

## Ongelmat kasaantuvat; mihin tästä?

- Maailmankauppa on hiipunut ja useat merkit kertovat, että Yhdysvaltojen talous on todennäköisesti ohittanut suhdannehuippunsa. Tämä olisi huono uutinen Suomen elpymässä olevalle taloudelle.
- Keskuspankkien kyvyllä stimuloida taloutta on rajansa. Olemme tällä hetkellä jo hyvin lähellä noita rajoja, mikä muodostaa ison riskin etenkin rahoitusmarkkinoille.
- Brittien EU-kansanäänestyksen tulos oli shokki monelle, mutta markkinat eivät ole kunnolla sisäistäneet sen todellista merkitystä.
- Euroopan pankkivalvojan (EBA) suorittamat ”stressitestit” olivat harhaanjohtavia, koska ne eivät huomioineet pankkien toimintaympäristön potentiaalisimpia riskejä. Euroopan pankkisektori onkin edelleen globaalin finanssivakauden suurin uhka.
- Ennustamme Suomen talouden kasvavan tänä vuonna 1,2 prosentin vauhtia, euroalueen talouden 1,4 prosentin vauhtia ja Yhdysvaltojen talouden 1,7 prosentin vauhtia.

Britannian päätyminen EU-eron kannalle kesän kansanäänestyksessä oli monelle sokki. Ero, jos Britannia sitä todella hakee, tietäisi Euroopan puolivuosisataisen integraatiokehityksen päätepistettä. Vaikka eron yksityiskohdat ovat vielä hämärän peitossa, on selvää, että EU on kohdannut olemassaolonsa suurimman haasteen. Britannian kansanäänestyksen tulos heijastelee ennen kaikkea kansan tyytymättömyyttä tiiviiseen integraatioon, jota Euroopan poliittinen eliitti on tiukasti ajanut. Tämä tyytymättömyys on syvä koko EU:n alueella. Vaikka rahoitusmarkkinat ovat jo täysin ohittaneet kansanäänestyksen aiheuttaman shokin, on hermostuneisuus markkinoilla jatkunut. *Brexit* -äänestys osoitti poliittisten päätösten ennakoimattomuuden. Tämä on huolestuttavaa, koska poliittiset päätökset ovat ratkaisevassa asemassa arvioitaessa globaalin talouden ja rahoitusmarkkinoiden kehitystä.

Kuten viimeisimmässä suhdanne-ennusteessamme (Q-review 2/2016) totesimme, useiden indikaattoreiden mukaan maailmantalouden suhdannehuippu ohitettiin viime vuoden lopulla. Globaali teollisuustuotanto on jatkanut kasvamistaan, mutta luottoriskiä kuvaavat korkoerot ovat kasvaneet ja yritykset eivät ole pystyneet globaalisti kasvattamaan voittojaan

vuoden 2012 jälkeen. Selkein signaali suhdannehuipun ohittamisesta on kuitenkin maailmankaupan hiipuminen. Maailmankaupan volyyymi saavutti huippunsa vuoden 2014 lopulla ja uudelleen vuoden 2015 lopulla (ks. liite). Yhdysvaltojen teollisuustuotanto saavutti niin ikään huippunsa vuoden 2014 viimeisellä neljänneksellä (ks. liite). Rahtilaivayhtiö Hanjinin konkurssi ja merirahteja mittaavien indeksien lasku kertoo myös karua kieltään maailmankaupan tilasta. BRICS -maat ja isot öljyntuottajamaat tuskailevat hitaan talouskasvun ja valtioiden budjettivajeiden kanssa. Venezuela on romahduksen partaalla ja Brasilian tulevaisuudennäkymät ovat heikot. Niiden talousongelmat ovat kuitenkin luonteeltaan paikallisia. BRICS -maiden ja öljyntuottajamaiden taloudet ovat myös hyvin riippuvaista Yhdysvaltojen ja Euroopan talouskehityksestä. Tämä pätee mitä suurimmassa määrin myös Suomeen.

