

The Trump Effect?

Erikoisraportti Yhdysvaltojen taloudesta

- Syksyn aikana voimistuneet signaalit ennakoivat taantumaa Yhdysvalloissa, mutta Donald Trumpin vaalivoitto on muuttanut markkinaodotuksia positiivisemmiksi.
- Yhdysvaltojen taloudella on varaa kasvaa, mutta on mahdollista, että korkojen viimeaikainen nousu on tulkittu väärin.
- Rahoitusmarkkinoiden häiriöt viestittävät mahdollisista tulevista ongelmista.
- Rahoitusmarkkinakriisin todennäköisyys onkin edelleen korkea ja poliittinen epävarmuus on lisääntynyt, etenkin Euroopassa.
- Ennustamme, että Yhdysvaltojen talous kasvaa ensi vuonna 1,9 prosentin vauhtia, euroalueen talous 1,7 prosentin vauhtia ja Suomen talous 1,8 prosentin vauhtia.

Kuten edellisessä Q-reviewssä (3/2016) totesimme, maailmantalouden suhdannehuippu näyttää ohittuneen noin vuosi sitten. Useiden ennusmerkkien mukaan olisimme menossa taantumaa, mutta Donald Trumpin voitto Yhdysvaltojen vaaleissa on vaikuttanut huomattavan positiivisesti yritysten ja kuluttajien näkymiin. Kartoitamme tässä erikoisraportissa erityisesti Yhdysvaltojen talouden tulevaisuudennäkymiä.

Yhdysvaltojen suhdannekäänte on ollut nähtävillä rahoitusalaan kuulumattomien yritysten pääoman muodostuksen (investointien) hidastumisena (ks. liitteiden kuvio 1). Voisiko tämä trendi kääntyä? Yrityksien olisi kyllä mahdollista kasvattaa investointejaan, koska niiden velkaantuneisuusaste on Yhdysvalloissa edelleen selvästi alle vuoden 2008 huipputasen, joka oli 169 % BKT:sta (ks. kuvio 2). Yritysten rahoitusomaisuuden määrä sekä velan käyttö sijoituksiin (velkavipu) kasvavat kuitenkin kovaa tahtia (ks. kuvio 3). Velkavipun käyttö onkin jo ohittanut vuoden 2008 rahoitusmarkkinakriisiä edeltäneen tason sekä ns. *investment grade* että roskalainaluokkiin rankatuissa yritysten velkakirjamarkkinoilla.

Kun tarkastellaan Yhdysvaltojen taloutta hieman tarkemmin, esille nousee varsin ristiriitaisia signaaleja. Kestokulutustavaroiden tilaukset ovat supistuneet yhtäjaksoisesti 22 kuukautta ja teollisuustuotanto 15 kuukautta. Koskaan aikaisemmin ne eivät ole supistuneet yhtä pitkään taantumun ulkopuolella. Ravintolakäynnit ovat myös vähentyneet ensimmäistä kertaa viiteen vuoteen ja autolainojen maksuhäiriöt ovat kasvaneet korkeimmilleen sitten vuoden 2009 heinäkuun. Tästä tekee huomionarvoista se, että autolainojen markkina on suunnilleen saman kokoinen kuin riskilainaaajien (*subprime*) asuntomarkkina oli ennen vuoden 2008 romahdusta. Tästä huolimatta kuluttajien luottamus on korkeimmillaan sitten vuoden 2007 heinäkuun.

Yksi yleisesti kommentoituja ilonaiheita on ollut joukkovelkakirjojen korkojen melko dramaattinen nousu. Tähän kehitykseen on käytännössä olemassa kaksi selitystä. Joko se ennakoi,

1. että nopeampi inflaatio ja talouskasvu ovat palaamassa, tai
2. että määrällisen keventämisen ohjelmat (QE) ja muut poikkeukselliset keskuspankkien toimet ovat loppumassa.

Ensimmäisen vaihtoehdon lopputulema on melko selkeä: vaikka velkakirjojen korot nousevat, inflaation kiihtyminen ja nopeampi kasvu vähentävät kuluttajien, yritysten ja valtioiden velkataakkaa. Tämä vauhdittaa Yhdysvaltojen ja maailman talouskasvun uuteen nousuun.

