



Talous keikkuu käännekohtassa – Suomen vienti reagoi viiveellä suhdanteisiin

Rahoitus & kasvu -katsaus

3/2022, elokuu



Sisällys

Talous nyt: kolme havainnollistavaa kuvaa taloudesta.....	3
Suomen vienti reagoi viiveellä maailmantalouden myllerryksiin	6
Heijastuuko kiihtyvä inflaatio kustannuskilpailukykyyn?.....	7
Liite 1: Tilastollisen mallin lyhyt kuvaus	9
Kansantalouden avainluvut.....	10

"We now understand better how little we understand about inflation"
- Fedin pääjohtaja Jerome Powell, 29.7.2022

Talous nyt: kolme havainnollistavaa kuvaa taloudesta

Globaali talous on hankalien kysymysten äärellä, kun Venäjän raakalaismainen hyökkäyssota Euroopassa vaikuttaa raaka-aine- ja energiemarkkinoihin. Keskuspankit kiristävät rahapolitiikkaansa tyrehdyttääkseen korkeaksi nousseen inflaation. Kansainvälinen keskustelu liittyy monin paikoin stagflaatioon eli matalan talouskasvun ja korkean inflaation yhdistelmään. Taloudellinen lopputulos riippuu paljon siitä, pystyykö keskuspankki voittamaan inflaation ilman liian suurta hallaa kansantaloudelle. Puhutaan pehmeästä laskeutumisesta (*engl. soft landing*) – pystyykö keskuspankki hidastamaan inflaatiota rahapolitiikallaan ilman talouden luisumista taantumaan.

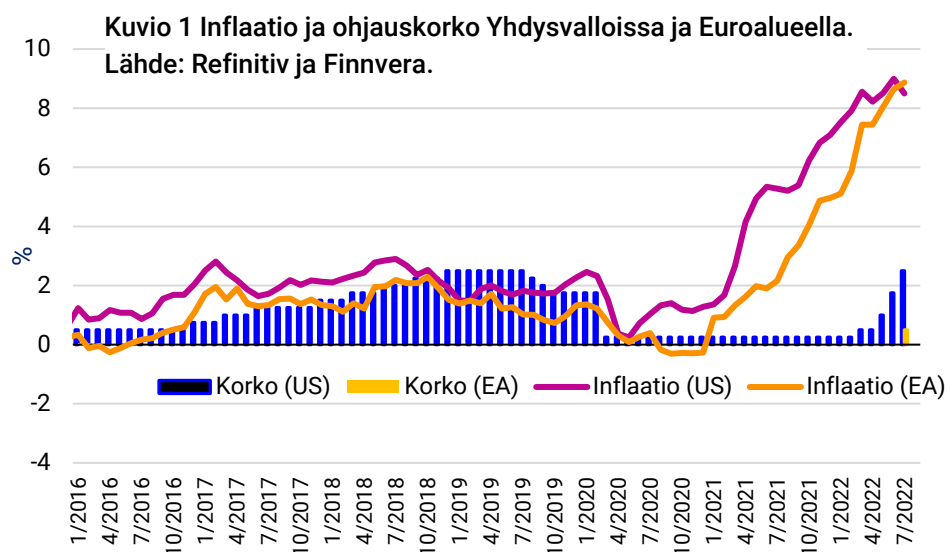
Jokainen ikäluokka kokee elävänsä poikkeuksellista aikaa. Mutta nyt käynnissä olevat globaalit virtaukset ovat toivottavasti poikkeuksen poikkeus – eivätkä valitettavasti pelkästään hyvällä tavalla.

1. Inflaatio ja korot

Talouspoliittinen keskustelu kytkeytyy tällä hetkellä inflaation ympärille. ”Yllättävän” jyrkästi nousut ja odotettua sitkeämmäksi osoittautunut inflaatio herätti torkkuvat keskuspankit nostamaan ohjauskorkojaan. Valitettavasti keskuspankkien reaktio on myöhässä, joskin ymmärrettävistä syistä: ennustaminen on vaikeaa, varsinkin tulevaisuuden. Alkuun näytti siltä, että inflaatio voisi sulaa pois kuin itsestään. Toisaalta päinvastaisiakin analyysejä inflaation sitkeydestä on esitetty jo pitkään.

