



Taloussympäristö viilenee – Suomen lähtötaso taantumaaan hyvä

Rahoitus & kasvu -katsaus

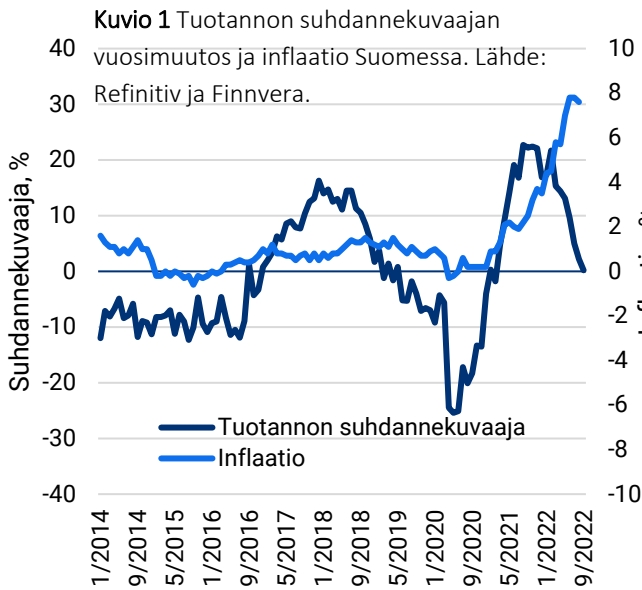
4/2022, Lokakuu



Sisällys

Johdanto: Talven tullen talousympäristö viilenee	2
Markkinat povaavat inflaation maltillistumista muutaman vuoden sisään.....	4
Investointiaktiivisuuden odotetaan laskevan	5
Nollakorkojen aika on ohi	6
Suomen lähtötaso taantumaan on hyvä	7
Taantumet ovat yleensä lyhytkestoisia	8
Lopuksi: Mitä lähitulevaisuudesta pitäisi ajatella?	9
Kansantalouden avainluvut.....	10

Johdanto: Talven tullen talousympäristö viilenee



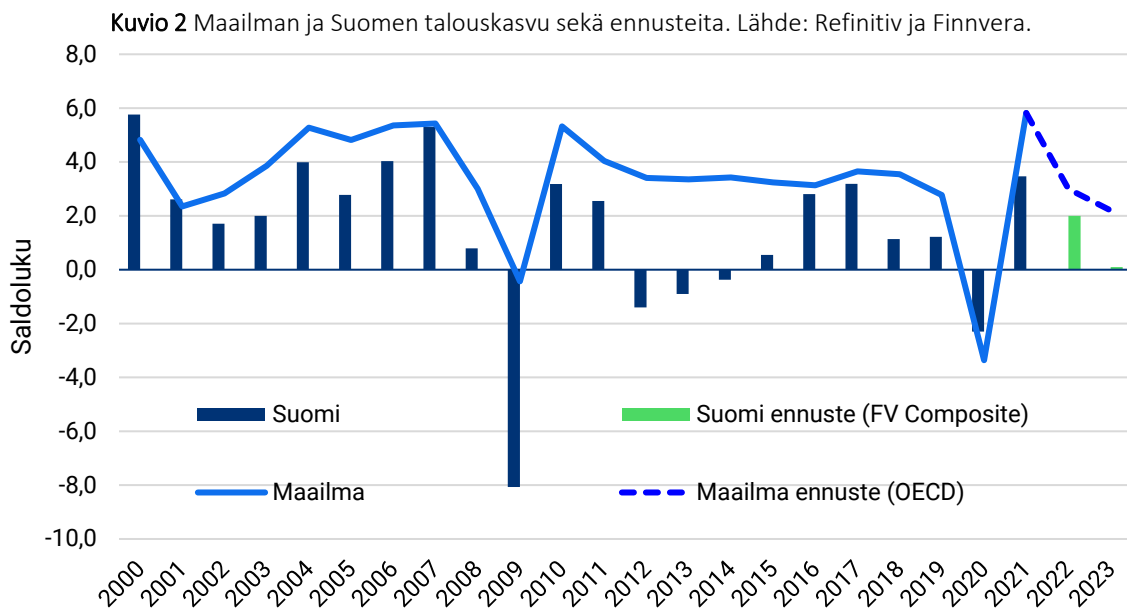
”Tuli korona, tuli inflaatio, tuli sota ja tuli korkotason nousu.”

