

## KANSAINVÄLINEN TALOUS

# Pitkittynyt inflaatio ja rajoittava rahapolitiikka haittaavat maailmantaloutta

## TALOUSKASVU HIDASTUU KEHITTYNEISSÄ MAISSA

Vuoden 2022 heikon ensimmäisen puoliskon jälkeen Yhdysvaltain talous kääntyi vahvaan kasvuun vuoden kahdella viimeisellä neljänneksellä. Kulutuksella oli kasvuun huomattava positiivinen vaikutus, mutta investointien vaikutus oli negatiivinen. Alkuvuodelle 2023 tärkeimmät nowcasting-ennustemallit povaavat positiivista kasvua, vaikka epävarmuus on edelleen huomattavaa. Tärkeimpien ennustelaitosten mukaan Yhdysvaltojen talous hidastuu huomattavasti vuonna 2023, jonka jälkeen sen odotetaan elpyvän vuosina 2024 ja 2025.

Euroopassa on talven aikana vältytty pelätyltä Venäjän kaasutoimitusten leikkauksiin liittyneeltä energiapulalta. Tämä johtui odotettua leudommista säistä, yritysten ja kuluttajien kulutuksen sopeuttamisesta sekä nesteytetyn maakaasun lisääntyneestä tuonnista muilta

- » Kasvu hidastuu mutta tärkeimmissä talouksissa ei synny syviä taantumia
- » Venäjän Ukrainaan kohdistama hyökkäyssota luo epävarmuutta
- » Kiinan koronapolitiikan muutos lisää globaalia kysyntää ja lieventää toimitusketjun rajoituksia.
- » Pelätyltä energiakriisiltä vältyttiin, mutta inflaatio jatkuu
- » Pankkisektorin epävakaus ja inflaatio tuottavat keskuspankeille haastavan dilemman

toimittajilta. Nyt talouden tiheään päivittyvät indikaattorit viittaavat kasvun huomattavaan hidastumiseen. Tärkeimmät ennustajat odottavat euroalueelle hidasta, joskin edelleen positiivista kasvua vuodelle 2023, vaikka Saksan talouden odotetaan heikkenevän. Ison-Britannian talouden odotetaan supistuvan tänä vuonna, ja – toisin kuin muiden suurien talouksien – sen ei odoteta elpyvän merkittävästi vuonna 2024.

Kiinan luopuminen koronapolitiikkansa nollalinjasta johdi sen talouden uudelleen avautumiseen. Tämän pohjalta useimmat ennustajat uskovat kestävään kasvuun vuosina 2023, 2024 ja 2025. Positiivinen talouskehitys lisää globaalia kysyntää ja helpottaa toimitusketjujen paineita vaikuttaen siten myönteisesti maailmantalouteen. Kiinteistömarkkinat ovat edelleen herkkä kysymys Kiinan taloudelle.

Maailmantaloutta tarkasteltaessa laajalle levinneen inflaation ja siitä johtuvan rahapolitiikan kiristymisen arvioidaan jarruttavan merkittävästi globaalia kasvua. Myös Venäjän sotatoimien jatkuminen Ukrainassa sekä Yhdysvaltojen ja Kiinan välisten jännitteiden voimistuminen lisäävät maailmanlaajuisia epävarmuutta.

## INFLAATIO JA RAAKA-AINEIDEN HINNAT

Inflaatio on kiihtynyt voimakkaasti vuosina 2021 ja 2022. Sekä Yhdysvalloissa että euroalueella kokonaisinflaatio on kahden viimeksi kuluneen vuoden ajan ollut (energian ja elintarvikkeiden hintojen vaikutusta sisältämätöntä) pohjainflaatiota korkeammalla tasolla. Sittemmin energian hinnat ovat laskeneet merkittävästi, ja kuviosta 1 havaitaan, että kokonaisinflaatio on jo kääntynyt laskuun sekä Yhdysvalloissa että euroalueella. Yhdysvalloista poiketen euroalueen pohjainflaatio on kuitenkin kasvanut edelleen.

