

# Analyyysiä Venäjän aloittaman sodan vaikutuksista – jäitä hattuun, kyllä se tästä

23.3.2022



# Sisällys

Makrotalous.....	2
Epävarmuus.....	2
Öljy ja raaka-aineet.....	3
Venäjän rupla syöksyy .....	4
Mainitsiko joku inflaation?.....	4
Talousennusteet: jäitä kypärässä .....	6
Kuinka Suomi kärsii Venäjän hyökkäyksestä? .....	7
Pitäisikö olla huolissaan? .....	9

# Analyysiä Venäjän aloittaman sodan vaikutuksista – jäitä hattuun, kyllä se tästä

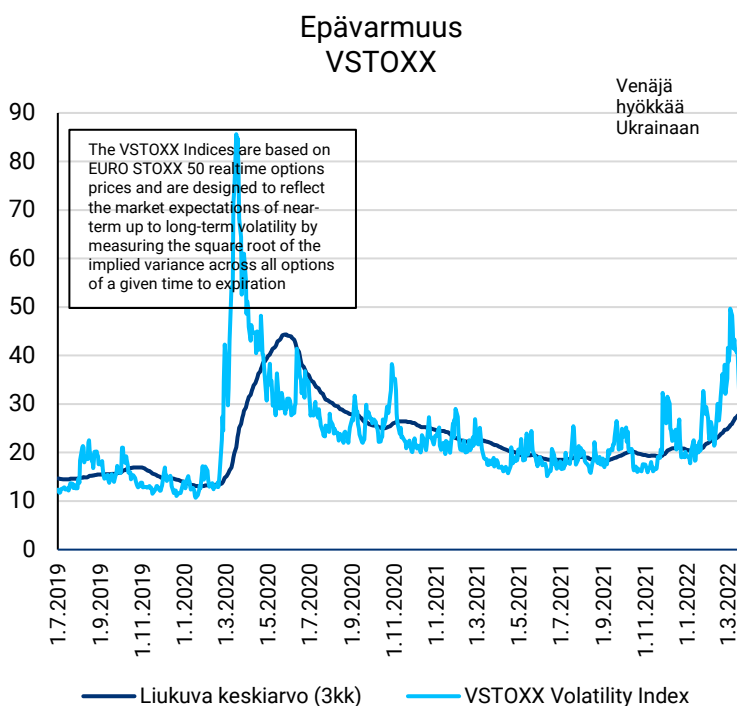
Kuinka Venäjän aloittama sota Ukrainaa vastaa vaikuttaa talouteen? Siinä on kysymys, johon on tässä vaiheessa kriisiä vaikea vastata. Asiaa on heikosta tietopohjasta huolimatta syytä yrittää ymmärtää.

Tehdään tässä kirjoituksessa muutamia nostoja makrotaloudesta. Sen jälkeen käydään läpi talousennusteita. Lopuksi pohditaan vielä suoria vaikutuksia Suomelle ja todetaan, että aina pitää olla vähän huolissaan (muttei liikaa).

## Makrotalous

### Epävarmuus

Epävarmuus lähti nousuun Venäjän alkaessaan siirtää joukkojaan Ukrainan vastaiselle rajalle. VSTOXX-indikaattorilla mitattuna markkinaepävarmuuden taso jatkoi nousuaan sodan aloittamisen jälkeen reilun viikon verran, mutta noin 4.3. markkinat tekivät johtopäätöksensä – maailma ei sittenkään romahda, ei ainakaan vielä. Tällä hetkellä epävarmuuden taso tällä mittarilla mitattuna on pitkän aikavälin keskiarvoa selvästi korkeammalla, mutta mistään koronavaiheeseen tai edes eurokriisiin mittaluokasta ei voi puhua.



Mitä seuraa epävarmuuden kasvusta? Ensinnäkin on syytä määritellä epävarmuus. Minulle se tarkoittaa esimerkiksi investoinnin tuoton alentumista riskin pysyessä ennallaan. Tai toisin sanottuna odotetun tuoton pysymistä ennallaan riskin kasvaessa.