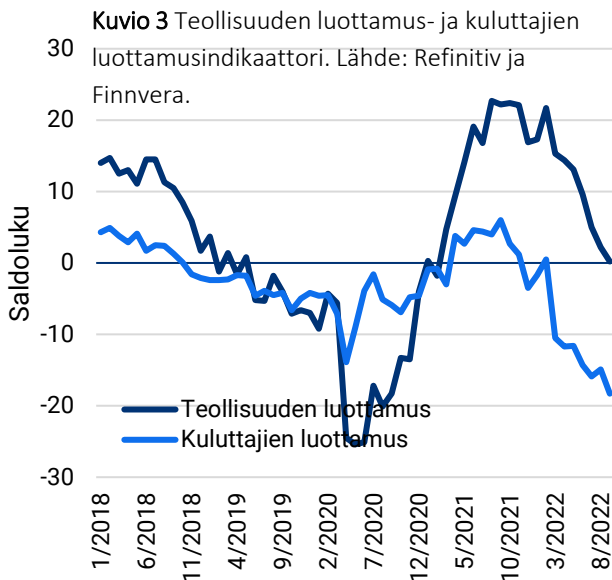
Koronavuonna 2020 bruttokansantuote aleni verrattain vähän ja seuraavana vuonna talouskasvu oli yllättävänkin ripeää. Vaivoiksemme saimme kuitenkin inflaation, mikä osoittautui sitkeäksi. Ainakin keskuspankit ympäri maailman yllättyivät, mikä näkyi rahapolitiikan kiristämisen viiveessä. Keskuspankkien asenne on sen jälkeen muuttunut.

Syyskuussa 2022 Suomen inflaatiovauhti oli 8,4 prosenttia ja euroalueella keskimäärin 10,0 prosenttia. Kuluttajahinnat nousevat nyt selvästi nopeammin kuin olisi suotavaa. Euroopan keskuspankilla ei ole ollut muuta vaihtoehtoa,

kuin lähteä ohjauksorkojen nostoihin – onhan keskuspankin ensisijainen tehtävä huolehtia hintavakaudesta. Korkotason nousu vähentää kansantalouden kokonaiskysyntää ja siten hidastaa hintatason nousua. Korkojen nousu ei ole pelkästään huono asia. Pitkään jatkuva, löysä rahapolitiikka pitää sisällään vaaroja ja näin ollen rahapolitiikan normalisoituminen voidaan nähdä myös positiivisena asiana.

Valitettavasti inflaation nopea kiihtyminen yhdessä globaalin epävarmuuden kasvun kanssa ajavat kansantalouksia ahtaalle. Viimeisimmät talousennusteet povaavat roimasti alenevaa talouskasvua niin Eurooppaan kuin globaalistikin. Esimerkiksi [OECD ennustaa](#) ensi vuodelle globaalisti vain 2,2 prosentin talouskasvua, kun vielä vuosi sitten kasvuodote oli 4,5 prosentin luokkaa. Talouskasvu hidastuu erityisesti euroalueella, jossa OECD ennustaa talouskasvun asettuvan hädän tuskin nollan yläpuolelle. Energiakriisin runtelemassa Saksassa talouskasvun odotetaan hidastuvan nykytiedon valossa voimakkaasti, 0,7 prosentilla. Inflaation ja talouskasvun yhteys on voimakas; odotusarvo on, että pahiten inflaation koettelemisissa maissa myös talouskasvu kärsii eniten.





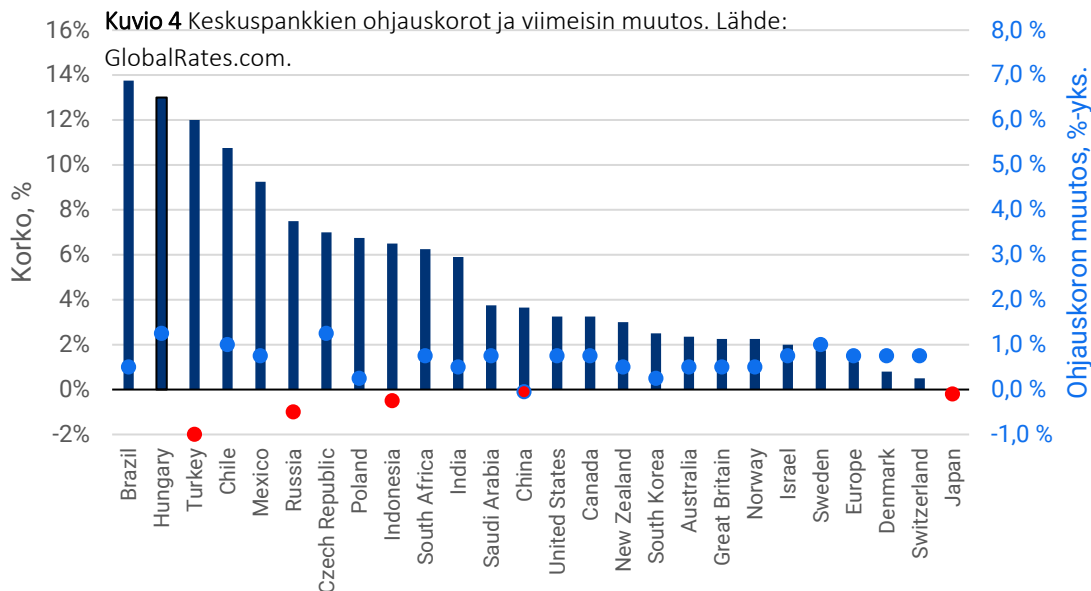
Suomen talous voi toistaiseksi hyvin. Työllisyysaste on ennätyskorkea ja työttömyysaste alle rakenteellisen työttömyyden tason. Vientikin vetää vielä huolimatta Venäjälle suuntautuvan viennin miljardiluokan laskusta.