Näennäisesti Yhdysvaltojen taloudella menee vielä hyvin. Työllisyys on korkealla ja vähittäiskauppa on kasvanut, mutta 7 vuoden ikäisen nousukauden ylle on noussut tummia pilviä. Kuten liitteessä on esitetty, teollisuustuotannon huippu koettiin vuoden 2014 lopulla. Viime vuonna yritysten voitot

pienenivät ja niiden luottoehdot kiristyivät ensimmäistä kertaa sitten vuoden 2009. Tämän vuoden alkupuolella investoinnit koneisiin, laitteisiin sekä asuntotuotantoon laskivat. Tämän vuoden toisella kvartaalilla jopa ravintola-alan tuotot laskivat, joillain alueille jopa huomattavassa määrin. Nämä kaikki ennakoivat hidastuvaa Yhdysvaltojen talouskasvua. Ongelmalliseksi tilanteen tekee, että mikäli Yhdysvaltojen talous on matkalla taantumaan, sen keskuspankilla (Fed) on vain hyvin vähän keinoja elvyttää taloutta. Koska seitsemän vuotta kestänyt talouden toipuminen on ollut hidasta, voi talous kuitenkin sinnitellä kohtuullisessa kasvussa vielä pitkäänkin.

Euroopan talouskasvu kiihtyi hieman kesän aikana, ja Brexitin vaikutukset ovat toistaiseksi jääneet vähäisiksi. Britanniassa punnan arvon lasku on johtanut turismin voimakkaaseen kasvuun ja teollisuustuotannon elpymiseen. Euroopan talouden palaaminen vakaaseen kasvuun, vähentäisi Yhdysvaltojen talouden hidastumisen vaikutusta maailmantalouteen, mutta jos Yhdysvaltojen talous ajautuisi taantumaan, Eurooppa ja muu maailma seuraisivat perässä.

Geopoliittiset jännitteet ovat kasvussa Euroopassa, Lähi-Idässä ja Aasiassa. Euroopan johtajien tuntuu olevan mahdotonta hyväksyä Brexitin todellinen poliittinen viesti, joka kertoo, että EU ei voi jatkaa niin kuin ennen. On suuri vaara, että EU -johtajat käyttävät Brexitin aiheuttamaa hämminkiä ajaakseen läpi yhä tiiviimpään integraatioon tähtääviä aloitteita. EU:n integraatio on vuosien saatossa edennyt nimenomaan kriisien, ei pitkälle laadittujen toimintasuunnitelmien mukaan. Iso-Britannia on pitkään ollut integraatiokehitystä vastustava voima, mutta se este on nyt poistumassa. Arvioimme, että laajamittaisen poliittisen kriisin todennäköisyys Euroopassa seuraavien 12 kuukauden aikana on 40 prosenttia. Tämä on seurausta kolmesta tekijästä:

1. Euro luo edelleen työttömyyttä ja tuloeroja maiden välille.

2. Poliittisten johtajien puheet ja teot ovat melko voimakkaassa ristiriidassa kansalaisten toiveiden ja lisäintegraation suhteen.
3. Pakolaiskriisi on aktivoitumassa uudelleen, mikä nostaa nationalististen puolueiden kannatusta ja heikentää EU:n toimintaedellytyksiä.

Kaikki nämä tekijät lisäävät näköalattomuutta ja tyytymättömyyttä etenkin työttömien nuorten keskuudessa, mikä johtaa helposti poliittisen liikehdinnän kasvuun.