Tällaisessa tilanteessa kuluttajat miettivät kaksi kertaa ennen ostopäätöksen tekemistä – kestokulutushyödykkeiden hankinnat saattavat mennä jäihin. Samaan aikaan varautumissäästäminen lähtee kasvuun. Yritysten investointeja laitetaan odotuslistalle. Ei tietenkään kaikkia – ei se olisi mahdollistakaan – mutta uusia hankkeita syynätään tarkemmin. Lisäksi kasvanut riskitaso vaikuttaa pankkien ja muiden rahoituslaitosten toimintaan.

Pahimmillaan edessä on taantuma, siis talouskasvun valahtaminen negatiiviseksi kahden perättäisen neljänneksen ajaksi. Itse en pidä taantumaa todennäköisenä, ja samoilla linjoilla näyttävät olevan monet talousennustajat. Yhtä kaikki emme tiedä mihin suuntaan kriisi tulevaisuudessa kaatuu ja myös hyvin negatiiviset skenaariot ovat mahdollisia.

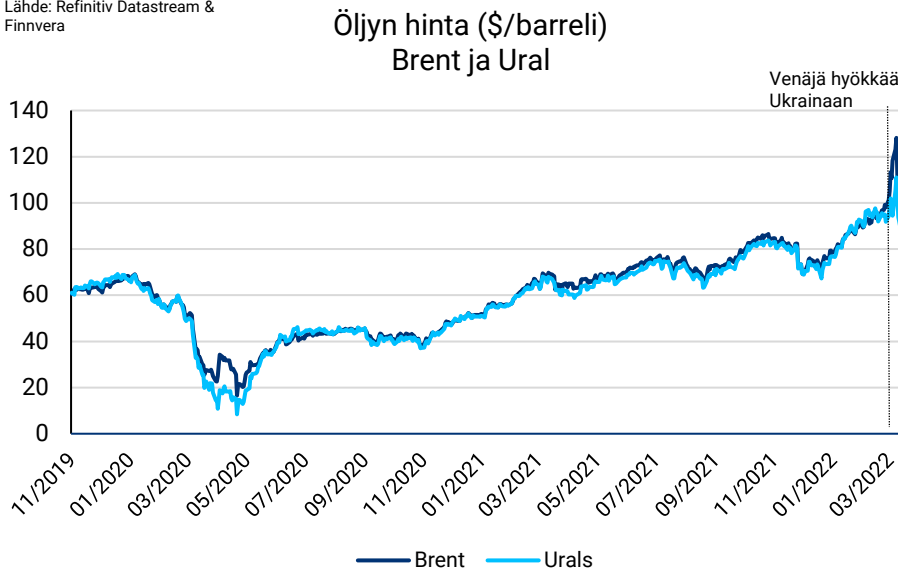
*Taantuma ei juuri nyt vaikuta  
todennäköiseltä, vaikka talouskasvu hidastuu.*

## Öljy ja raaka-aineet

Maailmantalouden piti olla hyvässä tikissä ennen Venäjän hyökkäystä. Kasvunäkymät olivat hyvät ja öljyn hinnankin odotettiin laskevan. Toisin kävi.

Pääosin epävarmuuden kasvusta johtuen öljyn hinta hypähti lyhyessä ajassa korkealle, Brent-laatu nousi yli 130 dollarin tasolle. Hieman yllättäen ja yllättävän nopeasti öljyn hinta myös laski – jopa alle maagisen 100 dollarin rajan. Tällä hetkellä ollaan noin 110-120 dollarin hintahaarukassa. Ei ainakaan vielä ole merkkejä, että päädyttäisiin pahimman nousun vaiheessa peloteltuun 200 dollarin tasoon.

