

## Piilotetut riskit uhkaavat maailmantalouden toipumista

- Ennustemme mukaan maailmantalous on kääntymässä selvään kasvuun ensi vuonna.
- Euroalueelle ennustamme ensi vuonna noin 1,6 prosentin ja Suomelle hieman yli kahden prosentin talouskasvua. Yhdysvaltojen uskomme yltävän yli 2,5 prosentin talouskasvuun.
- Maailmantalous osoittaa elpymisen merkkejä, mutta markkinoilta piilotetut riskit varjostavat elpymistä.
- Keskuspankkien poikkeustoimet voivat jatkuessaan nousta uhkaamaan rahoitusmarkkinoiden vakautta.

Paranevat työllisyysluvut Euroopasta ja Yhdysvalloista ovat antaneet aiheita optimismiin kuluneen kvartaalin aikana. Positiiviset uutiset ovatkin tarpeen, koska maailmantalous kaipaa kipeästi paluuta arvopaperien ja muiden varallisuusesineiden markkinaehtoiseen hinnoitteluun.

Euroalueen tuotantoteollisuuden ostopäälikkoindeksi on noussut jo viisi kuukautta signaloiden tuotannon kasvua. Tämä ei toisaalta ole vielä näkynyt euroalueen teollisuustuotannossa, joka on vähentynyt syksyn aikana. Kriisimaista Italian ostopäälikkoindeksi nousi, mutta teollisuustuotanto jatkoi supistumistaan. Myös Kreikan tuotantosektorin ostopäälikkoindeksi nousi marraskuussa ensimmäistä kertaa yli neljään vuoteen. Espanjan tuotantosektorin ostopäälikkoindeksi sekä teollisuustuotanto laskivat marraskuussa. Ranskan talous supistui kolmannella kvartaalilla, ja tuotantosektorin ostopäälikkoindeksin lasku ennakoitiin, että supistuminen jatkuu myös kuluvalle neljänneksellä. Euroalueen työttömyysasteen laskun kääntöpuolena on nuorisotyöttömyyden nouseminen uuteen ennätykseen 24,4 prosenttiin.

Euroalueen ongelmat ovat muuttuneet yhä pidemmän aikavälin riskeiksi. EKP:n toimet ovat rauhoittaneet joukkovelkakirjamarkkinat, ja talous on kääntynyt hienoiseen kasvuun. Euroalueen sisäiset luottomarkkinat ovat kuitenkin edelleen

hyvin eriytyneet. Tämä yhdistettynä ennätyskelliseen nuorisotyöttömyyteen kasvattaa euroalueen pidemmän aikavälin riskejä. Markkinoiden ajama hajoamispaine on muuttunut poliittiseksi. Mikäli kriisimaiden työttömyyttä ei saada selvään laskuun, tyytymättömyys euroa ja mahdollisesti myös EU:ta kohtaan tulee kasvamaan. Tämä saattaa johtaa äkillisiin sisäpoliittisiin muutoksiin, jotka voivat nousta uhkaamaan euroalueen vakautta.

Yhdysvaltojen teollisuustuotanto on jatkanut kasvuaan, mutta pk-sektorin vaikeudet kuitenkin jatkuvat. Pienyritysten optimismi-indeksi ei ole noussut kertaakaan yli vuoden 2007 marraskuun arvon, jolloin indeksi oli jo voimakkaasti laskenut vuoden 2006 huipusta. Kuluttajien luottamus talouteen on toisaalta nousussa, minkä voi ennakoida nostavan myös pk-sektorin näkymiä. Yhdysvaltojen talous onkin jatkanut kohtuullisen nopeaa kasvuaan, vaikka mistään kasvupyrähdyksestä ei voida edelleenkään puhua. Talouskasvun epävarmuus tekee Yhdysvaltojen keskuspankin, Fedin, päätöksien ennakoinnista hankalaa. Epäsuoran setelirahoituksen (*quantitative easing*) ongelmista ovat varoittaneet jo useat ekonomistit sekä keskuspankkien keskuspankki, BIS. Uhkana on, että nykyisistä poikkeustoimista tulee pysyvämpiä, mikä vakavasti rajoittaisi Fedin mahdollisuuksia elvyttää seuraavan kriisin koittaessa. EKP:n ja Fedin toiminta on todennäköisesti vääristänyt

markkinasignaaleja, millä saattaa olla kauaskantoisia vaikutuksia.

Nostimme vuoden toisessa Q-reviewssä (2/2013) esille mahdollisuuden, että keskuspankkien harjoittama epäsuora setelirahoitus saattaa pitää toiminnassa sellaiset pankit ja yritykset, jotka eivät selviytyisi normaaleissa markkinaolosuhteissa. Käytimme tällaisen tilanteen kuvaamiseen termiä ”zombie-talous”. Keskuspankkien äärimmäisen kevyt rahapolitiikka yhdistettynä epäsuoraan setelirahoitukseen voi synnyttää tilanteen, jossa niiden toimet enemmän lisäävät kuin vähentävät rahoitusmarkkinoiden epävakautta. Mikäli arvopaperien hinta ei vastaa niiden todellista, markkinaehtoista arvostusta, ei hinta vastaa myöskään niihin sisältyvää todellista riskiä. Tämä tekee arvopaperien hinnan erittäin herkäksi erilaisille häiriöille, koska hinta riippuu tällöin näkymättömistä riskitekijöistä. Pankkien tai muiden yksityisten yritysten riskien ottaminen raha- tai fiskaalipoliittiseen hallintaan siirtää riskit näkymättömiin, poliittisten päätösten taakse. Riskin hallinnoiminen esimerkiksi rahoitusmarkkinakriisin aikana pankkien valtiollisilla haltuunotoilla voi olla tarpeellista rahoitusmarkkinoiden vakauden palauttamiseksi. Mikäli niillä kuitenkin pyritään ohjailemaan markkinoita pidemmän aikaa, syntyy tilanne, jossa markkinat eivät enää vastaa riskien ja varallisuuden parhaasta allokaatiosta. Tämä voi pahimmillaan johtaa riskin massiiviseen väärinhinnoitteluun rahoitusmarkkinoilla. Pyrkimys vakauteen muuttuu epävakauden luomiseksi. Keskuspankit ovat nykyisillä toimillaan hyvin lähellä tätä pistettä.