Venäjän ja Kiinan aggressiivisella voimapolitiikalla voi olla ennakoimattomia vaikutuksia. Kiina uhittelee Eteläkiinamerellä omimalla sitä saari kerrallaan. Kiinan naapurimaat ovat ymmärrettävästi ilmaisseet tyytymättömyytensä tähän ja niiden asenteet Kiinaa kohtaan ovat koventuneet. Pohjois-Korean ydinasetetit ja Filippiinien johdon vaihtuvat poliittiset näkemykset liittolaisiinsa kasvattavat jännitteitä alueella. Suuremman alueellisen konfliktin mahdollisuus Kaakkois-Aasiassa onkin koko ajan kasvanut. Venäjä on maalannut itsensä nurkkaan Ukrainassa ja Syyriassa. Kummankin konfliktin ratkaisu näyttää kaukaiselta ja Venäjän kriisirahastojen pohja häämöttää. Syyrian ja lähialueiden konflikti on laajentunut laajaksi sodaksi, jossa ISIS on ainoa osapuolia yhdistävä vihollinen. Vaikka ISIS poistettaisiin, jäljelle jäisi useita sotivia ryhmittymiä.

Kasvavasta poliittisesta epävarmuudesta huolimatta maailmantalouden suurin uhka ovat edelleen maailman keskuspankit. Kuten olemme useasti todenneet, emme tällä hetkellä elä markkinataloudessa, vaan keskuspankkien ja valtioiden markkinainterventioiden sekä spekulatiivisen kummallisessa hybridissä. Varallisuuserien hinnat ovat suoraan riippuvaisia poliittisista päätöksistä, mikä tekee riskeistä käytännössä näkymättömiä. Tämä johtaa neljään ongelmaan:

1. Suhdannevaiheen arvioiminen on hyvin hankalaa
2. Keskuspankkien ”ilmaisella rahalla” tekemät ostot ovat luoneet kuplia varallisuuserien hintoihin.
3. Kuplien ja niiden puhkeamisen todennäköisyyden arviointi on äärimmäisen vaikeaa, koska niitä ajavat poliittiset päätökset.
4. Markkinat eivät ole vielä täysin sisäistäneet, että keskuspankkien kyvyillä on rajansa.

Markkinat tunnetusti käyttäytyvät kuten suuri tietokone prosessoiden valtavat määrät tietoa markkinahintojen muodostamiseksi. Tätä tietoa on pystytty käyttämään talouden tilan arvioimiseen. Koska keskuspankit ovat käyttäneet rahanluontioikeuttaan ottaakseen roolin aktiivisena markkinatoimijana, talouden tilaa kuvaavia markkinahintoja ei useilla markkinoilla enää ole olemassa. Keskuspankkien vaikutus ulottuu periaatteessa talouden joka kolkkaan, koska keskuspankin yhden tuotteen tai varallisuuserän markkinalle tuottama likviditeetti hakeutuu muille markkinoille korkeamman tuoton perässä. Tämän seurauksena hinnat muuttuvat vastaamaan keskuspankin luomaa spekulatiivista kysyntää. Kansainväliset rahoitusmarkkinat ovatkin hitaasti muuttumassa sosialistiseksi, valtiollisen markkinatoimijan johtamaksi utopiaksi.

Keskuspankkien interventiot ovat nostaneet useiden varallisuuserien hinnat tasolle, jossa ne eivät muuten olisi. Käytännössä tämä tarkoittaa, että hinnat ovat kuplassa. Niiden puhkeamisen ennustaminen on tällä hetkellä erittäin vaikeaa, koska kuplien syntyyn ja kehitykseen keskeisesti vaikuttavat päätökset tehdään keskuspankkien suljetuissa kokouksissa.

Keskuspankkien kykyyn säädellä markkinoiden heilahduksia ja auttaa reaalityöntöä uskotaan liikaa.

