

## Suomen ja maailmantalouden suhdanteiden vuosianalyysi

Maaliskuu 2012

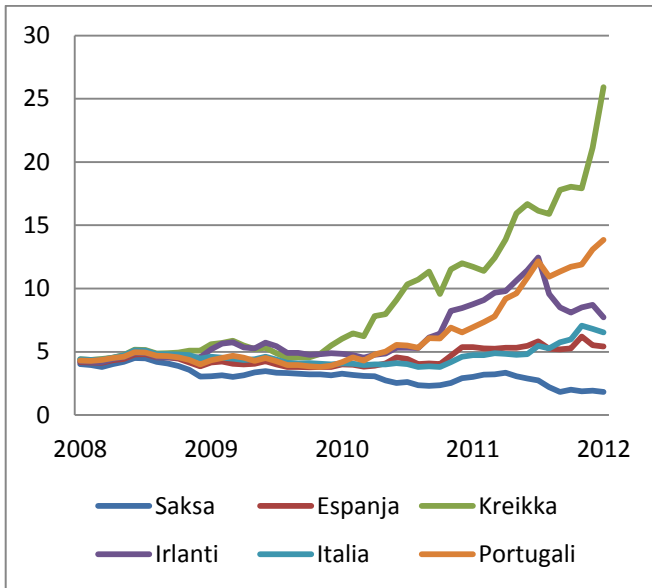
- Euroopan suhdannetila on edelleen heikko. Ennustamme euroalueelle tälle vuodelle 0,01 % kasvua ja Suomelle 0,9 % kasvua.
- Yhdysvaltain suhdannenäkymä sen sijaan on tällä hetkellä positiivinen. Ennustamme Yhdysvaltojen talouden kasvavan tänä vuonna 2,7 %.
- Maailmantalouden kasvunäkymä on niin ikään positiivinen.
- Euroopan velkakriisi varjostaa kuitenkin koko maailmantalouden, mutta erityisesti Euroopan ja Aasian kasvunäkymiä.

## 1. Suhdannekuva

Viimeiset neljä vuotta ovat olleet suurten suhdannevaihtelujen aikaa. Syksyllä 2008 finanssijärjestelmän täydellinen romahtaminen vältettiin ainoastaan valtioiden ja keskuspankkien massiivisten tukitoimien ansiosta. Maailmantalous ajautui nopeasti taantumaan, joka kesti pääosin aina vuoden 2008 alkupuolelta vuoden 2009 puoliväliin asti. Tämän jälkeen maailmantaloudessa on koettu taantumasta elpymisen aika, jota kuitenkin Euroopan velkakriisi nousi viime vuoden aikana uhkaamaan.

Euroopan velkakriisin uhka suhdannekuvalle johtuu pitkälti tehdyistä politiikkapäätöksistä. Kreikan piti olla erikoistapaus, ja sen jälkeen Irlannin ja Portugalin piti olla erikoistapauksia, jne. EU-alueen poliitikkojen valitsema pelastuspaketin linja on osoittautunut toimimattomaksi lopullisen ratkaisun saamiseksi, jonka takia Euroopan velkakriisi edelleen uhkaa talouskehitystä varsinkin euroalueella. Pahimmillaan valitut politiikkatoimet saattavat johtaa jopa euroalueen hajoamiseen, jonka kustannukset näkyisivät koko maailmantaloudessa. Tässä äärimmäisessä skenaariossa maailmantalous vaipuisi uudelleen syvään taantumaan verrattaen nopeasti edelliseen taantumaan 2008 - 2009 nähden. Yleensä länsimaisissa teollistuneissa valtioissa suhdannevaihteluiden kiertokesto on ollut tätä pidempi.

Euroopan velkakriisi alkoi, kun vuonna 2010 paljastui, että Kreikan valtio oli lainannut huomattavasti enemmän kuin mitä sen viralliset luvut kertoivat. Tämän jälkeen sen lainanhoitokustannukset nousivat nopeasti kestävämmälle tasolle. Euroalueen valtiot ja EU:n komissio päättivät tuolloin, että Kreikan tukeminen oli välttämätöntä. Päätöksen takana oli luultavasti monia syitä, joista päällimmäisinä varmasti olivat huolet Euroopan pankkisektorin tilanteesta ja europrojektin kaatumisesta. Kreikan tukeminen tehtiin euroalueen valtioiden ja Kansainvälisen Valuuttarahaston (IMF) yhteisenä lainaohjelmalla, jonka ehdoksi asetettiin Kreikan sitoutuminen tiukkoihin säästötoimiin. Tukitoimet kuitenkin osoittautuivat riittämättömiksi ja mikä pahinta, ne johtivat ainoastaan spekulatiivisiin hyökkäyksiin muiden heikkojen euromaiden velkakirjamarkkinoita kohtaan. Liian korkeiksi nousseiden lainanhoitokustannuksien takia euromaat ja IMF ovat jo joutuneet pelastamaan sekä Portugalin että Irlannin. Italian ja Espanjan lainanhoitokustannukset myös nousivat voimakkaasti viime vuoden lopulla, ja ne helpottivat vasta Euroopan keskuspankin EKP:n toteuttaman pitkän aikavälin uudelleenrahoitusohjelman LTRO:n (long-term refinancing operation) jälkeen. LTRO:ssa EKP lainasi euroalueen pankeille rahaa kolmeksi vuodeksi 1 % korolla.



Kuvio 1. Euroalueen valtioiden 10-vuotisten joukkovelkakirjalainojen korkoja vuosien 2008 – 2011 aikana. Lähde: EKP.

Mitä olisi sitten voitu tehdä toisin euroalueen velkakriisin ratkaisemiseksi? Ratkaisevat päätökset nykytilanteen kannalta tehtiin viime keväänä, jolloin oli käynyt selväksi, että pelastuspaketit eivät toimi. Silti niitä päätettiin jatkaa. Samalla avun saaneita maita painostettiin tiukkoihin säästötoimiin. Tämä oli virhe. Valtioiden velkakriiseissä keskeistä on, kasvaako kriisissä olevan valtion talous vai ei. Jos bruttokansantuote, eli BKT ei kasva vaan esimerkiksi pienenee, velan määrä suhteessa siihen kasvaa vaikka valtio ei ottaisi yhtään lisää velkaa. Kreikan kohdalla tilanne on ollut huonoin mahdollinen, eli se on joutunut ottamaan lisää velkaa samalla kun BKT on supistunut. Tällaisessa tilanteessa ei ole muuta mahdollisuutta kuin leikata velan määrää talouskasvun aikaansaamiseksi. Säästämisohjelmat vain pahentavat asiaa, ja EU:lta onkin ollut suuri virhe vaatia niitä ilman velkojen uudelleenjärjestelyä. Säästämisohjelmat voivat toimia vain, mikäli maan velkataakka on jollain tapaa hallittavissa. Toimet, jotka tehtiin nyt, eli Kreikan velkojen uudelleenjärjestely ja EKP:n suora tai epäsuora setelirahoitus, olisikin pitänyt tehdä jo vuosi sitten. Tämän lisäksi myös Euroopan vakausvälineiden sekä euromaiden olisi tullut leikata velkaansa Kreikalle, jotta Kreikan velan suhde BKT:hen olisi saatu kestäväälle ja talouskasvua tukevalle tasolle.

Ongelmana euroalueella on myös ollut, kuinka erotella maksukyvyttömät kriisimaat maksukykyisistä kriisimaista? Toisin sanoen, kuinka erotella kriisivaltioista ne, jotka eivät pysty pidemmällä aikavälillä selviämään velvoitteistaan, niistä jotka pystyvät. Näyttää siltä, että LTRO:n kaltaisilla välineillä saattaisi olla mahdollista erotella maksukyvyttömät valtiot maksukykyisistä. LTRO:n kauttahan pankeilla on ollut rahaa sijoittaa halvalla mahdollisimman tuottaviin kohteisiin. Kuvaavaa onkin, että vaikka Italian, Espanjan ja Irlannin korot ovat LTRO:iden jälkeen laskeneet, Kreikan ja Portugalin korot ovat jatkaneet nousuaan. Tästä voidaankin päätellä, että markkinoiden mukaan Kreikan lisäksi myös Portugali on *de facto* maksukyvyttömä.

Euroopan velkakriisin uhka euroalueen talouskehitykselle ei kuitenkaan rajoitu kriisimaiden mahdollisiin velkajärjestelyihin. Vastustus euroalueen kriisimaiden tukemista kohtaan on noussut euroalueen maksukykyisimmissä valtioissa, kuten Saksassa, Hollannissa ja Suomessa. Uhkana onkin, että kriisin vanavedessä useampi euromaa eroaa tai pakotetaan eroamaan rahaliitosta. Vaikka ajatus saattaa lähtökohtaisesti kuulostaa hyvältä, liittyy siihen kuitenkin useita uhkakuvia, jotka voivat nostaa kyseisen toimen kustannukset hyvin suuriksi. Näitä kustannuksia käsittelemme huhtikuun ensimmäisessä Trends and Topics raportissa.

