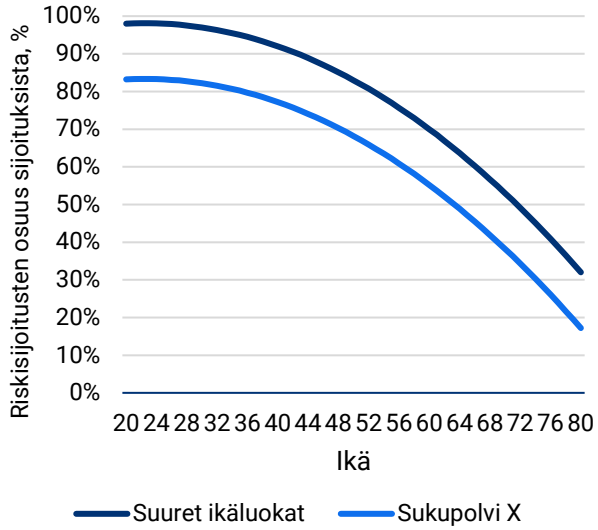
Kuvio 10 Väestörakenne Suomessa 1865-2070. Lähde: Tilastokeskus



Väestön ikääntyminen on yhteydessä matalampaan talouskasvuun. Yhdysvaltalaistutkijat ovat arvioineet, että väestön vanheneminen hidasti talouskasvua jopa 1,2 prosenttiyksikköä viime vuosikymmenellä.[3] Kasvun hidastumisesta 2/3 liittyy tuottavuuden alentumiseen.

Myös Kansainvälisen valuuttarahaston tutkimuksessa[4] todettiin, että yli 55-vuotiaan väestöosuuden kasvu on yhteydessä alempaan tuottavuuskehitykseen. Euroalueella väestön vanheneminen vähentää tuottavuutta 0,2 prosenttiyksikköä vuodessa seuraavan kahden vuosikymmenen aikana, toisin sanoin vuonna 2035 Euroopan taloudet olisivat noin 4 prosenttia vähemmän tuottavia väestön vanhenemisen takia. IMF ei tutkimuksessaan huomioi ihmisten eläköitymistä, joka edelleen voimistaisi työvoiman pienenemistä ja talouskasvun hidastumista.

Kuvio 11 Riskiprofiili iän mukaan. Lähde: Jianakoplos ja Bernasek (2006) ja omat laskelmat.



Toinen investointeja vähentävä vaikutuskanava näyttäytyy riskinsietokyvyn kautta. Tutkimusten mukaan riskinottohalu vähenee iän myötä.[5] Esimerkiksi Suomessa viimeisen 40 vuoden aikana havaittu mediaani-iän 10 ikävuoden kasvu vähentää osakkeisiin investoimista 2,5 prosentilla tai (yksin)yrittäjyyttä 6 prosentilla. Ilmiö on siinä mielessä harmillinen, että yrittäjyys perustuu riskinottoon. Riskinotosta seuraa tuotto ja jos riskinottohalu vähenee radikaalisti, alenevat tuototkin. Ottaen huomioon investointien tulevaisuuteen katsova riskillinen luonne, väestön vanhenemisesta seuraava investointien vähentyminen ei ole yllätys.

[3] Mestas et al. (2016) *The Effect of Population Aging on Economic Growth, the Labor Force and Productivity*
[4] IMF (2016) *The impact of workforce aging on Euro area productivity*
[5] Dohmen et al. (2018) *Identifying the effect of age on willingness to take risks*