Näkymä tulevaisuuteen on kuitenkin pessimistinen. Kuluttajien ostovoima on laskenut voimakkaasti korkean inflaation ja vähäisten palkankorotusten yhdistelmän takia. Kuluttajien luottamus on ennätysheikolla tasolla. Yritysten odotuksia mittaavat Pk-yritysbarometri sekä teollisuuden luottamusindikaattori soittavat samaa mollivoittoista säveltä.

Rahapolitiikka vaikuttaa kansantalouteen viiveellä, ja näin ollen rahapolitiikan kiristämisen vaikutus

koetaan toden teolla vasta ensi vuoden puolella. Markkinaodotuksiin rahapolitiikalla on kuitenkin välitön vaikutus, minkä takia rahoitusmarkkinoiden kurssilasku on jo todellisuutta. Esimerkiksi Helsingin pörssissä (OMX Helsinki 25) alkuvuoden 5 600 pisteestä on tultu alas yli 20 prosenttia.

Rahapolitiikan vaikutusta voimistaa vielä se, että kaikki maailman keskuspankit kiristävät politiikkaansa samaan aikaan. Puhutaan globaalista korkosyklistä, mikä voimistaa keskuspankkipolitiikan vaikutuksia. Näin ollen kotimarkkinan kysynnän alenemisen lisäksi myös muiden markkinoiden kokonaiskysyntä alenee aiheuttaen haasteita erityisesti vientisektorille.



Markkinat povaavat inflaation maltillistumista muutaman vuoden sisään

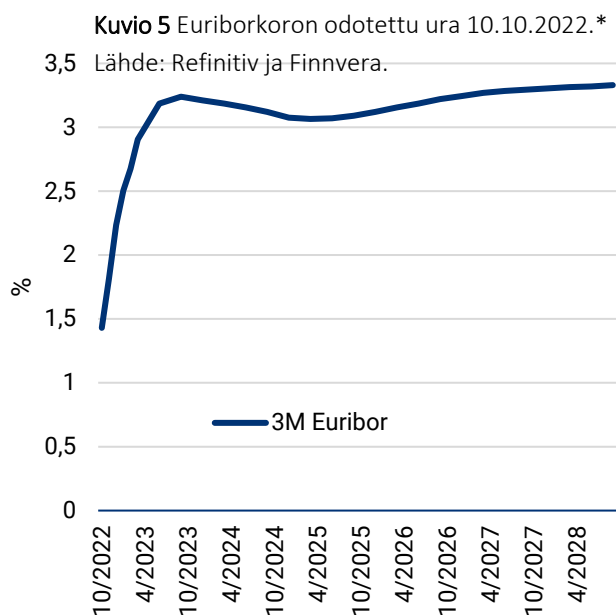
Inflaatio on vallitsevan taloudellisen analyysin ytimessä. Korkeana juokseva inflaatio aiheuttaa vaikeuksia, kun taas alentuva inflaatio merkitsisi askelta parempaan – yksityiskohdista toki riippuen.

Usein korkojen nousu on seurausta talouskasvun voimakkaasta kiihtymisestä, jolloin kokonaiskysyntä kasvaa ja hinnat lähtevät nousuun. Keskuspankit pyrkivät siis koronnostoilla hidastamaan ”ylikuumentunutta” taloutta ja saamaan siten inflaation aisoihin. Nyt tilanne on kuitenkin hyvin erilainen. Inflaatio on pikemminkin syy taantumalle, ja havaitsemme samanaikaisesti korkean inflaation ja hidastuvan talouskasvun.

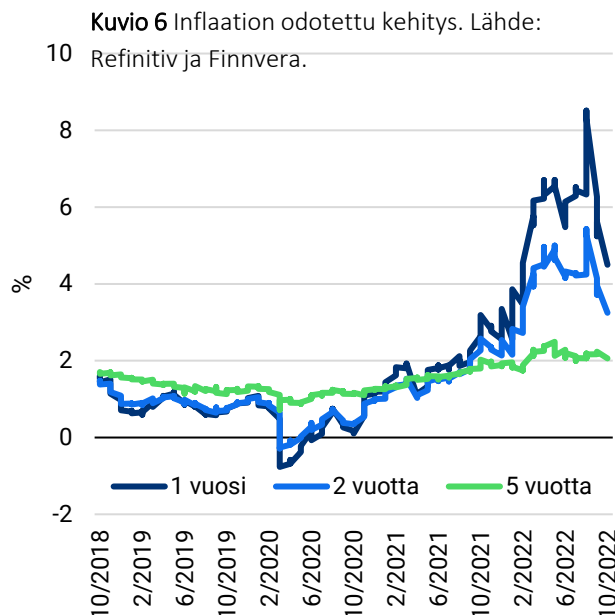
Emme vielä tiedä palaammeko pitkällä tähtäimellä takaisin matalan inflaation ja matalien korkojen maailmaan vai emme. Se on mahdollista, muttei itsestään selvää. Markkinoiden odotus on tässä suhteessa optimistinen. Keskipitkällä, viiden vuoden aikajänteellä inflaation odotetaan alenevan keskuspankin tavoitetasolle noin kahteen prosenttiin.