Yhdysvaltojen talouskehitys on viimeisen puolen vuoden aikana elpynyt tavalla, jota hyvin harva osasi odottaa. Yhdysvaltojen taloudesta puhuttaessa usein unohtetaan, että se on verrattain riippumaton maailmantalouden tilasta. Noin 70 % sen taloudesta (BKT:sta) koostuu kotimaisesta yksityisestä kulutuksesta. Näin ollen yksityisen sektorin kulutus ja investointipäätökset vaikuttavat talouden kasvuun enemmän kuin maailmankaupan liikkeit. Yhdysvaltojen ollessa maailman suurin talous, se enemmänkin luo suhdanteita kuin seuraa niitä.

Yhdysvaltojen talous ei kuitenkaan luonnollisesti ole täysin immuuni maailmantalouden shokeille. Euroalueen kriisin uudelleenjärjestyminen tulisi vaikuttamaan myös Yhdysvaltojen talouskasvuun. Tämän lisäksi Yhdysvaltojen talouskasvuun vaikuttaa

keskeisesti myös öljyn hinta. Vaikka Yhdysvaltojen öljyriippuvuus onkin laskenut selvästi viimeisten kahdenkymmenen vuoden aikana, öljyn hinnan vaikutus Yhdysvaltojen talouteen on edelleen suurempi kuin esimerkiksi euroalueella. Äkilliset ja odottamattomat katkot öljyn tuotannossa voivatkin suistaa Yhdysvallat ja maailmantalouden laskusuhdanteeseen. Tällainen tapahtuma olisi Iranin tilanteen kärjistyminen täysimittaiseksi sodaksi. Käymme läpi tämän tapahtuman vaikutuksia maailmantalouteen huhtikuun Trends and Topics -raporteissa.

Tarkasteltaessa viimeisimpiä BKT:n kasvulukuja (viimeisimmät BKT-kasvuestimaatit) sekä kuluvan neljänneksen BKT:n nowcasteja<sup>1</sup> nähdään, että suhdannekuva on varsin kaksijakoinen.

Taulukko 1. Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen BKT:n kasvulukuja (prosenttia) sekä kuluvan kvartaalin BKT-nowcastit. Lähde: OECD ja GnS economicsin laskelmat.

Neljännes	Yhdysvallat	Euroalue	Suomi
2011:3	0,45	0,14	1,09
2011:4	0,74	-0,32	0,10
2012:1 nowcast	0,85	-0,14	-0,09

Taulukon 1 lukujen perusteella näyttää siltä, että Yhdysvallat on selkeästi palannut kasvun uralle, mutta euroalue olisi ajautumassa ns. tekniseen taantumaa, jossa BKT supistuu kahden peräkkäisen kvartaalin ajan. Suomessa kasvu näyttää alkuvuonnakin jäävän vaivaiseksi, jopa negatiiviseksi. Toisin sanoen, nykyisten lukujen valossa Suomen BKT:n kasvu on jäänyt kahden viimeisen neljänneksen aikana aivan nollan tuntumaan. Näin ollen Suomi on saattanut hyvinkin seurata euroaluetta teknisen taantumien puolelle kun BKT-kasvuestimaatteja myöhemmin tarkistetaan.

<sup>1</sup> Nowcast on ennuste, joka perustuu raportin kirjoitushetken informaation kyseisen neljänneksen taloudellisesta aktiviteetista. Toisin sanoen, se perustuu kuluvan neljänneksen taloudellisesta kasvusta saatuihin kuukausittain raportoitaviin tilastotietoihin ja tilastolliseen mallinnukseen raportin kirjoitushetkellä.

Kehittyvien talouksien kasvunäkymät poikkeavat toisistaan jonkin verran. Kiinan kasvun voi olettaa hidastuvan selkeästi seuraavien parin vuoden aikana Kiinan pyrkiessä muuttamaan taloutensa rakennetta vientivetoisesta kysyntävetoiseksi. Mikäli Kiinan kasvuvauhti pysyy verrattain voimakkaana, voi tämän olettaa edesauttavan maailmantalouden elpymistä, Kiinan globaalien tavaroiden ja palveluiden kysynnän kasvaessa. Kiinan talousmurrokseen liittyy kuitenkin riskejä varsinkin seuraavien kahden - kolmen vuoden aikana. Riskinä ovat esimerkiksi ilmeisten yli-investointien alaskirjauksien aiheuttamat tappiot ja kansan demokratiapyrkimysten vahvistuminen, joka voisi johtaa sisäiseen konfliktiin. Kiinan tasapainoista tai edes rauhanomaista siirtymistä investointivetoisesta taloudesta kulutusvetoiseksi ei voidakaan taata.

Aasian kasvunäkymät jatkuvat valoisina. Kiinan talouden ajautuminen ongelmiin saattaisi jopa nopeuttaa muiden Aasian valtioiden kasvua tuotannon siirtyessä Kiinasta muualle. Afrikan tilanne on niin ikään positiivinen.

Venäjä jatkaa vakaalla kasvun uralla seuraavien vuosien ajan, vaikka sisäpoliittinen epävarmuus todennäköisesti Putinin kolmannella kaudella kasvaa.

## 2. Suhdanne-ennuste

Maailmantalouden suhdannekuvaa hallitsee siis edelleen Euroopan velkakriisi. Nykymuodossaan kriisi on hallinnassa, mutta hallitsemattomien velkajärjestelyjen tai euroalueen hajoamisen uhka ei silti ole poistunut. Kriisin hallintaan saamisessa keskeisessä roolissa on ollut EKP, ja etenkin sen pitkän aikavälin uudelleenrahoitusohjelma, eli long-term refinancing operation LTRO. LTRO:n avulla EKP on tehokkaasti saanut palautettua luottamuksen pankkien välisille luottomarkkinoille. Ongelmana tässä ohjelmassa vain on, että se ei ratkaise Euroopan finanssijärjestelmän ongelmia, vaan ainoastaan siirtää niitä eteenpäin. Jatkamme tästä aiheesta luvussa 3, jossa käymme läpi rahoitusmarkkinoiden tilaa.

Suomen ja maailmantalouden suhdannekehityksen kannalta keskeinen seikka on siis edelleen Euroopan

velkakriisin hoitaminen ja erilaiset pyrkimykset sen ratkaisemiseen. Näkemyksemme mukaan Euroopan velkakriisiin voidaan ajatella ratkeavan, hieman yksinkertaistaen, kolmella eri tavalla. EKP aloittaa täysimittaisin setelirahoituksen ostaen pois huomattavan osan kriisimaiden veloista, euroalue jatkaa nykyisellä pelastuspaketin tiellä, tai euroalue alkaa hajota. Näistä skenaarioista etenkin ensimmäisellä ja viimeisellä tulisi olemaan selkeitä vaikutuksia myös maailman talouskehitykseen. Näiden kolmen skenaarion lisäksi seuraavan vuoden suhdannekehitykseen voi vaikuttaa myös öljyn hinnan muutokset, joiden suhteen suurin riskitekijä on poliittinen epävakaus Iranin ydinohjelman ympärillä. Tätä skenaarioita käsittelemme tarkemmin huhtikuun Trends and Topics -katsauksissa.

Seuraavaksi luomme ennusteet Suomen, euroalueen ja Yhdysvaltojen seuraavan vuoden talouskehitykselle.

## 2.1 Euroalue

Kuten yllä jo mainittiin, euroalueen tulevaisuuden suhdannekehitystä ohjaavat voimakkaasti valitut politiikkavaihtoehdot. Näkemyksemme mukaan parhaimmassa, eli optimistisimmassa, skenaariossa euroalueen taantuma kestäisi vain alkuvuoden 2012 ajan, jonka jälkeen euroalue kokonaisuudessaan palaisi talouskasvun uralle. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että kaikki euroalueen valtiot välttämättä palaisivat kasvuun, vaan joidenkin kriisimaiden toipuminen voi kestää pidempään.

