

### Suomen ja maailmantalouden suhdanneanalyysi

Kesäkuu 2013

- Maailmantalous jatkaa analyysimme mukaan hidasta toipumistaan
- Ennustemme mukaan Suomen talous supistuu tänä vuonna noin -0,3 prosenttia. Ensi vuonna Suomen talous kasvaisi ennustemme mukaan noin 1,7 prosenttia.
- Euroalueen talouskasvun ennustamme jäävän tänä vuonna nolnaan, mutta ensi vuonna kasvun pitäisi kiihtyä hieman yli prosenttiin.
- Uuden globaalin taluskriisin todennäköisyys on kevään aikana kasvanut

#### 1. Suhdannekuva ja -ennuste

Euroalueen taloudesta saadaan tällä hetkellä ristiriitaisia signaaleja. Kriisivaltioiden joukkovelkakirjamarkkinat sekä suurimpien talouksien luottamusindikaattorit signaloivat talouskasvun elpymistä, mutta sitä varjostavat massiivinen nuorisotyöttömyys sekä yllättäen myös deflaation uhka. Vaikka euroalueen inflaatio on edelleen turvallisesti noin 1,4 prosentissa, on inflaatiouahti trendinomaisesti hidastunut kaikissa jäsenvaltioissa viimeisten kahden vuoden aikana. Kreikka ja Kypros ovat jo ajautuneet stagflaatioon, eli tilanteeseen jossa talous supistuu ja hinnat laskevat. Euroopan keskuspankki pystyy teoriassa estämään deflaation syntymisen myös nollakorkotilanteessa käyttämällä setelirahoitusta. Käytännössä EKP jakaisi tällöin rahaa jäsenvaltioille kansallisten keskuspankkien tai joukkovelkakirjamarkkinoiden kautta. Saksan voi kuitenkin olettaa vastustavan tällaisia toimenpiteitä voimallisesti. Tämän vuoksi pidämme deflaatiota mahdollisena, joskin vielä epätodennäköisenä uhkana euroalueella.

Euroalueen kriisimaiden joukkovelkakirjamarkkinat ovat elpyneet kuluneen vuoden aikana. Syitä elpymiseen on kolme. Markkinat ovat uskoneet EKP:n uhkauksen ostaa tarpeen vaatiessa kriisivaltioiden joukkovelkakirjoja OMT -ohjelmansa kautta. Vaikka kriisimaiden budjettialijäämät ovat edelleen huomattavia, hallitukset ovat tietyiltä osin onnistuneet vakuuttamaan markkinat sitoutumisestaan säästäväisysohjelmiin. Euroalueen valtiot sekä muut julkisen sektorin toimijat myös omistavat suurimman osan Kreikan valtion joukkovelkakirjoista. Kreikan

tuleva velkajärjestely tuleekin kohdistumaan lähes täysin eurooppalaisiin veronmaksajiin, yksityisten sijoittajien asemasta. Tämä on yksi keskeinen syy siihen miksi Kreikan 10 vuoden velkakirjojen korko laski kuun alussa alle 30 vuoden velkakirjojen koron ensimmäistä kertaa kolmeen vuoteen talouslamasta huolimatta.

Yrityslainojen markkinoilla elpymisestä ei kuitenkaan voida puhua. Erot koroissa, joita pk-yritykset joutuvat maksamaan lainoistaan Saksassa ja kriisimaissa ovat ennätyskellisellä tasolla. Samanaikaisesti ulkomaalaiset lainaajat ja ennen kaikkea euroalueen luotottajavaltioiden, kuten Saksan, rahoituslaitokset ovat jatkaneet vetäytymistään kriisivaltioista.