Entä jos korkojen nousu ei ennakoikaan tätä? Korkojen nousu alkoi jo kesällä ja vauhdittui Trumpin voiton jälkeen. Japanin keskuspankki käytännössä ilmoitti syyskuussa, että QE ei ole toiminut. Samalla keskuspankki ilmoitti siirtyvänsä tuottokäyrän kontrollointiin asettamalla koroille tason, johon QE:lla pyritään. Euroopan keskuspankki (EKP) myös ilmoitti vähentävänsä QE-ohjelman velkakirjaostojen kuukausittaisesta määrästä maaliskuusta alkaen. Britanniassa sen keskuspankin ohjelmia on myös arvosteltu voimakkaasti hallituksen taholta. Olemme useaan kertaan varoittaneet keskuspankkien osto-ohjelmien aiheuttavan vakavia vääristymiä varallisuuserin hintoihin (ks. esim. Q-review:t kesäkuussa 2014 ja maaliskuussa 2016). Jos korkokantojen nousu ennakoii velkakirjojen hintojen normalisoitumista, voi niiden markkinoilla syntyä samansuuruisia tappioita, joita nähtiin vakuudellisten velkasitoumusten ja muiden arvopaperistettujen velkakirjojen markkinoilla vuosien 2007-2008 kriisissä. Tällä kertaa suurimmat riskit voivat olla johdannaismarkkinoilla. Johdannaiset kehitettiin vakuutusiksi tunnettuja tai tuntemattomia rahoitusmarkkinariskejä vastaan. Niiden avulla voidaan kuitenkin myös lyödä vetoa tiettyjä markkinatapahtumia tai kehityskulkuja vastaan. Joidenkin raporttien mukaan johdannaisia olisi käytetty laajamittaisesti valuuttamarkkinoiden ja korkokehityksen ennakointiin. Jos joukkovelkakirjojen korkojen nousu osoittautuu pysyväksi ilmiöksi, jotkin markkinaosapuolet voivat kärsiä suuria johdannaistappiota.

Yhdysvaltojen talouden todellinen uhka on todennäköisesti kuitenkin yritysainon markkina.

Uusien velkapapereiden liikkeellelasku roskalainamarkkinalla on romahtanut tavalla, joka nähtiin viimeksi vuonna 2008. Tämä on ehkä huolestuttavin signaali Yhdysvaltojen taloudesta. Rahoitusmarkkinoiden hauraus on myös lisääntynyt viimeisen vuoden aikana. Vakuudellisten arvopapereiden, nk. repo-markkinalla on kahden viimeisen vuoden aikana havaittu useita häiriöitä. Tämä todennäköisesti johtuu keskuspankkien QE-ohjelmista, jotka ovat vähentäneet korkealaatuisten vakuuksien (esim. valtioiden velkakirjojen) ja likviditeetin määrää markkinoilla, sekä sääntelyn voimistumisesta ja riskin karttamisen lisääntymisestä etenkin nk. HFT (*high-frequency trading*) välittäjien keskuudessa. Jos korot jatkavat nousuaan voi tämä johtaa kaupankäynnin pysähtymiseen yli biljoonan dollarin arvoisella roskalainamarkkinalla, mikä hyvin suurella todennäköisyydellä käynnistäisi pakkomyynnit (*fire sale*) myös korkeammin luokiteltujen velkakirjojen markkinoilla. Tämä jäädyttäisi lähes välittömästi yritysten investoinnit ja johtaisi osakemarkkinashokkiin. Osakemarkkinoiden romahtaminen tai niiden voimakas korjaus alaspäin jo itsessään todennäköisesti romahduttaisi kuluttajien luottamuksen, mikä on ruokkinut Yhdysvaltojen talouskasvua parin viime vuoden ajan. Korkojen nousu voi myös vaikuttaa negatiivisesti kuluttajien luottamukseen, vaikka velanhoitokustannukset ovat vielä historiallisesti maltillisella tasolla (ks. kuvio 4).

Yhteenvedon voidaan todeta, että vaikka yhdysvaltalaisen yritysten investointihalukkuus ja teollisuustuotanto on ollut laskussa, mitään yksiselitteistä merkkiä taantumasta ei ole havaittavissa. Häiriöiden kasvu vakuudellisten arvopapereiden markkinalla on kuitenkin huolestuttavaa. Korkojen nousu tulee jatkossa vaikuttamaan negatiivisesti kuluttajien, yritysten ja valtioiden lainakustannuksiin. Tämän välittömät vaikutukset tullaan näkemään jo talven aikana.