Esimerkiksi Kreikan talouden tila on tällä hetkellä lohduton ja sen sen talousromahdus hakeekin jo vertaistaan teollistuneiden maiden historiassa. Vaikka Kreikan koko velkataakka poistettaisiin, talouskasvun palautumisessa voikin kestää useita kvartaaleita. Silti ei ole täysin poissuljettua etteikö Kreikkakin voisi palata varsin nopeasti talouskasvun uralle, mikäli sen ulkomainen velka nollattaisiin. Tämän optimistisimmän skenaarion toteutuminen kuitenkin vaatii radikaaleja ja nopeita toimia EU:n johtajilta, ja etenkin EKP:ltä. Näkemyksemme mukaan euroalueen talous voi kääntyä nopeaan kasvuun ainoastaan EKP:n täysimittaisen setelirahoituksen ja kriisimaiden velkojen uudelleenjärjestelyjen avulla

Euroalueen osalta edellä mainitun näkemyksen taustalla on useita tekijöitä Kreikan tilanteen lisäksi. Euroalueen työttömyys on tällä hetkellä huipussaan (n. 11 %) ja monet taloudet ovat taantuman tai jopa laman kourissa. Espanjan työttömyys on huipussaan (n. 23 %) kuten myös Portugalissa (n. 14 %). Espanjassa asuntolainojen maksuhäiriöt ovat nousseet uuteen ennätykseen. Irlannin talous näyttää kohentuvan, mutta hyvin hitaasti ja huomattavan velkataakan rasittamana. Irlannin talous kasvoi vuoden 2011 ensimmäisellä ja toisella kvartaalilla, mutta kutistui jälleen huomattavasti kolmannella kvartaalilla (-1,1 %) sekä neljännellä kvartaalilla (-0,2%). Irlannin taloustilannetta ei voikaan vielä kuvailla ”toipumiseksi”.

Vaikka Saksa on Suomen ohella euroalueen harvoja valopilkkuja talouskasvun suhteen, senkään talous ei ole vielä täysin vakaalla kasvu-uralla. Saksan tehdastuotannon tilaukset esimerkiksi laskivat jälleen tammikuussa, kun ne olivat nousseet joulukuussa (Reuters). Saksan vuoden 2011 viimeisen neljänneksen BKT-kasvu jäi myös ensimmäisen estimaatin osalta negatiiviseksi (-0,2 %). Euroopan tehdasteollisuuden ostopäällikköindeksin arvo osoittaa myös edelleen tuotannon supistumista. Sen helmikuun arvo oli 49, kun 50 ylittävät arvot indikoivat tuotannon lisääntymistä. Syynä tähän on varsinkin euroalueen heikko kysyntä johtuen juuri Euroopan velkakriisistä. Euroopan pankkisektori on myös todennäköisesti varsin heikossa kunnossa, eikä suurimmalla osalla maita ole enää varaa pääomittaa pankkejaan itsenäisesti ilman, että valtioiden velanhoitokustannukset nousisivat selvästi.

Euroalueen nopean toipumisen käynnistäjänä ei voikaan toimia mikään muu kuin Euroopan velkakriisin nopea ratkaiseminen. Tämä siitäkkin huolimatta, että Yhdysvaltojen viimeisten neljänneksen kohtuullisen vahva talouskasvu on tarjonnut, ja tarjoaa jatkossakin, vetoapua euroalueelle ja maailmantaloudelle.

Näkemyksemme siis on, että Euroopan velkakriisin nopea ratkaiseminen onnistuu ainoastaan EKP:n avustuksella, joka edelleen voi ostaa pois vaikka kaikki kriisimaiden velat. Päinvastoin kuin usein väitetään, EKP:n tappioiden ei tarvitse tulla Euroopan

veronmaksajien maksettaviksi, ainakaan suoraan.<sup>2</sup> Tämä johtuu siitä, että keskuspankki voi aina paikata taseensa tappioita kasvattamalla sen rahan painamisesta saatavaa tuloa, eli *seignioragea*. Keskuspankin *seigniorage* on rahan painamisen kustannuksen ja rahan arvon erotus. Varsinkin nykyään rahan ”painaminen” on keskuspankeille liki ilmaista, joten nykyisten keskuspankkien *seignioragien* voidaan olettaa olevan varsin korkeita. Teknisesti EKP:llä olisi siis varaa ostaahja mitätöidä kaikki Espanjan, Italian, Irlannin, Kreikan ja Portugalin velat. Keskuspankin suorittamassa setelirahoituksessa on kuitenkin aina inflaation kiihdyttämisen riski. Tämä riski luonnollisesti vaihtelee talouden taantumien syvyyden ja painetun rahamäärän mukaisesti. Siksi paras ratkaisu euroalueen ongelmiin edelleen olisi velkajärjestelyjen ja EKP:n tukiopeaatioiden yhdistelmä, kuten Kreikan tapauksessa tehtiin. Kuten jo johdannossa todettiin, Kreikan lisäksi myös Portugalin velat olisi saneerattava. Kreikan kohdalla pitäisi saneerata myös Euroopan vakautusvälineen ja euromaiden Kreikalle myöntämät velat siten, että Kreikan kokonaisvelkataakka olisi alle 80 % BKT:sta. Niin sanotun tartunnan leviämisen ehkäisemiseksi EKP ilmoittaisi ostavansa Italian ja Espanjan velkapapereita tarvittaessa rajattomasti pitääkseen niiden korot alle tietyn prosentin. EKP siis muodostaisi ns. palomuurin Kreikan ja Portugalin ympärille. Saksa kuitenkin vastustaa varsinkin EKP:n setelirahoituksen käyttöä kiihkeästi ja siksi annamme tämän positiivisen skenaarion todennäköisyydeksi vain 10 %.

Positiivisen skenaarion vastapuolena on skenaario, jossa yksi tai useampia euroalueen kriisimaita irtoaa eurosta.<sup>3</sup> Tämän skenaarion vaikutuksia ja kustannuksia on vaikea määritellä tarkasti, mutta ne

<sup>2</sup> Tällä viitataan ns. inflaatioveroon, joka tarkoittaa, että setelirahoituksen mahdollisesti kiihdyttäessä inflaatiota, veronmaksajat maksavat setelirahoituksen kustannukset alentuvan ostovoiman kautta.

<sup>3</sup> On toki mahdollista, että Euroopan velkakriisi kärjistyy muullakin tavalla, kuten jonkun yksittäisen keskeisen pankin konkurssin myötä. Näkemysmme mukaan tällainen ”kriisi” olisi kuitenkin huomattavasti lievempi kuin euroalueen hajoaminen, joka on taustaoletuksena tässä skenaariossa.

tekijät joista tämän skenaarion kustannukset muodostuvat voidaan silti nimetä. Tämän skenaarion suurimmat kustannukset muodostuvat eroavan maan ja euroalueen finanssijärjestelmien erottamisesta toisistaan. Suurimpien kustannuksien voidaankin hieman yksinkertaisten sanoa muodostuvan seuraavista kolmesta kustannuserästä:

- 1) Uuden valuutan käyttöönottoon liittyvät kustannukset.
- 2) Eurosta eroavan valtion yksityisen sektorin velka- ja saantisopimuksien muuttaminen kansalliseen valuuttaan.
- 3) Eroavan valtion pankkijärjestelmän irrottaminen EKP:stä (Euroopan keskuspankkijärjestelmä) ja sitä kautta TARGET2 maksujärjestelmästä.

Käsittelemme näitä kustannuseriä tarkemmin huhtikuun ensimmäisessä Trends and Topics -katsauksessa. Arviomme mukaan useamman kriisimaan ero euroalueesta aiheuttaisi Eurooppaan pankkikriisin, koska kyseiset maat joutuisivat erotessaan jättämään huomattavan osan veloistaan euroalueen pankeille maksamatta. Monella kriisimaalla valtion velat ovat jo tällä hetkellä kestävämmällä tasolla ja oman valuutan käyttöönotto johtaisi ulkomaisen velan arvon huomattavaan kasvuun valuutan devalvoitumisen kautta. Suurimittaiset velkojen alaskirjaukset johtaisivat pankkien luottotappioihin. Koska monien Euroopan pankkien vakavaraisuus on tällä hetkellä edelleen heikko, suuret luottotappiot ajaisivat pankkeja konkurssiin ilman valtioiden pääomittamisoperaatioita. Koska monen Euroopan valtion velkaantuneisuusaste on tällä hetkellä hyvin korkea, ne eivät välttämättä kykene suurimittaisiin pankkien pelastusoperaatioihin ilman, että myös niiden maksukyky vaarantuisi. Tämän takia luultavasti vain ”rakenteellisesti tärkeitä” pankit pelastettaisiin ja loppujen annettaisiin kaatua. Tämä johtaisi Euroopan laajuiseen pankkikriisiin ja syvään laskusuhdanteeseen.

Koska tämän skenaarion toteutuminen vaatii sen, että useampia maita eroaa euroalueesta, pidämme tämän

huonoimman skenaarion todennäköisyytenä seuraavan vuoden aikana vain 10 %. Todennäköisyys on näin pieni, koska yksittäistenkin maiden ero euroalueesta voi aiheuttaa myös euroalueeseen jääville maille suuria kustannuksia, kuten yllä on lyhyesti kuvattu, ja koska euroalueen hajoaminen käytännössä tarkoittaisi myös Euroopan integraation kääntymistä dis-integraatioksi.