Korot heijastavat paljolti odotettua inflaatiokehitystä. Lyhyet korot eli esimerkiksi kolmen kuukauden Euribor-koron odotetaan nousevan jyrkästi vielä jonkin aikaa, mutta nousun odotetaan taittuvan ensi vuoden loppupuolella ja tasaantuvan hieman alle kolmeen prosenttiin. Markkinoilla siis odotetaan reaalikoron eli korkotason vähennettyä inflaatiolla jäävän positiiviselle puolelle. Näin ei ole ollut pitkään aikaan ja se merkitsisi suurta muutosta aikaisempaan.

Markkinat heijastavat parasta tietoa nykyhetkestä. Samaan aikaan korkomarkkinoiden odotukset menevät lähes poikkeuksetta väärin. Joka päivä käydään kauppaa markkinoilla, kun tietämys päivittyy, mutta tulevaisuuden yksityiskohtainen ennustaminen ei valitettavasti onnistu edes rahoitusmarkkinoilla.

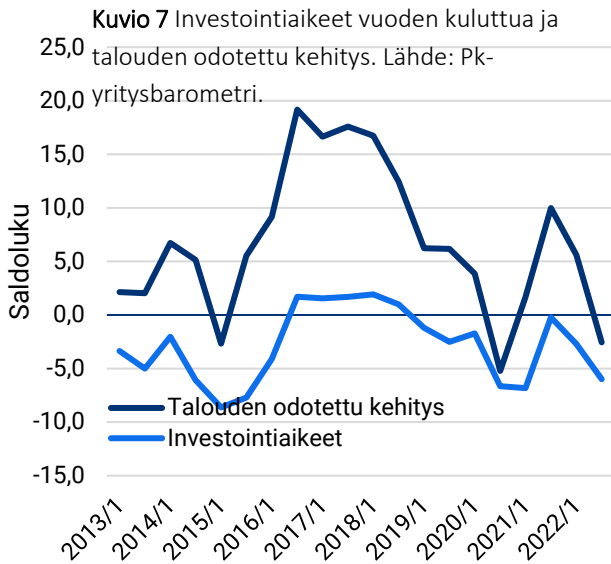


* Perustuu 3 kuukauden Eurobor-futuureihin (LIFFE).



Investointiaktiivisuuden odotetaan laskevan

Investointiaktiivisuus yleensä alenee, kun yritykset odottavat huonompia aikoja. Asia ei kuitenkaan ole yksioikoinen ja vaikutusmekanismeja on useita. Epävarmuuden kasvu vähentää investointihaluja, kun saadakse saman tuoton yritykset joutuvat kestämään suurempaa riskiä. Myös kokonaiskysynnän vähentyminen tekee yrityksistä varovaisia, jotta ne eivät rakentaisi liikkapapiteettia. Tyhjien konehallien ylläpito ei ole ilmaista.

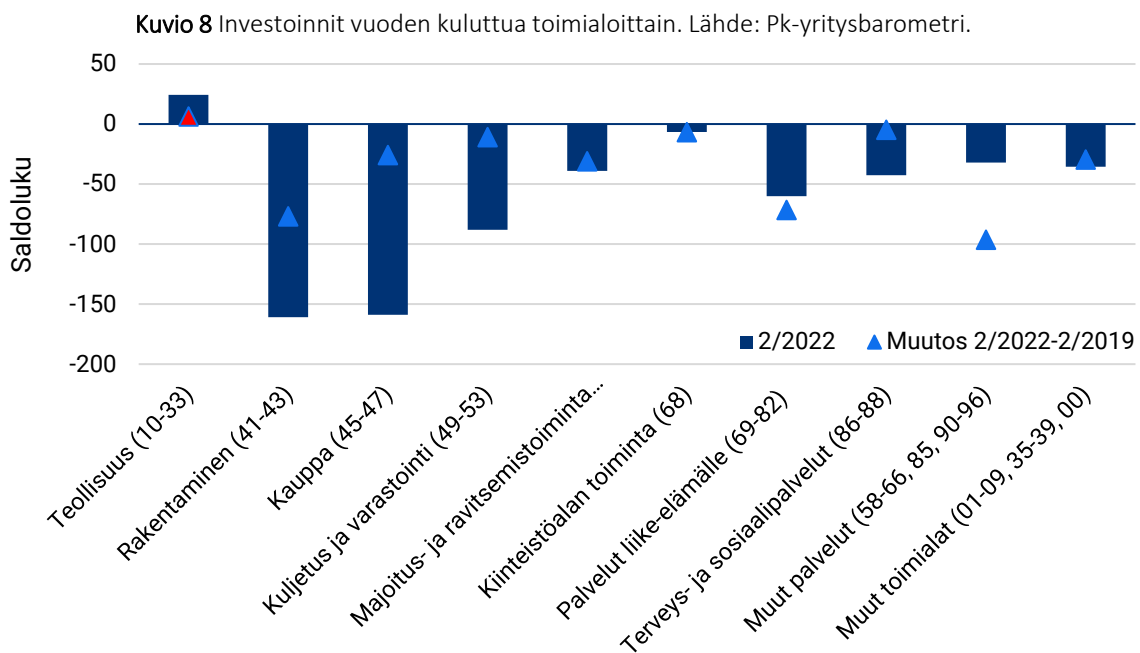


Toisaalta taantuma-aikoina kansantaloudessa on käyttämätöntä kapasiteettia, minkä hyödyntäminen saattaa olla kannattavaa. Lisäksi taantumaiset eivät yleensä ole pitkäkestoisia, joten investointi taantumien aikana saattaa johtaa esimerkiksi teollisuuslaitoksen käyttöönottoon oikea-aikaisesti juuri nousukauden alkuvaiheessa.