Energian hinnat ovat edelleen laskusuunnassa kesäisen huippunsa jälkeen. Tämä on johtanut tärkeimpien hintaindeksien alenevaan trendiin erityisesti Yhdysvalloissa. Yhdysvaltain työmarkkinat ovat edelleen erittäin kireät, mikä lisää inflaatiopaineita. Euroalueen kohdalla tilanne on hieman erilainen. Vahvat kaasuvarastot ja odotettua parempi energian saatavuus ovat johtaneet kokonaisinflaation hidastumiseen, mutta useimpien tavaroiden ja palveluiden hinnat ovat edelleen nousussa, mistä on osoituksena nouseva pohjainflaatio.

Kiinan talouden uudelleen avaamisella on epäselvä vaikutus inflaatioon. Toimitusketjun paineet ovat vähentyneet huomattavasti, mistä on osoituksena tuottajahintaindeksien dramaattinen lasku Yhdysvalloissa ja Euroopassa sekä rahtihintojen lasku. Tämän pitäisi johtaa inflaation hidastumiseen. Toisaalta Kiinassa syntyy lisää kysyntää myös raaka-aineille ja energialle, mikä lisää inflaatiopaineita. Lopullinen tulos on epäselvä.

Leuto talvisää auttoi Eurooppaa varmistamaan kaasun ja energian toimitukset, mikä johti niiden hintojen laskuun. Öljyn hinta, joka nousi erittäin korkealle kevään 2022 aikana, on laskenut merkittävästi vuoden 2022 jälkipuoliskolla, ja sen ennustetaan laskevan edelleen vuonna 2023 ja sitä seuraavina vuosina. Muiden raaka-aineiden kohdalla useimmat ennustajat odottavat hintojen laskevan lähivuosisiksi, lukuun ottamatta puutavaraa. Elin-  
tarvikepulalta, jonka pelättiin seuraavan Venäjän hyökkäyksestä Ukrainaan, onneksi vältyttiin, vaikka Ukrainan viljan viennin mahdollistava Mustanmeren sopimus on vaarassa.

## RAHAPOLITIIKASSA ON HAASTAVA DILEMMA

Sekä Yhdysvaltain keskuspankki (FED) että Euroopan keskuspankki (EKP) ovat reagoineet kiihtyneeseen inflaatioon nostamalla voimakkaasti ohjauskorkojaan. EKP:n tärkein ohjauskorko on nyt 3,5 prosenttia ja FED:in tärkein ohjauskorko (federal funds rate) noin 4,6 prosenttia. Kuten kuviosta 2 ilmenee, EKP:n koronnostot ovat johtaneet asuntolainojen viitekorkona usein käytettyjen Euribor-korkojen nousuun. Tämä on omiaan supistamaan reaalityuloja (asuntoluottokustannusten nousun kautta). Myös Yhdysvaltojen ja euroalueen valtionvelkakirjojen korot ovat nousseet ohjauskorkojen mukana.