Euroalueen tilanne on kehittynyt varsin surrealistiseen suuntaan. EKP:n ilmoitus QE-ohjelmansa supistamisesta (mutta määrällisestä kasvattamisesta) ei kuitenkaan ollut yllätys. Keskuspankki voi omistaa vain osan pääomamarkkinasta ilman riskiä markkinoiden toiminnan häiriintymisestä. Osakkeiden ostot olisivat ongelmallisia, koska ne tekisivät keskuspankista yksityisten yritysten omistajan.

Euroopan johtajien reaktio Brexit kansanäänestykseen on ollut hämmäntävä. He näyttävät aikovan jatkaa niin kuin mitään ei olisi tapahtunut. Italian kansanäänestyksen tulosta ja Renzin eroa ei käytännössä edes kommentoitu Euroopan poliittisen johdon taholta. Mielestämme tämä kuvastaa suurta harhakäsitystä näiden tapahtumien riskeistä EU:n ja euroalueen tulevaisuudelle. Valuuttaliittojen ja poliittisten liittojen historia osoittaa, että niiden loppu on usein ollut äkillinen, raju ja taloudellisen sekä poliittisen tyytymättömyyden ajama. Euroalue ja ”eurooppalainen projekti” ovat viimeisen viiden vuoden aikana nk. väistäneet luodin useamman kerran taivuttamalla ja vääristelemällä EU:n sopimuksia sekä sillä että kansalliset poliittiset johtajat ovat antaneet periksi EU:n johtajien tahdon edessä. EU:ssa onkin käynnissä huolestuttava kehitys, missä päätöksiä pyritään yhä enenevässä määrin tekemään kansallisvaltioiden ohi tai yli. Tämä johtaa helposti poliittisiin levottomuuksiin ja epävarmuuden kasvuun. Euroopan lähitulevaisuuden kehityksen ennustaminen onkin tällä hetkellä lähes mahdotonta, mutta palaamme siihen ensi vuoden Q-review:n ensimmäisessä numerossa. Arviomme mukaan suuren poliittisen kriisin todennäköisyys Euroopassa on noussut 45 % seuraavien 12 kuukauden ajalle.

Globaaleja rahoitusmarkkinoita uhkaa tällä hetkellä neljä tekijää. Ensimmäinen on Euroopan pankkisektori, josta olemme varoitelleet jo useamman vuoden ajan. Vaikka Deutsche Bankin ongelmat ovat toistaiseksi helpottaneet, Euroopan

pankkisektori on edelleen samassa, hyvin hauraassa tilassa, jossa se on ollut Euroopan velkakriisin käynnistymisestä lähtien. Viime vuoden lopussa esimerkiksi tuottamattomien (*non-performing*) lainojen osuus eurooppalaisten pankkien lainakannasta oli hurjalla tasolla. Italiassa noin 18 %, Kreikassa noin 35 % ja Kyproksella noin 45 % lainoista oli tuottamattomia tai tappiollisia. Euroopan pankkisektorin osakkeiden arvot ovat toipuneet alkusyksyn pohjistaan, mutta tämä heijastaa enemmän Trumpin voiton aiheuttamaa finanssisektorin osakemarkkinabuomia kuin parannusta eurooppalaisten pankkien liiketoiminnassa. Nousevat korot nostavat pankkien liiketoiminnan tuottavuutta, mutta valtioiden velkakirjojen arvon lasku todennäköisesti vaikuttaa negatiivisesti niiden taseeseen lisäten maksukyvyttömyyden uhkaa.

Toinen uhka muodostuu Yhdysvaltojen dollarin arvon noususta yhdistettynä lisääntyneeseen sääntelyyn ja suurten pankkien lisääntyneeseen riskinkaihtamiseen. Tämä on johtanut globaalin dollarimääräisen likviditeetin vähenemiseen. Yhdysvaltojen ulkopuolisten dollarimääräisten velkasitoumusten arvoksi on arvioitu 10 biljoonaa dollaria. Dollarimääräisen likviditeetin väheneminen voikin aiheuttaa vaikeuksia velan uudistamisessa, *debt roll-overissa*, etenkin kehittyvissä talouksissa, jotka painivat talousvaikeuksissa. Dollarimääräisen velan uusimisen vaikeudet voivatkin johtaa pankkien kaatumisiin etenkin kehittyvissä talouksissa.