Keskuspankkien ensisijainen tehtävä on inflaation hallinta *keskipitkällä aikavälillä*. Tehtävä on hankala, koska keskuspankkipolitiikan lisäksi inflaatioon vaikuttavat monet muutkin asiat. Viime aikoina esillä ovat olleet erityisesti energian ja raaka-aineiden kohonneet hinnat, jotka nostavat yritysten kustannuksia. Lisäksi energian hinnan nousu pienentää kotitalouksien kulutusmahdollisuuksia muiden hyödykkeiden osalta – ainakin jos ja kun hintojen nousu ei näy kunnolla palkkatason nousuna. Lähitulevaisuudessa kotitaloudet tulevat vaatimaan korkeampia palkkoja, mikä edelleen kasvattaa yritysten kustannuksia ja pahimmassa tapauksessa johtaa palkkojen ja hintojen korotuskierteeseen.

Keskuspankit eivät uskaltaneet kiristää rahapolitiikkaa riittävän ajoissa. Yhdysvalloissa inflaation taustalla oleva syy on ennen kaikkea liian löysä finanssipolitiikka suhteessa koronapandemiasta johtuvan taantuman syvyyteen. Pandemia sai päättäjät elvyttämään liikaa. Tilanne on erikoinen, kun hintavakautta painottava FED joutuu kiristämään rahapolitiikkaansa finanssipolitiikan hintavaikutuksia padoten. Oikea käsi ei tiedä, mitä vasen tekee.



7/2022		
USA	Inflaatio	8,5 %
	Ohjaus-korko	2,5 %
Euro	Inflaatio	8,9 %
	Ohjaus-korko	0,5 %

Rahapoliittisen kiristyksen taustalla on inflaation hillintä kokonaiskysyntää vähentäen. Korkotason nousu vähentää kotitalouksien kulutusta, kun velallisille jää vähemmän rahaa käytettäväksi lainalyhennysten maksun jälkeen. Toisaalta yritykset ovat aiempaa haluttomampia investoimaan, kun rahoituskustannukset nousevat. Korkotason nousu heijastuu myös rahoitusmarkkinoille, jolloin varallisuusvaikutuksen kautta ihmisten varallisuus vähenee, mikä osaltaan vaikuttaa kulutukseen.

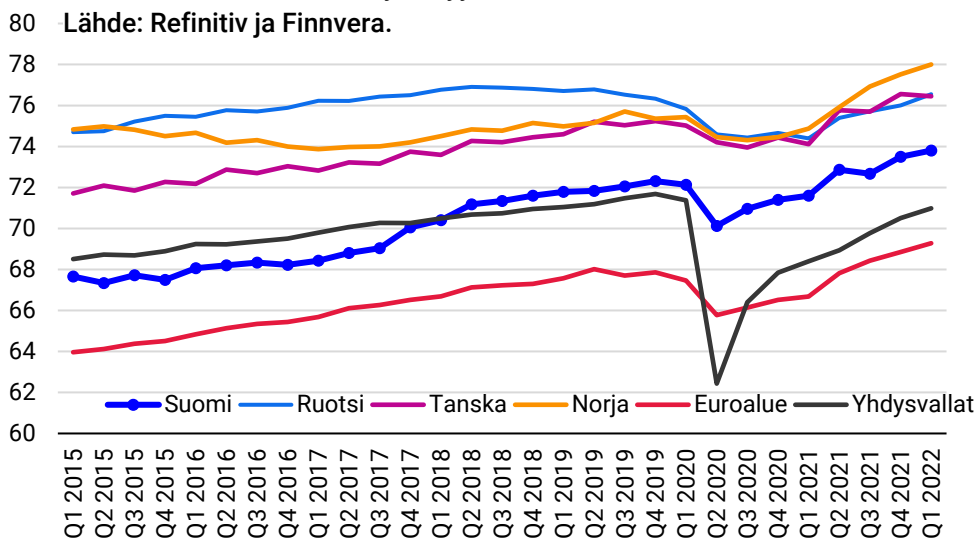
Osien rahapolitiikan kiristämisen takia, osin siitä huolimatta kansainvälisen kasvun odotetaan hidastuvan tänä ja ensi vuonna. Kesäkuussa [OECD ennusti](#) globaalin talouskasvun jäävän tänä vuonna noin 3 prosenttiin, kun vielä joulukuussa se ennusti 4,5 prosentin lukua. Maailman mittakaavassa hidastuminen on hyvin merkittävää. Ensi vuonna maailman talouskasvuksi OECD ennustaa 2,8 prosenttia. Globaalisti hidastuva talouskehitys vaikuttaa myös inflaatioon sitä hidastavasti.

