



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Sisältö

Energia hallitsee euroalueen talousnäkymiä vielä pitkään

3

Energia hallitsee euroalueen talousnäkymiä vielä pitkään

Eilen – Euro & talous 3/2022 – Kansainvälinen talous, Rahapolitiikka

Euroalue on ajautunut energiakriisiin, jolla voi olla pitkäkestoisia vaikutuksia euroalueen talouteen. Energian kallistuminen nostaa euroalueen tuontihintoja, heikentää vaihtotasetta ja lisää edelleen yritysten ja kotitalouksien kustannuksia sekä julkisen talouden menoja. Vaikutukset näkyvät jo inflaatiossa, mutta energiakriisin vaikutusten euroalueen talouskasvuun ennustetaan olevan vasta edessä. Myös euroalueen ulkopuolisen maailman talouskasvu näyttää hidastuvan etenkin Yhdysvaltojen ja Kiinan taloustilanteen vuoksi. Energian tulevaan saatavuuteen ja hintaan sekä euroalueen talouden kykyyn sopeutua muutokseen energiamarkkinoilla liittyy huomattavaa epävarmuutta, joka sumentaa lähivuosien talousnäkymiä. Koska inflaatio on liian nopeaa ja voi pysyä tavoitetta nopeampana pidempään, EKP:n neuvosto aloitti rahapolitiikan kiristysyöskin kahdella peräkkäisellä koronnostolla heinäkuussa ja syyskuussa.



Energiakriisi uhkaa moninkertaistaa euroalueen energialaskun

Euroalueen kasvunäkymät ovat loppukesän aikana heikentyneet tuntuvasti. Maakaasun tuonti Venäjältä on lähestulkoon loppunut, mikä on nostanut energian hintaa entisestään.^[1] Hintojen nousu on nyt erityisesti energian ajamana nopeaa, minkä seurauksena Euroopan keskuspankki on kiristänyt rahapolitiikkaansa. Tämän lisäksi energiakriisin kasvua hidastava vaikutus on vasta alkamassa. Euroalue on ajautunut taantumun partaalle.

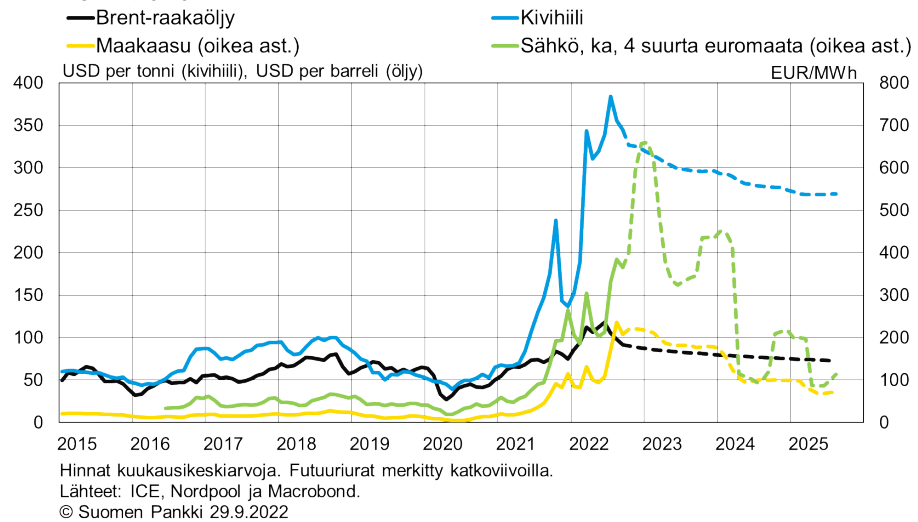
Iso osa euroalueella käytetystä energiasta tuodaan euroalueen ulkopuolelta. Energian

1. Venäläisestä energiasta irtautumisen lisäksi poikkeavat sääolot ovat haitanneet energiantuotantoa.

hinnannousu iskeekin voimakkaasti juuri Eurooppaan: maakaasun hinta on lähes kymmenkertainen ja kivihiilen sekä Keski-Euroopan sähkön hinta karkeasti noin viisinkertainen vuoden 2021 alkuun nähden (kuvio 1). Kasvaneen nesteytetyn maakaasun (LNG) kysynnän vuoksi maakaasun hinta on noussut myös muualla, mutta huomattavasti maltillisemmin kuin Euroopassa. Esimerkiksi Yhdysvaltojen maakaasun Henry Hub -viitehintaan nähden Euroopan maakaasu on 5–10 kertaa kalliimpaa.

Kuvio 1.

Energian hintojen nousu ollut jyrkkää, ja markkinat odottavat hintojen pysyvän korkeina

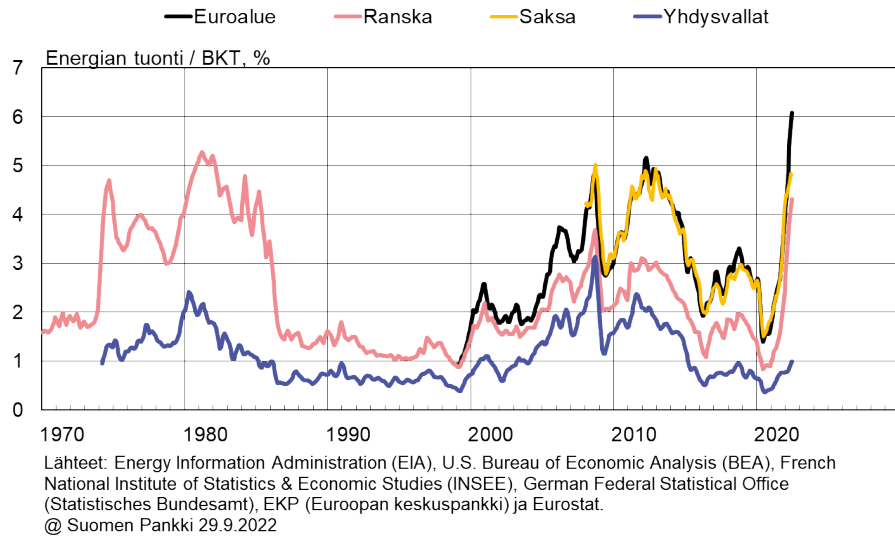


Energiakriisi uhkaa moninkertaistaa euroalueen energialaskun. Vielä vuonna 2019 euroalue toi energiaa 328 mrd. euron arvosta, joka vastasi noin 3:a prosenttia suhteessa BKT:hen. Tänä vuonna energian tuonnin arvo ylitti koko vuoden 2019 arvon jo vuoden alkupuoliskolla (tammi-kesäkuussa 351 mrd. euroa). Vuoden toisella neljänneksellä energian tuonti suhteessa BKT:hen oli noussut kausitasoitettuna peräti noin 6 prosenttiin (kuvio 2). Yhdysvalloissa energian tuonnista tulevat kustannukset ovat puolestaan nousseet vain 1 prosenttiin BKT:sta. Lisäksi Yhdysvallat on ollut vuodesta 2019 lähtien energian nettoviejä, joten energian hinnannousulla on siellä euroaluetta pienemmät vaikutukset.

Energian tuonnista tuleva kustannusten nousu on ollut jyrkempää ja selvästi äkillisempää kuin kertaakaan sitten 1970- ja 1980-lukujen. Kustannukset ovat nousseet kaikissa suurissa euroalueen maissa voimakkaasti. Se, kuinka isot talousvaikutukset tällä on euroalueen talouksiin, riippuu ratkaisevasti talouksien sopeutumiskyvystä tilanteeseen. Sopeutumiskyky talouden rakennemuutosten ja teknologisen kehityksen myötä on voinut muuttua verrattuna 1970-lukuun.

Kuvio 2.

Euroalue on riippuvainen energian tuonnista



Vuoden toisella vuosipuoliskolla Keski-Euroopalle kriittisen maakaasun hinta on pysynyt viimeaikaisesta laskusta huolimatta kalliina, ja erittäin korkeiden energian hintojen riski on toteutumassa ainakin tulevana talvena. Korkeat energian tuontihinnat heikentävät euroalueen vaihtosuhdetta, kun vain osa tuontihintojen noususta näkyy vientihinnoissa.

Laskua maksavat niin kuluttajat, yritykset kuin julkiset taloudet, jotka pehmittävät iskua tukitoimillaan. Vaarana on myös, että energian hinnan erityisen voimakas nousu Euroopassa heikentää eurooppalaisten yritysten kansainvälistä kilpailukykyä sekä EU-maiden tuotantopotentiaalia.

Euroopan maakaasuvarastojen täyttöaste on noussut alkuvuoden alhaisista lukemista hyvää vauhtia, ja EU:n yhteinen 80 prosentin minimimitavoite marraskuun alkuun mennessä saavutettiin elokuun lopussa. Euroopan maakaasuvarastojen keskimääräinen täyttöaste oli syyskuun lopulla n. 87 %. Karkean arvion^[2] mukaan maakaasuvarastot riittäisivät täytenäkin korkeintaan 2,5–3 kuukaudeksi, joten maakaasun säännöstelyn riski uhkaa toteutua ensi talvena Keski-Euroopassa.