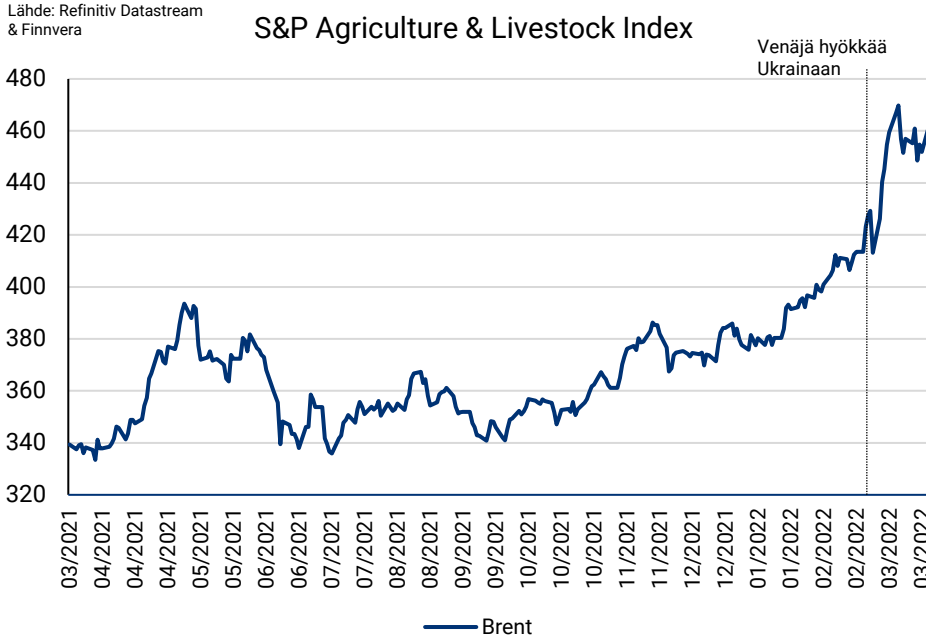
Lähde: Refinitiv Datastream & Finnvera



Öljy ei ole ainoa kallistuva raaka-aine. Hintojen nousua on enemmän tai vähemmän nähty myös mm. vehnän, maissin, nikkelin, kivihiilen, platinan, palladiumin, rautamalmin, alumiinin, kullan, sinkin ja kuparin hinnoissa. Muistattekko sotaa edeltäneen keskustelun inflaatiosta? Se ei ole menossa mihinkään vielä ihan hetkeen.

Miksi raaka-aineiden hintojen kasvusta pitäisi olla huolissaan? Tuotantopanosten hintojen heiluessa yritysten on vaikeampi suunnitella tuotantoaan, mutta myös halu investoida tulevaisuuteen saattaa kärsiä. Toisaalta yrityksillä on halu siirtää korkeammat kustannukset hintoihin, jolloin korkeampi hintataso aiheuttaa kysynnän vähentymisen ja tuotannon taso saattaa jäädä pienemmäksi.

Lähde: Refinitiv Datastream & Finnvera



## Venäjän rupla syöksyy

Kriisin alkuvaiheessa Venäjän valuutta lähti voimakkaaseen syöksyyn. Helmikuun puolivälissä, siis ennen aidosti todellista sodan uhkaa, dollarilla sai noin 75 ruplaa; korona-aika huomioon ottaen valuutta oli siis suhteellisen normaalilla tasolla. Pahimmillaan (7.3.) dollarilla osti jo yli 150 ruplaa. Rupla siis hyppäsi kallion kielekkeeltä ja syöksyi, mutta jälleen kerran lyhyen aikavälin reaktio oli iso ja sen jälkeen ollaan palaututtu. Laskuvarjo aukesi. Tällä hetkellä dollarilla saa 100–110 ruplaa.

Kuinka ruplan heikkous vaikuttaa Venäjään? Kaikki kallistuu, inflaatio kiihtyy. Venäjä on jo valmiiksi voimakkaasti tuontiriippuvainen maa – esimerkiksi korkean teknologian tuotteitaan siellä ei juurikaan tehdä. Venäjän tuontiriippuvuuden vähentämiseen tähtäävät projektit voinee jättää omaan arvoonsa. Toisaalta yritykset jättävät uppoavan laivan ja tuontikin sakkaa jo pahasti. Kansalaiset hamstraavat peruselintarvikkeita ja siellä täällä hyödykkeet saattavat jo olla lopussa.