Usko on harhainen kahdesta syystä. Ensinnäkin, keskuspankit eivät pysty juuri kontrolloimaan yleistä mielipidettä, mikä tuli hyvin konkreettiseksi Britannian EU-kansanäänestyksessä. Toiseksi, keskuspankit voivat mennä konkurssiin ja/tai menettää kontrollinsa rahan arvoon maksuvälineenä. Zimbabwen keskuspankin konkurssi on tästä viimeisin esimerkki. Keskuspankeilla, kuten liikepankeilla, on kyky luoda rahaa ”tyhjästä”. Rahan arvo perustuu kuitenkin yhteiskunnalliseen sopimukseen, ja on epäselvää kuinka paljon keskuspankit voivat luoda rahaa tyhjästä ilman, että se vaikuttaa sen arvoon hyväksyttynä maksuvälineenä. Jos kansalaisten ja yritysten usko valuuttaan horjuu, on seurauksena hyperinflaatio ja/tai *dollarisaatio*, jossa virallisen valuutan korvaa jokin muu luotettavammaksi arvioitu valuutta. Suurten maiden keskuspankit ovat todennäköisesti vielä kaukana tästä pisteestä, mutta se luo silti rajoituksia siihen, kuinka kauan ”leikkirahaa” voidaan puskea markkinoille ilman että sen käyttäjien asenne rahaa kohtaan muuttuu. Olemme vakuuttuneita, että keskuspankit ovat hyvin tietoa tästä rajoitteesta.

Niin kutsuttu helikopteriraha, jossa keskuspankki tarjoaa ilmaista rahaa kuluttajille, liittyy keskeisesti yllä mainittuun. Jos keskuspankki aloittaisi ilmaisen rahan tarjoamisen kuluttajille, voisi sen olla hyvin hankala vetäytyä siitä. Ihmisten mieltymys ilmaiseen rahan voisi aiheuttaa voimakasta poliittista painetta keskuspankkia kohtaan ”helikopteripudotusten” jatkamiseksi. Helikopterirahapolitiikan jatkuminen rajatta johtaisi julkisen ja yksityisen velan monetisointiin, jossa velka katetaan keskuspankin luomalla uudella rahalla, ja lopuksi rahan arvon romahtamiseen. Negatiivinen korkokanta muodostaa toisenlaisen rajoitteen keskuspankeille. Korkeiden negatiivisuudella on olemassa piste, jonka jälkeen pankkien ja kuluttajien kannattaa alkaa varastoida käteistä. Tämä johtaisi likviditeetin vähenemiseen ja sitä kautta taloudellisen toiminnan hiipumiseen. Käteisen varastointi veisi keskuspankilta kyvyn

vaikuttaa talouden korkokantaan, koska korkojen laskeminen yhä negatiivisemmiksi johtaisi ainoastaan varastoidun rahan määrän kasvuun. Vaikka liikepankit tarvitsevat luvan reserviensä siirtoon pois keskuspankista, keskuspankki ei pysty kontrolloimaan kuluttajien halua siirtyä käteisiin, ainakaan vielä. Jos käteinen kiellettäisiin, siirryttäisiin kryptovaluuttoihin, kuten bitcoineihin, tai muihin vaihtoehtoihin maksuvälineisiin, joka johtaisi keskuspankkien kannalta samaan lopputulokseen kuin käteisen varastoiminen.

Maailmantalouden haasteet ovat siis suuret ja ne johtuvat lähes yksin poliittisesta epävarmuudesta, joka on myös Brexit -äänestyksen todellinen sanoma ja varoitus. Edellisessä Q-reviewssä (2/2016) nostimme seuraavan 12 kuukauden aikana alkavan finanssikriisin mahdollisuuden 55 prosenttiin. Päivitetyt arviomme mukaan riski on pysynyt samana. Riski muodostuu kuplista eri varallisuuserin hinnoissa, niiden voimakkaasta korrelaatiosta ennakoimattomien politiikkapäätösten kanssa sekä Euroopan pankkisektorin heikkoudesta.

