

## Eurooppa, minne menet?

- Ennustemme mukaan euroalueen kasvunäkymät jatkuvat heikkoina, mutta Suomen taloudella on mahdollisuus toipumiseen ensi vuodesta alkaen.
- Euroopan ja erityisesti euroalueen näkymät ovat heikentyneet merkittävästi kesän aikana, eivätkä Euroopan keskuspankin uudet toimet tule ratkaisemaan euroalueen ongelmia.
- Euroalueen taloutta haittaavat etenkin ns. *zombiepankit*, jotka eivät pysty lainoittamaan yrityksiä ja kotitalouksia.
- Ratkaisu euroalueen ongelmiin on pankkisektorin ja valtionvelkojen uudelleenjärjestely. Euroalueen ongelmien lopullinen ratkaiseminen vaatii tulonsiirtounionia tai euroalueen purkamista.

Eurooppa menetti asemansa johtavana maanosana sata vuotta sitten ensimmäisen maailmansodan seurauksena. Nyt Eurooppa uhkaa menettää asemansa maailman johtavana taloutena Yhdysvaltojen rinnalla pitkittyneen taantuman seurauksena. Kestolla mitattuna Euroalueen nykyinen taantuma ohittaa jo vuosien 1929 - 1938 Suuren laman. Silloin kriisiä edeltäneen kokonaistuotannon (BKT) tason saavuttaminen kesti Euroopassa noin viisi vuotta. Euroalueen kokonaistuotanto on edelleen alle vuoden 2007 tason.

Mihin Euroopan ja euroalueen talous on sitten menossa? Euroopan keskuspankin (EKP) ohjauksen lasku sekä talletuskoron asettaminen negatiiviseksi yhdessä omaisuusvakuudellisten arvopapereiden ja katettujen joukkolainojen ostohjelman kanssa auttaa euroalueen taloutta, mutta ei ratkaise sen ongelmia. Ikävä tosiasia on, että maat, joilla on ollut oma valuuttakurssi, ovat nousseet kriisistä nopeammin kuin euroalue. Tämä koskee etenkin Ruotsia ja Iso-Britanniaa. Yhteisestä valuutasta on tullut ikään kuin pakkopaita, joka estää normaalin valuuttakurssien kautta tapahtuvan sopeutumisen. Tämän kilpailun selvä voittaja euroalueella on ollut Saksa, vaikka sen bruttokansantuote (BKT) supistui 0,2 prosentin verran toisella kvartaalilla. Saksan talouden tehokkuus ja vuosia vallinnut palkkamalti asettavat muille euromaille tason, johon niiden pitäisi yltää. Tämä on osoittautunut mahdottomaksi.

Euroalueen ongelmien ytimessä on hoitamaton pankkikriisi, jota olemme korostaneet jo yli kahden vuoden ajan ensimmäisestä suhdannekatsauksestamme (Q-review 1/2012) alkaen. Kun Kreikan toisesta pelastuspaketista päätettiin vuonna 2011, Euroopan pankkisektorin ongelmat olivat jo kaikkien tiedossa. Euroopan talouden kannalta oikea päätös olisi tuolloin ollut käyttää Kreikan valtiontalouden pelastamiseen käytetyt rahat Euroopan pankkisektorin tukemiseen ja kannattamattomien pankkien alasajoon. Kreikka olisi ajautunut velkajärjestelyyn, IMF:n huomaan ja mahdollisesti ulos euroalueesta. Kreikan velkajärjestely olisi kuitenkin pakottanut Euroopan korjaamaan pankkisektorinsa ongelmat. Euroalueen hajoamisen pelossa tätä ei uskallettu tehdä. Euroalueesta oli tullut tärkeämpi euroalueen poliitikoille kuin Euroopan taloudesta.