2. Työmarkkinoiden luvut ovat hyviä – ainakin toistaiseksi

Nykytilanteen tekee poikkeuksellisen mielenkiintoiseksi se, että inflaation jyllätessä, talouskasvun hidastuessa ja kuluttajain luottamuksen ollessa pohjalukemissa, työmarkkinoilla menee paremmin kuin aikoihin. Ilmiö ei suinkaan ole pelkästään suomalainen, vaan yleismaailmallinen. Euroalueen keskimääräinen työllisyyskehitys on ollut yhtä hyvää kuin Suomessa. Koronakriisin alun jälkeen työmarkkinat ovat olleet jopa hieman ylikuumentuneessa tilassa. Se näkyy paitsi työllisyys- ja työttömyysasteiden suotuisana kehityksenä, myös avoimien työpaikkojen ja työttömien lukumäärän korkeana suhteena.

Kuvio 2 15-64-vuotiaiden Työllisyysaste valituissa maissa 2015Q1-2022Q2.

Lähde: Refinitiv ja Finnvera.



Työllisyys 2022Q2	
Suomi	73,8 %
Ruotsi	76,5 %
Tanska	76,5 %
Norja	78,0 %
Euroalue	69,3 %
Yhdysvallat	71,0 %

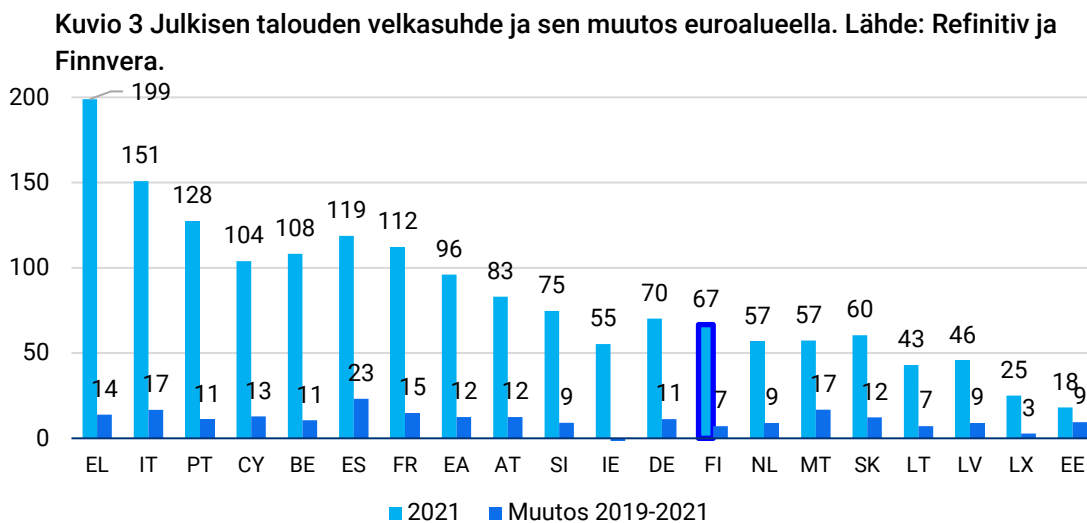
Monissa maissa nouseva työllisyysaste antaa viitettä sille, että työmarkkinoiden positiivista virettä on ajanut ennen kaikkea hyvä kansainvälinen talouskehitys. Tietyissä mielessä kauan keskustelussa olleille työmarkkinoiden rakenneuudistuksille ei ole ollut välitöntä tarvetta. Toisaalta hyvä kansainvälinen suhdanne ei kestä ikuisesti – se saattaa loppua yllättävän nopeasti. Suhdanteen kylmetessä talouden sopeutumiskyky nousee tärkeään asemaan.

Vaikeita ja joskus epäsuosittuja rakenneuudistuksia on yleensä helpompi saada läpi hyvinä aikoina. Valitettavasti tämä kapea, poliittisesti avoin aikaikkuna on nyt sulkeutunut, kun kuljemme kohti viilentyvää suhdannevaihetta.