Euroopan pankkivalvontaviranomainen (European Banking Authority, EBA) julkaisi laajojen stressitestiensä tulokset Euroopan suurimmille pankeille muutama viikko sitten. Testeissään EBA ei löytänyt syytä huoleen. Emme kuitenkaan ole vakuuttuneita EBA:n testien luotettavuudesta viidestä syystä:

1. EBA:n epäsuotuisassa skenaariossa Euroopan BKT:n vuosimuutos oli -1,2 %, -1,3 % ja 0,7 %. Historiallisesti tämä vastaa kevyttä taantumaa.
2. Kreikkalaiset ja portugalilaiset pankit eivät olleet mukana testeissä.
3. Negatiivisten korkojen vaikutusta ei analysoitu.
4. ”Shokit” pitkän maturiteetin valtionlainojen korkoihin vaihtelivat Saksan velkakirjojen korkojen 1,5, Italian 3 ja Kreikan 10

prosenttiyksikön nousun välillä. Nämä ovat hyvin maltillisia. Jos EKP esim. lopettaisi euroalueen eteläisten valtioiden joukkovelkakirjojen tukiostot, nousisivat näiden korot huomattavasti enemmän kuin 3 prosenttiyksikköä. Jos EKP olisi, syystä tai toisesta, pakotettu lopettamaan OMT (Outright Monetary Transactions) ja määrällisen keventämisen (QE) ohjelmansa kokonaan, monien Euroopan valtioiden joukkovelkakirjojen korot moninkertaistuisivat. EBA ei analysoinut tämän puhtaasti poliittisen päätöksen ja siinä mielessä täysin realistisen tapahtuman mahdollisia vaikutuksia.

5. Jos markkinoiden usko keskuspankkien kykyyn tukea valtiolainojen markkinoita loppuisi, olisi seurauksena joukkovelkakirjamarkkinoiden nopea ja laajamittainen romahtaminen. EBA ei analysoinut tämän toistaiseksi vielä epätodennäköisen, mutta täysin mahdollisen skenaarion vaikutuksia.

Todellisuudessa EBA siis testasi pankkien kykyä selviytyä kevyestä taantumasta, eikä niitä voi pitää testeinä pankkien kyvyistä selviytyä niiden liiketoimintaa lähitulevaisuudessa uhkaavista riskeistä. Tämä selittää osaltaan sen, miksi Euroopan pankkien osakkeiden arvot ovat edelleen hyvin alhaalla, vaikka ne ovat hieman nousseet kesän pohjalukemista.

Taulukossa 1 esitettyjen ennusteidemme mukaan Suomen talous kasvaisi tänä vuonna 1,2 prosenttia ja ensi vuonna tasan prosentin. Euroalueen talous kasvaisi tänä vuonna 1,4 prosenttia ja ensi vuonna 0,8 prosenttia. Yhdysvaltojen talous kasvaisi tänä vuonna 1,7 prosenttia ja ensi vuonna 1,9 prosenttia.

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 |
|-------------|-------|----------|-------------|
| 2016:1      | 0,29  | 0,51     | 0,21        |
| 2016:2      | -0,04 | 0,30     | 0,27        |
| 2016:3 (nc) | 0,54  | 0,31     | 0,71        |
| 2016:4      | 0,41  | 0,21     | 0,48        |
| 2016        | 1,2   | 1,4      | 1,7         |
| 2017        | 1,0   | 0,8      | 1,9         |

Entä jos maailman talous ajautuisi uudelleen finanssikriisiin? Taulukossa 2 olemme mallintaneet reaalisesta BKT:n kehityksen tilanteesta, jossa globaali talouskriisi iskee ensi vuoden ensimmäisellä neljänneksellä jatkuen vuoden loppuun. Rahoitusmarkkinoiden kriisiytyminen on mallinnettu alkamaan Euroopasta.

