

Toipuminen etenee, mutta riskit kasvavat

- Suomi on teknisessä mielessä ohittanut taantuman ja ennustamme Suomen talouden kääntyvän viimein nousuun.
- Suomen orastava talouskasvu voidaan kuitenkin ”tappaa” liian nopeilla ja suurilla valtion menojen leikkauksilla. Rakenteellisia uudistuksia pitäisi puolestaan edistää, koska ne tukisivat elpymistä.
- Epävarmuus on kuitenkin lisääntynyt maailmantaloudessa kuluneen kesän aikana.

Markkinat ympäri maailmaa ovat järkkyneet kesän ja alkusyksyn aikana. Näkyvimpiä ovat olleet rajut Kiinasta alkaneet osakemarkkinalaskut elokuussa. Kiinan osakekupla on puhjennut, eikä pohjaa näy keskushallinnon valtavista tukitoimista huolimatta. Huomattavasti näkymättömämpiä ovat olleet arvopapereiden hintojen jyrkät laskut roskalainojen sekä joidenkin valtioiden joukkolainojen markkinoilla. Kasvanut epävarmuus rahoitusmarkkinoiden voi kuitenkin olla merkki suuremmasta muutoksesta. Suomen kannalta tämä on huolestuttavaa, koska taloutemme näyttäisi viimein pääsevän kasvuun Euroopan ja Yhdysvaltojen vetämänä.

Maailman talouskasvu on vuoden 2008 jälkeen pohjannut enenevässä määrin velkavetoiisiin projekteihin. Kiinassa elvytys keskittyi etenkin valtaviin infrastruktuuriprojekteihin, joilla taloutta elvytettiin finanssikriisin jälkeen. Kriisin aikana keskuspankit turvautuivat poikkeuksellisiin elvytystoimiin, joilla pyrittiin rahoitusjärjestelmän toiminnan varmistamiseen lisäksi talouskasvun uudelleenkäynnistämiseen. Varoitimme jo vuoden 2013 viimeisessä suhdanneanalyysissämme (ks. Q-review 4/2013), että nämä poikkeustoimet ovat todennäköisesti nostaneet monien arvopapereiden hinnat tasolle, joka ei vastaa niiden todellista tuottojen ja riskin suhdetta (ks. myös Q-review 2/2013 ja 4/2014). Kesän aikana kasvanut heilahtelu osakkeiden ja joukkovelkakirjojen kertookin niiden yliarvostuksesta. Toisin sanoen,

keskuspankkien erikoistoimet ovat nostaneet varallisuuserien hinnat tasolle, joka ei vastaa maailmantalouden nykyistä kasvupotentiaalia. Markkinaheilahteluissa on kyse ns. kuplista useilla arvopapereiden markkinoilla. Tilannetta on pahentanut likviditeetin hetkittäinen vähäisyys, joka voi aiheuttaa suuria heilahteluja yksittäisten osakkeiden tai koko markkinan hintoihin. Näyttö myös sen puolesta, että määrällinen keventäminen (*quantitative easing*, *QE*) ei ole toiminut toivotulla, alkaa olla aika vakuuttavaa.

Markkinatilanteella on joitain yhtäläisyyksiä vuoden 2008 romahdukseen, mutta myös erot ovat merkittäviä. Vuoden 2008 romahduksessa oli kyse riskin massiivisesta väärinhinnoittelusta arvopaperistettujen velkapapereiden ja johdannaisten markkinoilla. Riskit oli silloin piilotettu monimutkaisten, matemaattisten riskien arviointiin käytettyjen mallien taakse. Tämän vuoden markkinaheilahtelussa on samalla tavalla kyse riskien väärinhinnoittelusta, tai yliarvostuksesta, mutta riskit ovat paremmin markkinaosapuolien nähtävillä. Korkeariskisten arvopapereiden, ns. roskalainojen, korkea kysyntä on laskenut niiden hinnat ennätysellisen alhaiseksi. Siksi tilanne muistuttaakin enemmän vuotta 1997 kuin 2008. Tuolloin ”Aasian tiikereiden” vuosia jatkunut nopea kasvu päättyi kriisiin, joka käynnistyi Thaimaan valuutan, Bathin, arvon romahduksesta. Aasian kriisin perimmäinen syy oli kuitenkin talouksien

ylikuumeneminen vuosikymmenien nopean kasvun jälkeen. Maiden nopeita kasvuvaiheita seuraa yleensä jonkinasteinen romahdus, joten kriisi oli ennakoitavissa. Kriisien alkamisen tarkkaa ajankohtaa on vain hyvin hankala ennakoida.