Euroalueen talouskehitykseen kohdistuukin tällä hetkellä kolmoisuhka. Ennätysellinen työttömyys ja etenkin huikean korkea nuorisotyöttömyys uhkaavat sekä talouskasvua että yhteiskuntarauhaa. Euroopan pankkisektorin tappiollisten lainojen osuus jatkaa kasvuaan uhaten pankkien jo ennestään heikkoa vakavaraisuutta. Tuotantoteollisuus jatkaa pakoaan Euroopasta Aasiaan sekä halvemmän energian Yhdysvaltoihin. Pankkisektorin tappiot luovat epävarmuutta lyhyellä aikavälillä, kun taas työttömyys ja tuotannon ”ulosliputus” heikentävät pidemmän aikavälillä kasvunäkymiä. Samanaikaisesti monet euroalueen valtiot ovat kurittamassa rahoitusmarkkinoita verolla, joka toteutuessaan tulisi jakamaan euroaluetta entisestään. Euroalueen hajoamisen riski ei olekaan poistunut, vaan ainoastaan pidentynyt.

Suomi saattaa olla yksi voittajista, mikäli rahoitusmarkkinaverot jatkuvat uudelleenjakamaan Euroopan rahoitusmarkkinoita. Suomi jättäytyi viisasti ulkopuolelle useita kertoja toimimattomaksi todetusta verosta. Tämän seurauksena yrityslainoittajat saattavat avata Suomeen tytäryhtiöitä kiertääkseen rahoitusmarkkinaverot, mikä voi helpottaa myös Suomen heikohkoa yrityslainoitusilannetta. Suomen talouden tämänhetkinen tila ei kuitenkaan anna aihetta juhlaan. Työttömyys on noussut melko selvästi vuoden takaisesta, kuluttajien luottamus on kevään aikana laskenut selvästi ja pk-sektorin näkymät ovat heikentyneet.

Yhdysvaltojen talous puolestaan jatkaa sinnittelyään. Talouden pienestä hidastumisesta huolimatta kuluttajien luottamus on edelleen huippuluokkaa ja työllisyys näyttävää jatkavan hidasta paranemistaan. Yhdysvaltain talousnäkymät ovatkin edelleen hyvät.

Maailman rahoitusmarkkinoiden tilanne on muodostumassa ongelmalliseksi. Keskuspankkien keskuspankki (*Bank of International Settlements*, BIS) on varoittanut pitkittyneen rahapoliittisen elvytyksen rahoitusmarkkinoita vääristävästä vaikutuksesta. Tällä hetkellä näyttää myös varsin selvältä, että varsinkin Yhdysvaltojen osakemarkkinat ovat eriytyneet muun talouden kehityksestä. Maailmantaloudessa on nähtävissä useita huolestuttavia merkkejä, jotka kasvattavat uuden talouskriisin mahdollisuutta.

Ehkä suurin huolenaihe on rahapolitiikan tehottomuus. Nollakorkokanta ja keskuspankkien massiiviset elvytystoimet eivät viiden vuoden aikana ole johtaneet euroalueella käytännössä mihinkään ja Yhdysvalloissakin niillä on saatu aikaiseksi vain keskinkertainen talouskasvu. Nollakorkokannan pidemmän aikavälin vaikutuksia rahoitusmarkkinoihin ei kuitenkaan tunneta kunnolla. Se tosin tiedetään, että pitkittynyt rahapoliittinen elvytys johtaa lähes 100 prosenttisella varmuudella kupliin, eli tilanteisiin, joissa markkinat ylihinnottelevat tietyn varallisuusesineen tai hyödykkeen, kuten osakkeiden tai mineraalien, hinnat. Pahimmillaan suuri osa markkinoilla määritellyistä hinnoista voi tällä hetkellä olla seurausta keskuspankkien luomasta kuplasta. Kuplilla on myös vain kaksi suuntaa. Ne voivat kasvaa tai puhjeta. Kahden viimeisen suuremman kuplan, eli asuntomarkkinakuplan ja euroalueen periferiamaiden

joukkovelkakirjamarkkinoiden kuplan puhkeaminen johtivat talouskriiseihin. Kyseisissä tilanteissa valtioilla sekä keskuspankeilla oli runsaasti keinoja elvyttää taloutta. Tällä hetkellä keinoja on enää kovin vähän, mikä tekee tilanteesta huolestuttavan.