Kolmas uhka on Kiina. Kiina vastasi vuoden 2008 kriisiin aloittamalla massiivisen velkaelvytyksen. Arvioiden mukaan Kiinan kokonaisvelkaisuusaste (huomioiden julkishallinnon, yritykset ja kotitaloudet) on yli 300 % BKT:sta. Tämä on korkein suhde missään kehittyvässä taloudessa. Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) julkaisema luoton määrän BKT suhteen ja sen pitkäaikaisen trendin erotuksen mittari, nk. luottokuilu, on Kiinassa yli 29 %. Tämä on yksi korkeimmista

koskaan mitatuista lukemista. Kiinalaiset pankit ja viranomaiset ovat yrittäneet korjata ongelmaa pakkaamalla pankkien tuottamattomia lainoja arvopaperistetuiksi tuotteiksi samalla tavalla, kuin yhdysvaltalalaisten asuntovelkoja paketoitiin ennen vuosien 2007-2008 kriisiä. Tämä kuitenkin vain siirtää ongelmia tulevaisuuteen tehden niistä samalla suurempia. Vaikka tilanne vaikuttaa huolestuttavalta ja muistuttaa esim. Japanin 1980 -luvun lopun kriisin alkusoihtoa, on vaikea arvioida, onko Kiina matkalla rahoitusmarkkinakriisiin. Tämän ehkäisemisessä auttavat Kiinan keskusjohtoinen talousjärjestelmä ja Kiinan valtion suuret valuuttareservit. Yksi asia on kuitenkin varma: Kiinan talous ei voi loputtomiin kasvaa kasvattamalla velkaa. Tämän vuoksi Kiinan talouden nk. raskaan laskun, jossa talouskasvu laskisi nolnaan tai kääntyisi negatiiviseksi, mahdollisuus on ilmeinen, vaikka talouskasvu voi myös vain hidastua pidemmäksi aikaa. Toteutuessaan Kiinan talouskriisi lisäisi stressiä maailman rahoitusmarkkinoilla.

Neljäs uhka, joka on vielä melko epätodennäköinen, on ”keskuspankkiirien kuplan” puhkeaminen. Tämä on ehdottomasti vakavin uhka, koska se tarkoittaisi luottamuksen menettämistä keskuspankkeihin ja systeemikriisin mahdollisuutta, missä yhteiskunnan perustoimintoja uhkaisu asteittainen sulkeminen. Kuplan puhkeamisesta seuraisi varallisuuserin markkinoiden kaottinen normalisoituminen, eli hintojen pudotus. Tämä johtaisi paniikkiin ja rahoitusmarkkinoiden sulkeutumiseen, millä olisi vakavia vaikutuksia modernien yhteiskuntien toimintaan.

Arviomme mukaan uuden finanssikriisin todennäköisyys on 55 % seuraavalla 12 kuukaudelle. Vaikka todennäköisyys on hieman laskenut Deutsche Bankin kriisin ajalta, on kriisin todennäköisyys edelleen huomattavan korkea.

Taulukossa 1 esitämme Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisen bruttokansantuotteen (BKT) kasvuennusteet seuraaville kahdelle vuodelle.

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

Neljäsnes	Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2016:1	0,82	0,50	0,21
2016:2	-0,15	0,31	0,35
2016:3	0,39	0,35	0,78
2016:4 (nc)	0,76	0,52	0,55
2016	1,8	1,7	1,9
2017	1,3	1,0	2,0
2018	1,9	1,4	2,3

Ennustemme antavat melko positiivisen kuvan kasvunäkymistä ja ne ovat parantuneet kautta linjan syyskuun vastaavista. Ennusteidemme mukaan Suomen talous kasvaisi tänä vuonna 1,8 prosenttia ja ensi vuonna 1,3 prosenttia. Euroalueen talous kasvaisi tänä vuonna 1,7 prosenttia ja ensi vuonna yhden prosentin. Yhdysvaltojen talous kasvaisi tänä vuonna 1,9 prosenttia ja ensi vuonna 2,0 prosenttia.

Miten Yhdysvaltojen talouden ja maailmantalouden voi sitten odottaa kehittyvän lähitulevaisuudessa? Sitä on tällä hetkellä poikkeuksellisen hankala arvioida. Vaikka ennustemme ovat melko positiivisia, reaalitytalous ja rahoitusmarkkinat antavat hyvin erilaisia signaaleja. Etenkin euroalueella on näkyvissä valoa, mutta kuinka nopeaan kasvuun päästään, riippuu Yhdysvalloista ja tietyiltä osin myös siitä mitä Kiinassa tapahtuu. Donald Trumpin vaalivoitto on siivittänyt markkinoita uusiin ennätyksiin, mutta talouspolitiikkansa vaikutus reaalitytouteen on vielä arvoitus. Mikäli Trumpin politiikka ei auta reaalitytoutta riittävästi, ovat markkinat yliarvioineet talouskehityksen, mikä lisää suuren korjausliikkeen tai romahduksen riskiä.