Vielä vuonna 2021 noin 40 % EU:ssa käytetystä maakaasusta tuotiin Venäjältä. Tänä kesänä osuus oli enää 20 %. Jos venäläisen maakaasun tuonnin loppuminen on pysyvää, maakaasun kulutusta joudutaan McWilliamsin ja Zachmannin (2022) arvioiden mukaan vähentämään Euroopassa noin 15 % ensi kevääseen saakka. Maakohtaiset erot ovat kuitenkin suuria, ja arvio perustuu lukuisille oletuksille esimerkiksi talven sääolosuhteista.^[3] EU-maat päättivät heinäkuussa leikata ensi talvena maakaasun

2. EU-maiden maakaasuvarastojen koko on noin 1 111 TWh, ja maakaasun kysyntä maalla (*inland consumption*) oli vuonna 2021 noin 4 400 TWh. Ottamatta huomioon kausivaihtelua ja olettaen maakaasun olevan saatavilla kulutuspaikassa vapaasti varastot kestäisivät noin 3 kuukautta. Todellisuudessa talvella kysyntä on suurempaa kuin kesällä, ja maakaasun kuljettamisen hankaluus etenkin sisämaan loppukäyttäjille voi rajoittaa saatavuutta. Lähteet: Eurostat ja Euroopan komissio.

3. Ks. McWilliams, B. & Zachmann, G. (2022) *European Union demand reduction needs to cope with Russian gas*

kulutusta 15 % vuosien 2017–2021 keskimääräisestä tasosta. Leikkaukseen pyritään ensin vapaaehtoisin toimin ja hätätilanteessa pakkokeinoin.

Maakaasun tuonnin katkeaminen Venäjältä vaikuttaa merkittävästi euroalueen lähiaikojen talouskehitykseen, mikäli se jää pysyväksi. Vaikutuksen suuruus riippuu muun muassa ensi talven säästä, kuluttajien ja yritysten sopeutumiskyvystä, putkikaasun korvattavuudesta nesteytetyllä maakaasulla sekä EU-jäsenvaltioiden välisen energiayhteistyön toimivuudesta. Esitettyjen arvioiden mukaan EU:n talous voisi supistua noin 0,5–3,0 %.^[4] Arviot vaikutuksista Saksan talouteen ovat samaa mittaluokkaa, noin 0,5–3,0 prosenttiyksikköä lyhyellä aikavälillä^[5]. Bundesbank (2022) on esittänyt tätä huomattavasti vakavampiakin vaikutusarvioita.^[6]

Raakaöljyn hinta on viime aikoina laskenut taantumahuolten ja vahvistuneen dollarin ajamina. Brent-laadun tynnyrihinta liikkui vielä elokuun lopulla n. 100 dollarin tuntumassa, mutta on sittemmin laskenut alle sotaa edeltäneiden tasojen, alle 90 dollariin tynnyriltä. Riskitekijöitä öljyn hinnan pysymiselle korkeana on silti useita. Öljyntuottajamaiden OPEC+ -ryhmittymä, johon myös Venäjä kuuluu, päätti syyskuun alussa leikata tuotantoaan lokakuusta lähtien ensimmäistä kertaa koronapandemian pahimman vaiheen jälkeen. Vaikka leikkaus oli pieni, se viittaa ryhmittymän haluavan pitää raakaöljyn hinnan korkealla tasolla. Yhdysvaltojen strategisten raakaöljyvarastojen purkaminen tukee öljyn tarjontaa lokakuulle saakka, mutta tarjontanäkymää voi heikentää Venäjän öljyntuotannon mahdollisesti merkittäväkin pieneneminen pakotteiden takia. Toisaalta globaalin kysynnän heikentyminen aiheuttaa öljyn hintaan alasuuntaisia paineita. Yhdysvaltojen liuskeöljyn tuotanto on elpynyt hieman, joskin hitaasti.

Myös muiden raaka-aineiden hinnat ovat laskeneet kevään ja kesän aikana globaalien kasvunäkymien heikentymisen myötä. Keskimäärin raaka-aineet (pl. energia) olivat syyskuun lopulla n. 10 % vuoden alun tasojen alapuolella ja samalla tasolla kuin vuoden 2021 alussa. Myös elintarvikeraaka-aineiden hinnat ovat laskeneet huipputasoiltaan, mutta vähemmän kuin muiden raaka-aineiden. Ne olivat syyskuun lopulla yli neljänneksen vuoden 2021 alkua ja n. 5 % vuoden 2022 alkua kalliimpia.

cuts, Bruegel: <https://www.bruegel.org/2022/07/european-union-demand-reduction-needs-to-cope-with-russian-gas-cuts>. Haettu: 24.8.2022.

4. Ks. Flanagan, M., Kammer, A., Pescatori, A., Stuermer, M. (2022) *How a Russian Natural Gas Cutoff Could Weigh on Europe's Economies*, IMF Blog: <https://blogs.imf.org/2022/07/19/how-a-russian-natural-gas-cutoff-could-weigh-on-europes-economies/>. Haettu: 24.8.2022.

5. Ks. Bachmann, R., Baqaee, D., Bayer, C., Kuhn, M., Löscher, A., Moll, B., Peichl, A., Pittel, K. & Schularick, M. (2022) *What if? The economic effects for Germany of a stop of energy imports from Russia*, EconPol Policy Report 36, ja Bachmann, R., Baqaee, D., Bayer, C., Löscher, A., Kuhn, M., McWilliams, B., Peichl, A., Pittel, K., Schularick, M. & Zachmann, G. (2022) *How it can be done*, ECONtribute Policy Brief No. 034. Ks. myös German Council of the Economic Experts (2022) *Effects of a possible end to energy supplies from Russia on energy security and economic output*, maaliskuu 2022.

6. Ks. Bundesbank (2022) *Monthly Report*, June 2022.

Energiakriisin kasvuvaikutukset näkyvät vasta viiveellä

Arvioita euroalueen talouskasvuksi ensi vuodelle on heikennetty kautta linjan energiakriisin takia (Taulukko 1). Euroopan keskuspankin mukaan euroalueen talous kasvaisi 3,1 % tänä vuonna ja 0,9 % vuonna 2023. Vielä joulukuussa 2021 EKP ennusti euroalueen kasvavan 4,2 % tänä vuonna ja 2,9 % vuonna 2023.

Syyskuussa julkaistun usean eri ennustelaitoksen ja investointipankin keskimääräistä ennustetta kuvaava Consensus-ennuste vuodelle 2023 heikkeni 0,2 prosenttiin (elokuun Consensus-ennuste oli 0,9 %). Talousnäkömät ovat siis heikentyneet entisestään, ja euroalueen taantumariski kasvanut. Myös EKP:n ennusteen riskilaskelmassa esitetään skenaario, jossa euroalueen talouskasvu supistuisi -0,9 % ensi vuonna.

Taulukko 1.

Euroalueen talousennusteet ovat vaatimattomat vuodelle 2023					
Euroalueen BKT, %-kasvu	Pvm	2021	2022	2023	2024
EKP	09/2022 (06/2022)	5,2 (5,4)	3,1 (2,8)	0,9 (2,1)	1,9 (2,1)
Euroopan komissio	07/2022 (05/2022)	5,3 (5,4)	2,6 (2,7)	1,4 (2,3)	-
IMF	07/2022 (04/2022)	5,4 (5,3)	2,6 (2,8)	1,2 (2,3)	(1,8)
OECD	09/2022 (06/2022)	5,2 (5,3)	3,1 (2,6)	0,3 (1,6)	-
Consensus	09/2022 (08/2022)	5,2 (5,3)	2,9 (2,8)	0,2 (0,9)	-

Suluissa edellinen ennuste.

Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD, EKP/Eurojärjestelmä ja Euroopan komissio.

Merkittävä osa EU:n energian kulutuksesta katetaan tuonnilla. Näin ollen energian hinnan nousu näkyy euroalueella tuontihintojen kallistumisena ja vaihtosuhteen heikkenemisenä. Vuoden alkupuoliskon kaltaisen tuontihintojen nousun on arvioitu voivan heikentää euroalueen kokonaistuotantoa noin 2 prosentilla vuoden kuluttua ja vielä enemmän pidemmällä aikavälillä (ks. [Tuontihintojen nousu iskee reaali-talouteen](#)). Tämä suuruusluokka on hyvin linjassa sen kanssa, kuinka keskeisimmät talousennustajat ovat heikentäneet talousennusteitaan tämän vuoden aikana.

Voimakkaimmat energiakriisin kasvuvaikutukset näyttävätkin tulevan viiveellä ja

näkyvät kokonaistuotannossa vasta lähineljänneksinä. Vuoden 2023 kokonaistuotannon kasvu näyttää euroalueella heikolta.

Euroalue ei pääse koronaa edeltäneelle kasvutrendille

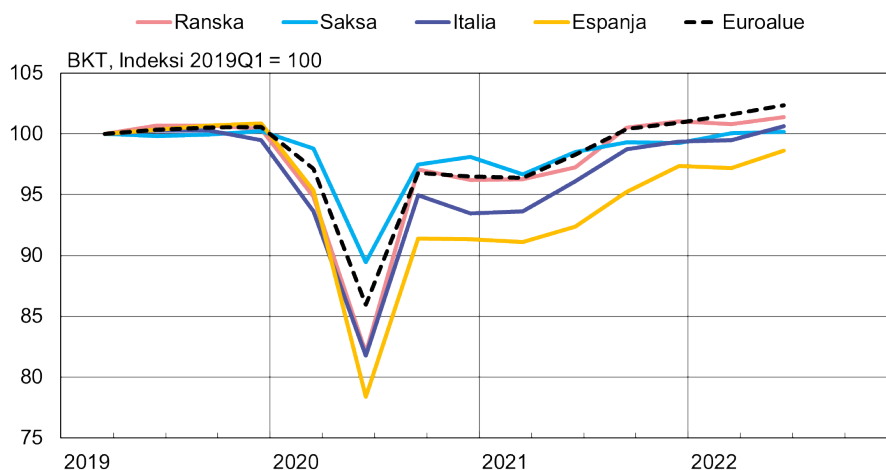
Euroalue toipui koronakriisistä hyvin, ja elpyminen jatkui vielä vuoden 2022 toisella vuosineljänneksellä, jolloin kasvu oli ennakoitua nopeampaa. Se johtui niin koronapandemian seurauksena syntyneiden tuotantoketjuhäiriöiden hellittämisestä kuin palvelukysynnän toipumisesta vapaa-ajan palveluiden elpymisen myötä. Vuoden 2022 toisella vuosipuoliskolla näiden tekijöiden antaman kasvusysäyksen ennakoidaan kuitenkin hiipuvan. Samalla energiaraaka-aineiden hintojen noususta tuleva negatiivinen kasvuvaikutus alkaa hidastaa kasvua yhä enemmän.