Lähde: Refinitiv Datastream & Finnvera



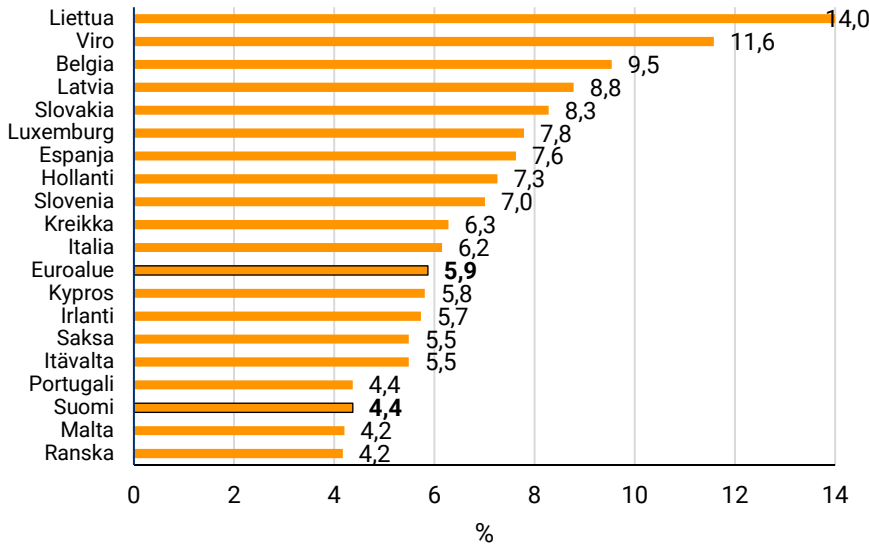
Luulisi koko Venäjän kansan viimeistään nyt heräävän "erikoisoperaation" vaikutuksiin. Valitettavasti Venäjällä viestivälineet ovat visusti valtion näpeissä, joten jää nähtäväksi mitä johtopäätöksiä mediaanikansalainen tästä kaikesta vetää. Suosittelen lämpimästi WSJ:n podcastia, jossa vieraana on historioitsija Stephen Kotkin. Jaksossa pohditaan Venäjän yhteiskunnan pitkää linjaa ja vallitsevan sodan suhdetta siihen.

## Mainitsiko joku inflaation?

Asiat olivat hyvin, kun inflaatio oli talouspolitiikan suurin huoli. Mutta lievästi Venäjän sodan jalkoihin jäänyt aihe ei ole ihan heti hiipumassa unholaan, nimittäin monet edellä mainituista asioista kiihdyttävät osaltaan inflaatiota Euroopassakin. Eikä tässä vielä kaikki.

Inflaatio on poikkeuksellisen eritahtista euroalueella. Liettuan inflaatio hyrräsi helmikuussa 14 prosentissa, kun Suomen vastaava luku oli 4,4 prosenttia. Minkälaista rahapolitiikkaa sinä tekisit tällaisessa tilanteessa huomioiden, että yhden ja saman työkalun on ratkaistava samanaikaisesti jokaisen erilaisen euroalueen maan inflaatio-ongelman. Haastavaa.