3. Finanssipolitiikka on ollut elvyttävää ja julkinen velka kasvussa

Tärkeä osa tarinaa ovat maiden tekemät poikkeukselliset elvytystoimet erityisesti vuosina 2020 ja 2021. Ne ovat lisänneet kokonaiskysyntää ja painaneet työttömyysastetta alas. Samalla julkiset taloudet ovat velkaantuneet voimakkaasti. Myös Suomessa on kiinnitetty huomiota julkisen talouden velkaantumiseen. Fiskaalisesti vastuullisten maiden ominaispiirre onkin, että velkatasoon kiinnitetään huomiota jo ennen, kuin siitä tulee välitön ongelma.

Vuodesta 2019 vuoteen 2021 euroalueen velan suhde bruttokansantuotteeseen on noussut keskimäärin 12 prosenttiyksiköllä 84 prosentista 96 prosenttiin. Erityisesti Etelä-Euroopassa velkasuhteen nousu on ollut nopeaa. Euroalueen suurista talouksista esimerkiksi Espanjassa velkasuhde on noussut 23 ja Italiassa 17 prosenttiyksiköllä. Samaan aikaan pohjoisemmissa maissa velan muutos on ollut hillitympää. Suomessa velkasuhde on noussut ”vain” 7 prosenttiyksikköä.



Yksi euroalueen valuvioista on maiden erilaisuus ja siten taloudellinen eritahtisuus. Jäsenmaiden taloudellinen yhdenmukaistuminen ei ole tapahtunut toivotusti. Talouspoliittisia ongelmia on noussut esiin, kun kaikki maat eivät ole noudattaneet yhteisesti sovittuja velkasääntöjä.

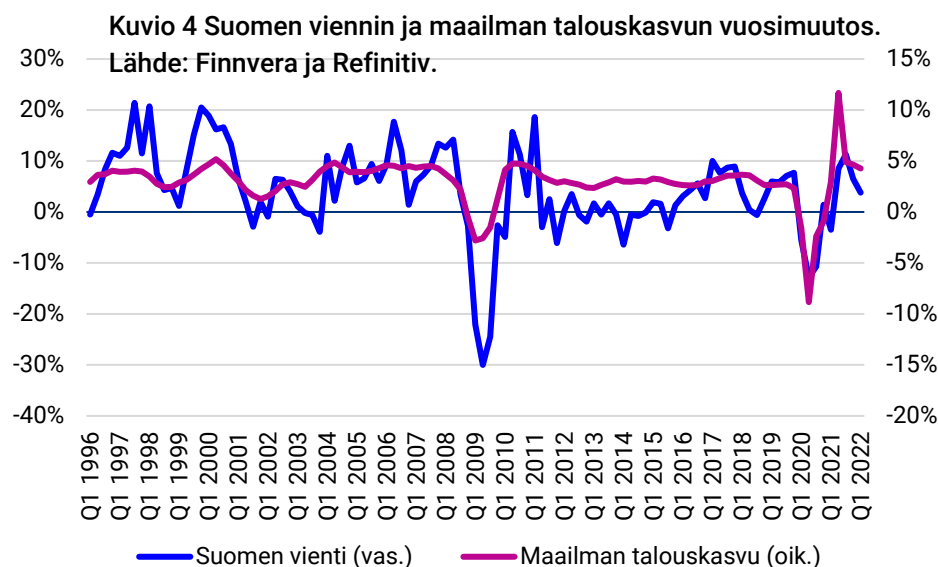
Euroopan keskuspankki (EKP) on vastikään luonut uuden rahapoliittisen välineen ottamaan huomioon maiden mahdolliset ongelmat velkakirjamarkkinoilla. Instrumentin nimi on Transmission Protection Instrument, TPI. Jos esimerkiksi Italian valtion velkakirjojen korko nousee ”liikaa” uhaten euroalueen vakautta, tulee EKP puuttumaan tilanteeseen uuden välineen avulla. Aitona riskinä on, että korkean velan mailta poistetaan jälleen yksi kerros kannustimia pitää huolta julkisen velan siedettävistä tasosta, kun EKP:n voi luottaa pitävän velan koron keinotekoisena matalana.