Keskuspankkien erityistoimet sekä valtioiden ja yksityisten toimijoiden korkea velkaantumisen aste tekevät nykyisestä tilanteesta huolestuttavan. Vuoden 1997 kriisi ei juuri vaikuttanut länsimaihin joiden talouskasvu oli vakaalla pohjalla ja valtionvelka alhainen. Keskuspankkien sekä valtioiden voimakas elvytys puolestaan nosti maailmantalouden kasvuun vuosien 2008 – 2009 romahduksesta. Nyt lähes kaikki keskuspankkien keinot ovat käytössä ja valtiot ovat hyvin velkaantuneita. Elvytysvara ei toisin sanoen juuri ole. Jos rahoitusmarkkinat kokisivat nyt pahan sokin, voisimme ajautua jopa globaaliin lamaan 1930 -luvun suuren laman tapaan. Mistä tällainen sokki voisi sitten syntyä?

Lähi-Idän sekasortoiseen ja sekavaan tilanteeseen on Euroopassa herätty kunnolla vasta sen saavuttua konkreettisesti mantereelle. Valitettavasti huomio on edelleen kiinnittynyt rajojen yli saapuviin turvapaikanhakijoihin varsinaisten syiden sijaan. Syyrian ja Irakin alueella taistelee useita armeijoita tai sotilaallisia joukkoja, jotka saavat eriasteista ulkopuolista tukea. Alue ajautuu hyvää vauhtia suurvaltojen sapelinkalistelun seuraavaksi näyttämöksi. Lopputulosta on vaikea arvioida tässä vaiheessa, mutta riskit konfliktin sotilaalliselle laajenemiselle sekä epäsuorille vaikutuksille ovat suuret. Eikä alue ole edes Lähi-Idän ainoa taistelutanner.

Useilla öljyntuottajamailla öljyn alhainen hinta on tuonut mukaan budjettivajeen. Tätä on vallitsevassa markkinatilanteessa vaikea paikata nopeimmalla tavalla eli öljyntuotantoa lisäämällä. Samalla maailmantalouden kasvu laahaa, joten kysynnästä ei ole tulossa tukea öljyn hinnalle.

Tämä yhtälö aiheuttaa mielenkiintoinen tilanteen yhdysvaltalaisille liuskeöljyn -tuottajille, jotka ovat poikkeuksetta voimakkaasti velkaantuneita. Öljyn hinta on liian alhainen tuotannon ollakseen kannattavaa, mutta kulut olisi maksettava. Nämä yritykset kuuluvat ns. *high yield* -luokkaan, mikä on ollut suosittu sijoituskohde viime vuosina. Samalla näiden lainojen korkotaso on laskenut alemmas kuin yritystoiminnan riskien puolesta olisi aiheellista. Potentiaaliset maksukyvyttömyydet tai konkurssit voisivat aiheuttaa ikäviä ketjureaktioita ja ne voivat ulottua myös muille markkinoille. Myös muut raaka-aineiden tuottajat ovat ongelmissa, koska raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen pitkään jatkunut kasvu on nyt selkeästi taittunut.

Syyskuun aikana potentiaalisten sokkien joukkoon ovat ilmoittautuneet saksalaiset autovalmistajat sekä bioteknologia. Autojen päästöjä mittaustilanteessa alentava ohjelmisto näyttää olevan enemmän sääntö kuin poikkeus. Sinänsä pienellä asialla voi olla yllättävän suuret vaikutukset erityisen hermostuneilla osakemarkkinoilla. Autoteollisuuden merkitys Saksan taloudelle on suuri ja ongelmat tällä sektorilla näkyisivät negatiivisesti koko taloudessa. Bioteknologia puolestaan on sektorina menestynyt pörssikurssien osalta hyvin vaikka yritysten tuloksentelekyky on ollut jotain muuta. Kesällä alkanut yleinen hermostuneisuus osakemarkkinoilla on tarttunut myös tämän sektorin osakkeisiin ja viime päivien negatiiviset uutiset ovat aiheuttaneet voimakkaita hintojen laskuja. Bioteknologiassa on potentiaalia olla uusi it-kupla, sillä sektorin osakkeiden hinnoittelu perustuu tulevaisuuden lupauksiin ja tuotteiden luonteesta johtuen ”vain taivas on rajana” mahdollisille tuotoille. Suuri(n) osa ei onnistune näitä lupauksia koskaan lunastamaan, samaan tapaan kuin useimmat it-yritykset aikanaan. Sektorin voimakas romahdus heijastuisi väistämättä myös muihin kursseihin.