### Inflaatio euroalueella, helmikuu 2022

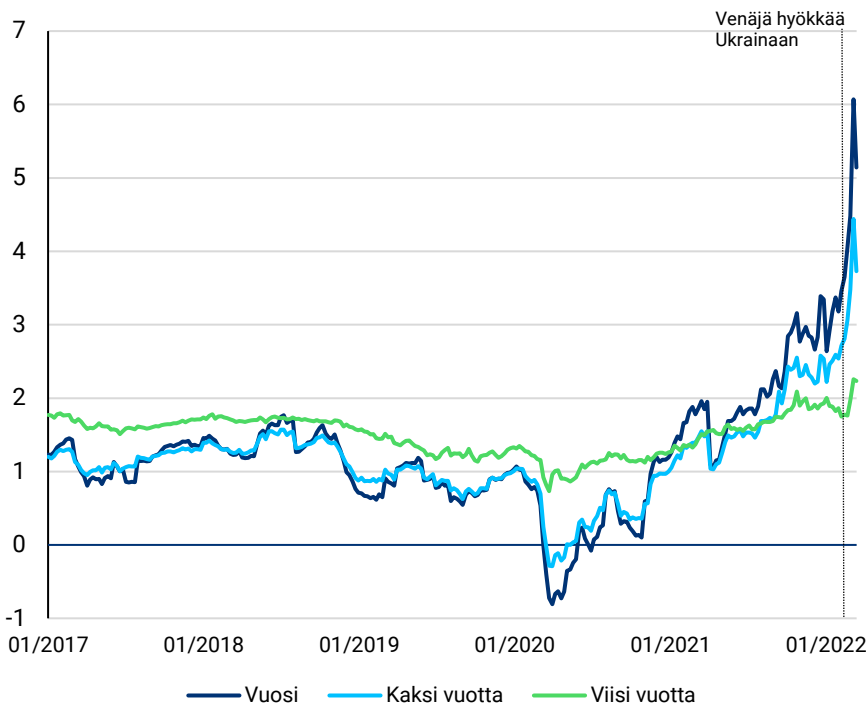


Lähde: Refinitiv Datastream & Finnvera

Joka tapauksessa olen sitä mieltä, että EKP:n pitää kohtapuoliin alkaa tehdä koronnostoja tai inflaatio-odotukset lähtevät ainakin jossain määrin hallinnasta. Ekonomistit kiinnittävät paljon huomiota odotuksiin siitä yksinkertaisesta syystä, että ne tупpaavat usein toteutumaan.

Lähde: Refinitiv Datastream & Finnvera

### Inflaatio-odotukset Euroalue



Tällä hetkellä lyhyen aikavälin eli yhden vuoden inflaatio-odotukset lähestyvät kuuden prosentin luokkaa. Pitkässä päässäkin eli viiden vuoden horisontilla odotukset nousseet yli kahden prosentin, mikä on poikkeuksellista huomioiden viime vuodet.

Pullon henki on vaikea saada takaisin pulloon. Inflaatio-odotusten kerran lähdettyä vaeltamaan, voi niiden lukkiuttaminen takaisin kahden prosentin tasolle olla haastavaa. Lyhyt aikaväli on jo menetetty, mutta ei sen niin väliä – keskuspankin inflaatiotavoite tähtää keskipitkällä aikavälillä kahden prosentin luokkaan. Katsotaan, minkä sopan EKP saa näistä raaka-aineista keitettyä.

## Talousennusteet: jäitä hatussa

Toistaiseksi talousennusteissa ei nähdäkseen ole hätäilty. Ennustelaitosten haarukka talouskasvun hidastumisesta on 0,5–2 prosentin luokkaa. Itse asiassa Suomen Pankin [skenaarioharjoitus](#) antaa hyvän kuvan pessimistisestä ja optimistisesta skenaariosta.

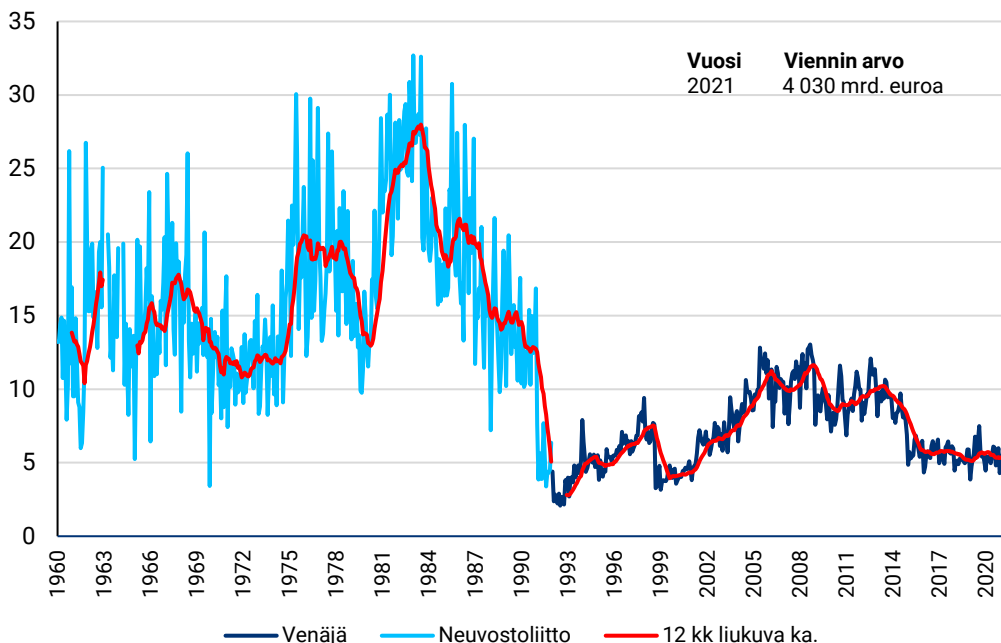
Suomen Pankin *optimistisessa skenaariossa* öljyn hinta on tänä vuonna keskimäärin liki 113 dollaria barrelilta ja raaka-aineiden hinta kasvaa keskimäärin reilu 14 prosenttia. On muuten syytä kiinnittää huomiota, että se ei ole järin paljon verrattuna viimevuoteen, jolloin vastaava lukema oli noin 42 prosenttia. Kolmen kuukauden euribor pysyy molemmissa skenaariossa edelleen pakkasen puolella tänä vuonna. Tämä on tekninen oletus – Suomen Pankkihan ei tunnetusti ota ennusteessa kantaa korkopolitiikkaan. Näillä oletuksilla talouskasvu jäisi tänä vuonna kahden prosentin tienoille ja inflaatio neljään prosenttiin. Sodan vaikutus talouskasvuun olisi siis reilun puolen prosentin luokkaa.