Velkakiisejä pitää välttää viimeiseen asti ja kriisin alkaessa vaikutukset tulee yrittää padota mahdollisimman hyvin. Samaan aikaan maiden julkisen velan markkinakoron tulisi heijastaa velan riskejä, jotta mailla pysyisi kannustin huolehtia julkisten talouksien kestävydestä. EKP:n toimintaa voi perustellusti kritisoida siitä, että sen toiminta on merkittävästi heikentänyt markkinamekanismin toimintaa velkakirjamarkkinoilla. Siltä osin se ei suinkaan paranna, vaan hidastaa julkistalouksien tervehtymistä.

Suomen vienti reagoi viiveellä maailmantalouden myllerryksiin

Suomi on pieni avoin talous, jonka suhdannesyklissä viennin muutokset näyttelevät suurta roolia. Pienenä taloutena Suomi on kuin kaarnavene valtameressä – Suomen viennin muutokset eivät vaikuta maailmantalouden kehitykseen, mutta maailmantalouden suhdanne vaikuttaa Suomen talouteen voimakkaasti.

Kuviosta 4 näemme, että Suomen vienti korreloi ajassa voimakkaasti maailmantalouden kasvun kanssa. Erityisesti finanssikriisi 2008-2009 sekä koronapandemia 2020 tuovat tilastollista vaihtelua kuvioon, mutta jossain määrin myös 1990-luvun lopun talouskehitys.

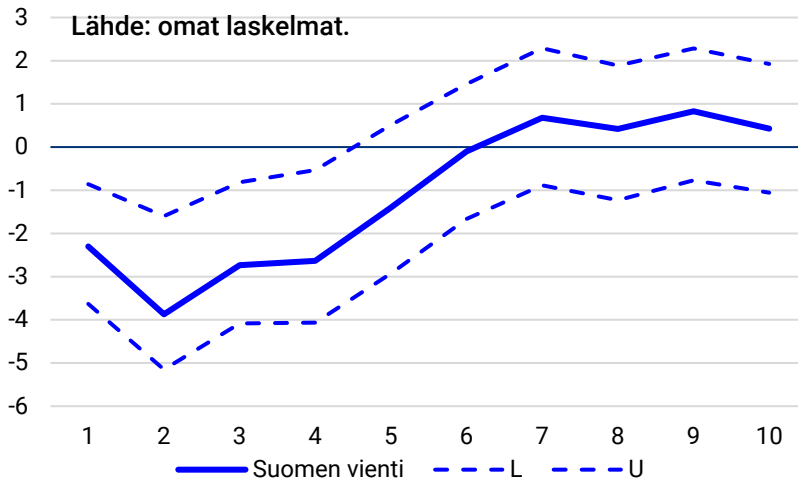


Voimme hyödyntää kuviossa 4 näkyvää vaihtelua tarkastelemalla kuinka Suomen vienti ja maailman talouskasvu liikkuvat yhdessä. Perinteinen riippuvuussuhde eli korrelaatio ei ole kovin hyvä mittari, koska kiinnostuksen kohteena on ajallinen yhteys. Kysymys kuuluu, reagoiko Suomen vienti viiveellä maailmantalouden muutoksiin, kuten usein faktana toistettu toteamus kuuluu.

Kuvioon 5 on laskettu kahden muuttujan aikasarjamalli, jossa maailmantalous kohtaa noin 1,2 prosenttiyksikön negatiivisen shokin eli globaali talouskasvu hidastuu. Shokin seurauksena Suomen vienti reagoi samalla vuosineljänneksellä yli kahden prosenttiyksikön verran. Vaikutus ei kuitenkaan lakkaa heti, vaan jatkuu tilastollisesti merkitsevästi neljän neljänneksen verran, jonka jälkeen yhteys lähestyy nollaa.

Kuvio 5 Suomen viennin reaktio maailmantalouden shokkiin.

Lähde: omat laskelmat.



Välitön vaikutus on itse asiassa pienempi, kuin tulevat vaikutukset, mikä vahvistaa viiverakenteen tärkeyttä analyysissä. Suomen kansantalous todella reagoi viiveellä maailmantalouden myllerryksiin. Yksinkertaistaen voi laskea, että keskimäärin maailman talouskasvun 1 prosenttiyksikön muutos saa aikaan noin 2-3 prosenttiyksikön muutoksen Suomen viennissä.