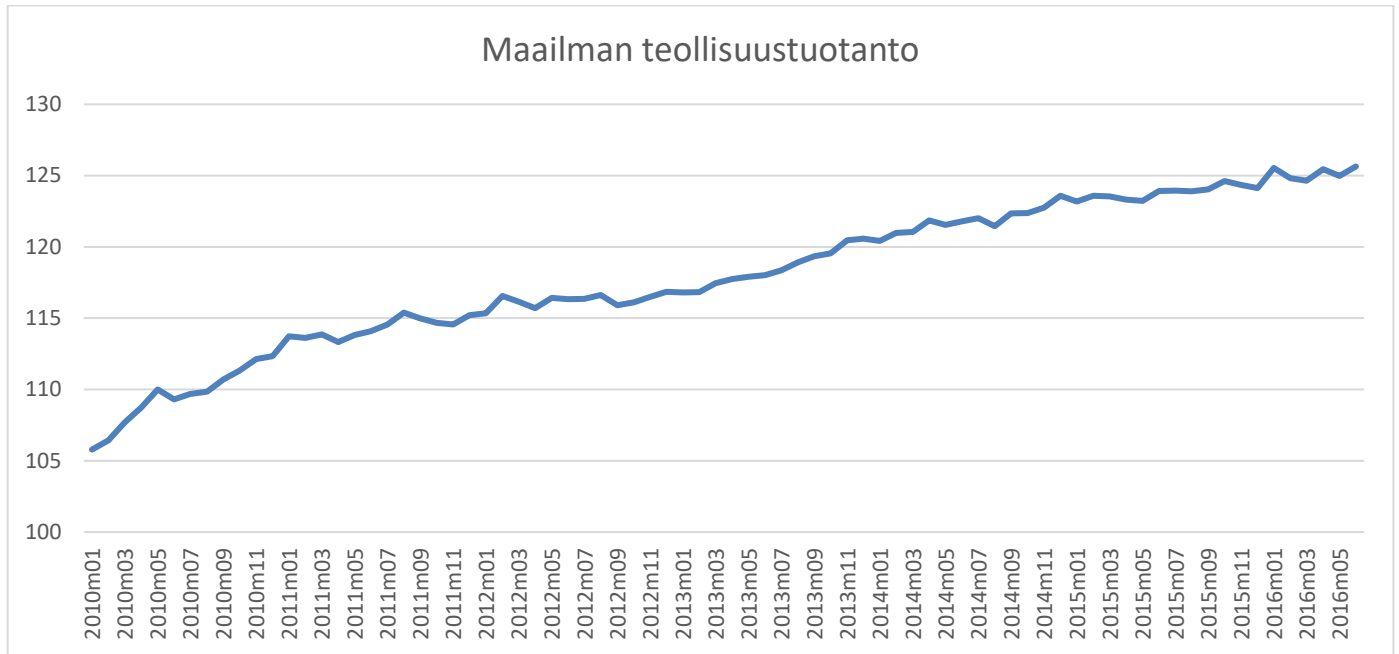
Taulukko 2. Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisesta BKT:n kasvun *nowcastit* (nc) sekä BKT:n kasvuennusteet (prosenttia) kriisiskenaariossa. Lähde: OECD, Tilastokeskus ja GnS Economics.

| Neljännes   | Suomi | Euroalue | Yhdysvallat |
|-------------|-------|----------|-------------|
| 2016:1      | 0,29  | 0,30     | 0,21        |
| 2016:2      | -0,04 | 0,27     | 0,27        |
| 2016:3 (nc) | 0,54  | 0,31     | 0,71        |
| 2016:4      | 0,28  | 0,20     | 0,36        |
| 2016        | 1,1   | 1,3      | 1,6         |
| 2017        | -5,7  | -3,3     | -1,6        |
| 2018        | -2,2  | -0,4     | 0,6         |