Pk-yritysbarometrissa investointiaikeet ja odotettu taloudellinen kehitys korreloivat voimakkaasti keskenään. Suhdannenäkymän parantuminen korreloi positiivisesti investointien lisäämisaikojen kanssa pk-yritysten tapauksessa. Koronakriisin aikana talouden näkymien saldoluku valahti selvästi pakkasen puolelle, ja näin kävi myös investointiaikeille. Vuoden 2021 aikana nähtiin jyrkkä nousu molemmissa muuttujissa,

mutta valitettavasti kuluvan vuoden toinen kysely näyttää taas kaakkoon. Suhdannenäkymien odotetaan heikenevän ja investointien määrän vähenevän seuraavan kuuden kuukauden aikana.

Toimialoista teollisuudessa investointihalut ovat pysyneet ennallaan, mutta muilla toimialoilla kehitys on ollut negatiivista koronaa edeltävään aikaan verrattuna. Viimeisimmästä mittauskerrasta nousevat esiin rakentaminen, kauppa sekä kuljetus ja varastointi, joiden investointiodotusten saldoluut ovat muita toimialoja negatiivisempia.



Nollakorkojen aika on ohi

Inflaation heräämisen takia nollakorkojen aika on toistaiseksi ohi. Keskuspankit nostavat korkoja maailman lähes joka kolkassa. Samaan aikaan reaalikorko, eli nimellisen korkotason ja inflaation erotus, on negatiivisempi kuin ihmismuistiin – edes 1970- tai 1980-luvuilla ei käyty näin alhaalla. Kärjistäen voidaan sanoa, että jos talletit viime vuonna 100 euroa pankkiin, niin saat ostovoimakorjattuna tänä vuonna enää 95 euroa takaisin.

Tavallisesti matala reaalikorkotaso kannustaa investoimaan, koska pääoman hinta on negatiivinen. Mutta olennaisia tekijöitä on muitakin, ja siksi emme näe valtavaa investointiaaltoja negatiivisista koroista huolimatta. Ensinnäkin yritykset eivät huomioi pelkästään korkotasoa tässä ja nyt, vaan myös korkojen kehityksen tulevaisuudessa. Harva uskoo korkojen jäävän pysyvästi näin matalalle. Sen sijaan korkojen uskotaan nousevan ripeästi ja sitä myöten myös inflaation taittuvan. Viiden vuoden päässä markkinat odottavat inflaation olevan keskuspankin tavoitetasolla kahdessa prosentissa ja Euribor-korkojen hieman korkeammalla. Markkinoilla odotetaan reaalisen korkotason kääntyvän positiiviselle puolelle.

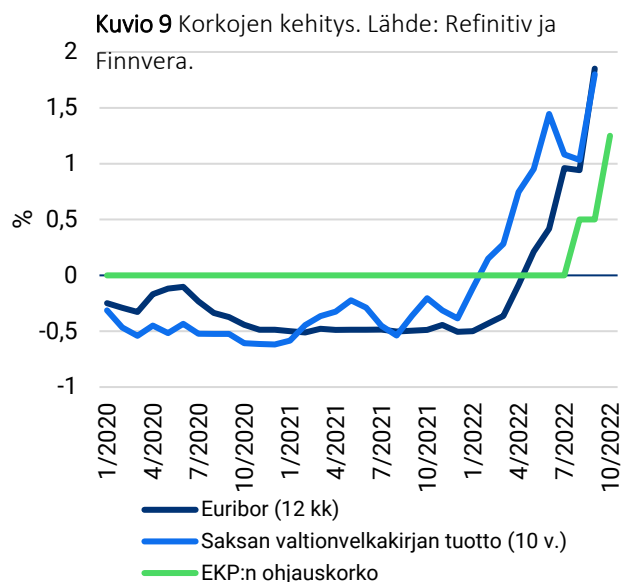
Toiseksi sekä kotimaisen että ulkomaisen kokonaiskysynnän odotetaan alenevan. Yritys ei halua tehdä investointia tuottamaan hyödykkeitä, jotka eivät mene kaupaksi. Käyttämätöntä kapasiteettia on kallista ylläpitää. Asia erikseen ovat tutkimus- ja kehittämistoiminta, joita saattaa olla kannattavaa lisätä taantuma-aikanakin.

Kolmanneksi taantumien kynnyksellä rahoituslaitokset myöntävät nihkeämmin rahoitusta, koska yritysten näkymät heikkenevät ja siten luottoriskien todennäköisyys kasvaa. Samalla luottorajoitteisten yritysten määrä kasvaa, mikä vähentää investointimahdollisuuksia.