Suomen Pankin *pessimistisessä skenaariossa* öljyn hinta nousee yli 150 dollariin ja raaka-aineiden hinnat kohoavat liki 57 prosenttia. Tällaiset luvut tarkoittaisivat jo melkoisia häiriöitä tuotantoketuiissa. Talouskasvu jäisi tällöin vain noin puoleen prosenttiin, mutta inflaatio kiihtyisi viiteen prosenttiin.

Näyttää siltä, että yksityinen kulutus vetää ja investointinäkömäkin saattaa kaikesta huolimatta olla positiivinen. Viennin kautta tulee lunta tupaan – onhan Venäjä yksi suurimmista vientimarkkinoistamme. Viennin osalta Venäjä-riippuvuutemme on kuitenkin pienentynyt merkittävästi esim. 10 vuoden takaiseen verrattuna puhumattakaan Neuvostoliiton ajoista; 5,5 prosentin osuus kokonaisviennistä on toki merkittävä, mutta ei määräänsä suurempi.

Lähde: Refinitiv Datastream & Finnvera

Vienti Venäjälle  
Osuus kokonaisviennistä, %



Kolikon toinen puoli on tuonti Venäjältä. Monet suomalaiset yritykset käyttävät liiketoiminnassaan Venäläisiä tuotantopanoksia, jotka ovat pääosin raaka-aineita ja polttoaineita ja sen sellaisia matalan lisäarvon tuotteita. Ei myöskään pidä unohtaa kansainvälisen kaupan epäsuoria yhteyksiä; myös muut maat tuovat raaka-aineita venäjältä, jalostavat niitä ja edelleen vievät niitä mm. Suomeen. Kaikella tällä on vaikutuksensa ja se vaikutus on lyhyellä aikavälillä lähinnä miinusmerkinen.

Summa summarum, kansainvälisen kaupan tyrehtyminen sattuu niin Venäjään kuin Suomeenkin. Olennainen kysymys on: kuinka paljon?

Venäjätuonnin rakenne (tammikuu/2022)	Euroa	Osuus (tavara)tuonnista	
27 (2002--.) KIVENNÄISPOLTTOAINEET, KIVENNÄISÖLJYT JA NIIDEN TISLAUSTUOTTEET; BITUMISET AINEET; KIVENNÄISVAHAT	631 131 523	63 %	} 96 %
75 (2002--.) NIKKELI JA NIKKELITAVARAT	119 018 334	12 %	
44 (2002--.) PUU JA PUUSTA VALMISTETUT TAVARAT; PUUHIILI	46 780 087	5 %	
28 (2002--.) KEMIALLISET ALKUAINET JA EPÄORGAANISET YHDISTEET; JALOMETALLIEN, HARVINAISTEN MAAMETALLIEN, RADIOAKTIIVISTEN ALKUAINEIDEN JA ISOTOoppiEN ORGAANISET JA EPÄORGAANISET YHDISTEET	46 084 055	5 %	
29 (2002--.) ORGAANISET KEMIALLISET YHDISTEET	44 304 036	4 %	
31 (2002--.) LANNOITTEET	24 950 604	2 %	
72 (2002--.) RAUTA JA TERÄS	19 535 738	2 %	
26 (2002--.) MALMIT, KUONA JA TUHKA	15 425 235	2 %	
40 (2002--.) KUMI JA KUMITAVARAT	10 305 165	1 %	
81 (2002--.) MUUT EPÄJALOT METALLIT; KERMETIT; NIISTÄ VALMISTETUT TAVARAT	9 840 544	1 %	
<b>Tuonti yhteensä</b>	<b>1 008 325 551</b>		