Mielestämme todennäköisin skenario euroalueelle seuraavan vuoden aikana on edelleen jatkuva pelastuspakettien ja yhteisvastuun kasvattamisen tie. Tähän skenarioon luo epävarmuutta se seikka, että mikäli Kreikan taloutta ei saada kuntoon, sen euroalueesta eroamisen riski kasvaa jatkuvasti. Kreikan talous on ajettu todella ahtaalle eikä nykyisen toimintamallin jatkuessa voida sulkea pois myöskään jonkinasteista vallankaappausta tai ainakin huomattavaa levottomuuksien lisääntymistä.

Kreikan tilanteen huonontumisen ohella oletamme, että tässä todennäköisemmässä skenariossa tapahtuu seuraavaa. Portugalin valtionlainojen korot ovat myös hyvin korkealla, se todennäköisesti tarvitsee pelastuspaketin seuraavan puolen vuoden aikana. Euroopan pysyvä vakausmekanismiin pääomia kasvatetaan sekä valtioiden toimesta että "vivuttamalla", eli lainaamalla markkinoilta vakausvälineen omaa pääoma vastaan. Euroopan velkakriisi jatkuu, mutta pankkikriisi vältetään. Kun Kreikan velat on uudelleenjärjestetty se saa rahat velkojensa maksuun ja säästäväisyysohjelmaa jatketaan. Säästäväisyysohjelmia jatketaan myös Espanjassa, Italiassa, Irlannissa ja Portugalissa. EKP:n LTRO:n seurauksena pankkien väliset markkinat pysyvät rauhallisina ainakin kesään asti, jonka jälkeen LTRO 3 saattaa tulla ajankohtaiseksi. EKP:n roolia ei kuitenkaan kasvateta suoran setelirahoituksen puolelle, vaan EKP tekee tarvittaessa LTRO 3:n varmistukseksi Euroopan pankkisektorin maksukyvyyn. Euroopan laajuinen pankkikriisi siis vältetään, mutta useiden euromaiden luottoluokitusta alennetaan lisää ja valtiot lisäävät budjettikuria, eli leikkaavat valtion menoja ja/tai korottavat veroja. Näiden seurauksena euroalueen kotitalouksien kulutusmahdollisuudet laskevat, joka yhdessä valtioiden budjettikurin kanssa

laskee kokonaiskysyntää, mikä vähentää myös euroalueen investointeja. Tämän seurauksena euroalueen kasvu jää alhaiseksi, ja monet euroalueen ei-kriisivaltiotkin pysyvät taantumassa ainakin kuluvaan ja seuraavaan kvartaalin ajan.

Euroalueen BKT:n nowcastin mukaan vuoden 2012 ensimmäisen kvartaalin kasvu jäisi -0,14 % eli euroalueen BKT supistuu (ks. Taulukko 1). Euroalueen kuluvaan vuoden loppupuoliskon suhdannekuva on kuitenkin vielä varsin epäselvä, mutta Yhdysvaltojen talouden elpymisen jatkuessa uskomme, että myös euroalueen talous kääntyy kasvuun vuoden kahdella viimeisellä kvartaalilla. Arvioomme perustuen tämän skenaarion toteutumisen todennäköisyys on 80 %.

Taulukossa 1 esitetään Euroalueen reaalisen BKT:n ennustetut kasvuvauhdit yllä mainituissa kolmessa skenariossa. Taulukosta nähdään, että mielestämme todennäköisimmän skenaarion vallitessa euroalueen BKT:n supistuu niukasti vielä seuraavien kahden neljänneksen aikana, mutta kääntyy sen jälkeen loppuvuodeksi 2012 pienoiseen kasvuun. Pessimistisimmässä skenariossa euroalueen BKT supistuisi kuluvaan vuoden aikana yli 3,3%, ja optimistisimmassakin kasvua kertyisi vain puoli prosenttia.

Taulukko 1. Euroalueen reaalisen BKT:n kasvuennusteet eri skenarioissa.

Neljännes	Optimisti	Tod.näk.	Kriisi
2012:1 (nowcast)	-0,14	-0,14	-0,14
2012:2	0,07	-0,06	-0,22
2012:3	0,18	-0,04	-1,32
2012:4	0,43	0,25	-1,65
<b>2012:1-4</b>	<b>0,54</b>	<b>0,01</b>	<b>-3,33</b>
2013:1	0,54	0,38	-0,85

Taulukossa on kuvattu (euroalueen) BKT:n neljännesvuosikohtaiset prosentuaaliset kasvuprosentit.

## 2.2 Suomi

Suomen ollessa osa euroaluetta, sen talouden kasvu luonnollisesti riippuu hyvin pitkälle euroalueen ja muun maailmantalouden kehityksestä. Tämän takia Suomen tulevan talouskehityksen optimistisin ja huonoin skenario ovatkin käytännössä samat kuin

euroalueen vastaavat skenaariot. Mikäli EKP päättäisi käynnistää täysimittaisen setelirahoituksen, sen vaikutukset näkyisivät lyhyellä aikavälillä talouden nopeampana kasvuna myös Suomessa. Mikäli euroalue alkaisi hajota yllä esitetyllä tavalla, sen vaikutukset Suomeen näkyisivät rahoitusmarkkinoiden kriisitymisen ja vientien voimakkaan laskun kautta.<sup>4</sup>

Mikäli todennäköisin skenaario euroalueella toteutuu, Suomen tuleva talouskasvu määräytyy useamman tekijän perusteella. Ehkä yksi tärkeimmistä näistä on Yhdysvaltojen talouskasvu, koska Yhdysvallat on tällä hetkellä ainoa kehittyneempi talous, joka pystyy ylläpitämään kysyntää maailmantaloudessa. Yhdysvallat on myös yksi Suomen suurimmista vientikumppaneista.

Suomen talouskasvua voivat kuitenkin hidastaa nyt suunnitellut valtion talouden leikkaustoimenpiteet ja verojen korotukset. Näiden negatiivinen vaikutus korostuu, mikäli Yhdysvaltojen tai euroalueen kasvu jää syystä tai toisesta odotettua hitaammaksi. On toisaalta selvää, että Suomen on saatava julkinen taloutensa tasapainoon. Kysymys on vain tasapainottamistoimenpiteiden ajankohdan valinnasta. Varsinkin kun kaikki euroalueen valtiot näyttävät leikkaavan menojaan samanaikaisesti, on selvää, että Suomikaan ei tule saamaan vetoapua talouskasvulle ainakaan Euroopasta. Tämän takia kotimaisen kysynnän ylläpitäminen olisi tärkeää.

Taulukko 2. Suomen reaalisien BKT:n kasvuennusteet eri skenaarioissa.

Neljäsnes	Optimisti	Tod.näk.	Kriisi
2012:1 (nowcast)	-0,09	-0,09	-0,09
2012:2	0,78	0,62	0,10
2012:3	0,25	0,10	-1,91
2012:4	0,73	0,30	-3,31
<b>2012:1-4</b>	<b>1,67</b>	<b>0,93</b>	<b>-5,21</b>
2013:1	1,17	0,80	-1,31

<sup>4</sup> On tärkeää huomioida, että euroalue voi hajota myös muuten kuin yllä esitetyllä "huonoimmalla mahdollisella" tavalla. Näitäkin skenaarioita käydään läpi huhtikuun Trends and Topics -katsauksessa.

## 2.3 Yhdysvallat

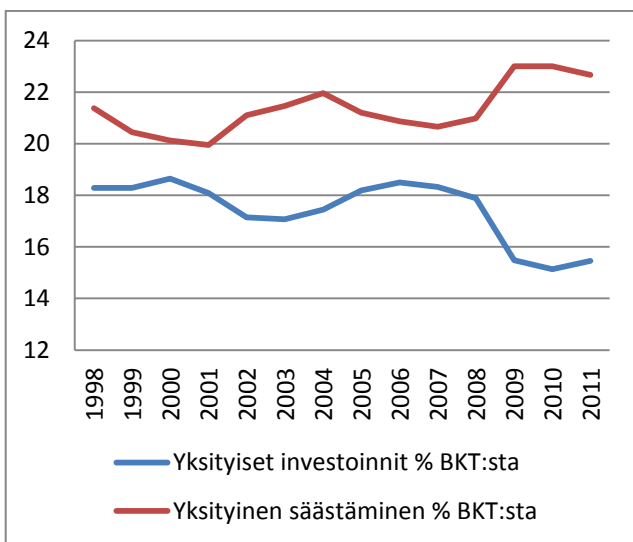
Yhdysvaltojen talouden toipuminen vuosien 2008 – 2009 taantumasta on ollut hidasta. Finanssikriisin ja sitä seuranneen "Suuren taantuman" seurauksena työttömyys kasvoi Yhdysvalloissa tasolle, jota ei ole nähty sitten 1980 -luvun. Talouskasvun toipuessa työttömyys on pysynyt sitkeästi korkealla hyvin pitkään. Yhdysvaltojen talouden toipumisesta onkin käytetty termiä "jobless recovery", eli talouden kasvu ilman työpaikkojen lisääntymistä. Yhdysvaltojen talous näytti käynnistyneen kunnolla jo 2010, mutta kasvu hidastui uudelleen. Syy tähän hidastumiseen löytyy mitä suurimmalla todennäköisyydellä Euroopasta ja tarkemmin sanottuna euroalueen velkakriisistä. Yhdysvaltojen pankit omistavat verrattain paljon euroalueen valtioiden ja pankkien velkakirjoja. Kreikan maksukyvyttömyydestä alkanut Euroopan velkakriisi aiheutti negatiivisen shokin Yhdysvaltojen talouteen vaikuttaen etenkin kuluttajien luottamukseen ja rahoitusmarkkinoihin.