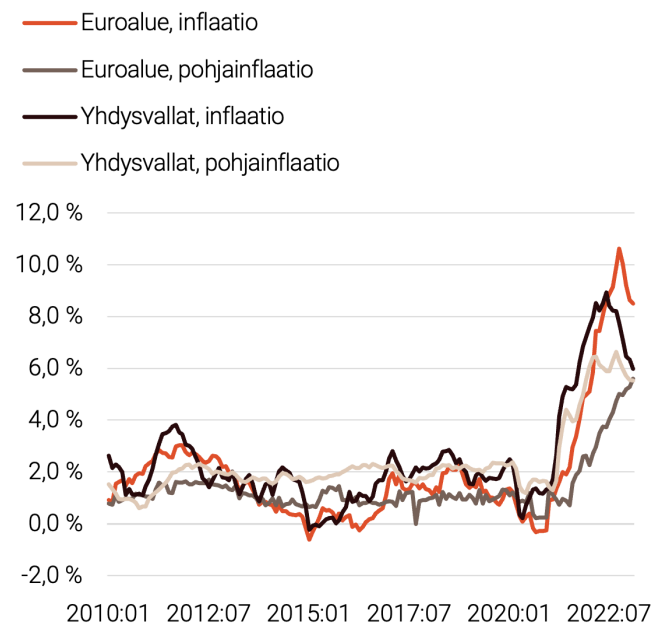
Kuten vuosi sitten julkistamassamme ennusteessa [huomautimme](#), finanssikriisin ja koronakriisin välisinä vuosina (2009-2019) harjoitetusta ekspansiivisesta rahapolitiikasta voi olla arvaamattomia seurauksia sitten kun korkoja joudutaan jälleen nostamaan. Finanssikriisin ja koronakriisin välisinä vuosina rahaperusta kasvoi sekä euroalueella että Yhdysvalloissa liikkeellä olevan rahan määrää kuvaavia aggregaatteja nopeammin, ja myös rahan kiertonopeus hidastui. Käytännössä hidastunut kiertonopeus ilmeni siten, että keskuspankin rahaperustaa kasvattava toiminta – valtionvelkakirjojen ja muiden arvopaperien ostot – eivät kiihdyttäneet inflaatiota ennakoitulla tavalla.

## KANSAINVÄLINEN TALOUS

BKT, prosenttimuutos edellisestä vuodesta				
	2022	2023e	2024e	2025e
USA	2,0	0,5	1,6	1,8
Kiina	3,0	4,7	4,5	4,5
Euroalue	3,5	0,7	1,6	1,9
EKP ohjauskorko	0,57	4,00	4,00	3,00
Euribor 3kk	0,36	3,50	4,00	3,00
USD/EUR	1,05	1,05	1,05	1,05
Öljy (Brent, \$/bbl)	100,9	85,8	78,8	75,00
Eurooppalainen kaasu (\$mmbtu)	40,3	32,0	28,0	25,0
Muiden kuin energiahyödykkeiden hintaindeksi (2010=100)	123,7	113,7	113,0	113,0
Euroalueen inflaatio	8,4	6,1	2,9	2,3

Lähteet: Federal Open Market Committee, ECB, IMF, World Bank, OECD, BOFIT, National Bureau of Statistics China, Eurostat, Labore.

## KUVIO 1. KULUTTAJAHINTAINFLAATIO JA POHJA-INFLAATIO EUROALUEELLA JA YHDYSVALLOISSA 2010:01 – 2023:02



Lähde: Eurostat, Federal Reserve Economic Data.

Euroalueella pohjainflaationa on käytetty energian, elintarvikkeiden, alkoholin ja tupakan hinnanmuutoksista puhdistettua inflaatiota. Yhdysvalloissa pohjainflaationa on käytetty energian ja elintarvikkeiden hinnanmuutoksista puhdistettua inflaatiota.

Kiertonopeuden hidastumiseen tai raha-aggregaatioiden odottamattoman hitaaseen kasvuun ei ole mitään ilmeistä, tunnettua syytä. Voidaan ajatella, että hitaan inflaation vuosikymmenen kuluessa talous siirtyi uuteen, aiemmin koetuista tasapainotiloista poikkeavaan tasapainoon, ja kiristävän rahapolitiikan vaikutuksista uudessa tasapainossa ei ole aiempaa kokemusta.

Lisäksi, kun keskuspankit harjoittivat määrällistä keventämistä markkinoilta turvallisimpia arvopapereita ostamalla, ne epäsuorasti kasvattivat samalla muiden sijoittajien tekemien riskipitoisempien sijoitusten määrää. Tällaiset suuririskiset sijoitukset voivat muodostua ongelmaksi korkojen kääntyessä nousuun.