Japanin harjoittama *Abenomics*, eli keskuspankin ja Japanin hallituksen koordinoima elvytysohjelma, on niin ikään lisännyt rahoitusmarkkinoiden riskejä. *Abenomics* määrää keskuspankin harjoittamaan voimakkaasti elvyttävää rahapolitiikkaa, johon kuuluvat negatiiviset keskuspankkikorot sekä epäsuora setelirahoitus. Käytännössä *Abenomics*lla pyritään muodostamaan kuplia, joiden avulla Japanin talous saataisiin elvytettyä. Yhdysvalloissa mm. FEDin entinen johtaja, Alan Greenspan, käytti samaa taktiikkaa useita kertoja. Onko Japanin talous valmis tällaiseen kuplatalouteen? Lähtökohtaisesti Japanin julkinen talous on selkeästi huonommassa kunnossa kuin Yhdysvallat oli vuonna 2008 finanssikriisin alkaessa. Japanin valtionvelka on yli 200 prosenttia BKT:sta, kun Yhdysvalloissa se oli noin 60 prosenttia BKT:sta vuonna 2008. Mikäli Japanin keskuspankin toimet esimerkiksi nostaisivat Japanin valtionvelan korkoa kolme prosenttiyksikköä, voisivat Japanin korkomaksut nousta kuudella prosentilla BKT:sta. On varsin kyseenalaista kestäisikö Japanin talous tämän.

Kun mukaan lisätään edellä mainitut euromaiden talousongelmat, alkaa maailmantaloudesta muodostua huolestuttava kuva. On mahdollista, että pankkisektoria ja maailmantaloutta pelastettiin liian voimakkein keinoin vuonna 2008. On niin ikään mahdollista, että näiden toimenpiteiden seurauksena maailmantalous elää eräänlaisessa *zombietaloudessa*, missä kannattamattomat pankit ja yritykset pysyvät pystyssä ainoastaan halvan rahan ja valtioiden pelastuspakettien turvin. Tällainen ympäristö on erittäin herkkä sokeille tai markkinahäiriöille. Tämän vuoksi nykyisestä kehityssuunnasta on syytä olla huolissaan, vaikka paniikkiin ei vielä ole aihetta.

Taulukossa 1 esitämme Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen BKT:n kasvun ennusteet todennäköisimmässä skenaariossa. Yhdysvaltojen ennuste on muuttunut positiivisemmaksi maaliskuusta, mutta euroalueen ja Suomen ennusteet ovat muuttuneet negatiivisemmiksi. Ennustemme mukaan Suomen reaalin BKT laskisi tänä vuonna -0,3 prosentin verran, mutta talous

kuitenkin kääntyisi kasvuun jo seuraavalla kvartaalilla. Ensi vuonna Suomen talous kasvaisi ennustemme mukaan 1,7 prosentin vauhtia. Euroalueen reaalisen BKT:n ennustamme laskevan tänä vuonna -0,9 prosenttia, mutta euroalueenkin talous alkaa ennustemme mukaan toipua ensi kvartaalista lähtien. Yhdysvaltojen talouden ennustamme kasvavan tänä vuonna 2,2 prosenttia ja ensi vuonna 2,5 prosenttia.

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

Neljäsnes	Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2012	-1,60	-0,96	1,66
2013:1	-0,12	-0,21	0,59
2013:2 (nc)	-0,47	-0,14	0,51
2013:3	0,25	0,11	0,60
2013:4	0,03	0,23	0,51
2013	-0,31	-0,01	2,21
2014	1,7	1,3	2,46