Viimeisimmät työmarkkinauutiset Yhdysvalloista ovat kuitenkin olleet hyviä. Työttömyysprosentti on pysynyt kohtuullisen korkealla (8,3 %), mutta Yhdysvaltalaiset yritykset ovat tasaisesti lisänneet työntekijöidensä määrää vuoden 2010 lopulta lähtien. Dow Jones-indeksi on noussut yli 13 000 pisteen, jossa se oli viimeksi vuoden 2008 alussa. Tätä on tosin avittanut Yhdysvaltain keskuspankin FEDin setelirahoitus.

Yhdysvaltojen joukkovelkakirjojen korko on myös huomattavan alhaisella tasolla. Tähän on luultavasti useita syitä. Eurooppalaiset sijoittajat ovat voineet siirtyä joukolla pois euroalueen valtioiden joukkovelkakirjoista, joille Yhdysvaltain joukkovelkakirja tarjoaa parhaan vaihtoehdon. FEDin setelirahoitus on myös huomattavasti lisännyt rahan määrää maailmantaloudessa. Setelirahoitusta yleensä käytetään korkokannan laskuun, mutta setelirahoitus voi myös nostaa pitkien, kuten 10 -vuotisten joukkovelkakirjojen korkoja, koska rahan määrän lisääminen taloudessa yleensä johtaa inflaatioon pidemmällä aikavälillä. On kuitenkin mahdollista, että vaikka keskuspankkien setelirahoituksen ja LTRO -ohjelmien seurauksena maailmantaloudessa on tällä hetkellä liikkeellä huomattavasti rahaa, taloustilanteen

epävarmuuden takia sitä ei investoida. Runsas likviditeetti saattaakin siis tällä hetkellä hakeutua sekä osakemarkkinoille, joiden indeksit ovat nousseet voimakkaasti, että sinne mistä se uskoo saavansa turvallisen tuoton, eli valtioiden ja nimenomaisesti Yhdysvaltojen joukkovelkakirjoihin. Tämä ilmiö selittäisi osakemarkkinoiden kasvun ja velkakirjojen koron laskun.

Kuviossa 2 esitetään Yhdysvaltojen, Euroopan unionin valtioiden ja Japanin yksityiset investoinnit ja yksityinen säästäminen % BKT:sta. Analyysiin on valittu nämä valtiot ja valtioryhmät, koska niiden kaikkien keskuspankkien rahapolitiikka on tällä hetkellä hyvin kevyttä.



**Kuvio 2.** Yksityiset investoinnit ja säästäminen % BKT:sta Japanissa, Yhdysvalloissa ja EU:ssa. Lähde: AMECO.

Kuviosta nähdään, että yksityiset investoinnit ovat kyseisissä maissa tällä hetkellä noin 30 % alempana kuin yksityinen säästäminen. 2000 luvun alussa suhde ennen vuoden 2008 finanssikriisiä on ollut keskimäärin 14 %. Tämä kuvio siis vahvistaa käsitystä, jonka mukaan likviditeetin lisäys on sijoitettu osakkeisiin ja Yhdysvaltojen joukkovelkakirjoihin eikä investoitu. Tämän takia FEDin setelirahoitus ei myöskään ole toiminut talouskasvun käynnistäjän toivotulla tavalla. Huomattavaa kuitenkin on, että kuvion perusteella trendi näyttäisi kääntyneen ja yksityiset investoinnit ovatkin kääntyneet kasvuun kaikissa tarkastelluissa valtioissa ja valtioryhmissä. Kuluttajien luottamus talouteen on myös korkeammalla tasolla kuin

kertaakaan sitten vuoden 2008 kevään (Bloomberg). Asuntomarkkinoiden tila myös näyttää vakiintuneen ja uusien asuntojen rakentaminen on osoittanut toipumisen merkkejä. Suomessa vähemmän tunnettu indikaattori, eli täyden palvelun (full service) ravintolamyynnit ovat myös nousseet huomattavasti viimeisten kuukausien aikana. Täyden palvelun ravintolamyyntien uskotaan kertovan kuluttajien luottomuksesta omaan talouteensa, ja se näyttäisi siis olevan nousussa.

Mielestämme todennäköisimmässä skenaariossa, Yhdysvaltain talous jatkaakin vakaalla kasvun uralla seuraavan vuoden ajan. Positiivisessa skenaariossa EKP:n setelirahoitus yhdessä FEDin mahdollisen QE3:n (eli kolmas setelirahoitusoperaatio kriisin alkamisen jälkeen), johtaa voimakkaaseen kasvuun Yhdysvalloissa. Kriisiskenaariossa euroalueen hajoaminen loppuvuodesta aiheuttaa Eurooppaan pankkikriisin, jonka vaikutukset tuntuvat koko maailmantaloudessa. Kriisin vaikutukset kulkeutuvat Yhdysvaltoihin finanssisektorin uudelleen kriisiytymisen kautta.

Todennäköisimpään Yhdysvaltojen suhdannekehitysskenaarioon liittyy kuitenkin vielä epävarmuutta, kuten poliittinen ”pattitilanne” budjetin tasapainottamiseksi, joka pahimmillaan uhkaa Yhdysvaltain luottoluokitusta. Toinen hyvin suuri epävarmuustekijä on Iranin tilanne. Mikäli Israel yksipuolisesti tai yhdessä Yhdysvaltojen tai muun valtion kanssa aloittaa sotatoimet Irania vastaan, öljyn hinta tulee nousemaan huomattavasti. Tämä suistaisi Yhdysvallat ja sitä kautta myös muun maailman taantumaan. Taulukossa 4 esittämämme skenaarioiden arvot siis riippuvat keskeisesti myös siitä, mitä Lähi-Idässä tapahtuu.

Todennäköisemmän skenaariomme ennusteen mukaan Yhdysvaltojen BKT kasvaisi kuluvan vuoden aikana 2,74 prosenttia. Mikäli euroalue alkaa hajoamaan tai kriisiytyy voimakkaasti jostain muusta velkakriisiin liittyvästä syystä voimakkaasti, Yhdysvaltojen BKT supistuisi 1,71 %. Optimistisimmassa skenaariossa Yhdysvaltojen BKT kasvaisi peräti yli 3 prosenttia.



Taulukko 4. Yhdysvaltojen reaalisin BKT:n kasvuennusteet eri skenaarioissa.

Neljännes	Optimisti	Tod.näk.	Kriisi
2012:1 (nowcast)	0,85	0,85	0,85
2012:2	0,69	0,69	0,23
2012:3	0,66	0,54	-1,32
2012:4	0,88	0,66	-1,47
<b>2012:1-4</b>	<b>3,08</b>	<b>2,74</b>	<b>-1,71</b>
2013:1	0,95	0,71	-0,59

Kuten yllä todettiin, todennäköisimpäänkin skenaarioon liittyy tällä hetkellä kohtuullisen suuria varauksia, josta ehkä suurimpana Iranin tilanteen kehittyminen.

## 2.4 Maanosien kasvunäkymät

Tiivistetysti näkemyksemme maailmantalouden eri osien keskipitkän aikavälin kasvunäkymistä on esitetty Taulukossa 5. Keskipitkällä aikavälillä tarkoitamme seuraavien kolmen vuoden kasvunäkymiä.<sup>5</sup>

Taulukko 5. Eri maanosien kasvunäkymiä. Lähde: Maailmanpankki ja AMECO.

Alue	BKT:n kasvu % viimeiset kolme vuotta	Näkymät kolmen vuoden säteellä
Yhdysvallat	-0,21	Kohentuvat
Euroalue	-0,77	Ennallaan
Kiina	9,12	Heikkenevät
Venäjä	0,49	Kohentuvat
Afrikka*	1,44	Kohentuvat
Aasia*	5,48	Ennallaan

Taulukossa vuoden 2011 BKT:n vuosikasvu perustuu viimeisimpään eri maanosien neljännesvuositilinpitoon ja sen perusteella muodostettuun BKT:n kasvuestimaattiin viime vuodelle. \*= viimeinen arvo on vuodelta 2010.