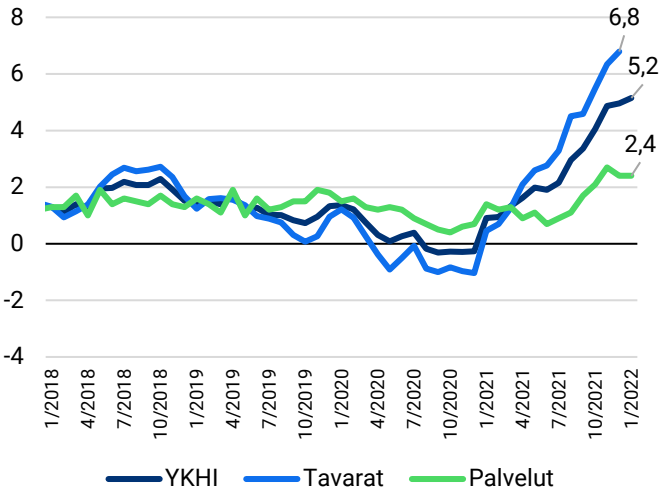
Finnvera © All Rights Reserved

Kaikki kallistuu – näinhän sen piti mennäkin

Inflaatio juoksee nyt vauhdilla niin Euroopassa kuin Yhdysvalloissakin. Euroalueen tammikuun inflaatioluku oli noin viiden ja Yhdysvaltojen noin seitsemän prosentin luokkaa. Kaikki erilaiset hintatason mittarit näyttävät tällä hetkellä koilliseen; vientihinnat, tuontihinnat, ostajahinnat, panosten hinnat ja kuluttajahinnat. Myös markkinatoimijoiden odotukset sekä kuluttajille ja yrityksille kohdistetut kyselytutkimukset viittaavat hinnan korotuspaineisiin.

Inflaation kiihtyminen ei tullut suurena yllätyksenä. Toisaalta: jälkiviisaus on helppoa. Inflaatioon tai oikeastaan sen puutteeseen menneinä vuosikymmeninä on liittynyt paljon epävarmuutta. Tällä kertaa voimakkaasti elvyttävä raha- ja finanssipolitiikka yhdessä tuotantopanosten ja logististen pullonkaulojen kanssa on saanut aikaan tilanteen, jossa kokonaiskysyntä on kasvanut nopeammin kuin talouden tuotanto on kyennyt kasvamaan.

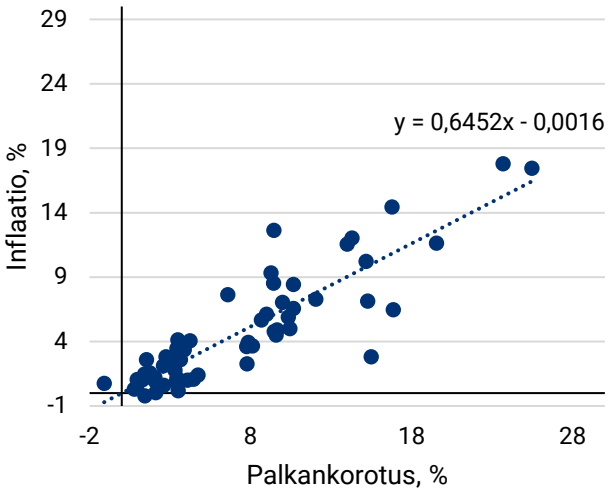
Kuvio 12 Inflaatio euroalueella. Lähde: Refinitiv.



Inflaatiosta merkittävä osa liittyy suhdannesidonnaisiin tekijöihin. Kun poistetaan hintaindeksistä energia ja ruoka, on inflaatio Yhdysvalloissa 6, euroalueella 2,5 ja Suomessa 1,6 prosenttia. Energian hinnan nousulla on siis ollut suuri merkitys, mutta sen hinta ei nouse loputtomiin. Inflaatiopeikkoa onkin vähätelty sanomalla, että merkittävä osa hintojen noususta liittyy esimerkiksi öljyn hinnan nousuun.

On totta, että suuri osa nyt koetusta inflaatiosta on suhdannesävytteistä. Se ei poista sitä riskiä, että suhdannesidonnainen inflaatio voi muuttua keskipitkän aikavälin ongelmaksi. Mekanismeja on kolme, jotka ovat läheisesti liitoksissa toisiinsa: 1) palkka-hinta -kierre, 2) julkisen talouden epätasapaino ja 3) odotukset tulevasta.

Kuvio 13 Inflaation ja palkankorotusten yhteys Suomessa 1962-2022. Lähde: Refinitiv & Finnvera.



Palkka-hinta –kierre syntyy, kun hintojen nousun seurauksena työmarkkinoilla vaaditaan korkeampia palkkoja ostovoiman säilyttämiseksi. Nimellispalkkojen korotukset puolestaan mahdollistavat suuremmat hinnankorotukset, joka puoltaa palkankorotuksia ja näin kierre on valmis. Kierre ei onneksi voi jatkua loputtomiin ja viimeistään ulkoisen kilpailukyvyn murentuminen pakottaa toimijat koordinaatioon ja kierteen katkaisuun.