Euroalueen reaalin BKT saavuttikin koronaa edeltäneen tasonsa viime vuoden lopulla, ja nousi tämän vuoden alkupuoliskolla sen yli (kuvio 3). Euroalueen kokonaistuotanto ei näytä kuitenkaan saavuttavan koronakriisiä ennen vallinnutta kasvutrendiä.

Euroalueen suurista maista Saksan ja Italian BKT:n tasot ovat nousseet vuoden 2019 lopun tasolle, mutta Espanjassa kokonaistuotanto on ollut yhä noin 3 % alle koronaa edeltäneen tasonsa. Ranskassa talous on ainoana suurista euromaista ylittänyt selvemmin vuoden 2019 lopun tason.

Kuvio 3.

Euroalueen talous ehti ylittää koronapandemiaa edeltäneen tason



Lähde: Eurostat.
@ Suomen Pankki 29.9.2022

Euroalueen tuontihintojen nousun ensimmäiset seuraukset näkyivät alkuvuodesta, kun euroalueen tuonnin arvo nousi merkittävästi. Myös euroalueen viennin arvo on kasvanut, mutta selvästi tuonnin arvoa vähemmän. Euroalueen suuri vaihtotaseen ylijäämä onkin sulanut kevään aikana.

Vielä vuonna 2021 euroalueen vaihtotaseen ylijäämä oli noin 300 mrd. euroa eli noin 2,5 % suhteessa BKT:hen. Maalis-toukokuussa 2022 euroalueen kausitasoitettu vaihtotase oli alijäämäinen ensi kertaa sitten vuoden 2012 ja kesäkuussakin vain hivenen ylijäämäinen. Dramaattisinta vaihtotaseen heikentyminen on ollut Saksassa, jossa vaihtotaseen ylijäämät ovat perinteisesti olleet hyvin suuria.

Luottamusindikaattorit viittaavat talouskasvun selvään hidastumiseen

Käsitystä kasvun hiipumisesta tukevat kesän aikana selvästi heikommiksi kääntyneet luottamusindikaattorit. Kustannusten nousu ja epävarmuuden kasvu näkyvät selvimmin kuluttajien luottamuksessa, joka romahti euroalueella maaliskuussa ja on viime kuukausina ollut historiallisen heikkoa – jopa heikompaa kuin pahimmillaan koronakriisin iskiessä.

Erityisesti kuluttajien odotukset niin oman kuin koko talouden tilasta ovat heikot. Kustannusten nousu näkyy myös säästämisodotusten laskuna. Iskua voivat kuitenkin lieventää korona-aikana etenkin varakkaimmille kotitalouksille syntyneet huomattavat säästöt.

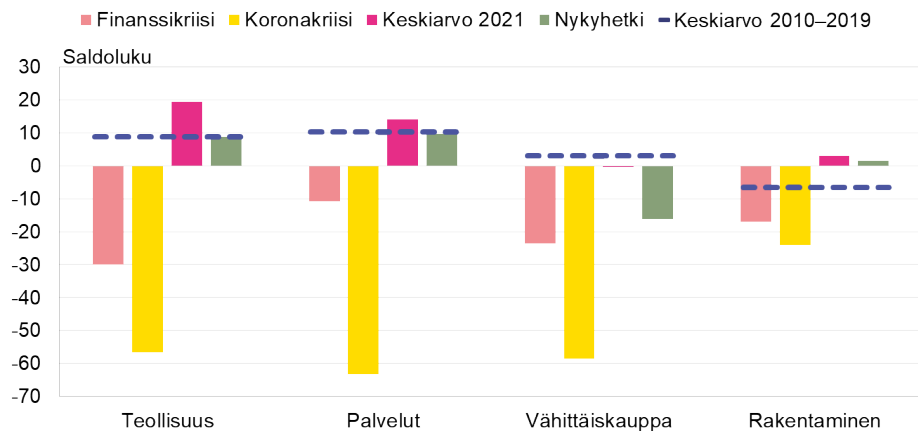
Kuluttajien vaisut näkymät ja ostovoiman heikentyminen ovat heijastuneet voimakkaasti vähittäiskaupan luottamukseen, joka on laskenut selvästi alle historiallisen keskitason ja luisunut nyt jo melko lähelle finanssikriisin aikaisia lukemia. Näkymät ovat heikentyneet myös teollisuuden, palveluiden ja rakentamisen toimialoilla viime vuoteen verrattuna. Näiden toimialojen yritysten tulevaisuudennäkymät ovat kuitenkin yhä historiallisen keskiarvonsa tuntumassa ja huomattavasti paremmat kuin finanssi- tai koronakriisin aikana (kuvio 4). Palvelusektorin luottamusta on toistaiseksi ylläpitänyt erityisesti matkailu- ja majoituspalveluiden elpyminen.

Teollisuuden tilannetta tukee tuotantoketjuhäiriöiden asteittainen helpottuminen, mutta toimialojen välillä on isoja eroja. Touko- ja kesäkuussa teollisuustuotanto kasvoi vielä hyvin ja odotukset olivat vahvoja, mutta näkymät ovat loppukesästä heikentyneet erityisesti öljynjalostuksessa, puuteollisuudessa sekä kemianteollisuudessa. Kyselytutkimuksen perusteella teollisuuden varastojen tilanne onkin normalisoitunut ja tilauskirjat ohentuneet.

Energiakriisin luoma epävarmuus ja rahoituskustannusten ja hintojen nousu heikentävät yritysten lähiaikojen investointinäkymiä. Pidemmällä aikavälillä tuotannollisten investointien kehitystä voivat tukea niin vihreän siirtymän vaatimat uudet investoinnit kuin EU:n Next Generation EU -paketista tulevat tuet uusille yksityisille investoinneille.

Kuvio 4.

Lähikuukausien tuotanto- ja kysyntäodotukset laskeneet edellisvuodesta, mutta kriisiaikoihin on vielä matkaa



Lähde: Euroopan komissio. Teollisuuden indikaattori kuvaa lähikuukausien tuotanto-odotuksia, palveluiden indikaattori seuraavan kolmen kuukauden kysyntänäkymiä, vähittäiskaupan indikaattori seuraavan kolmen kuukauden liiketoimintänäkymiä ja rakentamisen indikaattori viimeksi kuluneen kolmen kuukauden rakennustoiminnan kehitystä

© Suomen Pankki 29.9.2022

Hyvä työllisyystilanne on toistaiseksi tukenut euroalueen talouskasvua. Työttömyysaste on laskenut tämän vuoden aikana sekä koko euroalueella keskimäärin (oli heinäkuussa 6,6 %) että kaikissa suurissa euromaissa. Työllisten määrä on jo selvästi suurempi kuin koronaa ennen.

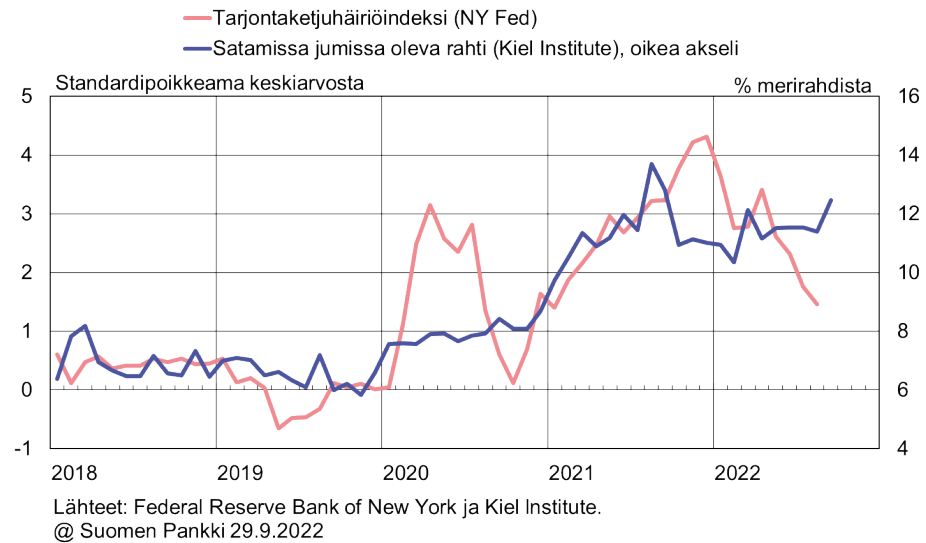
Euroalueella tehtyjen työtuntien elpyminen koronakriisistä oli työllisyyttä hitaampaa, mutta toisella neljänneksellä tehdyt työtunnit saavuttivat koronaa edeltäneet määrät. Erityisesti palvelualoilla, mutta myös teollisuudessa, kärsitään komission yritys­kyselyn perusteella yhä työvoimapulasta. Työmarkkinat reagoivat kuitenkin tyypillisesti viiveellä talouden suhdannekäänteisiin, joten talouskasvun hidastuminen voi alkaa heijastua työllisyyteen syksyn tai talven aikana.