<sup>5</sup> Kasvunäkymät kertovat arviomme kunkin maan/maanosan talouskasvun potentiaalista seuraavien kolmen vuoden aikana verrattuna edelliseen kolmeen vuoteen. Näkymät kertovat siis muutoksista trendeistä. Kohentuvat näkymät tarkoittaa tilannetta, jossa oletamme talouskasvun olevan nopeampaa seuraavina kolmena vuotena kuin niitä edeltävinä kolmena vuotena. Heikkenevät tarkoittavat päinvastaista. Mikäli näkymät ovat ennallaan, oletamme kehityksen jatkuvan samanlaisena kuin edeltävänä kolmena vuotena.

Yhdysvaltojen pidemmän aikavälin kasvunäkymiä pidämme kohentuvina mahdollisista poliittisista ongelmista huolimatta. "Suuren taantuman" takia Yhdysvaltojen BKT:n kasvu oli tarkasteltuna periodina negatiivinen. Voidaan kuitenkin olettaa, että Yhdysvaltojen talouden dynaamisuus ja uudistumiskyky mahdollistavat talouskasvun syntymisen jatkossakin maailmantalouden haasteista huolimatta. Yhdysvaltojen tuotavuus on parantunut paljon kriisin aikana, ja joillakin aloilla Yhdysvaltalainen tuotanto pystyy jopa kilpailemaan Kiinan tuotannon kanssa. Joillakin aloilla tuotantoa onkin siirretty Kiinasta takaisin Yhdysvaltoihin, vaikka siirrot ovat toistaiseksi olleet pienimuotoisia. Yhdysvaltojen asema seuraavien kolmen vuoden aikana parantaa myös Kiinan pakolliset taloudelliset ja todennäköisesti myös jonkin asteiset poliittiset muutokset, jotka luovat epävarmuutta Kiinan tuotanto-olosuhteita kohtaan.

Euroalueen tilanne jatkuu huonona, elleivät EU:n johtajat ja EKP ala radikaaleihin toimiin, joista on keskusteltu jo ylempänä. Euroalueen valuvikoihin, jotka nousivat esiin vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen, ei ole helppoa ratkaisua ja siksi euroalueen kasvunäkymät ovat ennallaan, eli kriisi uhkaa myös euroalueen seuraavien kolmen vuoden kasvua.

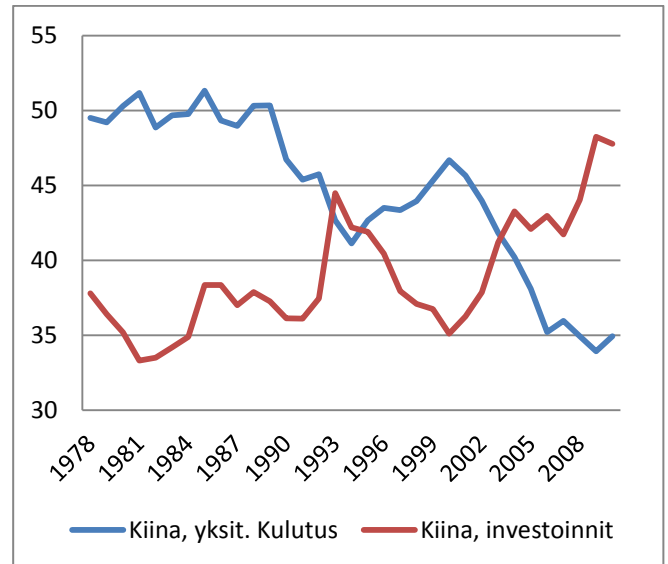
Kiinan taloudellinen ja poliittinen tilanne on epävakaa. Kiina elvytti 2008 finanssikriisin jälkeen voimakkaasta kiihdyttämällä etenkin investointeja. Investointiaste onkin tällä hetkellä jo lähes 50 % BKT:sta! Tämä herättää kysymyksen investointibuumin kestävydestä. Kiina on investoinut voimakkaasti asuntoihin ja infrastruktuuriin, kuten maan- ja rautateihin. Tämän buumin seurauksena ei ole voinut olla syntymättä huomattavaa määrää tuottamattomia ja tappiollisia investointeja. Huhut Kiinasta kertovat kokonaisista kaupungeista, joissa ei ole yhtään asukkaita sekä moottoriteistä, joilla ei ole juuri liikennettä.

Kiinan tavoitteena onkin nostaa yksityisen kulutuksen osuus yli investointien osuuden ja pienentää siten taloutensa riippuvuutta investoinneista. Tämän tekee ongelmalliseksi se, että se vaatii tuloerojen tasoittamista (Kiinan tuloeroja käsitellään tarkemmin kevään Trends and Topics -katsauksissa). Tämä

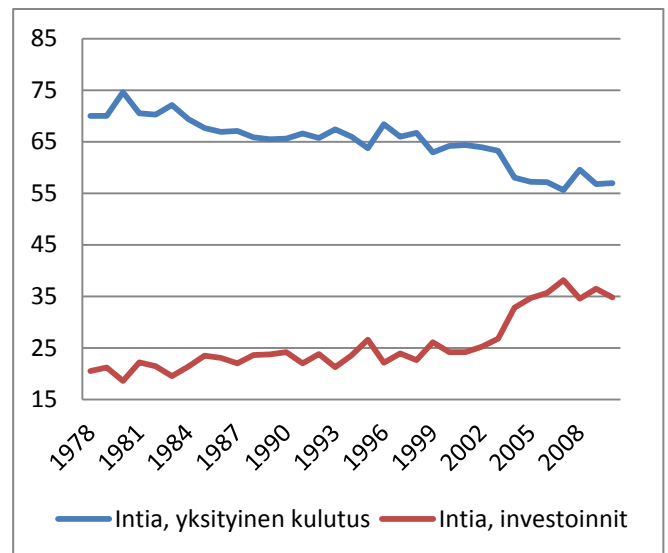
puolestaan onnistuu ainoastaan nostamalla palkkoja sekä parantamalla julkista terveydenhuoltoa, koulutusta ja sosiaalisia turvaverkkoja. Kiinalaisten säästämisaste on tällä hetkellä noin huikeat 60 % BKT:sta. Säästämisaste on näin korkea juuri sen vuoksi, että kiinalaiset joutuvat säästämällä varautumaan tulevaisuutensa epävarmuuteen. Palkkojen nostaminen laskee Kiinan kilpailukykyä maailmanmarkkinoilla, joka tulee vääjäämättä siirtämään tuotantoa pois Kiinasta. Osa tuotannosta saattaa siirtyä jopa takaisin länsimaihin. Koska Kiinan talouskasvu on, investointien ohella, perustunut pitkälle vientiin, laskee tämä Kiinan talouskasvua merkittävästi. Samanaikaisesti Kiina joutuu lisäämään panostuksiaan terveydenhuoltoon ja koulutukseen, joiden positiiviset vaikutukset talouskasvuun näkyvät vasta huomattavalla viiveellä verrattuna investointeihin. Kiina siis joutuu taloutta tasapainottaakseen panostamaan voimakkaasti menetelmiin, jotka tasapainottavat kasvua ennemminkin kuin kiihdyttävät sitä.

Aasian maiden kasvunäkymät jatkuvat hyvinä Kiinan ongelmista huolimatta. Kiinan talouden tasapainottamistoimet saattava itse asiassa parantaa Aasian talouksien kasvunäkymiä, koska osan Kiinan tuotannosta voi olettaa siirtyvän juuri Aasian valtioihin. Kaksi suurinta kehittyvää taloutta ovat tällä hetkellä Kiina ja Intia. Vaikka Kiina on kasvanut Intiaa nopeammin, on Intian talous kuitenkin huomattavasti paremmassa tasapainossa kuin Kiinan. Kuviot 3 ja 4 esittävät yksityisen kulutuksen ja investointien osuudet suhteessa BKT:hen Kiinassa ja Intiassa.

Kuviosta 3 ja 4 nähdään selvästi, kuinka Kiinan nopeaa talouskasvua on jo vuodesta 2005 lähtien ylläpidetty investoinneilla. Kuviosta nähdään myös hyvin kuinka Kiina elvytti vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen investoinneilla. Intiassa sen sijaan investointiaste on vielä kehittyvälle taloudelle kestävällä noin 35 % tasolla suhteessa BKT:hen.