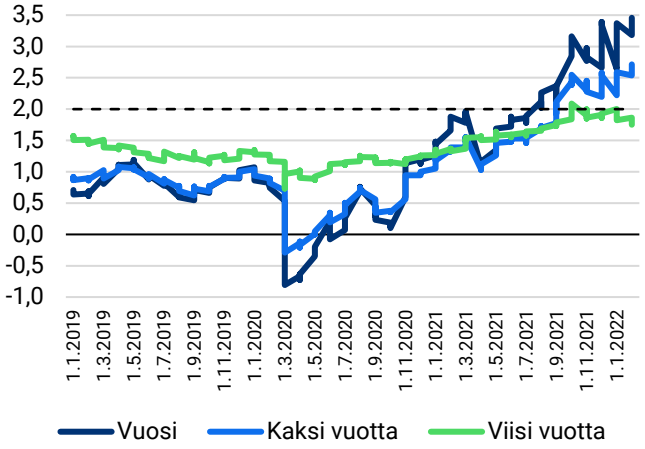
Taantumassa *julkinen talous tyypillisesti velkaantuu*. Monet maat ovat tosin olleet tilanteessa, jossa myös tavallisina aikoina julkinen talous on velkaantunut – ilmiötä kuvaava termi on rakenteellinen alijäämä. Tämä velka on ennen pitkää maksettava takaisin, mikä

Finnvera © All Rights Reserved

edellyttää veronkorotuksia tai menosopeutuksia.[6] Mikäli markkinatoimijat eivät usko päättäjien mahdollisuuteen tasapainottaa julkista taloutta, saattaa seurauksena olla ennen pitkää korkotason nousu, inflaation kiihtyminen tai velkojen uudelleenjärjestely.

Lopulta sekä palkka-hinta –kierre että julkisen talouden tasapaino ovat kytköksissä *inflaatio-odotuksiin*. Mikäli inflaation odotetaan nousevan esimerkiksi kolme prosenttia, haluavat työntekijät tyypillisesti vähintään kolmen prosentin palkankorotuksia ja yritykset haluavat nostaa tuotteiden hintoja vastaavasti. Usein odotukset tapaavat toteutua ja siksi yksi rahapolitiikan väline onkin markkinatoimijoiden odotuksiin vaikuttaminen – puhutaan ennakollisesta viestinnästä (*engl. forward guidance*).

Kuvio 14 Inflaatio-odotukset euroalueella 1/2019-1/2022 (SWAP). Lähde: Refinitiv.