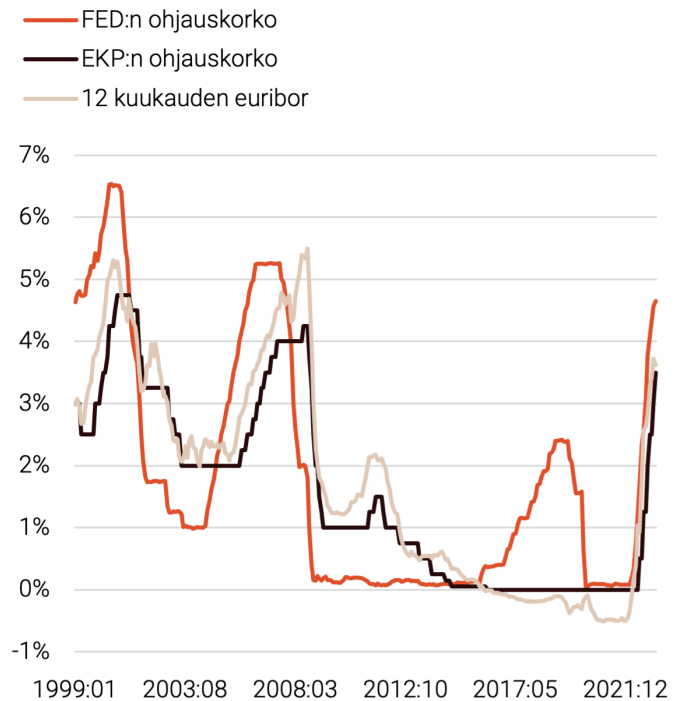
Nyt keskuspankit ovat haastavan dilemman edessä. Kuluvaan vuoden maaliskuussa tapahtuneet Silicon Valley Bankin ja Credit Suisse'n romahtamiset ovat luo- neet pankkisektorille jännitteitä, joilla voi olla merkittäviä vaikutuksia maailmantalouteen. Voimakkaana jatkuva inflaatio perustelisi ohjaukorkojen nostojen jatkamista vielä kuluvaanakin vuonna, mutta koronnostot olisivat omiaan lisäämään muidenkin pankkien kriisiytymisen todennäköisyyttä.

Tällä hetkellä FED:n odotetaan hidastavan koronnostojen vauhtia, ellei peräti aloittavan koronlaskun vastatakseen heikkenevään talouskasvuun ja rahoitusmarkkinoiden hermostuneisuuteen, joka luo paljon paineita ns. alueelliselle pankkisektorille. Eurooppalaisiin pankkeihin viime aikoina kohdistunut paine saattaa myös EKP:n vaikean valinnan eteen, koska sen on jatkettava inflaation torjuntaa ja varmistettava samalla, että rahoitusmarkkinat pysyvät vakaina.

Laboren talousennuste kuvaa todennäköisimpänä pidettyä lyhyen tähtäimen talouskehitystä. Ennusteessamme pankkisektorille ei synny systeemistä, yksittäisten pankkien kaatumisia vakavampaa kriisiä. Oletamme euroalueen in-

## KUVIO 2. EUROOPAN KESKUSPANKIN JA YHDYSVALTOJEN KESKUSPANKIN TÄRKEIMMÄT OHJAUSKOROT SEKÄ EURIBOR-KORKO

1999:01-2023:03



Lähde: Suomen Pankki, Federal Reserve Economic Data.

flaation hidastuvan lähelle kahden prosentin tavoitetasoa vuoteen 2025 mennessä. Skenaariossamme kriisin uhkasta ja hidastuneesta inflaatiosta johtuen EKP:n ohjaukorkot ja niistä riippuvat markkinakorot kasvavat enää vain maltillisesti. Vaikka pahimmat mahdolliset uhkakuvat eivät skenaariossamme toteudukaan, aiemmasta rahan painamisesta johtuva euroalueen pankkisektorin laaja-alaisempi kriisiytyminen on silti vakavasti otettava uhkakuva. ■

### LISÄTIETOJA

**PAOLO FORNARO**  
johtava tutkija

040 9658 449  
paolo.fornaro@labore.fi

www.labore.fi

**ILKKA KIEMA**  
ennustepäällikkö

040 940 2287  
ilkka.kiema@labore.fi