Lähde: Tulli

## Kuinka Suomi kärsii Venäjän hyökkäyksestä?

Doomskrollauksen keskellä tuntuu, että Venäjän aloittama sota on kestänyt jo ties kuinka kauan. Totuus tästä "tosi pitkästä ajasta" on noin kuukausi. Se tarkoittaa, ettei oikeastaan mitään kovempaa taloudellista dataa tilanteesta olla ehditty julkaisemaan rahoitusmarkkinoita lukuun ottamatta. Itse asiassa pehmeämmätkin tilastot eli toistuvat kyselytutkimukset eivät oikein ole ehtineet huomioida sotatilaa kunnolla. Tilastot laahaavat aina perässä. Analyysien perusta on tässä vaiheessa pehmeällä pohjalla.

Jotain kuitenkin pystyy sanomaan. Talousennustajat ovat tehneet parhaansa niillä korteilla, jotka heille on jaettu. Ennustajien analyysit auttavat meitä hahmottamaan nykyisyyttä ja niistä on suuri apu.

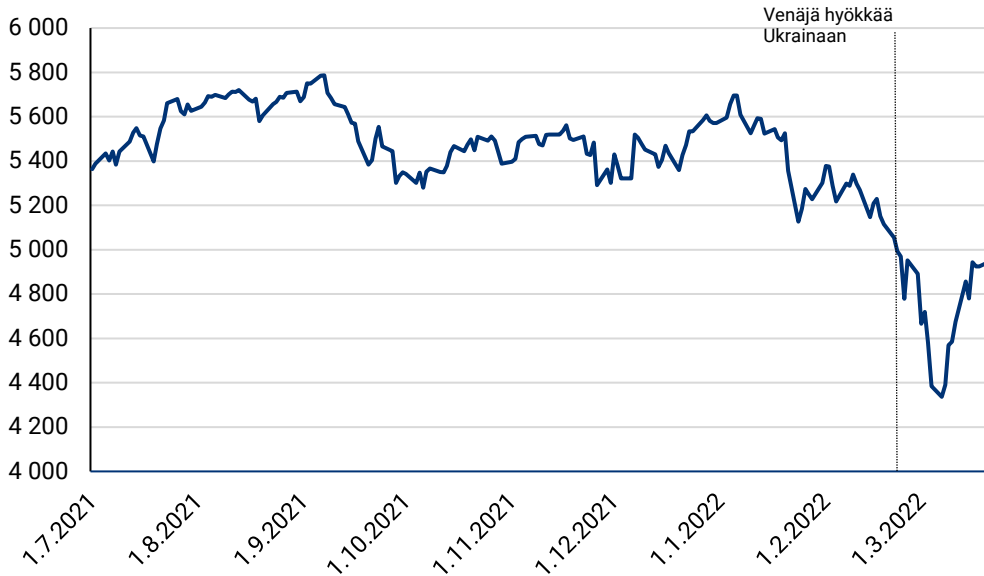
Helsingin pörssi "romahti" kriisin alkuvaiheessa, mutta hupskeikkaa se on elpynyt takaisin kriisiä edeltävälle tasolle. Jos poistetaan epävarmuuden yllättävä kasvu pois kuvioista, mitä tästä pitäisi tulkita? Jätän tulkinnan lukijalle todeten kuitenkin, ettei pörssiromahdusta sitten nähty ja koettu Suomessa vielä. Hyvä näin.