Ekonometrisiin malleihin liittyy aina epävarmuutta ja

makrotaloustieteellisiin malleihin vielä sitäkin enemmän ilmiöiden monimutkaisuuden takia. Tämä sanottuna yllä esitetyn mallin tulokset vaikuttavat kuitenkin uskottavilta ja mallin taustaperustelutkin on uskottava. Mallin tarkemmat yksityiskohdat on kirjattu katsauksen loppuun liitteeksi.

OECD arvioi kesäkuun ennusteessaan, että maailman talouskasvu tulee alenemaan n. 1,5 prosenttiyksiköllä tänä vuonna verrattuna joulukuun arvioon. Tilastollisesti tämä tarkoittaisi noin 4 prosenttiyksikön tiputusta Suomen viennissä, joka realisoituisi tulevien 4-5 vuosineljänneksen aikana. Suomen vienti vuonna 2021 oli hieman alle 100 miljardia euroa, joten kyseisen vuoden hintatasossa puhuttaisiin kokonaisuudessaan 4-5 miljardin euron tiputuksesta viennissä. Luku ei ole vähäpätöinen ja on myös huomioitava, että varsinkin suuret vientiyritykset hyödyntävät suomalaisia alihankkijoita liiketoiminnassaan, jolloin lopulliset kerrannaisvaikutukset kansantalouteen olisivat vielä suuremmat.

Analyysi ei myöskään huomioi erikseen Venäjän aiemmin läheistä kauppasuhdetta Suomeen, joka on sittemmin Venäjän raajan hyökkäyssodan myötä kaventunut murto-osaan entisestä. Tämä huomioiden voidaan todeta, että identifioitu tilastollinen yhteys on pikemminkin maltillinen arvio kuin yliarvio havaitusta yhteydestä.

Heijastuuko kiihtyvä inflaatio kustannuskilpailukykyyn?

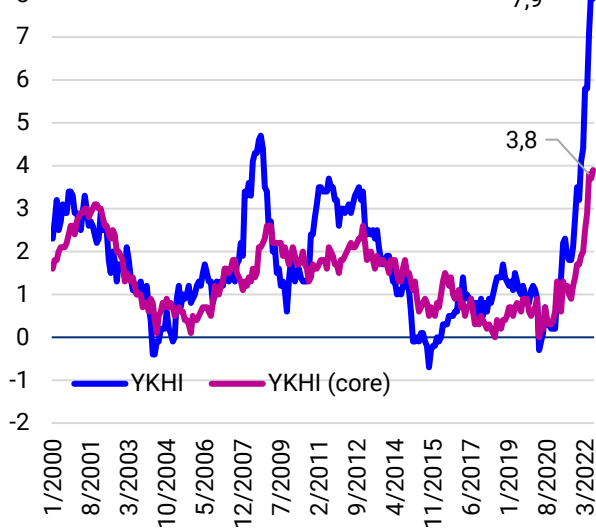
Inflaatio vaikuttaa maiden kustannuskilpailukykyyn, mutta vaikutuksen suuruus riippuu inflaation vauhdista suhteessa kilpailijamaihin. Toistaiseksi Suomen inflaatio on ollut euroalueen hitaimmasta päästä, mitä voi pitää hyvänä asiana. Baltian maissa inflaatio jyllää tällä hetkellä yli 20 prosentin vauhdilla, joka on ihmisten hyvinvoinnin näkökulmasta aivan liian nopea vauhti.

Suomen inflaatiovauhti oli heinäkuussa 7,9 prosenttia – inflaation kiihtyminen on siis ainakin toistaiseksi pysähtynyt. Yksittäisiin kuukausiin ei kuitenkaan kannata kiinnittää liikaa huomiota. Todellinen testi inflaation sitkeydestä riippuu ansiotason kehityksestä seuraavan vuoden aikana. Myös kansainvälinen suhdanne näyttelee tärkeää roolia – hinnat nousevat hitaammin laskumarkkinassa.