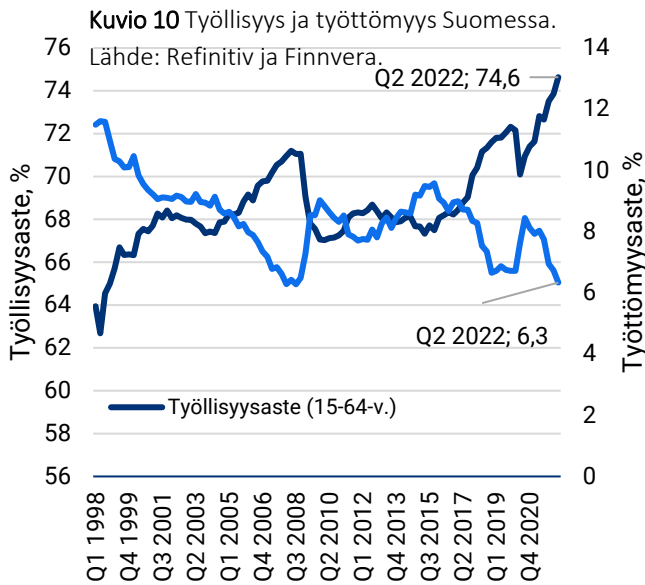
Negatiivisista reaalikoroista huolimatta nollakorkojen aika on nyt ohi, kun keskuspankit ovat nostaneet ohjauskorkojaan nolasta ylöspäin. Yleisesti ottaen kansantaloudelle on tervettä, että rahalla on edes nimellisesti hinta. Valitettavasti ajurina on tällä kertaa korkea inflaatio ja avoin kysymys on, mihin korkotaso asettuu sen jälkeen, kun inflaatio on asettunut matalammalle tasolle.

“We have got to get inflation behind us. I wish there were a painless way to do that; there isn’t.”
-FED:n pääjohtaja Jerome Powell 21.9.2022

Paljon puhutaan myös keskuspankkipolitiikan sivuvaikutuksista. Liian nopea korkojen nostaminen nykyisessä talousympäristössä saattaa johtaa taantumaa. On oltava varovainen, ettei lääke ole pahempi kuin itse tauti. Liian jyrkkä korkojen nousu saattaa syventää taantumaa, ja siksi keskuspankkien on oltava paitsi varovaisia, myös reaktiivisia. Toisaalta keskuspankkien ensisijainen tavoite ja tehtävä ovat hintavakauden takaaminen keskipitkällä aikavälillä eikä tästä tavoitteesta voi poiketa ilman, että keskuspankin uskottavuus kärsisi. Keskuspankin arvokkain pääoma on uskottavuus, ja sen puolustaminen vaatii joskus jyrkkiäkin toimenpiteitä lyhyen aikavälin talouskasvun kustannuksella.



Suomen lähtötaso taantumiaan on hyvä

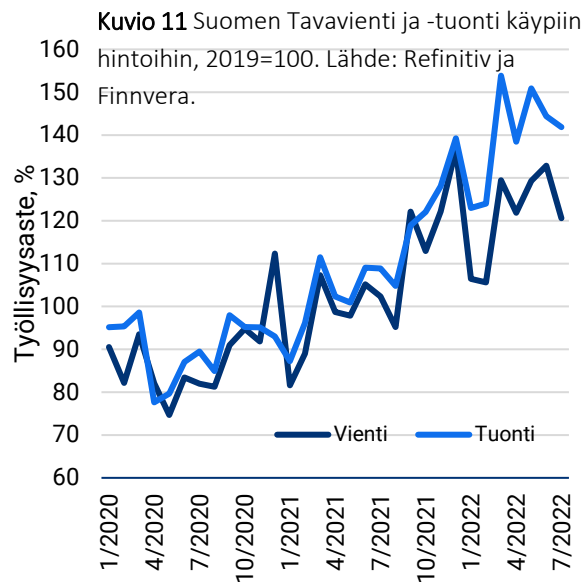


Hyvä uutinen on se, että Suomen taloudellinen tilanne on toistaiseksi verrattain hyvä. Työllisyysaste on liki 75 prosenttia ja työttömyysastekin lähempänä 6 prosenttia eli Suomen näkökulmasta matala. Ilman rakenteellisia uudistuksia työttömyysastetta on vaikea painaa alemmas inflaation kiihtymättä.

On myös erikoinen tilanne, kun maassamme on samaan aikaan paljon avoimia työpaikkoja sekä yli 6 prosentin työttömyysaste. Se kertoo työntekijöiden ja työnantajien kohtaannon heikkoudesta, mutta myös siitä, että työntekijän palkkaamisen kynnys on liian korkea. Valitettavasti se tarkoittaa usein heikoimmassa asemassa olevien työntekijäryhmien hinnoittelua työmarkkinoiden ulkopuolelle.