Maailmantaloudesta ei ole odotettavissa vetoapua

Kansainvälisen kaupan kehitys oli vielä alkukesästä hyvää synkentyneistä talousnäkymistä huolimatta. Vaikka tuotantoketjuhäiriöt ovat edelleen selvästi yleisempiä kuin koronaa edeltävänä aikana, ne ovat kesän aikana jonkin verran helpottuneet muun muassa Kiinan satamien aukeamisen ja puolijohhteiden saatavuuden paranemisen myötä (kuvio 5). Pohjanmeren konttikuljetuksissa häiriöitä on silti edelleen. Merirahtien hinnat ovat laskeneet kesän huipuista erityisesti kontti- ja kuivarahtiliikenteessä, mutta ovat yhä aikaisempia vuosia kalliimpia.

Kuvio 5.

Tarjontaketjuhäiriöt ovat osin helpottuneet



Maaillantalouden kasvunäkymät ovat kuitenkin selvästi heikentyneet keväästä. Esimerkiksi EKP:n syyskuun ennusteessa euroalueen ulkopuolisen maailman kasvuennustetta vuodelle 2023 laskettiin 0,4 prosenttiyksikköä (taulukko 2). Ennusteiden laskuun vaikutti lähinnä Yhdysvaltain ja Kiinan kasvun hidastuminen. Kasvun hidastuminen näkyy myös euroalueen teollisuuden vientitilauksissa, jotka ovat alkaneet kesän aikana vähentyä.

IMF laski heinäkuussa merkittävästi Yhdysvaltojen talouskasvuennustetta tälle ja ensi vuodelle tammikuun ennusteesta (-1,7 prosenttiyksikköä): tämän vuoden kasvu on ennusteen mukaan 2,3 %. Vuodelle 2023 ennustetaan vain 1,0 prosentin kasvua; se on -1,6 prosenttiyksikön muutos tammikuun ennusteeseen verrattuna. Consensus-ennuste Yhdysvaltojen talouskasvusta oli syyskuussa vieläkin heikompi, tälle vuodelle vain 1,7 % ja ensi vuodelle 0,5 %. Kiinan tämän vuoden ennustetta IMF laski heinäkuussa tammikuun ennusteesta 1,5 prosenttiyksikköä ja ensi vuoden ennustetta 0,6 prosenttiyksikköä. Heinäkuussa IMF ennusti Kiinan kasvuksi 3,3 % tänä vuonna ja 4,6 % ensi vuonna.

Yhdysvalloissa talous on supistunut jo kahtena peräkkäisenä vuosineljänneksenä ja kuluttajien luottamus on hiipunut heikoksi. Talouskasvua vaimentavat reaali-palkkojen supistuminen, finanssipoliittisen elvytyksen hälveneminen, koronasäästöjen väheneminen ja korkojen nousu.

Kiinassa tiukat koronasulut ja kiinteistösektorin ongelmat painoivat BKT:n virallisen vuosikasvun lähelle nolaa toisella neljänneksellä.^[7] Heinäkuussa Kiina ilmoitti käytännössä luopuvansa vuoden 2022 noin 5,5 prosentin BKT:n kasvutavoitteestaan. Ilmoitetuista kasvutavoitteista ei ole luovuttu aikaisemmin.

7. BOFITin vaihtoehtoisella BKT-mallilla laskettuna Kiinan vuosikasvu oli tämän vuoden toisella neljänneksellä negatiivinen.

Maailmantalouden kasvua hidastaa myös globaali rahapolitiikan kiristyminen. Inflaatio on kiihtynyt maailmanlaajuisesti, ja keskuspankkien on syytä puuttua tähän kehitykseen. Keskuspankkien koronnostot hidastavat talouskasvua ja inflaatiota.

Taulukko 2.

Maailmantalouden kasvuennusteita on laskettu					
Maailman BKT, %-kasvu	Pvm	2021	2022	2023	2024
EKP*	09/2022 (06/2022)	6,4 (6,4)	2,9 (3,0)	3,0 (3,4)	3,4 (3,6)
IMF	07/2022 (04/2022)	6,1 (6,1)	3,2 (3,6)	2,9 (3,6)	(3,4)
OECD	09/2022 (06/2022)	5,8 (5,8)	3,0 (3,0)	2,2 (2,8)	-
Euroopan komissio	05/2022 (11/2021)	5,8 (5,7)	3,2 (4,5)	3,5 (3,5)	-
Consensus	09/2022 (08/2022)	5,8 (5,8)	2,6 (2,6)	1,9 (2,3)	-

* Maailman BKT pl. euroalue.
Suluissa edellinen ennuste.

Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD, EKP/Eurojärjestelmä ja Euroopan komissio.

Energiakriisi lisää jo ennestään velkaantuneiden maiden kestävyyshuolia

Euroalueen ja maailmantalouden elpyminen koronapandemiasta katkesi lyhyeen, minkä seurauksena euroalue kohtaa energiakriisin tuntuvasti aiempaa velkaisempana. Samalla kriisin vaikutuksien pehmentämiseksi on tullut tarve tehdä lukuisia erilaisia politiikkatoimia (ks. infolaatikko: Energiakriisiin reagoitu lukuisin politiikkatoimin). Euroopan keskuspankki ennusti syyskuussa euroalueen julkisen velkaantuneisuuden kasvavan tänä vuonna reiluun 92 prosenttiin BKT:sta, noin 8 prosenttiyksikköä suuremmaksi kuin ennen koronapandemiaa vuonna 2019. Julkisen talouden alijäämät ovat myös yhä selvästi koronakriisiä edeltänyttä aikaa suurempia.

Ennen koronapandemiaa voimassa olleiden EU:n finanssipolitiikan sääntöjen mukainen yläraja velkasuhteelle oli 60 %, mutta sitä noudatettiin heikosti. Koronapandemian ja Ukrainan sodan vuoksi säännöt ovat pois käytöstä vuoden 2023 loppuun saakka, ja sitä ennen niitä on tarkoitus uudistaa. Euroopan komissio julkaisee ehdotuksensa uusiksi finanssipolitiikan säännöiksi lokakuussa.



Energiakriisiin reagoitu lukuisin politiikkatoimin

EU-maissa on pyritty löytämään pikaisesti selviytymiskeinoja ja korvaavia energialähteitä etenkin venäläiselle maakaasulle. Päällimmäisenä on ollut nesteytetyn maakaasun tuonnin lisääminen. Ongelmaksi on kuitenkin osoittautunut sekä kuljetus- että varastointikapasiteetin puute. Uusia LNG-terminaaleja on valmistunut viime aikoina muun muassa Baltian maihin, ja useita on rakenteilla ympäri Eurooppaa.

Energian säästäminen on yksi tärkeä keino akuutista kriisistä selviämiseksi. Komissio esitti keväällä RePowerEU-ohjelmassa sitovan energiatehokkuustavoitteen nostamista 9 prosentista 13 prosenttiin ja tarjosi siihen myös konkreettisia keinoja.

Yksittäiset euroalueen jäsenmaat ovat tarjonneet jo pitkin tätä vuotta energian kuluttajille tukea kasvaviin energiakuluihin. Sitä on annettu esimerkiksi suorana tulotukena kotitalouksille, tuloveron alennuksina tai nostamalla pienimpiä eläkkeitä. Myös minimipalkkojen tasoa on nostettu. Lisäksi on vaikutettu energian kuluttajahintaan esimerkiksi energian välillisiä veroja alentamalla tai asettamalla hintakattoja tai ylärajoja hintojen korotuksille.

Vaikka EU on ollut viime vuosina aktiivinen toimija ilmastoasioissa (esimerkiksi 55-valmiuspaketti) ja pyrkinyt edistämään vihreää siirtymää fossiilisesta uusiutuvaan energiaan (InvestEU), ei sillä ole ollut varsinaista yhteistä energiapolitiikkaa. Eri EU-maat ovat tehneet omia kansallisia energiaratkaisujaan, mikä on johtanut myös erilaiseen riippuvuuteen venäläisestä energiasta. Viime kuukausina EU on kuitenkin tehnyt useita energiamarkkinoihin liittyviä aloitteita.

Komission 14.9.2022 julkaisemassa ehdotuksessa on muun muassa maakohtainen sähkönkäytön vähentämisvaatimus kulutuspiikkien aikana sekä windfall-vero, jolla suuria voittoja tehneiden sähköntuottajien ja fossiilisten energiaraaka-aineiden tuottajien voittoja siirrettäisiin jäsenmaille kriisin pahimpien vaikutusten ehkäisemiseen.