Tämän päätöksen seurauksena Euroopan pankkisektorilla on tuntematon määrä niin sanottuja *zombiepankkeja*, jotka pysyvät toiminnassa ainoastaan EKP:n suoran ja epäsuoran tuen avuin. Tämänkaltaiset pankit toimivat taloudessa kuin loinen. Ne imevät rahaa rahoitusjärjestelmästä pysyäkseen pystyssä, kun taas terveet pankit jakavat järjestelmässä kiertävää rahaa kotitalouksien ja yritysten kulutukseen ja investointeihin. Zombiepankkien kohtuullisen suuresta määrästä kertoo yksityisen sektorin lainoituksen jo vuosia jatkunut lasku. Keskuspankkien keskuspankki (Bank of International Settlements, BIS) uusi kesäkuussa varoituksensa Euroopan pankkisektorin uhasta

maailman rahoitusjärjestelmälle. BISin mukaan uhka syntyy Euroopan pankkien heikosta pääomatilanteesta yhdistettynä huonojen lainojen kasvavaan määrään. Pankeilla on toisin sanoen liikaa kannattamattomia lainoja (joiden määrä kasvaa) suhteessa niiden omaan pääomaan. Tavallisissa yrityksissä tämä merkitsisi konkurssia, mutta pankit pystyvät kiertämään pääomavaatimuksia erilaisten järjestelyjen, kansallisten viranomaisten ja EKP:n avulla. Tämä menettely kuitenkin synnyttää ”eläviä kuolleita” pankkeja. Monet eurooppalaiset pankit ovat aloittaneet ongelmalainojensa myynnin tilanteensa helpottamiseksi, mutta tällä ei kuitenkaan pystytty pysyvästi ratkaisemaan pankkisektorin ongelmia. Useissa tapauksissa ongelmalainojen markkinahinta on niin alhainen, että pankkien taseet eivät kestäisi myynnistä aiheutuvia tappioita.

Pankkisektorin ongelmia pahentaa Euroopan toinen ongelma: valtioiden ylivelkaantuminen. Vaikka valtionvelan kasvulla ei näytä olevan suoraa vaikutusta taloudelliseen kasvuun, nousevat velanhoitokustannukset uhkaamaan valtiontaloutta velan määrän paisuessa. Venäjän todennäköisesti etupiirin varmistamiseen pyrkivä politiikka Ukrainassa asettaa lisärasitteita Euroopan taloudelle. Äärimmäisenä, joskin hyvin epätodennäköisenä skenaariona Ukrainan konflikti johtaa laajempaan sotaan Euroopassa, minkä vaikutuksien ennakoiminen on mahdotonta. Todennäköisimmässä skenaariossa konflikti johtaa vastavuorosiin talouspakotteisiin, joista perääntyminen ilman kasvojen menetystä on hyvin hankalaa. Käytännössä Venäjä ja Eurooppa voivat ajaa toisensa lamaan talven aikana pelkillä pakotteilla. Venäjä voi lopettaa kaasutoimitukset Eurooppaan ja Eurooppa voi sulkea Venäjän pankit kansainvälisestä rahoitusjärjestelmästä. Nämä ovat kuitenkin äärimmäisiä vaihtoehtoja. Kevyemmälläkin pakotteilla on taipumus kertaantua, koska Venäjän talous on melko vahvasti integroitunut Eurooppaan. Jos Venäjä kohdistaisi pakotteita, maataloustuotteiden lisäksi, esimerkiksi autoihin ja muihin kulutushyödykkeisiin, pahentaisi tämä Euroopan talouden taantumaa merkittävästi. Ukrainan kriisin ratkaiseminen mahdollisimman pian on sekä Euroopan että Venäjän ja erityisesti Suomen edun

mukaista (Ukrainaa unohtamatta). Nähtäväksi jää, kuinka pitkälle se riittää.

Kaikkien Euroopan talouskriisin ratkaisemiseksi tarkoitettujen keinojen tulee lähteä Ukrainan kriisin nopeasta ja rauhanomaisesta ratkaisusta. Sen jälkeen euroalueen talouskriisin ratkaisuun on käytännössä olemassa vain kaksi keinoa: EKP ostaa pois huomattavan osan ongelmalainoista markkinahintaa korkeammalla hinnalla tai kriisimaiden sekä -pankkien velat järjestellään. Ensimmäinen vaihtoehto johtaa suoraan setelirahoitukseen ja jonkinasteiseen inflaatioon, mutta se ei välttämättä korjaa pankkien ongelmia, vaan pankkiongelman korjaaminen jää kansallisvaltioiden vastuulle. Toinen vaihtoehto johtaa Euroopan laajuiseen taantumaa tai jopa lamaan sekä mahdollisesti euroalueen osittaiseen hajoamiseen. Se kuitenkin korjaisi sekä euroalueen sisäiset epätasapainot että pankkisektorin ongelmat. Euroalueen sisäiset epätasapainot voidaan, euroalueen hajoamisen lisäksi, saada pysyvästi hallintaan ainoastaan tulonsiirtounionilla tai euroalueen purkamisella. Koska kaikki vaihtoehdot vaativat ikäviä päätöksiä, tullaan nykyinen jatkamaan, päätöksiä tulevaisuuteen siirtäen ja samalla toivoen ajan hoitavan talouden ongelmat.