Suomen työmarkkina on tiukka. Taantumassa työvoiman kysyntä yleensä vähenee, minkä seurauksena työvoimapula helpottaa. Rakenteellinen ongelma ei kuitenkaan poistu; Suomessa on liian vähän työtä tekeviä. Tärkeimmät syyt ovat väestön voimakas vanheneminen ja eläköityminen sekä vähäinen työperäisen maahanmuuton määrä. Eläkeikä ei ole kunnolla pysynyt väestörakenteen muutoksen mittaluokka huomioiden mukana, eivätkä päättäjät ole saaneet maahanmuuton kokonaisuutta toimimaan.

Suomen viennin arvo pitää edelleen pintansa ja sen osalta ollaan edelleen merkittävästi viime vuotta korkeammalla tasolla. Tuonnin arvo on noussut hyvinkin merkittävästi johtuen muun muassa energian hinnan noususta. Suomen kokonaisviennin osuus Venäjälle on puolittunut verrattuna edelliseen vuoteen. Tuonnin osalta suurta muutosta Venäjä-tuonnin arvossa ei vielä kesäkuuhun mennessä ollut näkyvissä, mutta sen voi myös odottaa laskevan merkittävästi lähikuukausina.



Taantumet ovat yleensä lyhytkestoisia

Kaksi kolmesta viimeisen kolmen vuosikymmenen aikana Suomeen iskeneistä shokeista ovat olleet suhteellisen lyhytkestoisia. *Suomen suuri lama* 1990-luvun alussa oli erittäin sitkeä. Kesti jopa kolme vuotta, ennen kuin talous lähti uuteen nousuun. Lama oli syvä, ja lamaa edeltänyt tuotannon taso saavutettiin vasta kuuden vuoden päästä laman alusta.

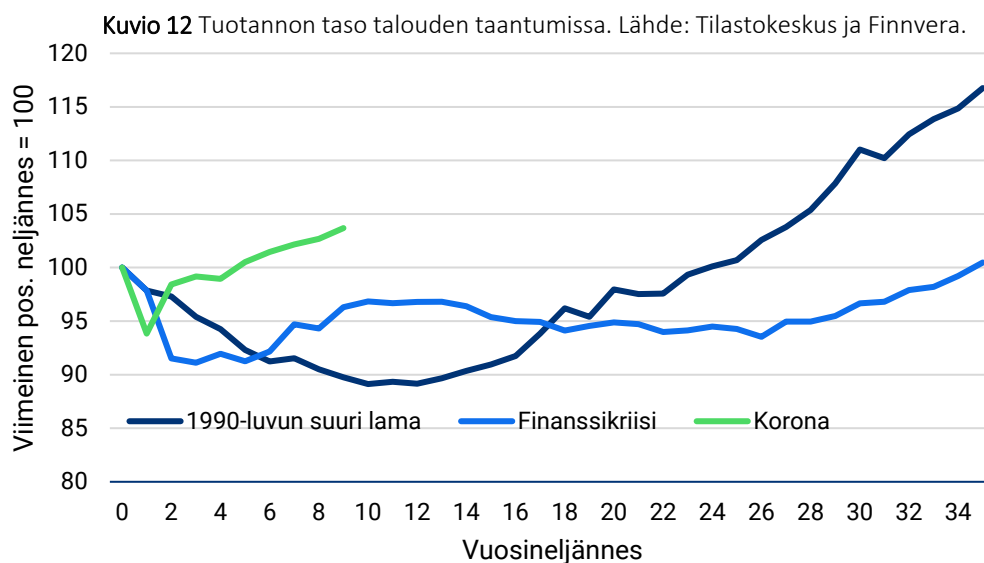
Finanssikriisin aikana talous sukelsi "vain" viiden vuosineljänneksen ajan, vaikkakin jyrkemmin kuin 1990-luvun alun laman aikana. Lamaa edeltävä tuotannon taso saavutettiin vasta liki yhdeksän vuoden jälkeen johtuen Euroopan velkakriisistä sekä Suomen rakenteellisista ongelmista kustannuskilpailukyyn suhteen. 2010-lukua voikin pitää ainakin puoliksi Suomen "menetettyä vuosikymmenenä". Suurin osa länsimaista kykeni kääntämään taloutensa nousuun Suomea aikaisemmin.

Koronakriisissä talouskasvu pysyi negatiivisena neljän vuosineljänneksen ajan, ja kriisiä edeltävän tuotannon tasokin saavutettiin jo viiden vuosineljänneksen jälkeen. Harmiksemme tosin saimme kiihtyneen inflaation, tuotantoketjujen ongelmat sekä astetta korkeamman julkisen velan tason. Tässä mielessä maltillinen tuotannon reaktio hyvin lyhyellä aikavälillä ei kerro koko totuutta koronakriisin talouskasvuvaikutuksista.

Suomea koskettaneet lamat ja taantumet eivät ole veljiä keskenään. 1990-luvun alun suuri lama oli pitkäkestoinen, kun sekä pankkijärjestelmä että Venäjä-kauppa romahtivat. Toisaalta finanssi- tai koronakriisin aikoina talouden rakenteet eivät rikkoutuneet samalla tavalla ja täten taantumien kestot olivat lyhyempiä.