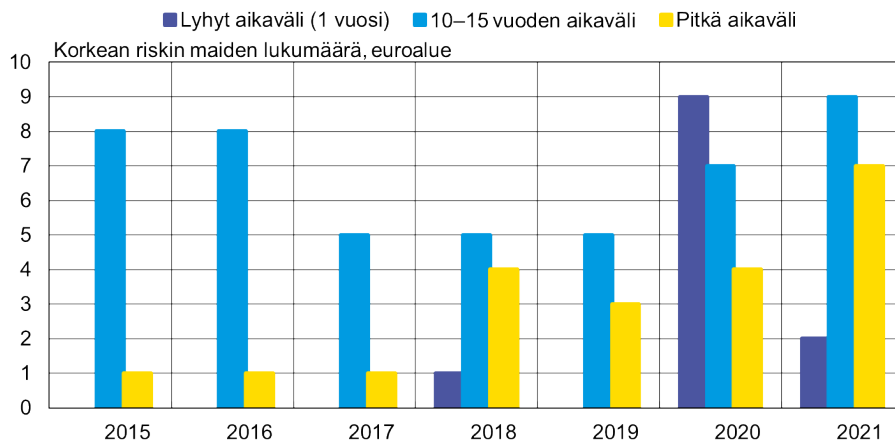
Jo ennen nykyistä energiakriisiä EU tavoitteli hiilineutraaliutta vuoteen 2050 mennessä. EU:n ilmastoinvestoinnit^[8] olivat vuosina 2011–2020 noin 700 mrd. euroa vuodessa (noin 5 % BKT:sta), ja ilmastotavoitteen saavuttamiseksi niiden tuli nousta yli 1 000 mrd. euroon (7 % BKT:sta) vuoteen 2030 mennessä ja vieläkin suuremmiksi sen jälkeen.^[9] Energiakriisistä on seurannut, että investointitarve on nopeutunut tästä. Keväällä RePowerEU-ohjelmassa arvioitiin, että seuraavien 5 vuoden aikana EU-tasolla tarvitaan aiemmin sovittujen lisäksi noin 210 mrd. euroa lisää uusiutuvan energian investointeihin.

Sekä energiakriisin vaikutusten lieventämiseksi tehtävät julkiset toimet että julkiset investoinnit energiasiirtymän nopeuttamiseksi lisäävät julkisia alijäämiä. Julkiseen talouteen tulevien kustannuspaineiden helpottamiseksi on ollut esillä energiayhtiöiden suuria voittoja verottavat windfall-verot. Myös Next Generation EU -elpymispaketin käyttö vihreän siirtymän ja omavaraisuuden parantamiseen voi osittain pienentää kustannusvaikutusta yksittäisissä jäsenmaissa ja nopeuttaa energiainvestointien toteutumista.

Euroopan unionin jäsenmaiden finanssipolitiikan kestävyttä on tarkasteltu säännöllisesti finanssikriisin jälkeen osana unionin yhteistä talouspolitiikan seuranta- ja koordinaatiotyötä.^[10] Siinä kunkin jäsenmaan finanssipolitiikan kestävyttä arvioidaan lyhyellä, 10–15 vuoden ja vuosikymmenien aikavälillä. Kolmiportaisella asteikolla riskit määritellään mataliksi (*low*), keskisuuriksi (*medium*) tai korkeiksi (*high*).^[11]

Kuvio 6.

Finanssipolitiikan kestävyden riskit olivat kasvaneet selvästi jo ennen energiakriisiä



Kypros mukana vasta vuodesta 2016 lähtien, Kreikka vuodesta 2021.

Lähteet: Euroopan komissio ja Suomen Pankin laskelmat.

@ Suomen Pankki 29.9.2022

8. Ilmastoinvestoinnit kokonaisuudessaan pitävät sisällään muutakin kuin energiainvestointeja, mutta irtautuminen venäläisestä energiasta kasvattaa joka tapauksessa myös noita lukuja ainakin vuoteen 2027 saakka.

9. Ks. Darvas, Zsolt ja Wolff, Guntram (2021) [A green fiscal pact: climate investment in times of budget consolidation](#), Bruegel-institute, Policy Contribution Issue no. 18/21, syyskuu 2021.

10. Seuranta toteutetaan niin sanotun eurooppalaisen ohjausjakson osana. Tässä analyysissä käytetyt tiedot pohjautuvat 3 vuoden välein julkaistaviin finanssipolitiikan kestävyysraportteihin (Fiscal Sustainability Report) ja vuosittaisiin velkakestävyden seurantaraportteihin (Debt Sustainability Monitor). Analyysi kattaa vuodet 2015–2021. Viimeisin raportti julkaistiin vuoden 2022 keväällä.

11. Euroopan komissio, Fiscal Sustainability Report 2021, Volume 1, huhtikuu 2022. Lisää metodologiasta voi lukea [uusimmasta raportista](#), s. 34.

Raporttien yli ajan piirtämä kuva euroalueen maiden finanssipolitiikan kestävydestä paljastaa myönteisen kehityksen tahtuneen vuonna 2018 ja pahentuneen selvästi koronapandemian myötä. Finanssipolitiikan 10–15 vuoden ja pitkän aikavälin kestävydeltään korkean riskin ryhmään kuuluvien euroalueen maiden lukumäärä alkoi kasvaa vuonna 2020, ja kasvu jatkui myös vuonna 2021 (kuvio 6).

Viimeisimmän, vuotta 2021 käsittelevän kestävyysraportin mukaan 9 euroalueen maassa talouden kestävyysriskit ovat korkeat seuraavina 10–15 vuotena. Pitkällä, vuosikymmenien aikajänteellä, talouden kestävyysriskit olivat korkeat 7 maassa. Vuosikymmenien aikavälillä kestävyysriskejä aiheuttavat ennen kaikkea väestön ikääntymisen tuomat lisäkustannukset.

Raportin tulemat velkakestävyyskehityksestä perustuivat loppuvuoden 2021 taloustilanteeseen ja silloisiin ennusteisiin. Sen vuoksi raportissa esitetyt skenaariolaskelmat ja oletukset ovat selvästi positiivisemmat kuin talouden kuva nyt. Suuri muutos on tapahtunut myös korkotasossa, mikä kasvattaa velanhoitomenoja.

Euroalueen jäsenmaiden finanssipolitiikka joutuukin entistä kovempien kestävyyspaineiden kohteeksi. Inflaatio nostaa julkisen sektorin kustannuksia, ja toimet energiakriisin ratkaisemiseksi kasvattavat alijäämiä mahdollisesti tulevinakin vuosina.^[12] Energiakriisin vuoksi talouden tasapainottaminen keskipitkällä aikavälillä nousevien korkojen maailmassa käy entistä tärkeämmäksi – ja vaikeammaksi.

Energian hintojen nousu välittyy yhä laajemmin kuluttajahintoihin

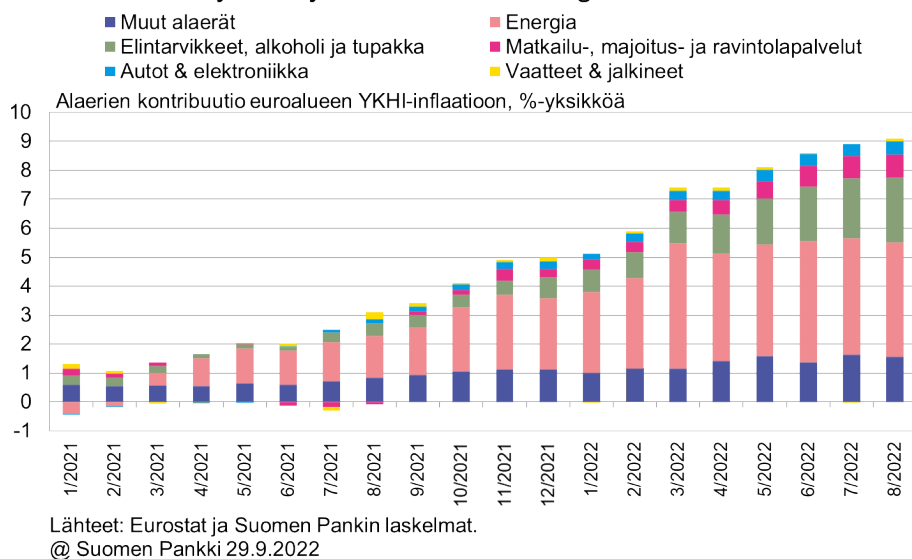
Euroalueen sekä monien muiden talousalueiden inflaatio on kiihtynyt tänä vuonna voimakkaasti. Elokuussa inflaatio oli euroalueella 9,1 %. Se on ollut erityisen nopeaa Baltian maissa. Euroalueen sisäiset erot inflaatiokehityksessä ovat energiakriisin myötä revenneet historiallisen suuriksi. Keskeisiä inflaatioeroja selittäviä tekijöitä ovat maiden erilainen altistuminen energian hintojen nousulle sekä erot energian osuudessa kulutuskorista.

Inflaatio alkoi kiihtyä jo viime vuonna, jolloin siihen vaikuttivat erityisesti toipuminen koronakriisistä sekä tuotantoketjujen häiriöt. Ukrainan sota ja sen myötä asetetut talouspakotteet loivat uusia ongelmia erityisesti energiaraaka-aineiden sekä joidenkin muiden raaka-aineiden ja tuotantokomponenttien saatavuuteen. Se nosti sekä raaka-aineiden että erityisesti energian hintoja, mikä välittyi edelleen kuluttajahintoihin (kuvio 7) ja viiveellä erityisesti ruoan hintaan. Tämän vuoden kuluessa hintojen nousu on alkanut näkyä yhä useampien tuotteiden hinnoissa (tummansiniset palkit kuviossa).

12. Toisaalta nopea inflaatio voi osittain tukea euroalueen maiden velkakestävyttä, kun velkataakan reaalin arvo laskee.

Kuvio 7.

Inflaatiota kiihdyttää nyt muukin kuin energian hinta



Hintojen nousu on vuoden 2022 kuluessa tasaisesti laaja-alaistunut. Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin kulutuskorin 96 aluerästä 61 aluerän hintojen nousuvauhti oli elokuussa yli 3 % vuoden takaiseen verrattuna. Inflaatio ei siis liity pelkästään ruoan ja energian alainerien hintojen nousuun. Elokuussa ruoan ja energian hinnoista puhdistettu niin sanottu pohjainflaatio oli 4,3 %.