## 2. Skenaariot

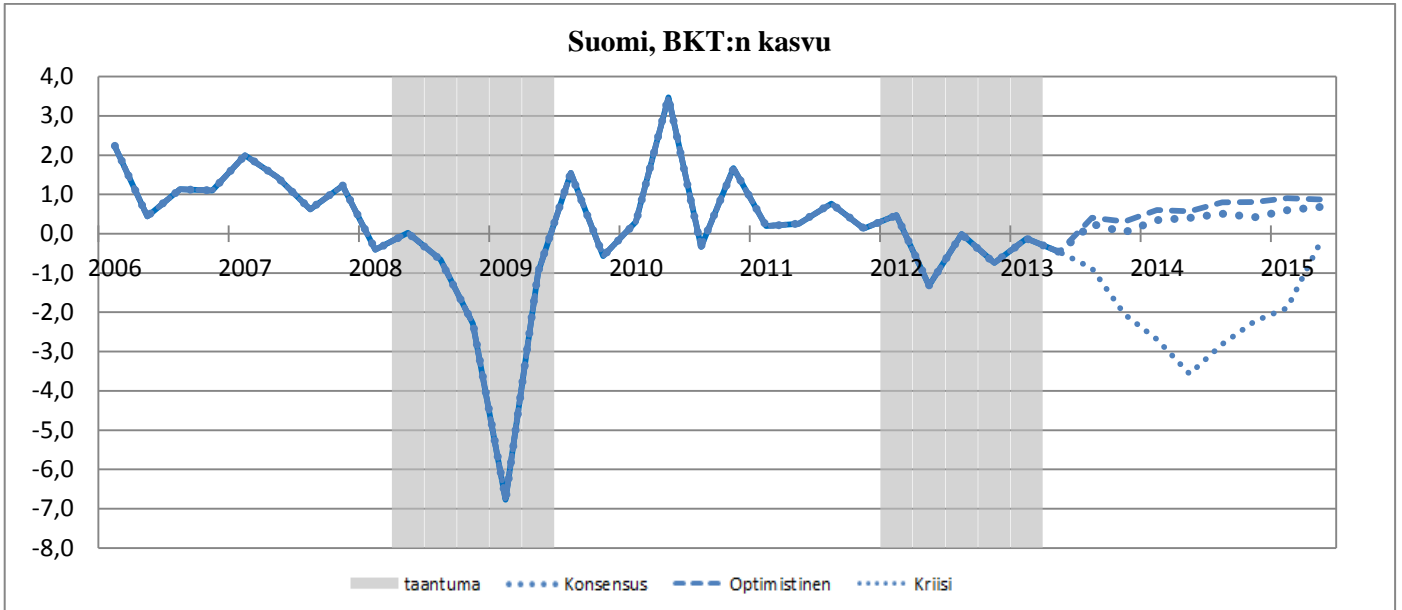
Alla esitetyissä kuvioissa on kuvattu Suomen, euroalueen ja Yhdysvaltojen talouskehityksen ennusteet optimisessa, todennäköisimmässä ja pessimistisessä skenaariossa. Optimistisen skenaarion oletamme syntyvän tilanteessa, missä keskuspankit pyrkivät normalisoimaan maailmantalouden toimintaa ja valtiot samanaikaisesti pyrkivät tukemaan kasvua. Tällaisia keinoja olisivat epäsuorasta setelirahoituksesta luopuminen, veronalennukset, valtion roolin asteittainen supistaminen, julkisen talouden investoinnit, sekä euroalueen kriisivaltioiden velkajärjestelyt. Arviomme mukaan tämän skenaarion toteutumisen todennäköisyys on 20 %.

Pessimistisen skenaarion oletamme syntyvän tilanteessa, missä maailmantalouteen kohdistuva sokki laukaisee globaalin rahoitusmarkkinakriisin. Tällaisia sokkeja voivat olla suuren globaalin pankin konkurssi, osakemarkkinaromahdus, jonkin valtion joukkovelkakirjamarkkinoiden romahdus tai laajamittainen sota Lähi-idässä. Arviomme mukaan tämän skenaarion toteutumisen todennäköisyys on 10 %.

