

### Kasvua epävarmuuden varjossa

- Ennustemme mukaan Suomen talouskasvu jäisi tänä vuonna lähelle nollaa.
- Euroalueen talouden ennustamme kasvavan tänä vuonna noin prosentin ja Yhdysvaltojen talouden ennustamme kasvavan noin puolitoista prosenttia.
- Keskuspankkien poikkeuksellisten tukitoimien aiheuttama rahoitusmarkkinoiden riskin väärinhinnoittelu varjostaa kuitenkin maailmantalouden kasvua yhä voimakkaammin.
- Maailmalla on myös useita kriisipesäkkeitä, joiden puhkeaminen täysimittaiseksi sodaksi voi toimia uuden talouskriisin käynnistäjänä.

Maailmantalous on astunut uuteen, outoon aikaan. Keskuspankkien markkinainterventiot ovat uudelleenhinnoitelleet useiden varallisuuserien riskit alaspäin, mutta samanaikaisesti talouden fundamentit ovat parantuneet vain vähän tai eivät lainkaan. Yleisten markkinariskiä (hintojen odotettua vaihtelua, volatilitteettia) mittaavien indikaattoreiden, kuten Chicago Board Options Exchange Market Volatility Indeksien (VIX) arvot ovat laskeneet tasolle, jota ei ole nähty ennen vuosien 2007–2008 finanssikriisiä. Erilaisten arvopaperistettujen tuotteiden, kuten lainavakuudellisten arvopapereiden (CLO), kysyntä ja velkavivun käyttö ovat kasvaneet voimakkaasti. Tämä kertoo investoijien kasvaneesta riskinottohalukkuudesta. Kehityksestä tekee huolestuttavan se, että alhainen volatilitteetti ja kasvanut riskinottohalukkuus ovat usein edeltäneen rahoitusmarkkinakriisejä. Tämän lisäksi joukkovelkakirjamarkkinoilta on tullut viestejä joidenkin markkinoiden ”kuolemasta”. Tällä tarkoitetaan tilannetta, jossa markkinan kaupankäyntivolyyymi on romahtanut. Syynä on keskuspankkien voimakas sekaantuminen markkinoiden toimintaan.

Velkavivun käyttö korkeariskisten tuotteiden ostoon on luonnollisesti keski- ja pitkän aikavälin ongelma, elleivät markkinat kohtaa jonkinlaista paniikin laukaisevaa sokkia. Tällaisten sokkien laadun ja tarkan ajoituksen ennakointi on aina erittäin hankalaa. Näemme tällä hetkellä

muutaman potentiaalisen kehityskulun, jotka voivat pahentuessaan laukaista uuden kriisin rahoitusmarkkinoilla. Yksi tällainen *triggeri* on sota. Maailmalla on tällä hetkellä muutama kriisipesäke, jotka voivat pahentuessaan johtaa maailmantaloutta uhkaaviin sotiin. Nämä ovat:

- ISIS joukkojen eteneminen Irakissa
- Arabikevään jatkuminen
- Shiiojen ja Sunnien välisen konfliktin laajentuminen
- Kiinan ja Vietnamin alue- ja öljykiistat
- Kiinan ja Japanin aluekiistat
- Väkivaltaisen nationalismien nousu EU:ssa
- Thaimaan levottomuuksien jatkuminen
- Kiinan ja Venäjän yhteistyö Eurooppaa ja Aasia koskevissa aluekiistoissa

Jotta konfliktit voisivat nousta uhkaamaan maailmantaloutta, täytyy niiden saavuttaa piste, jossa ne alkavat vaikuttaa maailmantalouteen joko suoraan (esim. öljysokki) tai niiden koetaan muodostavan riittävän uhan maailmantaloudelle. Viimeisten kuudenkymmenen vuoden aikana konfliktit on yleensä pystytty pysäyttämään kansainvälisellä politiikalla ennen kuin ne ovat kasvaneet maailmantaloutta haittaaviin mittoihin. Sodan uhkaa ja sen aiheuttamia markkinaspekulaatioita ei kuitenkaan pystytä poliittisesti kontrolloimaan. Keskuspankit eivät pysty pysäyttämään sotia. Siksi niiden mahdollisuudet rajoittaa konfliktin uhasta

aiheutuvaa markkinapaniikkia on rajoitettu. Tämä pätee etenkin nyt, kun lähes kaikki keskuspankkien markkinoiden manipulointiin soveltuvat keinot alkavat olla käytössä.

Kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla on niin ikään kehitymässä ”kriisipesäkkeitä”. Euroopan kriisimaiden joukkovelkakirjojen korot ovat laskeneet tasolle, jota ei ole nähty sitten vuoden 2007. Samalla niiden velan suhde bruttokansantuotteeseen on jatkanut kasvuaan. Joidenkin joukkovelkakirjojen markkinat ovat myös alkaneet kärsiä likviditeetin eli vaihdannan puutteesta. Tämä on yksi keskuspankkien markkinamanipulaation epämieluisista vaikutuksista. Jos arvopaperin, kuten valtion velkakirjan, arvo ei vastaa markkinaosapuolien sille asettamaan tuoton ja riskin suhdetta, arvopaperilla ei käydä kauppaa. Yleensä tätä ei tapahdu, koska varallisuuserien hinnat muuttuvat markkinoiden arvostuksien mukaisesti. Nyt markkinoilla on kuitenkin toimija, jolla ei käytännössä ole budjettirajoitetta (keskuspankki). Tällainen toimija voi painaa varallisuuserän hinnan niin alhaiseksi, että kukaan ei enää halua myydä tai ostaa kyseistä varallisuuserää, ja markkina ”kuolee”. Keskuspankkien toimet markkinakorkojen laskemiseksi ovat myös johtaneet sijoittajat etsimään tuottoja erilaisista korkean riskin arvopapereista, kuten roskaluokituksen saaneiden yritysten velkakirjoista. Tämä yhdistettynä hitaaseen maailmantalouden kasvuun on synnyttänyt epäterveen sijoitusympäristön. Koska markkinakorot ovat äärimmäisen alhaalla, sijoittajilla ei ole muuta mahdollisuutta kohtuullisen tuoton saamiseksi kuin käyttää velkavipua ja ostaa korkeariskiä arvopapereita. Paradoksaalista on, että yleensä maailmantalouden hidas kasvu johtaa korkeariskisten arvopapereiden kysynnän laskuun (ja hinnan nousuun), mutta keskuspankkien toimet ovat tehokkaasti väärihinnoitelleet niihin sisältyvät riskit. Markkinat eivät toisin sanoen enää hinnoittele riskiä talouden tai yritysten fundamenttien

mukaan. Tämä luo markkinoiden epävakautta vahvistavan syklin, missä sijoittajat käyttävät velkaa ostaakseen korkeariskiä varallisuuseriä, joiden arvo laskee, mikä kannustaa entistä suuremman velkavivun käyttöön ja entistä korkeariskisimpien varallisuuserien ostoon. Tällaisen *carry trade* käytöstä, jossa sijoittajat lainaavat pitkällä maturiteetilla ostaakseen korkeariskisiä arvopapereita, on entistä enemmän näyttöä. Tämä altistaa rahoitusmarkkinat paniikkimyynneille, koska hintojen kääntyessä laskuun sijoittajat pyrkivät eroon omistuksistaan mahdollisimman nopeasti välttyäkseen suurilta tappioilta. Tällainen *fire-sale* voi käynnistyä lähes mistä tahansa maailmantaloutta uhkaavasta sokista. Arviomme mukaan tällaisen sokin todennäköisyys tämän ja ensi vuoden aikana on 20 %.

Epävarmuuden kasvusta huolimatta maailmantalous antaa myös aihetta iloon. Yhdysvaltojen työllisyystilanne jatkaa paranemistaan, tuotantoteollisuuden ostopäällikköindeksi on edelleen korkealla, yksityinen kulutus on kasvussa ja teollisuustuotanto kasvaa. Euroopassa säästäväisyystoimenpiteiden kurittamat kriisimaat ovat palaamassa kasvuun. Espanjan ja Portugalin BKT:t ovat jo kääntyneet kasvuun, ensi kertaa kolmeen/neljään vuoteen. Kreikan BKT jatkaa laskuaan, mutta laskuvauhti on koko ajan hidastunut ja Kreikan odotetaan palaavan kasvuun ensi vuoden aikana. EKP voi myös edelleen lisätä elvytystoimiaan, ja tämä voi edesauttaa kasvua tosin sillä kustannuksella, että markkinaväärismät lisääntyvät.

Gloaalissa reaalityaloudessa on silti myös ongelmia. Yhdysvaltojen talouskasvu ei edelleenkään vakuuta kaikilta osin. Rahan määrän kasvu on selkeästi hidastunut Yhdysvaltojen keskuspankin (Fed) vähennettyä tukiostojaan. Tämä kertoo, että talous ei vielä välttämättä ole toipunut. Vähittäismyynti on edelleen laskenut. Ehkä huolestuttavinta on, että keskiluokan

reaalinen ostovoima on laskenut viimeiset viisi vuotta. Yhdysvaltojen keskiluokka on maailman suurin yksittäinen kuluttajaryhmä ja heidän tulojensa lasku heikentää varmasti maailmantalouden kasvua. Euroalueen talouskasvu on myös vielä erittäin heikkoa. Työttömyysaste on yli 12 prosenttia ja nuorisotyöttömyys lähes 24 prosenttia. Tämän lisäksi entisten ns. ydinmaiden, Hollannin ja Suomen talous yskii.