Voimakkaista inflaatiopaineista kertoo myös se, että yhdenmukaistettu kuluttajahintaindeksi, josta on poistettu veromuutosten vaikutukset, on noussut viime kuukausina nopeammin kuin tavallinen indeksi. Valtioiden energiakriisin vuoksi tekemät arvonlisäverokevennykset ja muut tukitoimet ovat siis alentaneet merkittävästi erityisesti energiatuotteiden hintoja.

Inflaatiota on kiihdyttänyt myös euron heikentyminen suhteessa muihin valuuttoihin. Vuoden alkuun verrattuna euro on heikentynyt suhteessa dollariin noin 15 % ja suhteessa laajaan valuuttakoriin (NEER) noin 4 %. Tutkimuskirjallisuuden perusteella valuuttakurssin läpimenoaikutus inflaatioon on kuitenkin verrattain pieni; euron valuuttakurssin (NEER) 1 prosentin heikentyminen kiihdyttää inflaatiota vajaat 0,1 prosenttiyksikköä.^[13] Tosin nykyisessä voimakkaassa kustannussokin tilanteessa tämäkin vaikutus voi olla perinteisiä joustoja suurempi. Puntaa vastaan euro on vahvistunut tänä vuonna noin 6 %.^[14]

13. Arvio perustuu Suomen Pankissa tehtyyn useata tutkimusta tarkastelevaan meta-analyyysiin. Ks. esim. Comunale, M. & Kunovac, D. (2017) Exchange rate pass-through in the euro area, Working Paper Series 2003, European Central Bank, ja Dieppe, A., Pandiella, A. G., Hall, S. & Willman, A. (2013) Limited information minimal state variable learning in a medium-scale multi-country model, *Economic Modelling*, Vol. 33, Issue C, (2013), s. 808–825.

14. Puntta on heikentynyt suhteessa euroon jo loppukesästä asti. Syyskuun lopussa nähtiin lisäksi nopea punnan heikentyminen, kun Iso-Britannia ilmoitti finanssipoliittisesta elvytyspaketista. Iso-Britanniassa myös valtionlainojen korot ovat nousseet voimakkaasti.

Tuotantokustannukset nousevat, inflaatiopaineet kasvavat

Inflaation viimeaikainen maailmanlaajuinen kiihtyminen on yllättänyt lähes kaikki talousennustajat. Raaka-aineiden hintojen nousun, tarjonnan pullonkaulojen ja valuutan heikentymisen lisäksi eräs selitys nopealle hintojen nousulle liittyy energian hintojen epäsuoriin vaikutuksiin muihin kuluttajahintoihin.^[15] Kallistuneet energian hinnat nostavat yritysten tuotantokustannuksia ja sitä kautta lopputuotteiden hintoja.

Energian hinnannousu on näkynyt nopeimmin ja voimakkaimmin elintarvikkeiden tuotantokustannusten ja hintojen nousuna. Perinteisesti öljyn hinnan yllättävä nousu vaikuttaa viiveellä myös pohjainflaatioon, vaikka öljyn hinnanmuutos ei pohjainflaatioon sisällykään.^[16]

Energiasta johtuvien inflaatiopaineiden välittyminen muihin hintoihin voi olla myös tavanomaista voimakkaampaa nykyoloissa.^[17] Kun inflaatio on valmiiksi nopeaa, uudet kustannuksia nostavat tekijät saattavat kiihdyttää inflaatiota enemmän kuin tilanteessa, jossa inflaatio olisi lähtötilanteessa hidasta.

Rahapolitiikan kannalta kriittisintä on se, miten odotukset tulevasta inflaatiosta kehittyvät. Hintavakauden saavuttamisen kannalta oleellista on, että inflaation uskotaan tulevaisuudessa tasaantuvan hintavakaustavoitteen mukaiseksi. Kun inflaatio-odotukset ovat ankkuroituneet hintavakaustavoitteen mukaisiksi, se vähentää epävarmuutta inflaation tulevasta kehityksestä. Tällöin yritykset, työntekijät ja kotitaloudet eivät joudu päätöksenteossaan (kuten tuotteiden hinnoittelussa tai palkkaneuvotteluissa) varautumaan pitkäkestoisen nopean inflaation jatkumiseen.

Energiasta johtuvia inflaatiopaineita seuranneen nopean inflaation jakson on tyypillisesti havaittu vaikuttavan inflaatio-odotuksiin erityisesti nousevissa talouksissa, joissa rahapolitiikka ei välttämättä ole niin voimakkaasti sitoutunut hintavakaustavoitteeseen.^[18] Sen sijaan kehittyneissä talouksissa, joissa keskuspankki on sitoutunut pitämään inflaation maltillisena, energian hinnannousun arvioidut vaikutukset pohjainflaatioon, inflaatio-odotuksiin sekä palkkoihin ovat ainakin viime vuosikymmeninä olleet vähäisempiä.^[19]

15. Ks. *kehikko 3 EKP:n Monthly Bulletin -julkaisusta joulukuulta 2014*. Ks. myös EKP:n Monthly Bulletin elokuulta 2010: *Monthly Bulletin August 2010 (europa.eu)*.

16. Ks. Baba, C. & Lee, J. (2022) Second-Round Effects of Oil Price Shocks – Implications for Europe’s Inflation Outlook, *IMF working paper*, No. 2022/173.

17. Ks. Harding, M., Linde, J. & Trabandt, M. (2022) Understanding Post-Covid Inflation Dynamics, julkaisematon käsikirjoitus, ja Borio, C., Disyatat, P., Xia, D. & Zakrajsek, E. (2022) Second-round effects feature less prominently in inflation dynamics, *BIS Quarterly Review*, s. 23–24.

18. Ks. Baba, C. & Lee, J. (2022) Second-Round Effects of Oil Price Shocks – Implications for Europe’s Inflation Outlook, *IMF working paper*, No. 2022/173.

19. Tulokset perustuvat 2000-luvun aineistoon. Ks. kuvio 19 sivulla 21: Baba, C. & Lee, J. (2022). Second-Round Effects of Oil Price Shocks – Implications for Europe’s Inflation Outlook., *IMF working paper*, No. 2022/173.

Miten inflaatio välittyy palkkoihin ja inflaatio-odotuksiin?

Euroalueen palkkainflaatio on ollut verraten maltillista, eikä toistaiseksi nähdyissä palkkaneuvotteluissa ole ilmennyt selviä viitteitä huomattavan suurista korotuksista, jotka voisivat laukaista voimakkaan palkka-hintakierteen (kuvio 8). Sopimuspalkkojen nousuvauhti kiihtyi alkuvuonna 2,5 prosentin tuntumaan oltuaan viime vuonna 1,5 prosentissa. Tämä on lähellä vuosien 2018–2019 vauhtia. Palkkojen nousuvauhdin ennakoidaan kuitenkin kiihtyvän edelleen loppuvuonna. EKP:n syyskuun ennusteessa palkkojen nousuvauhdin työntekijää kohden arvioitiin kiihtyvän tämän vuoden 4,0 prosentista ensi vuonna 4,8 prosenttiin ja hidastuvan vuonna 2024 noin 4,0 prosenttiin.^[20]

Kuvio 8.

Sopimuspalkkojen nousuvauhti on toistaiseksi pysynyt melko maltillisena



Historiassa – etenkin 1970-luvun öljykriisissä – energian hintojen yllättävä nousu on nostanut myös palkkoja. Sen sijaan viimeisten vuosikymmenten aikana vaikutukset ovat olleet vähäisiä, mitä selittävät keskuspankkien itsenäisyyden lisääntyminen ja sitoutuminen inflaatiotavoitteeseen.^[21] Myös työmarkkinoiden rakenteet ovat muuttuneet, ja esimerkiksi palkkojen indeksointi vähentynyt. Vastaavasti energian käytön osuus kokonaistuotannosta on pienentynyt 1970-lukuun verrattuna.^[22]

Myös keskipitkän ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet euroalueella

20. Palkat työntekijää kohden eroavat sopimuspalkkamittarista siinä, että ne sisältävät niin sanotut palkkaliukumakset eli yli sopimusten maksetut palkat ja lisäksi työntekijää kohden maksettuihin palkkoihin vaikuttavat muutokset työntekijää kohden tehtyjen työtuntien määrässä.

21. Ks. Baba, C. & Lee, J. (2022) Second-Round Effects of Oil Price Shocks – Implications for Europe’s Inflation Outlook, *IMF working paper*, No. 2022/173, ja Blanchard, O. J. & Gali, J. (2007) The Macroeconomic Effects of Oil Shocks: Why are the 2000s so different from the 1970s?

22. Ks. Sota näkyy euroalueella jo luottamusilmapiirissä ja energiahinnoissa – uhkaako hidaskasvu ja nopea inflaatio?, Euro & talous, 7.4.2022.

maltillisina (kuvio 9). Rahoitusmarkkinoilta laskettu 5 vuotta 5 vuoden jälkeen -inflaatio-odotus on selvästi kasvusta huolimatta pysynyt koko vuoden hyvin lähellä tai jopa alle vuosien 2005–2012 keskiarvon.

Tämä ei anna viitteitä inflaation pitkäkestoisemmasta voimakkaasta kiihtymisestä. Inflaatio-odotukset ovat hieman tasaantuneet kesän jälkeen, kun rahapolitiikan normalisoinnin etenemisen myötä on tullut entistä selymmäksi, että EKP reagoi voimakkaasti inflaationäkymien muutoksiin. Myös kasvaneet taantumahuolet ovat tasaittaneet keskipitkän ajan inflaatio-odotuksia.