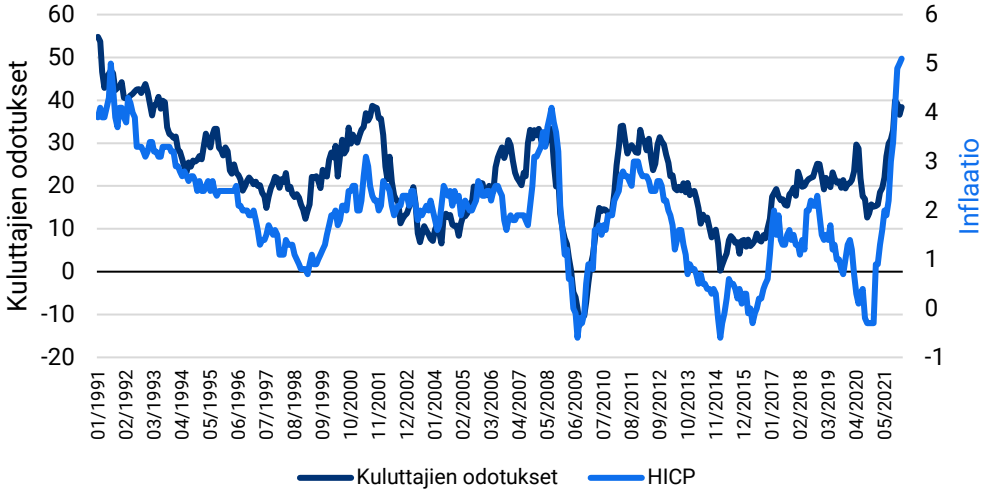


Markkinatoimijoiden odotukset ovat melko hyvin linjassa toteutuneet inflaation kanssa.
Esimerkiksi kuluttajien odotukset hintojen noususta seuraa varsin tarkasti toteutunutta inflaatiota. Tällä hetkellä euroalueella inflaatio-odotusten saldoluku on liki 40 prosenttia eli hintojen nousua odottavien kuluttajien osuus on 40 prosenttiyksikköä hintojen laskua odottavia suurempi. Viimeksi odotukset olivat tällä tasolla lyhyesti 2000-luvun alussa ja sitä ennen vuonna 1993.

Mikäli inflaatio-odotukset alkavat poiketa keskuspankin tavoiteinflaatiosta, on keskuspankin huolestuttava. Keskuspankkien tärkein pääoma on uskottavuus ja se murentuu, mikäli tulevaisuuden odotukset poikkeavat merkittävästi tavoitellusta inflaatiotasosta.

Vaikka inflaatio onkin kohta vuoden ajan ylittänyt EKP:n inflaatiotavoitteen, keskipitkän aikavälin odotukset ovat edelleen ankkuroituneet lähes tarkalleen EKP:n inflaatiotavoitteen tasolle. Toisaalta markkinoilla odotetaan myös rahapolitiikan kiristymistä ja koronnostoja. Inflaatio-odotukset lähtevät todennäköisesti nousemaan, mikäli EKP ei tämän vuoden aikana kiristä rahapolitiikkaansa.

Kuvio 15 Kuluttajien inflaatio-odotukset ja inflaatio euroalueella. Lähde: Refinitiv & Finnvera.



[6] Julkisen velan takaisinmaksu on eri asia kuin sanoa, että kansantalouden velkasuhde pitäisi mennä nollaan.

Finnvera © All Rights Reserved

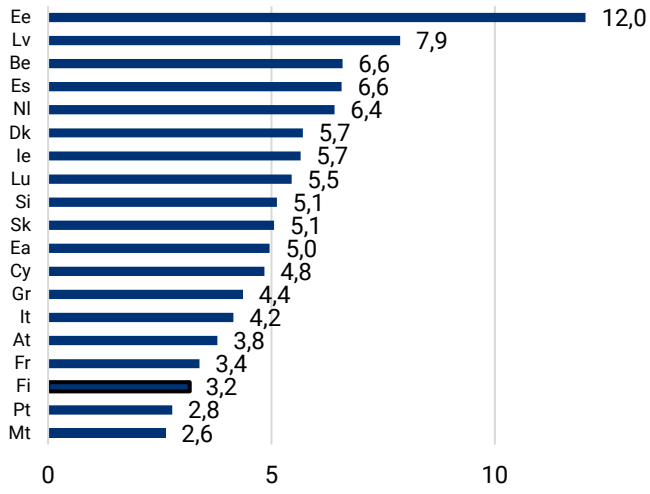
Rahapolitiikka kiristyy, riskit kasvavat

Keskuspankkien ensisijainen tehtävä on pitää yllä hintavakautta, jonka **EKP määrittää** kahden prosentin inflaatioksi keskipitkällä aikavälillä ja **FED puolestaan** kahden prosentin inflaatioksi pitemmällä aikavälillä. Tällä hetkellä inflaatio juoksee huomattavasti kahta prosenttia kovempaa. Se ei olisi ongelma, mikäli kyse olisi vain väliaikaisesta ilmiöstä. Ilmiö ei kuitenkaan ole vain muutaman kuukauden mittainen. Mikäli hintataso pysyisi vuoden 2021 joulukuun tasolla eivätkä hinnat sen jälkeen nousisi, olisi Suomen inflaatio 1,6 prosenttia, euroalueen inflaatio 2,4 ja Yhdysvaltojen 3,4 prosenttia tänä vuonna. Oletus on luonnollisesti epärealistinen ja on syytä odottaa hintojen nousua, mutta laskelma antaa maistiaisen siitä, kuinka merkittävä pelkkä edellisvuoden ”kasvuperintö” on.