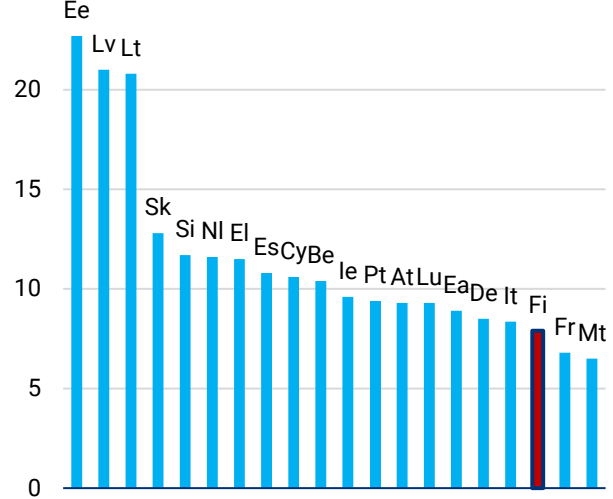
Inflaatiosta noin puolet selittyy energian ja elintarvikkeiden hintojen nousulla. Näiden tekijöiden paino kuluttajien hyödykekorissa on tunnetusti suuri. Olisi kuitenkin virhe keskittyä liikaa ydininflaatioon ainakin kahdesta syystä. Euroopan keskuspankki on ensisijaisesti kiinnostunut kuluttajahintojen muutoksesta, mikä pitää sisällään myös voimakkaasti vaihtelevat erät. Kaikki inflaation komponentit ovat toki kiinnostavia, mutta EKP:n mandaatti on selkeä; menestys mitataan koko yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin kautta. Toiseksi esimerkiksi energian hintojen muutokset heijastuvat ennen pitkää myös muihin inflaation komponentteihin. Yritykset käyttävät esimerkiksi polttoaineita tuotantopanoksena. Öljyn ja polttoaineiden

hintojen noustessa yritysten kustannuksen kasvavat ja ne ovat ennen pitkää pakotettuja korottamaan hintoja, mikä näkyy kaikissa inflaation osaryhmissä. Inflaatio siis leviää energiasta muihin komponentteihin.

9 Kuvio 6 Inflaatio Suomessa. Lähde: Finnvera ja Refinitiv



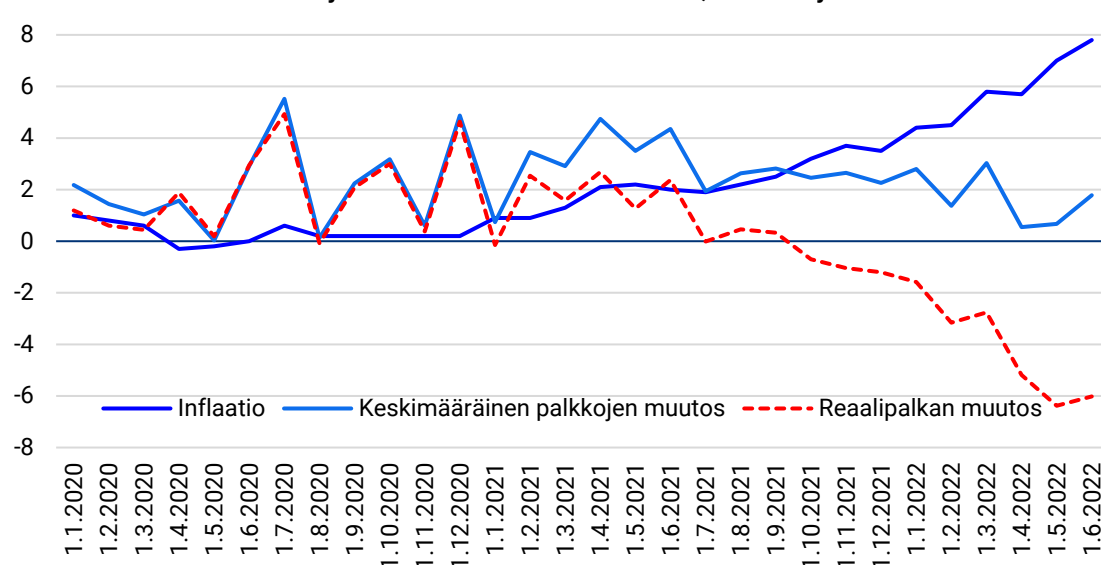
Kuvio 7 Inflaatio euroalueella heinäkuussa 2022 (estimaatti). Lähde: Refinitiv ja Finnvera.