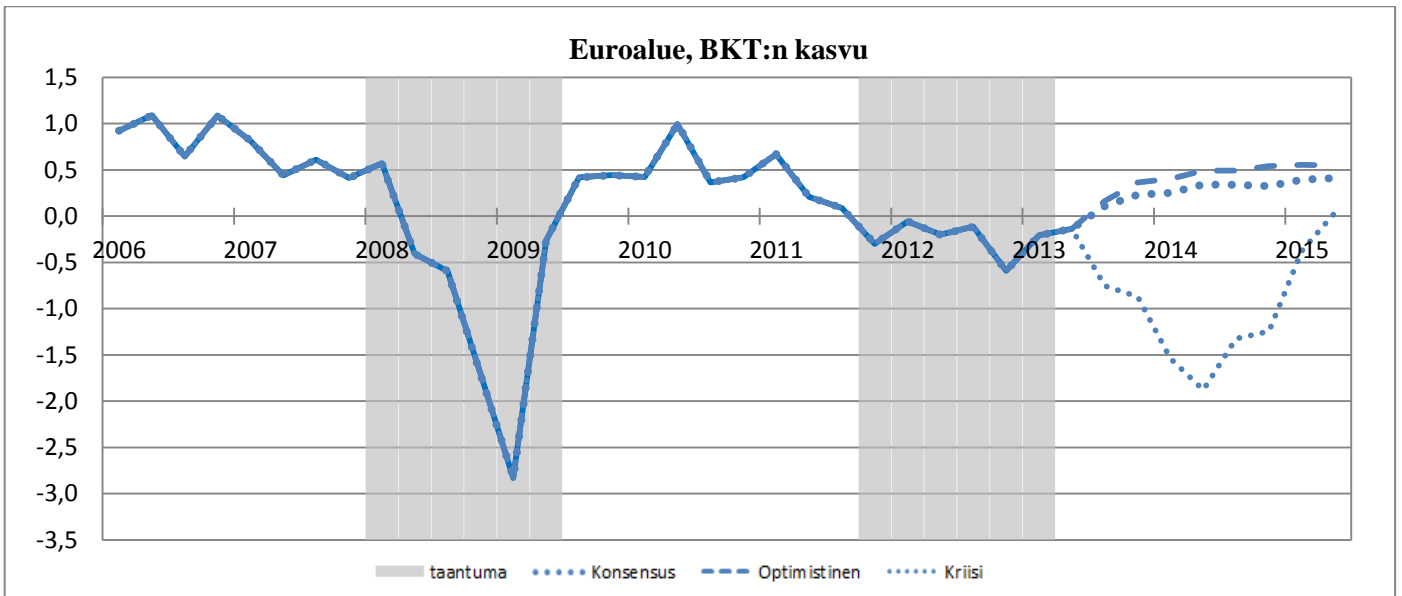
Todennäköisimmässä skenaariossa oletamme tilanteen jatkuvan koko lailla ennallaan. Keskuspankit pyrkivät elvyttämään taloutta alhaisilla koroilla ja epäsuorilla setelirahoitusoperaatioilla. Saksan syyskuun liittopäivävaalien jälkeen aloitetaan neuvottelut Kreikan velkojen uudelleenjärjestelystä, joka toteutetaan tulevan talven tai kevään aikana. Tämä helpottaa euroalueen sisäisiä epätasapainoja, mutta Portugalin ja Espanjan talousongelmat painavat silti edelleen euroalueen ja maailmantalouden kasvua. Arviomme mukaan tämän skenaarion toteutumisen todennäköisyys on 70 %.

Kuvioista nähdään, että todennäköinen skenaario on tällä hetkellä hyvin lähellä optimistista skenaariota. Suomen ja euroalueen talouksien lähitulevaisuuden kasvupotentiaali näyttääkin ennustemme perusteella kohtuullisen vaatimattomalta. Yhdysvaltojen kasvu voisi puolestaan parhaimmillaan kiihtyä ensi vuonna lähes kolmeen prosenttiin.