Keskuspankki pystyy säätelemään inflaatiota kokonaiskysyntään vaikuttamalla, joka puolestaan tapahtuu erityisesti korkopolitiikan kautta sekä (nollakorkotilanteessa) määrällisen elvytyksen avulla. Inflaation kiihtyessä keskuspankit purkavat osto-ohjelmiaan ja valmistautuvat nostamaan ohjauskorkoa. Fedin odotetaan nostavan korkoa useita kertoja tämän vuoden aikana - ensimmäisen kerran jo maaliskuussa. EKP:n suunnitelmia on tässä vaiheessa hieman vaikeampi tulkita, mutta markkinoiden liikehdintä viittaisi tässä vaiheessa kahteen koronnostoon tämän vuoden loppupuolella.

Keskuspankkien tapauksessa rahapoliittinen uskottavuus on kaikki kaikessa. Uskottavuutta ylläpidetään paitsi ennakollisella viestinnällä, niin myös aidolla valmiudella rahapoliittisiin toimiin inflaation kiihtyessä. Keskuspankilla on oltava valmius nostaa korkotasoa voimakkaasti, mikäli inflaation kiihtyminen niin vaatii. Keskuspankin korkoreaktiota mallintavan Taylorin säännön mukaan korkotasoa tulisi nostaa enemmän kuin mitä inflaatio kiihtyy.

Kuvio 16 Inflaatio euroalueella 12/2021.
Lähde: Refinitiv & Finnvera.



Euroalueella on valitettavasti yksi merkittävä ongelma: eritahtisuus. Inflaation nopeus vaihtelee voimakkaasti maiden välillä. Toisaalla inflaatio on muutaman prosentin luokkaa, kun parhaimmillaan liikutaan reilusti yli 10 prosentin lukemissa. Eri maille sopisi eri korkotaso, mutta rahapoliittisia instrumentteja ei pysty kohdentamaan maakohtaisesti.

Myös julkisen talouden tilanne ja sitä kautta altistus korkotason nousulle tai keskuspankin osto-ohjelman loppumiselle vaihtelee voimakkaasti euroalueen sisällä. On riskaabelia tuoda markkinataloutta valtioiden velkakirjamarkkinoille – mitä jos markkinat menettävät luottamuksen esimerkiksi Italian tai Kreikan velanmaksukykyyn? Riski on, että korkotason nousu aiheuttaisi ongelmia tietyille alueille ja lopputuloksena olisi entistä eritahtisempi euroalue.

Lähitulevaisuudessa Euroopan keskuspankin rahapoliittinen uskottavuus tullaan punnitsemaan. Euroalueen ja Euroopan keskuspankin näkökulmasta kyse on elämästä ja kuolemasta. Kiristetäänkö rahapolitiikkaa ja suhtaudutaan vakavuudella inflaatiotavoitteeseen? Vai jätetäänkö korkojen nosto kaukaisempaan tulevaisuuteen ja riskeerataan rahapolitiikan uskottavuus? Samalla on hyvä pitää mielessä, ettei nollakorkoympäristö ole erityisen tavoiteltu maailman tila. Muutaman prosentin korkotaso ja suurempi rahapoliittinen liikkumatila olisi miellyttävämpi pitkän aikavälin tasapaino.

Finnvera © All Rights Reserved

Kansantalouden avainluvut

Talouskasvu 2021*

3,9 %

BKT/capita 2021*

44 957 €

Työmarkkinat

Työllisyysaste (12/2021)

73,3 %

Työttömyysaste (12/2021)

6,7 %

Julkinen talous

Julkinen velka (12/2021*)

71,2 %

Alijäämä (2021*)

3,8 %

Kansainvälinen talous

Globaali talouskasvu (2021*)

5,9 %

Kansainvälinen kauppa (11/2021)

6,4 %

Korot

12 kk:n euribor (1/2022)

-0,48 %

Suomen 10-vuotisen velkakirjan tuotto (1/2022)

0,18 %

* Ennuste, tai ennakollinen tieto

Finnvera © All Rights Reserved

FINNVERA

Mauri Kotamäki, pääekonomisti
etunimi.sukunimi@finnvera.fi
Twitter: **https://twitter.com/Mau_And**
LinkedIn: **https://www.linkedin.com/in/maukka/**