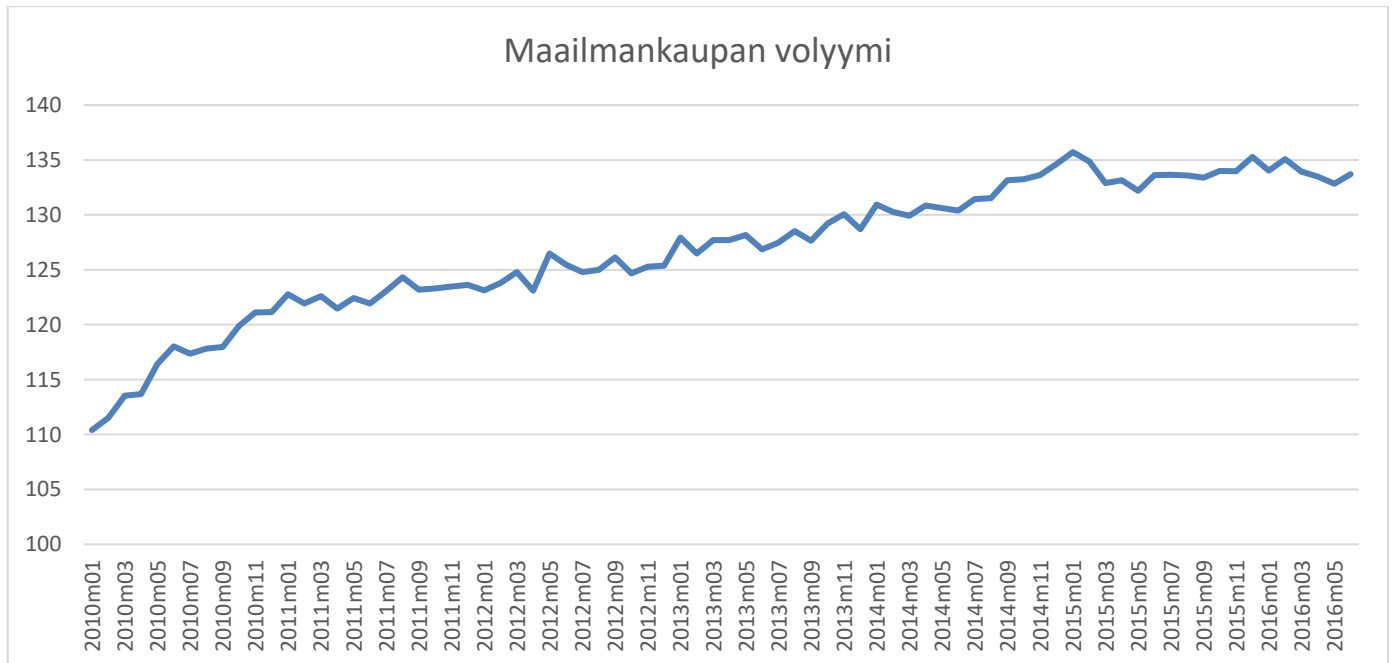
Taulukon 2 tulokset kertovat, että kriisi iski pahiten Suomeen, jonka reaalisesta BKT:n laski yhteensä lähes kahdeksan prosenttia vuosina 2017 ja 2018. Euroalueen BKT laski yhteensä liki neljä prosenttia, mutta Yhdysvaltojen reaalisesta BKT vain prosentin.

Miten voimme olettaa maailmantalouden kehittyvän lähitulevaisuudessa? Vaikka talouskasvu on vielä kohtalaista, on epävarmuus kasvanut huomattavasti. Poliittikan suuri vaikutus ja keskuspankkien korostunut rooli lisäävät ennusteiden epävarmuutta. Jos Yhdysvaltojen talous kääntyisi taantumaan, niin mitä Fed tekisi? Ottaisiko se käyttöön negatiiviset korot ja/tai helikopterirahoituksen? Entä miten pankit, kotitaloudet ja rahoitusmarkkinat reagoisivat tähän? Toivottavasti emme koskaan saa tietää siihen vastausta. Samalla on kuitenkin varauduttava huomattavaan epävarmuuteen sekä finanssimarkkinoilla että reaalisesta taloudessa. Aika ei olekaan otollinen laajamittaiseen riskinottoon rahoitusmarkkinoilla tai liiketoiminnassa yleensä.