Toimme vuoden toisessa Q-reviewssa esille myös uuden globaalien pankkikriisin mahdollisuuden. Arvioimme, että pankkikriisi voisi käynnistyä suuren globaalien pankin konkurssista, osakemarkkinaromahduksesta, jonkin valtion joukkovelkakirjamarkkinoiden romahduksesta tai laajamittaisesta sodasta Lähi-idässä. Näistä Lähi-idän sodan riskit vaikuttavat olevan hallinnassa.

Lähtöleveysuuden suurin maailmantalouden riski liittyy pankkisektorin, joukkovelkakirjamarkkinoiden ja osakemarkkinoiden yhteyksiin. Alhainen korkotaso yhdistettynä epäsuoraan setelirahoitukseen on laskenut yritysten ja valtioiden joukkovelkakirjojen tuoton (koron) hyvin alhaiselle tasolle. Tämän seurauksena sijoittajat, kuten pankit, ovat hakeneet tuottoja taloudellisesti heikompina valtioiden ja tuotto-odotuksiltaan yhä epävarmempina yritysten velkakirjoista. Samanaikaisesti osakekurssit ovat monilla markkinoilla nousseet ennätyksiinsä. Useiden arvopaperien hinnat vastaavatkin tällä hetkellä selkeästi parempia, jopa yltiooptimistisia taloudellisia aikoja. Kun markkinaolosuhteet normalisoivat, arvopapereiden hinnat muuttuvat vastaamaan niiden todellista riskitasoa. Tämä johtaa helposti suuriin arvonalennuksiin, joiden vaikutukset pankkien taseisiin voivat olla huomattavat. Etenkin euroalueen pankit ovat paikanneet taseitaan halvalla rahalla ja kriisimaiden ”riskittömällä” velkakirjoilla. Voimakkaat arvonalennukset näissä arvopaperiluokissa voivat johtaa uuteen, Euroopasta lähtevään finanssikriisiin.

Uuden kriisin todennäköisyys on kuitenkin kohtuullisen pieni. Yksi syy tähän on, että rahoitusmarkkinoilla on näkyvissä positiivisia merkkejä. Varallisuusesineiden korrelaatio on laskenut, mikä kertoo markkinoiden normalisoitumisesta. Euroalueen kriisin luonne on myös muuttunut akuutista hajoamisuhasta enemmän poliittiseksi, joskin huomattavasti näkymättömämmäksi, pidemmän aikavälin ongelmaksi. Todennäköisyys, että maailmantalous kriisiytyy uudelleen vuoden 2014 aikana, on arviomme mukaan 10 prosenttia.

Taulukossa 1 esitämme Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen bruttokansantuotteen kasvun ennusteet vuoteen 2015 asti.

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

Neljännes	Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2013:1	-0,17	-0,20	0,29
2013:2	0,07	0,30	0,61
2013:3	-0,04	0,08	0,89
2013:4 (nc)	0,43	0,17	0,77
2013	0,29	0,35	2,55
2014	2,1	1,7	2,8
2015	2,5	1,6	2,8

*Nowcasting* antamien arvojen pitäessä paikkansa Suomen talous kasvaisi tänä vuonna noin 0,3 prosenttia. Ennustemme mukaan Suomen talouskasvu kiihtyy ensi vuonna yli kahden prosentin vauhtiin ja 2,5 prosenttiin vuonna 2015. Suomen ennusteeseen liittyy kuitenkin pientä epävarmuutta mahdollisista valtion menojen leikkauksista johtuen. Nyt suunniteltujen leikkauksien vaikutukset olisivat todennäköisesti

hyvin pieniä ja ne hidastaisivat talouskasvua vain nimellisesti. Mikäli Suomen valtio joutuu leikkaamaan menoja suunniteltua enemmän, niiden vaikutukset talouskasvuun luonnollisesti kasvavat.

Ennustemme mukaan euroalue palaisi ensi vuonna kohtuulliseen kasvuun ja Yhdysvaltojen talouskasvu nopeutuisi edelleen. Mikäli maailmantalous kuitenkin kriisiytyisi uudelleen ensi vuoden aikana, laskisi BKT selvästi Suomessa, euroalueella ja Yhdysvalloissa. Uuden kriisin iskiessä Suomen BKT laskisi arviomme mukaan lähes yhdeksän prosenttia. Euroalueen BKT laskisi yli neljä prosenttia ja Yhdysvaltojen yli kolme prosenttia.

Uuden kriisin todennäköisyys on kuitenkin pieni ja ensi vuosi näyttäisi palauttavan maailmantalouden jälleen ripeämpään kasvuun. Tämä olisi parasta lääkettä Euroopan talousongelmiin, ja se mahdollistaisi keskuspankkien vetäytymisen riskialttiista poikkeustoimistaan.

## 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. 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 asiantuntijänäkemykseen 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 maaliskuussa 2014.

.....

Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT

Toimitusjohtaja

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 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.