Vaikka Kiinan talouskasvu on hidastunut, (enemmän tai vähemmän) kontrolloidusti, yliarvostetut osakekurssit ympäri maailmaan reagoivat voimakkaasti suuriin negatiivisiin uutisiin. Useilla markkinoilla on myös raportoitu alhaisesta likviditeetistä, jolla tarkoitetaan tehtyjen arvopaperikauppojen alhaista määrää. Jos tiettyjen arvopapereiden markkinoilla tehdään hyvin vähän kauppia, markkinaosapuolilla voi olla hankaluuksia löytää toisiaan. Käytännössä tämä tarkoittaa tilannetta, jossa omistuksia ei välttämättä saa myytyä haluamallaan hinnalla ja/tai haluamassaan ajassa. Alhaisen likviditeetin markkinoilla päädytään helposti ns. *fire sale* tilanteeseen, jossa useat markkinatoimijat yrittävät samanaikaisesti myydä omistuksiaan, koska huomaavat hinnan laskevan nopeasti.

Keskuspankkien poikkeustoimet (nollakorkokanta, määrällinen keventäminen) ovat lisänneet heilahteluja markkinalikviditeetissä. Kevään ja kesän aikana on raportoitu likviditeettiongelmista, jopa Japanin joukkovelkakirjamarkkinoilla, joka yksi maailman suurimmista markkinoista. Tästä on syytetty nimenomaan Japanin keskuspankin määrällisen keventämisen ohjelmaa. Keskuspankkien rahapolitiikan tiukennukset voivat aiheuttaa jopa suurempia häiriöitä markkinoilla kuin mainitut poikkeustoimet. Koska markkinoilla on totuttu ns. halpaan rahaan, korkojen nousu voi johtaa likviditeetin vähenemiseen (kukaan ei halua ostaa kalliita, alhaisen koron arvopapereita). Tämä reaktion pelko kansainvälisillä joukkovelkakirjojen markkinoilla oli todennäköisesti yksi suuri syy siihen, että Fed ei korottanut ohjaukorkoaan syyskuussa.

Uusien ennusteidemme mukaan talouskasvu olisi viimein pääsemässä vauhtiin myös euroalueella ja Suomessa. Taulukossa 1 esitettyjen ennusteidemme mukaan Suomen BKT kasvaisi tänä vuonna reaalisesti 0,7 prosenttia ja ensi vuonna 1,0 prosenttia. Euroalueen BKT:n

ennustamme kasvavan tänä vuonna 1,6 prosenttia ja ensi vuonna 1,0 prosenttia. Yhdysvaltojen BKT:n ennustamme kasvavan tänä vuonna 2,1 prosenttia ja ensi vuonna 2,2 prosenttia.

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

Neljännes	Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2015:1	0,03	0,52	0,16
2015:2	0,18	0,36	0,90
2015:3 (nc)	0,34	0,42	0,44
2015:4	0,17	0,26	0,58
2015	0,7	1,6	2,1
2016	1,0	1,0	2,2

Kun huomioidaan, että Suomen BKT on päivitettyjen tietojen mukaan kasvanut viimeisten kahden kvartaalin aikana, voidaan todeta että Suomen pitkä taantuma on viimein päättynyt. Valtiontalouden leikkauksista johtuen kasvu on syntynyt pääasiassa kansainvälisen noususuhdanteen ansiosta. Tärkeintä olisikin, että orastavaa kasvua ei tapettaisi leikkaamalla valtion menoja liian nopeasti (ns. juustohöylällä). Rakenneuudistukset, kuten suunniteltu työvoimakustannusten leikkaus, puolestaan vahvistaisivat elpymistä.

Vaikka maailmantalouden elpyminen näyttää vahvistuvan, uhkana ovat tässä raportissa läpikäymämme riskit. Niiden vuoksi pidämme seuraavan vuoden aikana käynnistyvän globaalin finanssikriisin riskin ennallaan 35 prosentissa.

Noususuhdanne on myös Yhdysvalloissa kestänyt kohta seitsemän vuotta, mikä on toisen maailmansodan jälkeisten noususuhdanteiden keskimääräinen pituus. Tämän vuoksi jonkinasteinen suhdannekäännös voi tapahtua jo ensi vuoden aikana. Analysoimme tätä tarkemmin joulukuussa julkaistavassa suhdanneanalyysissämme.

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.

Tarkemmin suhdanne-ennusteiden muodostamisesta ja siihen liittyvistä seikoista on kerrottu GnS Economicsin kotisivuilla osoitteessa www.gnseconomics.com.

.....

Seuraava Q-review julkaistaan joulukuussa 2015.

.....

Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT
Pääekonomisti

puh: +358 40 196 3909

email: tuomas.malinen@gnseconomics.com

<http://www.gnseconomics.com>

Tämä GnS Economicsin raportti ei sisällä kehoitusta 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 maailmantalanteen 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.