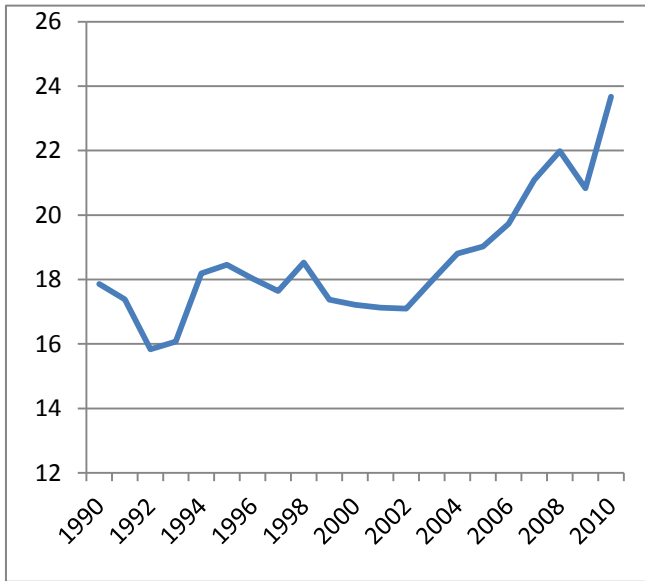


**Kuvio 3.** Kiinan yksityiset kulutusmenot ja investoinnit % BKT:sta. Lähde: Maailmanpankki.



**Kuvio 4.** Intian yksityiset kulutusmenot ja investoinnit % BKT:sta. Lähde: Maailmanpankki.

Venäjä jatkaa, tällä kertaa tosin todennäköisesti hieman epävakaampaa etenemistä Vladimir Putinin alaisuudessa. Suuria muutoksia talouspolitiikkaan tuskin on odotettavissa, joten Venäjän jatkaa vakaata, mutta edelleen hyvin vahvasti raaka-ainetuotantoon nojaavaa talouskasvua. Kasvunäkymän on kohentuva, koska Venäjä kärsi huomattavasti vuoden 2008 finanssikriisistä, jonka voi olettaa korjaantuvan seuraavien kolmen vuoden aikana. Pienenä epävarmuustekijänä on Venäjän opposition voimistuminen, mutta sen vaikutukset tuskin vielä näkyvät seuraavien kahden-kolmen vuoden aikana.



**Kuvio 5.** Saharan etelänpuoleisen Afrikan investoinnit % BKT:sta. Lähde: Maailmanpankki.

Afrikan valtioiden kasvunäkymät ovat kohentuvat, koska mantere on nousemassa Aasian vanavedessä halpatuotannon seuraavaksi keskuspaikaksi. Tämä näkyy esim. investointien osuuden huomattavasti kasvusta viimeisten 10 vuoden aikana, vuoden 2008 finanssikriisistä huolimatta.

### 3. Rahoitusmarkkina

Euroopan pankkisektori on edelleen heikko, eikä EKP:n LTRO:n kautta tapahtunut pankkisektorin likviditeetin parantaminen ole ratkaissut ongelmia, vaan ainoastaan siirtänyt niitä. Euroopan pankkisektorin ongelmana ovat huono omavaraisuusaste (leverage ratio) sekä alhaiset ja heikot pääomapuskurit tappioita vastaan. LTRO:lla onkin korjattu pankkien likvideettiasemaa, eli varmistettu, että pankit ovat lyhyellä tähtäyksellä maksukykyisiä. Tämän lisäksi Euroopan pankkisektori kaipaa pääomitusta, jonka on suurelta osin tultava valtioiden taholta.

Nykyisellään pankkien taseet eivät kestä kovin suuria tappioita, mikä on toisaalta hankaloittanut velkakriisin ratkaisua. Kreikan (ja tulevissa) velkajärjestelyissä joudutaan huomioimaan myös järjestelyn vaikutukset ja kerrannaisvaikutukset pankkeihin, vakuutusyhtiöihin ja muihin suuriin velkakirjojen omistajiin, mikä vaikeuttaa toimivan ratkaisun löytymistä. LTRO on käytännössä vain siirtänyt Euroopan monien pankkien

pakollista pääomittamista eteenpäin, samalla toivoen että varsinaisiin ongelmiin löydetään ratkaisu ohjelman aikana.

LTRO:sta lainatut rahat näyttävät useiden raporttien mukaan päätyneen (epäsuorasti) myös Italian ja Espanjan velkakirjoihin, mikä on näkynyt näiden joukkovelkakirjojen korkojen laskuna (ks. kuvio 1). Tämä on tietenkin pankkien kannalta järkevää, koska kyseisille velkakirjoille maksetaan huomattavasti 1 % korkeampaa korkoa, mutta ei täysin riskitöntä. Osin LTRO:n vuoksi, pahimpien kriisimaiden velkakirjojen korot ovat laskeneet ja siten helpottanut velkajärjestelyjen painetta muissa kriisivaltioissa. Samalla tämä on kuitenkin lisännyt maariskejä Eurooppalaisten pankkien taseissa. Pitkään lähes riskittömänä pidettyjen valtioiden velkakirjoihin sisältyvää riskiin kiinnitetään enemmän huomiota Kreikan tapahtuminen myötä. Pääoman menetys ei ole pelkästään teoreettinen uhka, vaan eurovaltioiden velkojen uudelleenjärjestely vaikuttaa todennäköiseltä.

LTRO ohjelma on kuitenkin selvästi toiminut tarkoitetulla tavalla, ja pankkien välinen luottomarkkina on toistaiseksi rauhoittunut. Libor-eur spreadi, jolla mitataan pankkien välisten luottomarkkinoiden korkojen ja keskuspankin ohjauksen eroa, on pienentynyt olemattomaksi EKP:n ohjelman aloittamisen myötä. Yritysrahoituksen markkinat toimivat niin ikään hyvin.

Deprcon -indeksi on Euroopan ja Suomen osalta edelleen alhaisissa lukemissa (ks. alla) sen vuoksi, että LTRO:n voi olettaa rauhoittavan rahoitusmarkkinat vain hetkeksi. Reaalitalouden ongelmat euroalueella ovat myös edelleen vakavia ja osin pahenevia, eikä niiden voida olettaa korjaantuvan nopeasti. Vaikka rahoitusmarkkinat ovat rauhoituneet selvästi, niiden ongelmat eivät ole poistuneet jatkuvien reaalitalouden ongelmien takia. Pankkien likvideettitilanne on parantunut, mutta pääomitustarve on säilynyt. Onkin hyvin todennäköistä, että Euroopan heikoimpien pankkien tilanne pahenee jälleen seuraavien kuuden kuukauden aikana.

## deprcon-indeksi

Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2	2	3

Deprcon-indeksi kuvaa rahoitusmarkkinoiden ja reaalitalouden nykyistä ja lähitulevaisuuden tilaa viisiportaisella asteikolla.

Mikäli Euroopan velkakriisiä ei saada hallintaan, LTROn lopettaminen kolmen vuoden päästä aiheuttaisi entistä suurempia ongelmia. Yhdistettynä nykyiseen

ilmeiseen pankkien pääomitarpeeseen, voi tilapäisestä kolmevuotisesta ohjelmasta tulla pysyvä kolmevuosittainen ohjelma. Kyseessä onkin siis ollut ennen kaikkea ajan ostaminen keskuspankin epäsuoran setelirahoituksen avulla. Ongelman ratkaisu vain puuttuu edelleen, eikä pelkkä aika paranna tätä haavaa. Monet asettavat toiveensa talouskasvun varaan, mutta lähitulevaisuudessa se näyttää liian heikolta parantaakseen tilannetta.