Kuvio 9.

Markkinaperusteiset inflaatio-odotukset lähellä 2:ta prosenttia

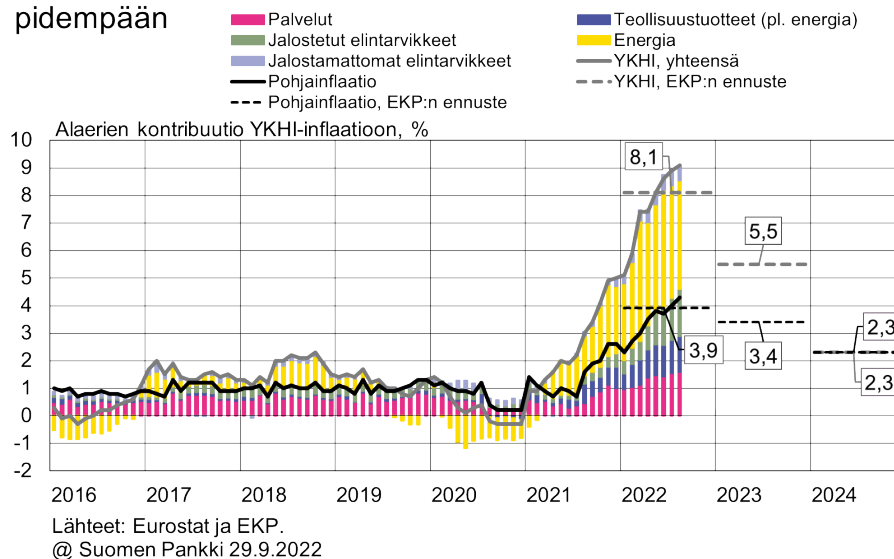


Markkinaperusteiset euroalueen inflaatio-odotukset.
Lähteet: Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.
© Suomen Pankki 29.9.2022

EKP ennusti syyskuussa inflaation pysyvän nopeana lähineljännesten ajan, mutta hidastuvan tämän jälkeen selvästi. Inflaatio hidastuu ennusteen mukaan merkittävästi, koska eri energian hintojen futuuriurat ovat laskevia (kuvio 10). Energian hintoja lukuun ottamatta monien raaka-aineiden hinnat ovat laskeneet kevään huipuista jo nyt. EKP:n ennusteen mukaan inflaatio on 8,1 % vuonna 2022, noin 5,5 % vuonna 2023 ja 2,3 % vuonna 2024.

Kuvio 10.

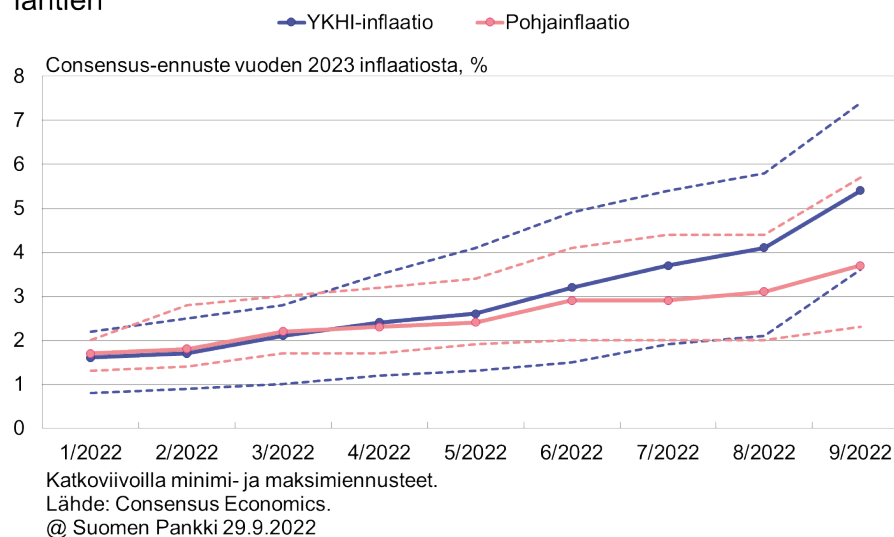
Nopean inflaation jakson odotetaan jatkuvan aikaisemmin luultua pidempään



Inflaatioennusteiden epävarmuutta havainnollistaa kuvio 11, jossa näkyy Consensus-ennusteeseen koottujen eri tutkimuslaitosten ja investointipankkien YKHI- ja pohjaininflaatioennusteiden minimi- ja maksimiarviot vuodelle 2023 sekä ennusteiden keskiarvot. Vuoden 2023 ennusteiden hajonta on kasvanut selvästi huhtikuusta alkaen, ja erityisesti nopeamman inflaatiovauhdin ennusteet ovat tulleet aiempaa todennäköisemmiksi. Vastaavanlainen jakauman leventyminen on nähtävissä myös markkinaperusteisissa inflaatio-optioista johdetuista inflaatio-odotusten jakaumissa.

Kuvio 11.

Ensi vuoden inflaatioon liittyvä epävarmuus kasvanut kevästä lähtien

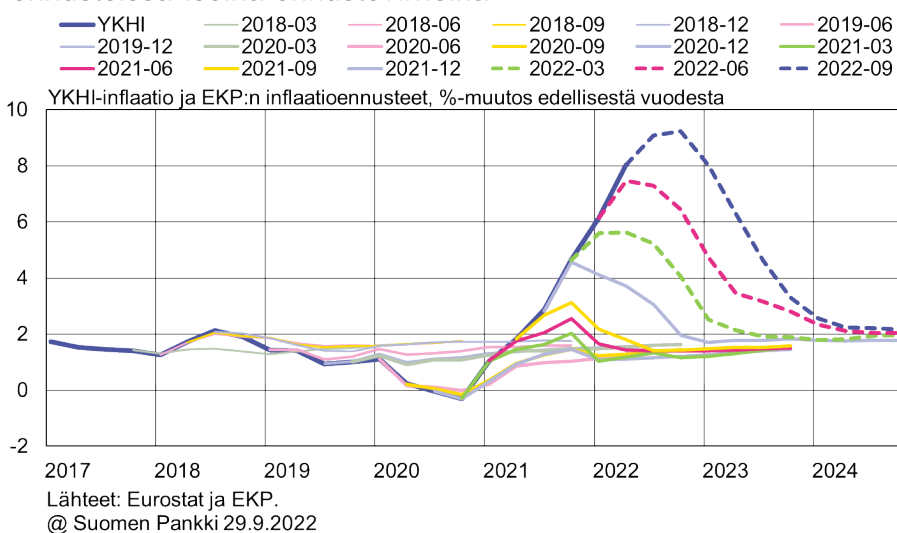


Inflaatio- ja kasvunäkymiin liittyvä epävarmuus poikkeuksellisen suurta

EKP:n inflaatioennusteet – kuten myös useat muut ennusteet – ovat vuoden 2021 ensimmäisestä vuosineljänneksestä alkaen aliarvioineet inflaatiokehitystä.^[23] Vuoden 2021 kolmannella neljänneksellä ennustevirheiden koko oli jo merkittävä. Kuluvan vuoden toisen neljänneksen ennustevirhe oli kautta aikojen suurin, kun euroalueen inflaatiota aliarvioitiin 2,4 prosenttiyksiköllä.

Kuvio 12.

Talouskehityksen yllätyksellisyys on näkynyt viime aikojen ennusteissa isoina ennustevirheinä



Keskeisin syy EKP:n viime aikojen ennustevirheisiin on energian hintojen odottamattoman voimakas nousu. EKP:n ennusteet olettavat energian hintojen kehittyvän futuurihintojen mukaisesti.^[24] Nämä futuuriurat ovat energiakriisin puhjettua jatkuvasti aliarvioineet energiahyödykkeiden hintakehitystä. Muita ennusteissa aliarvioituja tekijöitä ovat olleet tarjontahäiriöiden pitkittyminen, yhteiskuntien koronan jälkeisen avautumisen ja elpymisen voimakkuus sekä energian hintojen nousun epäsuorat vaikutukset muihin hintoihin.

Näihin edellä mainittuihin tekijöihin sekä yleisemminkin maailmantalouden tilanteeseen liittyy nyt poikkeuksellista epävarmuutta, minkä vuoksi merkittäviä ennustevirheitä voi syntyä myös jatkossa. Inflaationäkymiin vaikuttavat myös investoinnit energian tuotantoon. Näillä investoinneilla ja uuden tuotantokapasiteetin käyttöön saamisen nopeudella on keskeinen vaikutus energian hintoihin ja edelleen inflaatioon. Myös

23. Ks. EKP:n *Economic Bulletin* 3/2022, *kehikko 5*.

24. Futuurien implikoimien markkinaodotusten laskennassa tehtävä niin sanottu riskineutraalisoletus tarkoittaa, että futuurin hinnan oletetaan suoraan kertovan energiahyödykkeen odotetusta hinnasta. Todellisuudessa sijoittajat kaihtavat riskiä, ja osa futuurien hintojen vaihtelusta selittyy riskipreemioiden muutoksilla. Ks. esim. Hamilton, J. D. & Wu, J. C. (2014) Risk premia in crude oil futures prices, *Journal of International Money and Finance*, 42, 9–37.

inflaation välittyminen palkkoihin ja sitä kautta hieman pidemmän aikavälin inflaatioketjitykseen voi nykytilanteessa erota tavanomaisesta, koska inflaatiouvauhti on ollut poikkeuksellista.