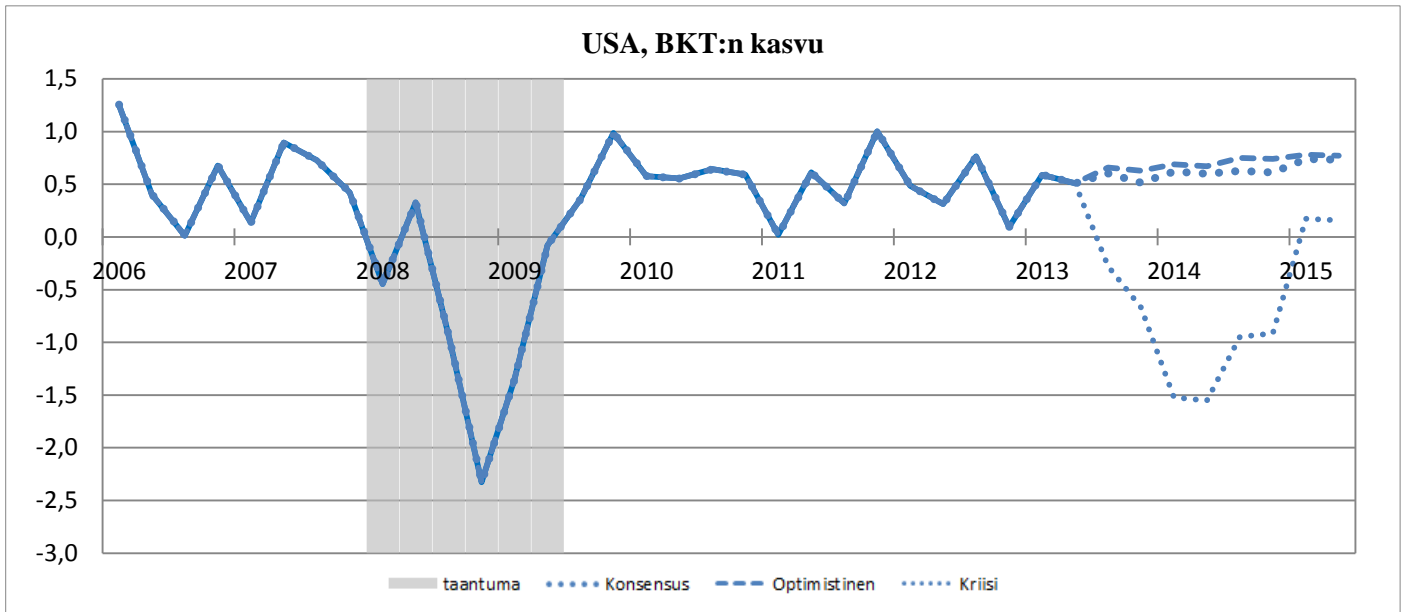
Mahdollinen, mutta vielä varsin epätodennäköinen finanssikriisi suistaisi pessimistisessä skenaariossamme BKT:n voimakkaaseen laskuun kaikissa maissa. Suurin vaikutus sillä olisi Suomeen, jonka talous romahtaisi ennustemme mukaan ensi vuonna yli 11 prosenttia.



Kuvio1. Suomen talouskasvu optimistisessa, pessimistisessä sekä todennäköisimmässä skenaariossa.



Kuvio 2. Euroalueen talouskasvu optimistisessa, pessimistisessä sekä todennäköisimmässä skenaariossa.



**Kuvio 3. Yhdysvaltojen talouskasvu optimistisessa, pessimistisessä sekä todennäköisimmässä skenaariossa.**

### 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 syyskuussa 2013.

.....

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 saati heidän taustaorganisaatioiden mahdollisia näkemyksiä.

Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT

Toimitusjohtaja

puh: +358 40 196 3909

email: [tuomas.malinen@gnseconomics.com](mailto:tuomas.malinen@gnseconomics.com)

<http://www.gnseconomics.com>