Näyttää siltä, että yhdysvaltalaiset kuluttajat ovat tällä hetkellä avainasemassa. Jos heidän luottamuksensa pysyy korkealla, voi tämä johtaa

yrityksien investointien toipumiseen. Tätä voi edesauttaa myös Trumpin hallinnon politiikka. Jos kuluttajien luottamus sen sijaan heikkenee, Yhdysvallat ajautuu hyvin todennäköisesti taantumaan. Rahoitusmarkkinoiden ongelmat ovat huolestuttavia, eikä korkojen nousu auta asiassa yhtään. Häiriöt vakuudellisten arvopapereiden markkinoilla kertovat luottamuksen puutteesta. Rahoitusmarkkinoiden kehitystä pitääkin seurata tarkasti. Poliitikassa vuosi on ollut melko kaoottinen ja poliittinen epävarmuus voi jatkua myös ensi vuonna. Vaalien tuloksien ennakoiminen on kuitenkin hyvin hankalaa, kuten olemme kuluneen vuoden aikana saaneet havaita.

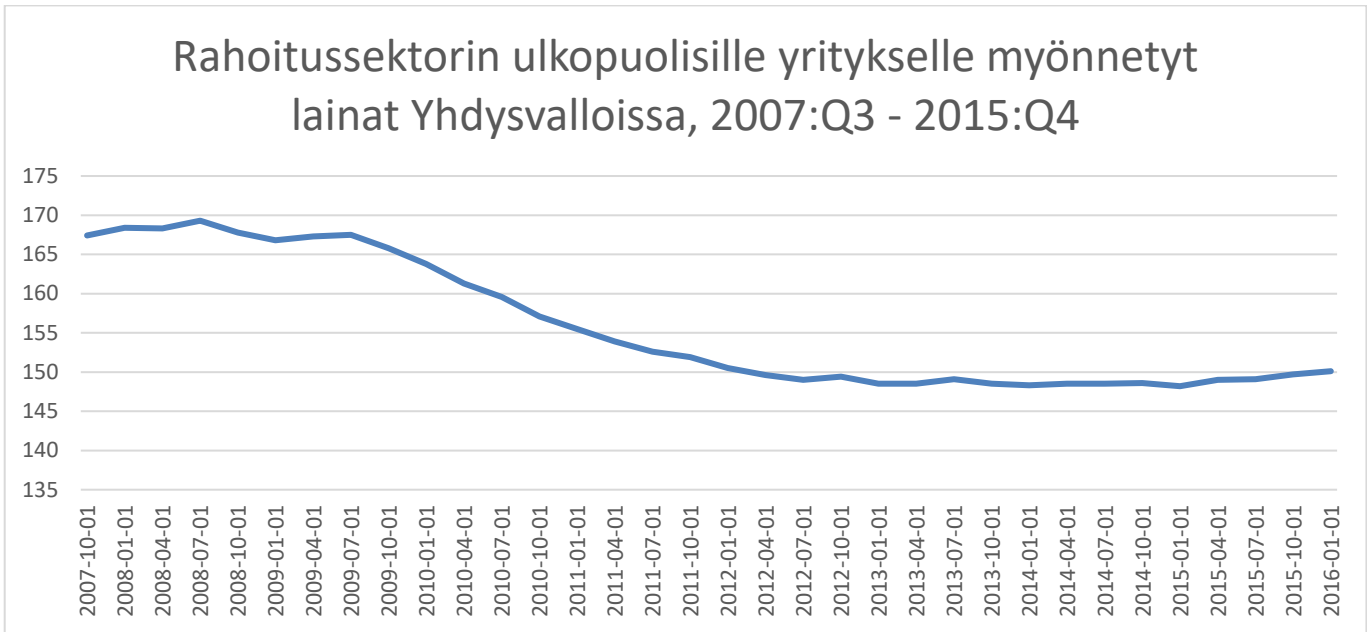
Suurin uhka maailmantaloudelle on kuitenkin ”keskuspankkiirien kuplan” mahdollinen puhkeaminen. Vaikka siitä on nähtävillä heikkoja ennusmerkkejä, ne voivat olla myös väärä hälytys, koska varallisuuserien kuplien puhkeamisen ennakoiminen on tunnetusti erittäin vaikeaa. Keskuspankit tulevat myös todennäköisesti