Seuraavan taantumien laatua on mahdotonta ennustaa. Paljon riippuu myös Suomen talouden ulkopuolisista voimista. Tärkeä kysymys Ukrainassa riehuvan sodan lisäksi on, kuinka Italian velkakestävyys kehittyy ja minkälaisia toimia EKP on valmis tekemään tilanteen mahdollisesti eskaloituessa.

Väliaikaista kaikki on vain, myös talouden taantumet. Tämä kannattaa pitää mielessä vaikeinakin aikoina.



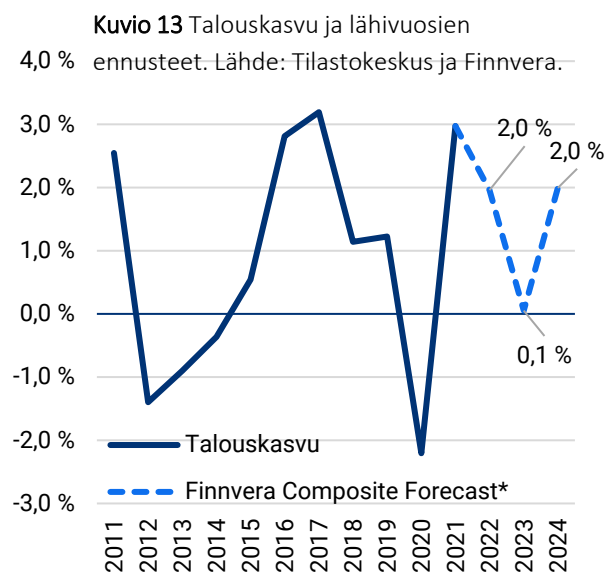
Lopuksi: Mitä lähitulevaisuudesta pitäisi ajatella?

Vastaus otsikon kysymykseen on: kukaan ei tiedä, koska tulevaisuutta on mahdotonta ennustaa tarkasti. Myös taantuman syvyydestä on hyvin erilaisia mielipiteitä. Moni ennustaa hieman taantuvaa taloutta, mutta pieni joukko puhuu jopa globaalista romahduksesta. Tuomiopäivän profeettojen uskottavuutta vähentää se, että monet ovat ennustaneet markkinoiden romahdusta virheellisesti jo vuosia. Vanhan sanonnan mukaan jotkut ekonomistit ovat ennustaneet kahdesta viimeisestä romahduksesta kymmenen. Siitä huolimatta on pienellä todennäköisyydellä mahdollista, että länsimaita kohtaa odottamattoman suuri negatiivinen shokki, koska emme juuri nyt ymmärrä sen välittymismekanismeja. Jos ymmärtäisimme, poliittiset päättäjät tai keskuspankit pystyisivät mahdollisesti välttämään ikävän tilanteen, emmekä ikinä havaitsisi kyseistä shokkia.

Signaaleja lähitulevaisuuden talouskehityksestä voi ja on syytäkin pohtia, kunhan muistaa nielaista johtopäätökset ripauksella suola.

Suomalaiset ennustelaitokset ovat olleet maltillisia ennusteissaan. Ennustelaitokset povaavat heikkoa, pääosin miinusmerkkistä talouskasvua vuodelle 2023. Suurin osa viime aikoina julkaistuista talouskasvuennusteista ovat alle prosentin verran negatiivisen puolella. Taustalla on ajatus inflaation alentumisesta noin neljään prosenttiin tai alle. Työttömyysasteen ei odoteta nousevan juurikaan. Myös viennin suhteen ennustelaitokset ovat edelleen optimistisia.

Konsensus talouden kehityssuunnasta on siis suhteellisen vankka. On kuitenkin muistettava, että talouden suuria shokkeja on vaikea ennustaa etukäteen. Sekä finanssi- että koronakriisin kohdalla ennusteluvut osuivat poikkeuksetta harhaan. Sen takia talouden jatkuva seuraaminen ja ennusteiden päivittäminen on tärkeää. Jokainen kulunut kuukausi on kuukausi lisää tietoa.



* Finnvera Composite Forecast on suomalaisten ennusteiden painotettu keskiarvo, jossa ennusteluku saa sitä suuremman painon, mitä uudempi se on.

Kansantalouden avainluvut

Tuotannon suhdannekuvaaja
7/2021

1,5 %

BKT/capita
2021

45 620 €

Inflaatio
9/2021

8,4 %

Työmarkkinat

Työllisyysaste (8/2022)

73,6 %

Työttömyysaste (12/2021)

7,1 %

Julkinen talous

Julkinen velka (Q2/2022)

71,6 %

Alijäämä (2021*)

2,6 %

Kansainvälinen talous

Globaali talouskasvu (2021*)

6,3 %

Kansainvälinen kauppa (11/2021)

6,0 %

Korot

12 kk:n euribor (10/2022)

2,55 %

Suomen 10-vuotisen velkakirjan tuotto (9/2022)

2,42 %

* Ennuste, tai ennakkollinen tieto



Mauri Kotamäki, pääekonomisti

etunimi.sukunimi@finnvera.fi

Twitter: https://twitter.com/Mau_And

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