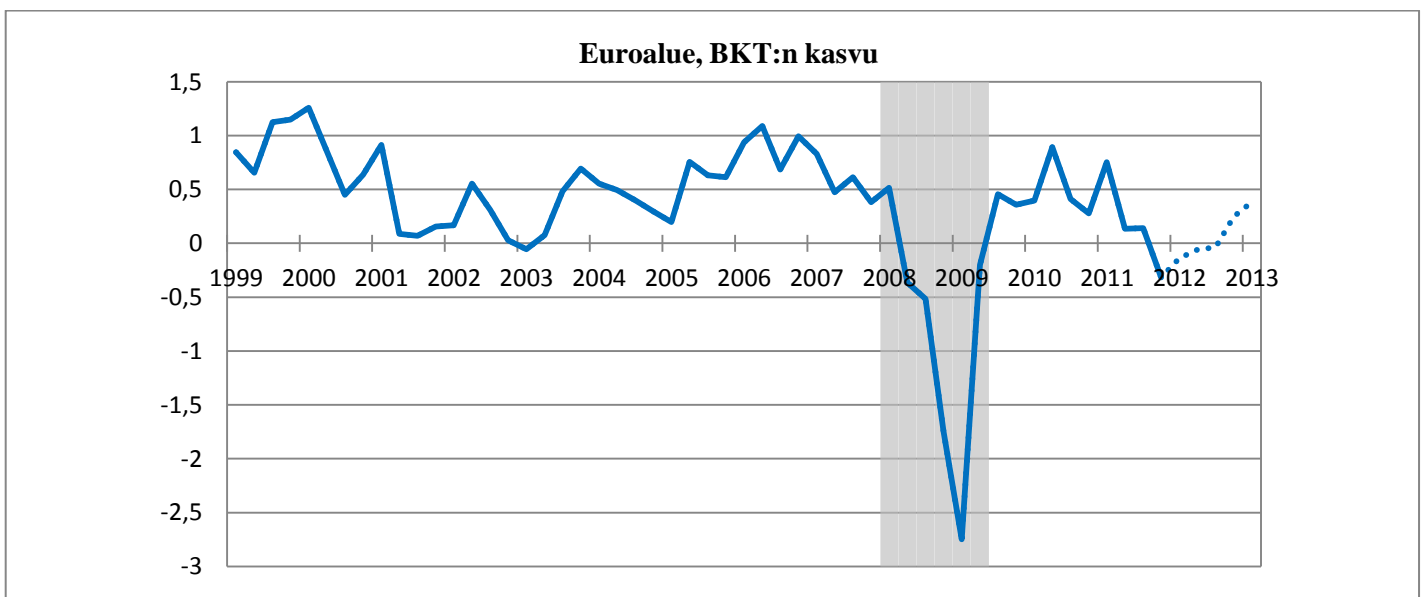
## 4. Johtopäätökset

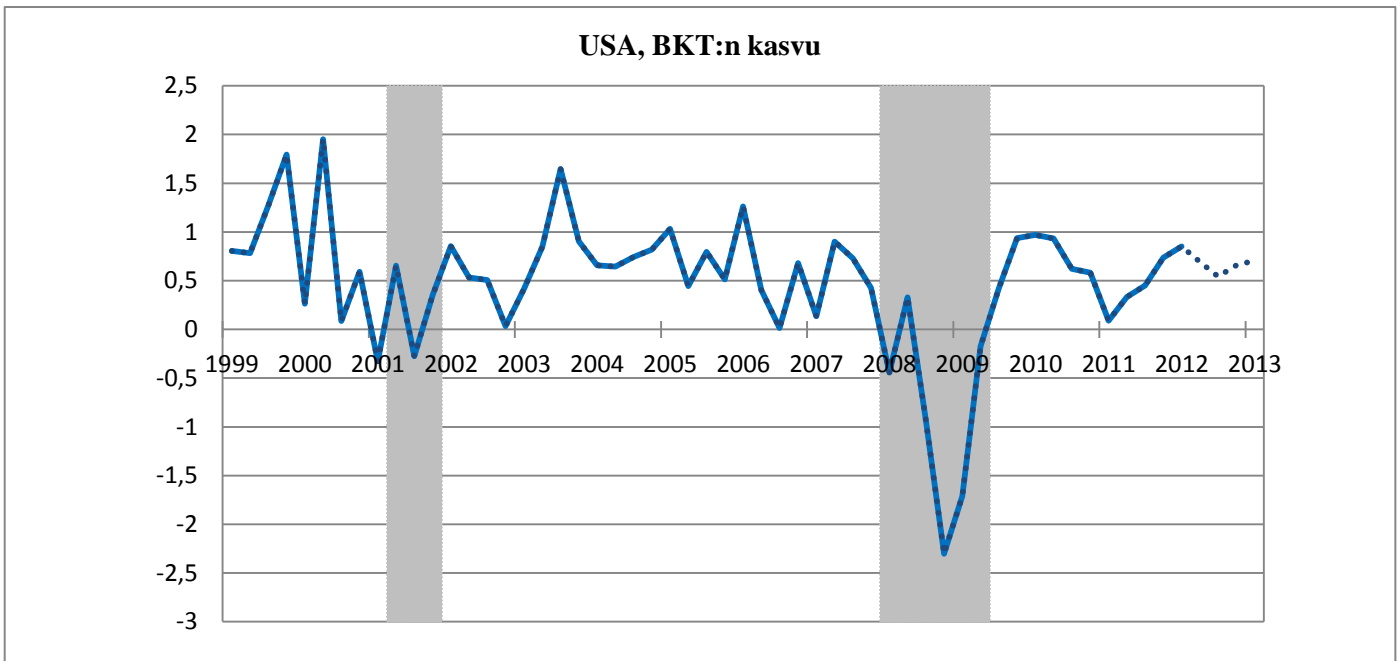
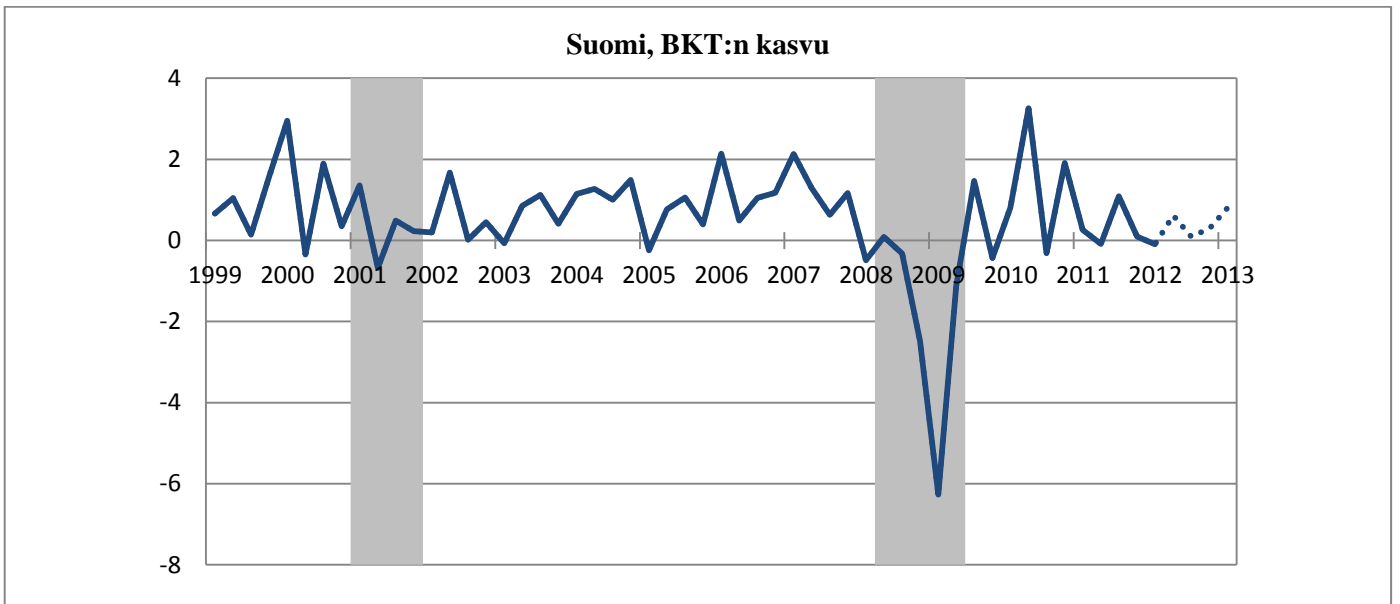
Maailmantalouden suhdannekuva jatkuu epävarmana, vaikka kuva on selkeästi valoisampi kuin viime vuoden lopulla. Varsinkin Yhdysvaltain talouden piristymisen antaa kestäessään aihetta optimismiin maailmantalouden kasvun suhteen. Suhdanne-ennusteita kuitenkin varjostaa edelleen Euroopan

velkakriisi sekä Iranin tilanne. Iranin tilanteen eskaloituessa sodaksi, yhtäkään tämän raportin ennusteita ei voida pitää luotettavina. Iranin ja Euroopan velkakriisin vaikutuksiin maailmantalouteen palataan kevään Trends and Topics –katsauksissa.

### BKT:n kasvun ennusteet kuvioina.

Alla on esitetty euroalueen, Yhdysvaltojen ja Suomen BKT:n kasvun historia sekä todennäköisimmän skenaarion perusteella rakennettu ennuste seuraavan vuoden BKT:n kasvusta. Kuviossa harmaalla on kuvattu kunkin talouden taantumajaksot. Suomen taantumajaksot perustuvat BKT:n kasvuun sekä Makrosuhdanne-blogin (ks. <http://blogs.helsinki.fi/makrosuhdanne/>) suhdanneindikaattorin antamiin taantumajaksoihin.





## Menetelmäkuvaukset

Q-review - raportissa raportoidut 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. 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 kesäkuussa viikolla 24.

.....

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. Tämän julkaisun osittainen tai täydellinen kopiointi, tallettaminen tiedonhakuvälineeseen tai siirtäminen elektronisesti, mekaanisesti, valokopiomalla tai muuten tallettamalla on kielletty ilman GnS economicsin toimitusjohtajan kirjallista lupaa. GnS economicsin raportit edustavat yrityksen sisällä tehtyä analyysiä eivätkä siten välttämättä kenenkään yksittäisen henkilön näkemystä saati heidän taustaorganisaatioiden mahdollisia näkemyksiä.