Taulukossa 1 esitettyjen ennusteidemme mukaan euroalueen talouden kasvu jatkuisi hitaana seuraavien kahden vuoden ajan. Tämä on todennäköisin ennuste, mutta Ukrainan sekä Euroopan pankkisektorin epävarmojen tilanteiden takia siihen liittyy huomattavaa epävarmuutta, ja euroalueen talous voi hyvin ajautua myös uudelleen taantumaa.

Euroopan synkkien talousnäköymien vastakohtana ovat melko kirkkaat Yhdysvaltojen talousnäköymät. Parhaimpana merkinä talouden toipumisesta ovat ensimmäiset merkit siitä, että yritysten investointitahti, joka on ollut hyvin alhaisella tasolla vuodesta 2008 lähtien, olisi kiihtymässä. Tähän viittaavat investointien määrän lisääntymisen ohella pankkien raportoima yrityslainojen voimakas kysyntä. Työmarkkinoilla on myös merkkejä työvoimapulasta, minkä voidaan ennakoida johtavan keskiluokan reaali-palkkojen kauan odotettuun nousuun. Yritysten investointi-innokkuuden ja

reaalipalkkojen kasvu ovat kaksi keskeistä tekijää talouden tervehtymisen kannalta, ja nyt ne näyttäisivät viimein tapahtuvan. Taulukossa 1 esitettyjen ennusteidemme mukaan Yhdysvaltojen talouskasvu jatkaisi vahvistumistaan seuraavien kahden vuoden aikana.

Suomen taloudellinen tilanne jatkuu lohduttomana. Teollisuustuotanto on supistunut vuoden ajan eikä kokonaistuotantomme ole käytännössä kasvanut yli kahteen vuoteen. Yritykset ovat lomautusten sijasta alkaneet irtisanoa työvoimaa, mikä tulee nostamaan työttömyyttä talven aikana. Ukrainapakotteiden laadusta riippumatta Suomi tulee kärsimään niistä muuta Eurooppaa enemmän Venäjän kaupan ja energian riippuvuuksista johtuen. Suomen hallituksen *track recordin* perusteella merkittäviä päätöksiä tullaan tekemään joko seuraavien vaalien tai vasta taloustilanteen huomattavan heikkenemisen jälkeen. Taulukossa 1 esitetyt näkymät ovat Suomen kohdalla silti kohtuulliset. Tämän ja ensi vuoden hitaan kasvun jälkeen, BKT:n kasvu kiihtyisi ennusteidemme mukaan yli kahteen prosenttiin vuonna 2016. Vuoden 2016 ennusteeseen liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta.

## 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 asiantuntijänäkemykseen tulevasta suhdannekehityksestä.

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

Taulukko 1. Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisien 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	0,15	0,03	1,02
2014:3 (nc)	0,06	0,05	0,87
2014:4	0,55	0,22	0,61
2014	0,4	0,5	1,97
2015	1,2	1,2	2,4
2016	2,2	1,3	2,7

Kesäkuun suhdannekatsauksessamme nostimme seuraavan 12 kuukauden aikana käynnistyvän globaalin taluskriisin todennäköisyyden 20 prosenttiin. Tämänhetkisen arviomme mukaan todennäköisyys on pysynyt samana. Ilman Yhdysvaltojen talouden lisääntyntä vahvuutta kriisin todennäköisyys olisi kuitenkin kasvanut.

.....  
Seuraava Q-Review julkaistaan joulukuussa 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.