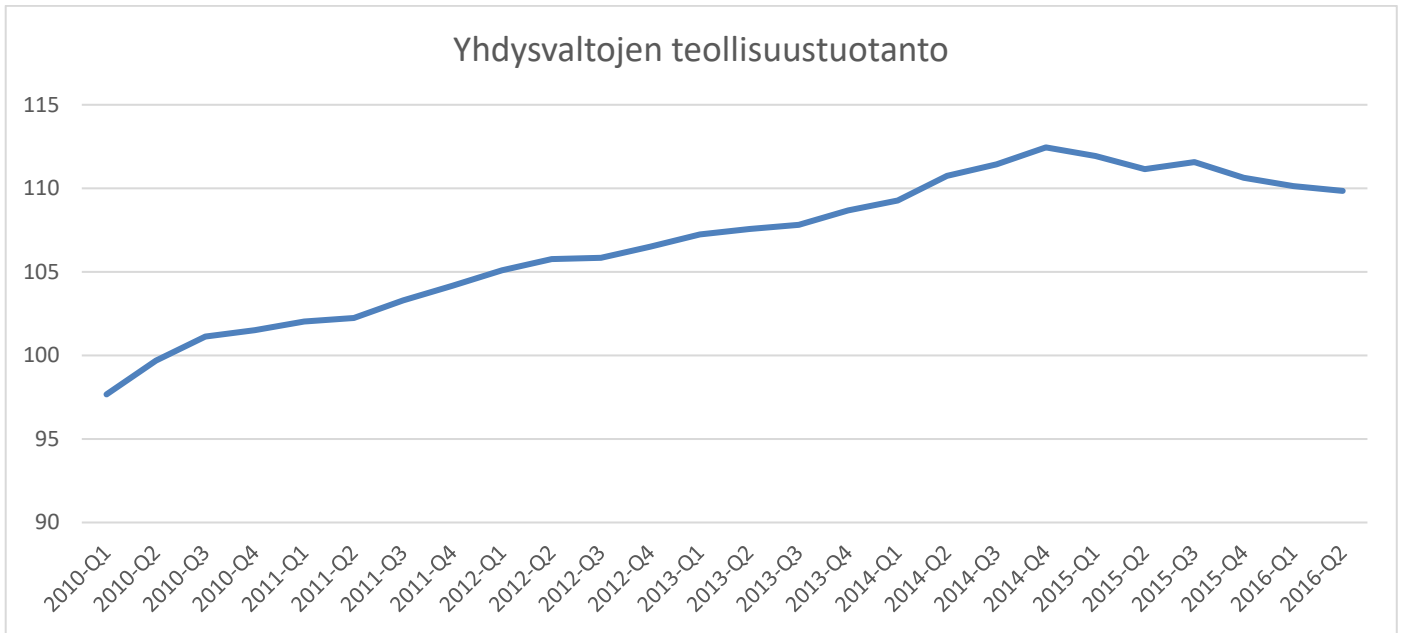
## Liitteet: Maailmankaupan ja teollisuustuotannon volyymit



Kuvio 1. Maailman teollisuustuotannon volyymi pois lukien rakennustuotanto. Perusvuosi 2005 (=100). Lähde: CPB World Trade Monitor.



Kuvio 2. Maailman tavarakaupan volyyymi. Perusvuosi 2005 (=100). Lähde: CPB World Trade Monitor



Kuvio 3. Yhdysvaltojen teollisuustuotanto pois lukien rakennustuotanto. Perusvuosi 2010 Q2 (=100). Lähde: OECD.

## 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](http://www.gnseconomics.com).

.....

Seuraava Q-review julkaistaan joulukuussa 2016.

.....

Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT  
Pääekonomisti

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 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 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.