Työmarkkinoiden rakenteesta johtuen palkkakehitys on Suomessa jähmeää. Palkat ovat häidin tuskin nousseet samalla, kun inflaatiokehitys on ollut nopeampaa kuin aikoihin. Esimerkiksi joustavampien työmarkkinoiden Yhdysvalloissa palkkataso on noussut huomattavasti ripeämmin, joskin reaalin tuntipalkkakehitys on sielläkin selvästi pakkasen puolella.

Toistaiseksi muuta euroaluetta hitaampi inflaatio on hyvä asia Suomen kustannuskilpailukyvyn näkökulmasta. Mutta lähitulevaisuuden avoin kysymys on, kuinka palkat tulevat kehittymään. On epätodennäköistä, että palkansaajat tyytyvät merkittäviin ostovoiman leikkauksiin vähänkään pidemmällä aikahorisontilla. Toisaalta, jos palkat nousevat inflaatiota nopeammin, lisää se nimellistä ostovoimaa ja aiheuttaa inflaatiopaineita, jolloin haitallisen inflaatio-palkka-kierteen riski on todellinen.

Kuvio 8 Palkansaajan ostovoima. Lähde: Finnvera, Refinitiv ja Tilastokeskus.



Liite 1: Tilastollisen mallin lyhyt kuvaus

Analyysissä hyödynnetty tilastollinen malli on vektoriautoregressiivinen aikasarjamalli (VAR-malli), jossa Suomen viennin muutosta selitetään maailmantalouden kasvulla. Aineisto on neljännesvuosittaista. Maailmantalouden kasvu perustuu Oxford Economicsin aikasarjaan ja Suomen vienti Tilastokeskuksen aineistoon välillä 1996Q1–2022Q1. ADF-testin mukaan molemmat muuttujat ovat stationäärisiä tavanomaisin merkitsevyystasoin.

Rakenteellinen VAR-malli luodaan hyödyntämällä virhevarianssiin Choleskyn hajotelmaa. Oletuksena on, että Suomen viennin kehitys ei vaikuta maailmantalouden kehitykseen, mutta maailmantalouden kasvu vaikuttaa Suomen vientiin. Näin pystytään laskemaan impulssivastefunktio, jonka avulla maailmantalouden yllättävän shokin viiverakenne sekä impulssin voimakkuus pystytään laskemaan.

Mallin kausaaliosassa tulkinnaissa tulee olla kriittinen, ja mallin tarkoitus on havainnollistaa pikemminkin ajallista korrelaatiota eli autokorrelaatiota. Kausaalinen yhteys on epävarmuuden peitossa erityisesti puuttuvan muuttujan ongelman (*engl. omitted variable bias*) vuoksi. On mahdollista, että on olemassa kolmas muuttuja, joka vaikuttaa samanaikaisesti sekä maailmantalouden kasvuun, että Suomen vientiin. Esimerkiksi maailmanlaajuiset ja varsinkin suurten talouksien raha- tai finanssipolitiikan muutokset tai vaihtoehtoisesti talouskriisit saattavat olla tällaisia tekijöitä. Kaikkia edellä mainittuja nähdään analyysiperiodin aikana. Yksityiskohtaisempi malli pyrkisi ottamaan nämä tekijät huomioon. Tämä harjoitus jää myöhemmän tutkimuksen ja analyysin varaan.

Kansantalouden avainluvut

Tuotannon suhdannekuvaaja 6/2022

1,0 %

BKT/capita 2021*

45 621 €

Työmarkkinat

Työllisyyssasteen trendi (6/2021)

74,0 %

Työttömyyssasteen trendi (6/2021)

6,4 %

Hinnat

Inflaatio (KHI:n vuosimuutos, 7/2021)

7,8 %

Ansiotasoindeksin vuosimuutos (Q1/2022)

2,1 %

Julkinen talous

Julkinen velka (2021)

65,8 %

Alijäämä (2021)

2,6 %

Kansainvälinen talous

Globaali talouskasvu (2021*)

6,1 %

Kansainvälinen kauppa (5/2022)

5,7 %

Korot

12 kk:n euribor (7/2022)

+0,99 %

Suomen 10-vuotisen velkakirjan tuotto (4/2022)

1,71 %

* Ennuste, tai ennakkollinen tieto



Mauri Kotamäki, pääekonomisti

etunimi.sukunimi@finnvera.fi

Twitter: https://twitter.com/Mau_And

LinkedIn:

<https://www.linkedin.com/in/maukka/>