Samat epävarmuustekijät, jotka liittyvät inflaatioon, dominoivat myös reaali talouden riskinäkömiä. Esimerkiksi EKP:n syyskuun ennusteen heikomman kehityksen skenaariossa kasvu jää ensi vuonna negatiiviseksi. Siinä venäläisen energian saanti loppuu, eikä sitä pystytä korvaamaan muista lähteistä. Energiakriisin nopeidenkin käänteiden ja globaalitalouden kasvunäkymien lisäksi geopolittisten jännitteiden lisääntyminen globaalisti voisi aiheuttaa yllättäviä negatiivisia muutoksia kasvunäkymiin. Kasvuriskit ovatkin heikompaan kehitykseen viittaavia.

Viime vuosina globaalitalous ja ennen kaikkea euroalue on kohdannut poikkeuksellisia muutoksia. Etenkin Venäjän hyökkäyssodasta seurannut puolustusmenojen kasvun tarve, energiasiirtymän nopeutuminen, globaalien tuotantoketjujen ongelmat sekä mahdolliset tuotantoketjujen muutokset voivat heiluttaa inflaationäkymiä niin lyhyellä kuin pitkällä ajanjaksolla. Euroalueen tuotantopotentialin kehitykseen liittyikin uusia riskitekijöitä.

Kriittistä on, kuinka hyvin energiasiirtymästä selvitään. Siinä epäonnistuminen uhkasi euroalueen kansainvälistä kilpailukykyä ja saattaisi alentaa tuotantopotentialia. Toisaalta näissä onnistuminen voi kirkastaa euroalueen talousnäkömiä. Tämä vaatii onnistumista eri politiikkatoimijoilta ja hyvää yksityisen sektorin sopeutumiskykyä. Joka tapauksessa euroalueen kohtaamat myllerrykset voivat vaikuttaa arvaamattomasti inflaationäkymiin. Erityisesti inflaationäkymiä koskevat, lisääntyviin hintapaineisiin viittaavat riskit ovat kasvaneet.

Rahapolitiikan kiristäminen jatkuu hintavakauden turvaamiseksi

Inflaatiopaineiden lisääntymisen vuoksi EKP aloitti rahapolitiikan normalisoinnin joulukuussa 2021. Tuolloin EKP:n neuvosto ilmoitti pandemiaan liittyvän osto-ohjelman (PEPP) arvopaperiostojen vähentämisestä vuoden 2022 ensimmäisellä neljänneksellä ja netto-ostojen päättymisestä maaliskuun lopussa.^[25]

Omaisuserien osto-ohjelman (APP) netto-ostot lopetettiin heinäkuun alussa. EKP oli tätä ennen viestinyt, että ohjauskorkoja nostetaan sen jälkeen, kun netto-ostot on lopetettu.^[26] Tarkemmin rahapolitiikan normalisoinnin vaikutuksia käsitellään liiteartikkelissa: [Mitä on rahapolitiikan normalisointi?](#)

EKP:n neuvosto päätti heinäkuussa 2022 nostaa ohjauskorkojaan puolella prosenttiyksiköllä. Tuolloin päätettiin myös uudesta rahapolitiikan välineestä, jolla pystytään tukemaan rahapolitiikan vaikutuksen tehokasta välittymistä talouteen

25. Eri rahapolitiikkatökalujen vaikutusmekanismeista on keskusteltu tarkemmin esimerkiksi Nelimarkan ja Laineen artikkelissa. Ks. Nelimarkka, J. & Laine, O.-M. (2021) The effects of the ECB's pandemic-related monetary policy measures, BoF Economics Review, 4.

26. EKP harjoitti ennakoivaa viestintää, jonka mukaan ohjauskorkoja nostetaan sen jälkeen, kun netto-ostot on lopetettu. Maaliskuussa 2022 EKP poisti viittauksen mahdolliseen korkojen laskuun.

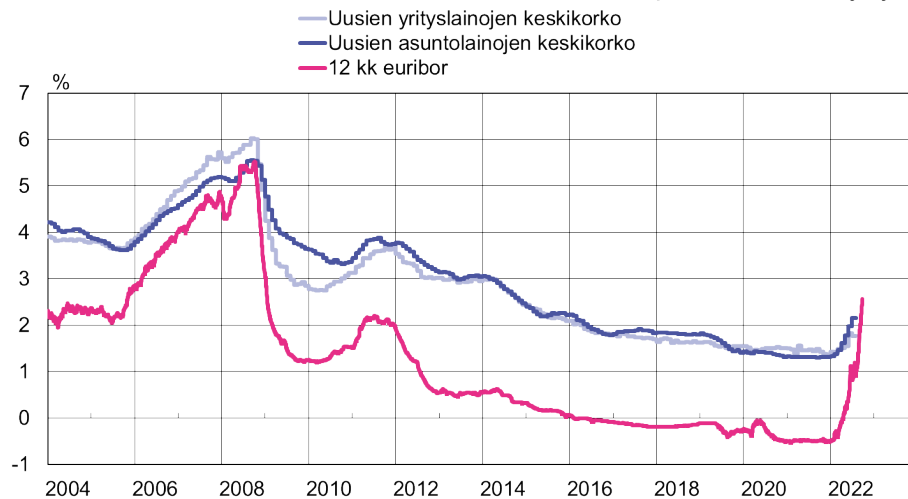
(Transmission Protection Instrument, TPI).^[27] Väline voidaan ottaa käyttöön, jos perusteeton tai hallitsematon markkinakehitys uhkaa muuttaa vakavasti rahapolitiikan vaikutusta euroalueen eri maissa.

Syyskuun 2022 kokouksessaan EKP:n neuvosto nosti edelleen ohjauskorkojaan 0,75 prosenttiyksiköllä. Koronnostojen uskotaan jatkuvan seuraavissa kokouksissa. Korkopäätökset tehdään kokous kerrallaan sen mukaan, miten talousnäkökulma kehittyy.

Koska EKP on kiristänyt rahapolitiikkaansa, markkinakorot ovat nousseet euroalueella. Valtioiden ja yritysten joukkovelkakirjalainojen korkojen nousu johtuu monesta tekijästä. Netto-ostojen lopettaminen ja osto-ohjelmiin liittyvät odotukset vaikuttavat erityisesti pitkän juoksuajan korkoihin. Ohjauskorkojen nosto ja odotukset tulevista koronnostoista puolestaan nostavat erityisesti lyhyen juoksuajan korkoja, mutta myös pitkiä korkoja. Esimerkiksi asuntolainojen viitekorkona tyypillisesti toimiva 12 kuukauden euribor on noussut noin 2,6 prosenttiin (kuvio 13).

Kuvio 13.

Pankkien antolainauskorot ovat nousseet rahapolitiikan kiristyttyä



Lähde: EKP.

@ Suomen Pankki 29.9.2022

Samaan aikaan valtioiden väliset korkoerot ovat kuitenkin pysyneet maltillisina. Osin tätä selittää EKP:n uusi työkalu TPI, joka mahdollistaa puuttumisen EKP:n näkemyksen mukaan perusteettomiin korkoeroihin. Yrityslainojen korkoero valtionlainoihin on hieman leventynyt.

Rahapolitiikan normalisoinnin lisäksi korkoihin vaikuttavat myös inflaatio-odotukset. Euroalueen inflaationäkymän voimistuttua Ukrainan sodan syttymisen ja energiakriisin jälkeen korkosijoittajat vaativat nopeasta inflaatiosta kompensatiota. Se näkyy aiempaa korkeampina nimelliskorkoina.

Rahapolitiikan kiristymisen ja makrotaloudellisen ympäristön muuttumisen vuoksi myös pankkien antolainauskorot ovat alkaneet nousta (kuvio 13). Siitä huolimatta pankkien

27. Ks. EKP:n lehdistötiedote 21.7.2022.

lainakannat ovat kasvaneet edelleen, ja yrityslainakannan kasvu on jopa kiihtynyt. Euro on heikentynyt selvästi suhteessa dollariin useiden kuukausien ajan, mitä selittää esimerkiksi Yhdysvaltojen euroaluetta voimakkaammin kiristynyt rahapolitiikka.

Yhteenveto: Energiakriisi talousnäkymien keskiössä

Nykyinen energiakriisi koskettaa erityisesti euroaluetta, koska euroalue tuo merkittävän osan käyttämästään energiasta. Energian hintojen nousu on jo johtanut nopeaan ja asteittain laaja-alaistuneeseen inflaatioon. Kriisin kasvuvaikutukset tulevat hitaammin kuin vaikutukset hintoihin, mutta kesän aikana kasvunäkymät ovat heikentyneet selvästi. Kasvu- ja inflaationäkymiin vaikuttaa jatkossa olennaisesti se, kuinka hyvin ja minkälaisin keinoin energiakriisin hoidossa onnistutaan. Taantumien mahdollisuutta ei voi sulkea pois.

Kiihtyneeseen inflaatioon EKP on reagoinut kiristämällä rahapolitiikkaa. Jatkossa rahapolitiikan päätökset riippuvat siitä, miten talous kehittyy ja millaisia tietoja inflaatiokehityksestä saadaan. Inflaation hidastuminen lähivuosina edellyttää, että epäsuotuisa palkkojen ja hintojen kierre vältetään ja inflaatio-odotukset pysyvät vakaina. Rahapolitiikan tavoitteena on turvata tässä tilanteessa inflaation vakautuminen 2 prosenttiin keskipitkällä aikavälillä.

Avainsanat

[euroalue](#), [energia](#), [inflaatio](#), [rahapolitiikka](#)