Suomen tilanne on vakavampi kuin Hollannin. Suomen BKT ei ole kasvanut kahteen vuoteen ja se on edelleen noin vuoden 2007 tasolla tai hieman sen alle. Nettoinvestoinnit ovat vajonneet 1990 - luvun laman tasolle. Työttömyys on edelleen kohtuullisella tasolla, mutta tämä on aikaansaatu valtion menoja kasvattamalla, joka puolestaan on rahoitettu valtion ottamalla velalla. Suomen kansainvälinen hintakilpailukyky on myös huonontunut, mikä yhdistettynä käynnissä olevaan rakennemuutokseen on myrkyllinen yhdistelmä. Suomi tarvitsisi kipeästi joustoja, mutta keskitettyjen palkkasopimusten ja euron takia niitä on erittäin hankala saavuttaa. Onkin olemassa uhka, että Suomi vajoaa euroalueen ongelmataloudeksi seuraavien viiden vuoden aikana.

## Menetelmäkuvaukset

Q-review - raportissa esitetyt ennusteet perustuvat tilastolliseen mallinnukseen, jonka yhteydessä hyödynnetään uusinta akateemista tietoa niin käytettävien menetelmien kuin suhdannevaihteluiden ennustamiseen liittyvien tutkimustulosten osalta.

*Nowcastit* ovat ennustehetkellä muodostettuja arvioita kuluvan neljänneksen BKT:n kasvusta. Ennustemme perustuvat ja koskevat BKT:n neljännesvuositilinpitoa. Raportin kirjoittamishetkellä kyseisen neljänneksen talouskasvu, BKT:lla mitattuna, on vielä tuntematon. Tästä johtuen myös tälle ajankohdalle on tulevaisuuteen suuntautuvien ennusteiden (*forecast*) lisäksi muodostettava ennuste (*nowcast*). *Nowcastit* muodostuvat tilastollisen malliin perustuen, jossa hyödynnetään ennustehetkellä tiedossa olevaa informaatiota talouden tilasta kyseisen neljänneksen aikana.

Varsinaiset BKT-ennusteet perustuvat dynaamiseen tilastolliseen ennustemalliin, jonka yhteydessä eri neljänneksille muodostetut ennusteet riippuvat aina edellisen neljänneksen toteutuneesta BKT-kasvusta tai sen ennusteesta. Lopputuloksena saadaan ennusteet kaikille kolmelle talousalueelle (Suomi, euroalue ja Yhdysvallat) siten, että ennusteita muodostettaessa eri talousalueet ja niille tehtävät ennusteet voivat riippua toisistaan. Eri ennusteskenaariot perustuvat GnS Economicsin rakentamiin malleihin sekä GnS Economicsin asiantuntijanäkemykseen tulevasta suhdannekehityksestä.

Taulukossa 1 esitämme Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisesta bruttokansantuotteen kasvun ennusteet vuoteen 2015 asti. Ennustemme mukaan Suomen talous ei kasvaisi tänä vuonna juuri lainkaan (0,2 prosenttia). Ensi vuonna kasvu piristyisi 1,4 prosenttiin. Euroalueen ennustamme kasvavan tänä vuonna hieman alle prosentin vauhtia ja ensi vuonna lähes puolentoista prosentin vauhtia. Yhdysvaltojen talouden ennustamme kasvavan tänä vuonna 1,6 prosentin ja ensi vuonna yli 2,5 prosentin vauhtia. Ennusteisiin liittyy kuitenkin kasvavaa epävarmuutta, koska uuden talouskriisin uhka on näkemyksemme mukaan kasvanut.

Taulukko 1. Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisesta BKT:n kasvun *nowcastit* (nc) sekä BKT:n kasvuennusteet (prosenttia). Lähde: OECD, Tilastokeskus ja GnS Economics.

Neljännes	Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2014:1	-0,36	0,18	-0,25
2014:2 (nc)	0,13	0,19	0,71
2014:3	0,40	0,28	0,50
2014:4	0,24	0,21	0,61
2014	0,2	0,9	1,6
2015	1,4	1,3	2,6

Tarkemmin suhdanne-ennusteiden muodostamisesta ja siihen liittyvistä seikoista on kerrottu GnS Economicsin kotisivuilla osoitteessa [www.gnseconomics.com](http://www.gnseconomics.com).

.....

Seuraava Q-Review julkaistaan syyskuussa 2014.

.....

Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT  
Toimitusjohtaja

puh: +358 40 196 3909

email: [tuomas.malinen@gnseconomics.com](mailto:tuomas.malinen@gnseconomics.com)

<http://www.gnseconomics.com>

Tämä GnS Economicsin raportti ei sisällä kehotusta ostaa mitään hyödykkeitä, arvopapereita tai investointeja. Raportissa esitettyä informaatiota voidaan pitää luotettavana, mutta sen tarkkuutta ei voida taata. Raportissa esitetyt ennusteet eivät välttämättä korreloi myöhemmän maailmantilanteen kanssa. Henkilöt, jotka käyttävät tämän raportin tietoja, tekevät sen omalla riskillään, eikä GnS Economicsia voida pitää vastuullisena mistään raportin perusteella tehdystä toimesta tai tekemättä jättämisestä. GnS Economicsin raportit edustavat yrityksen sisällä tehtyä analyysiä, eivätkä siten välttämättä kenenkään yksittäisen henkilön näkemystä tai heidän taustaorganisaatioiden mahdollisia näkemyksiä.