käyttämään kaikki mahdolliset keinonsa (helikopteriraha, käteiskiellot, jne.) kuplan puhkeamisen estämiseksi. Jos kupla kuitenkin puhkeaisi, näkemyksemme mukaan lähes kaikkien varallisuuserien hinnoissa tapahtuisi suuria korjausliikkeitä alaspäin ja häiriöt lisääntyisivät useilla markkinoilla. Häiriöt alkaisivat hyvin nopeasti, muutaman päivän tai muutaman viikon sisällä. Ne johtaisivat globaaliin finanssikriisiin hyvin nopeasti, todennäköisesti parin kuukauden sisällä tai jopa nopeammin. Kriisi poikkeaisi aiemmista siinä, että keskuspankkien vakavaraisuus olisi uhattuna. Viranomaisten ja poliitikkojen reaktio olisi todennäköisesti hätäilevä ja paniikin värittävä. Odotettavissa olisi myös yhteiskunnallisia levottomuuksia. Vaikka tällaisen systeemikriisin todennäköisyys on vielä melko pieni, on se kuitenkin selkeästi nollaa suurempi (arvioimme systeemikriisin todennäköisyyttä tarkemmin seuraavassa Q-review:ssä). Riskinottoa kannattaakin edelleen välttää kaikessa liiketoiminnassa ja sijoittamisessa.