Standard & Poor's kävi luottoluokittamassa Suomea ja 7.3. julkaisi maaraporttinsa. Luottoluokittaja muistuttaa analyysissään rakenteellisista ongelmista sekä tarpeesta tehdä rakenteellisia uudistuksia. Vakaa luottoluokitus (AA+) on myös ehdollinen sille, että nykyinen ja tulevat hallitukset uudistuksia myös asteittain toteuttavat. Mutta entä Venäjä? Se mainitaan yhteenvedossa riskinä, mutta siinäpä se. Tämän perusteella ei vaikuta, että S&P olisi erityisen huolestunut Suomen tilanteesta tältä osin. Hyvä näin.

Lähde: Refinitiv Datastream & Finnvera

### OMX 25 Helsinki



Institutional and economic profile	Flexibility and performance profile
Finnish economic output exceeded pre-pandemic levels in 2021.	Finland's solid government balance sheet has allowed it to absorb the temporary, pandemic-induced fiscal slippage.
–We expect the Finnish economy to expand by 2.8% in 2022	–We expect the government to gradually proceed with a fiscal consolidation agenda that stabilizes its net debt to GDP ratio around 30%
–The government's pandemic response measures have preserved productive capacity and shielded employment levels.	–The large banking sector underpins high external financing requirements.
–Structural constraints continue to weigh on long-term growth prospects.	–We expect inflation to average 2.5% in 2022 up from 0.4% in 2020, due to supply chain disruptions, component shortages and high raw material prices.

Lähde: S&P

## Pitäisikö olla huolissaan?

Aina pitää olla huolissaan. Riskejä näkyy horisontissa ja lisääkin keksitään, jos tarve niin vaatii. Tämä sanottuna tilanne juuri nyt vaikuttaa Suomen näkökulmasta vakaalta.

Venäjän hyökkäyksen vaikutus Suomen talouskasvuun on ehkä prosenttiyksikön luokkaa. Onni onnettomuudessa, että Venäjän kansantalous on lopulta aika heiveröinen. Venäjä on bruttokansantuotteella mitattuna Pohjoismaita pienempi kansantalous.

Markkinoilla on paljon epävarmuutta tulevaisuutta, mutta monilla markkinoilla ollaan palauduttu jo lähelle hyökkäyksen alun tilannetta. Rahoitusmarkkinat eivät ole romahtaneet ja lopulta talouden fundamentit, rakenteet eivät ole ainakaan vielä syvällisesti muuttuneet. Toki muutoksia on edessä, mutta olisi niitä ollut ilman Venäjän hyökkäystäkin.

### *Ihmiset tapaavat yliarvioida lyhyen aikavälin ja aliarvioida pitkän.*

Ihmiset tapaavat yliarvioida lyhyen aikavälin vaikutukset ja aliarvioida pitkän aikavälin vaikutuksia. Tällä hetkellä lyhyen aikavälin talousennusteet kuitenkin vaikuttavat realistisilta. Toki tilanteiden muuttuessa muuttuvat luvutkin ja hyvin on mahdollista, että talousennustajat löytävät itsensä korjaamassa lukujaan.

Pitkä aikavälin tulee olemaan erilainen – vähintäänkin yhden Venäjän verran. Jo aikaisemmin Euroopassa oltiin päätetty pyristellä irti fossiilisesta energiasta. Nyt liikutaan samaan suuntaan, mutta shokkihoitona; vihreän siirtymän lisäksi tehdään irtiotto Venäjän energiasta nopealla tahdilla. Ikävyvyksiä tästä kaikesta seuraa, mutta itse asiassa ei välttämättä niin paljon, kun äkkiseltään voisi arvata. Näin on ainakin, jos on uskominen uunituoretta tutkimusta.

Jonain päivänä sota loppuu. Silloin kysytään: kuinka tästä eteenpäin? Toivottavasti se päivä tulee pian.

### *Jonain päivänä sota loppuu. Silloin kysytään: kuinka tästä eteenpäin? Toivottavasti se päivä tulee pian.*



Mauri Kotamäki, pääekonomisti  
etunimi.sukunimi@finnvera.fi  
Twitter: [https://twitter.com/Mau\\_And](https://twitter.com/Mau_And)  
LinkedIn: <https://www.linkedin.com/in/maukka/>