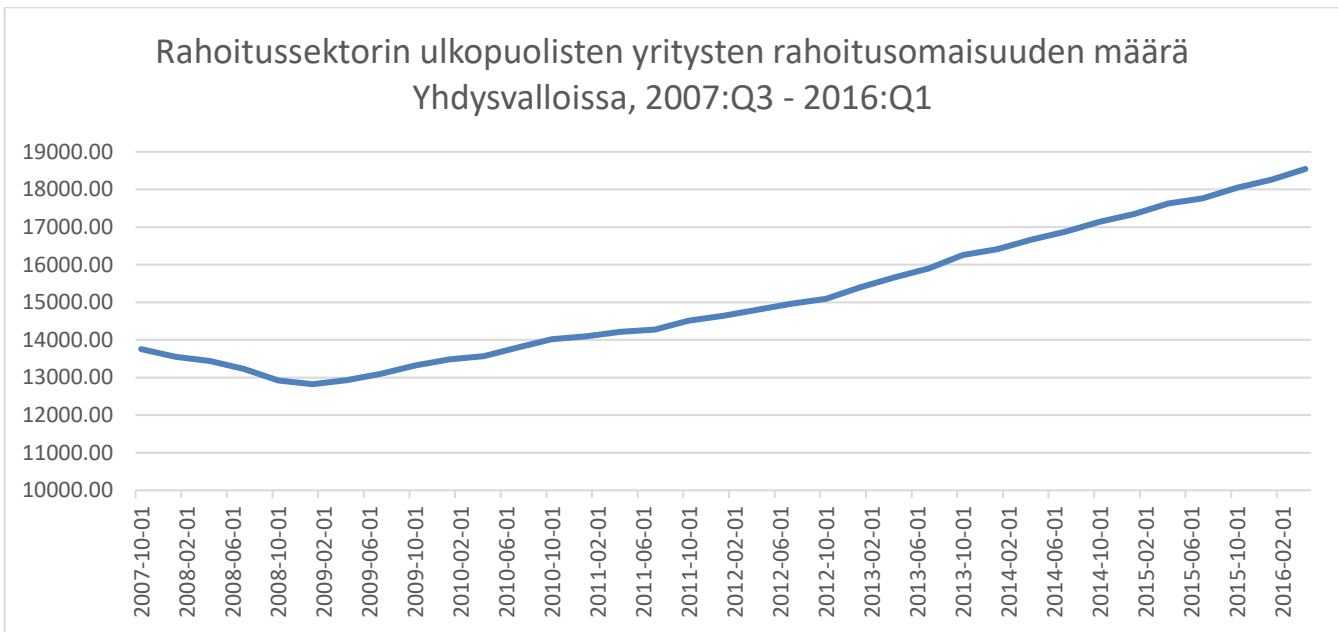
Liitteet



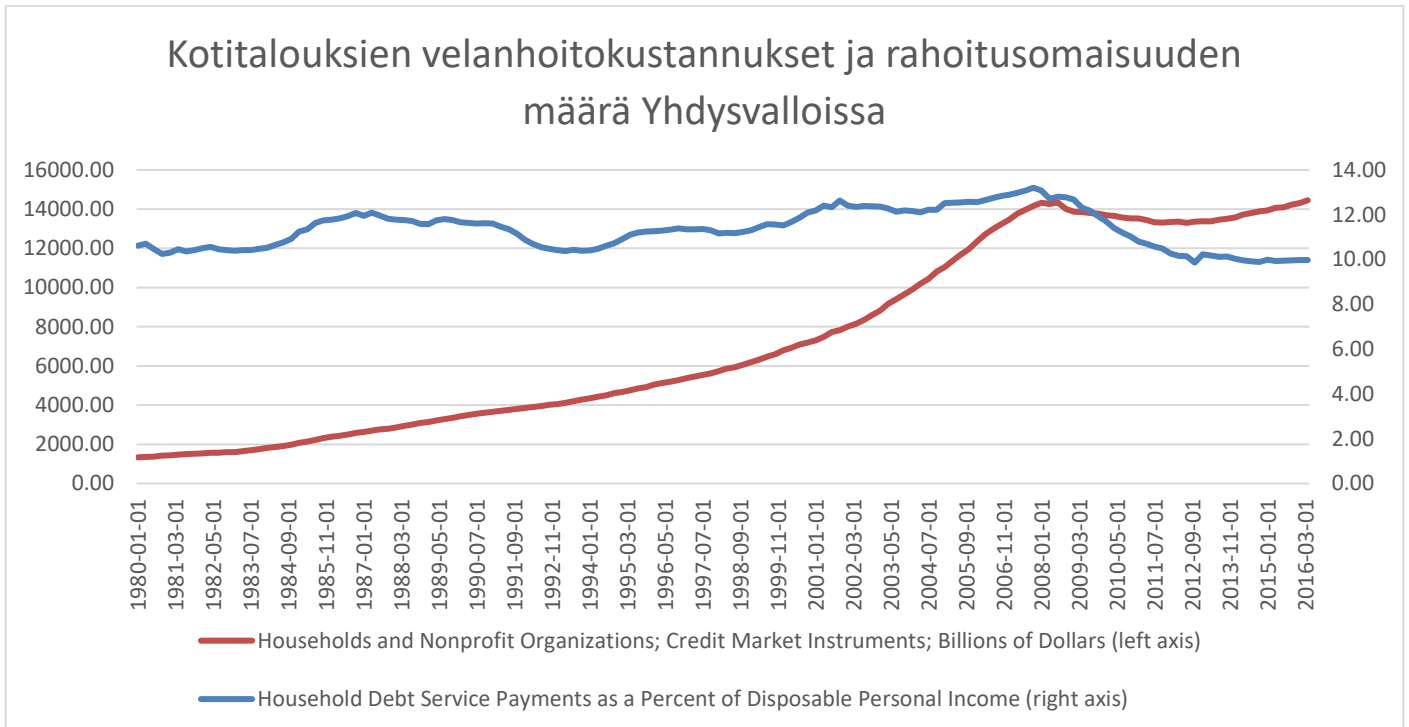
Kuvio 1. Rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten investoinnit Yhdysvalloissa. Miljoonaa dollaria. Lähde: Federal Reserve Bank of St. Louis.



Kuvio 2. Rahoitussektorin ulkopuolisille yrityksille myönnetyt lainat. Prosenttia BKT:sta. Lähde: Federal Reserve Bank of St. Louis.



Kuvio 3. Rahoitussektorin ulkopuolisten yritysten rahoitusomaisuuden määrä, miljardia dollaria. Lähde: Federal Reserve Bank of St. Louis.



Kuvio 4. Kotitalouksien velanhoitokustannukset suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin (oikea akseli) ja kotitalouksien sekä voittoja tuottamattomien yhdistysten rahoitusomaisuuden määrä, miljardia dollaria (vasen akseli). Lähde: Federal Reserve Bank of St. Louis

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 maaliskuussa 2017.

.....

Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT

Toimitusjohtaja

puh: +358 40 196 3909

email: 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.