

Positiivisia ja negatiivisia yllätyksiä

- Ennustemme mukaan Suomen talous kasvaisi tänä vuonna 1,1 prosentin vauhtia.
- Euroalueen ennustamme saavuttavan kohtuullisen 1,5 prosentin talouskasvun, ja Yhdysvaltojen talouden jatkavan reilun 2,5 prosentin vuotuista talouskasvua.
- Suomen talous vaikuttaa jääneen huolestuttavalla tavalla jälkeen euroalueen ja Yhdysvaltojen positiivisesta talousvireestä. Käymme Suomen talouden tilannetta tarkemmin läpi ennusteiden valossa.
- Lisääntynyt epävarmuus on kasvattanut uuden finanssikriisin riskiä.

1. Suhdanekatsaus ja -ennuste

Maailmantalous jatkaa kasvuaan kohtuullisen hämmennyneessä tilassa. Useiden mittarien mukaan maailman keskeisten talouksien tila jatkaa parantumistaan, mutta samalla huoli talouskasvun kestävydestä synkentää maailmantalouden kokonaiskuvaa. Suurimpina huolenaiheina ovat velka, geopoliittinen tilanne Euroopassa ja Kaukoidässä sekä Euroopan pankkisektori. Euroalueen kriisimaiden valtionvelan kestämyttömyys on ollut tiedossa jo pitkään, mutta uudeksi huolenaiheeksi on noussut kehittyvien maiden ja erityisesti Kiinan yksityisen sektorin velkaantuminen. Myös fyysisen ja/tai taloussodan uhat niin Euroopassa kuin Kaukoidässä ovat lisänneet epävarmuutta. Käymme seuraavaksi läpi sekä hyvät että huonot uutiset alueittain.

Aloitetaan euroalueen hyvistä uutisista. Euroalueen ostopäällikköindeksi on noussut korkeimpaan arvoonsa 32 kuukauteen, joten toipuminen finanssi- ja velkakriisistä näyttää olevan hyvällä mallilla. Havaittua nousua ovat vetäneet Saksa, Irlanti, Espanja ja Italia. Esimerkiksi Italian ostopäällikköindeksi on saavuttanut korkeimman arvonsa 34 kuukauteen. Tämän vanavedessä euroalueen bruttokansantuote (BKT) on jo kasvanut kolmen kvartaalin ajan. Euroalueen teollisuustuotanto on myös kasvanut lokakuusta lähtien.

Euroalueen huonoihin uutisiin kuuluu pankkien luotonannon väheneminen. Pankkien lainananto kotitalouksille ja yrityksille on jatkanut pienentymistään, vaikka käänteestä on näkyvissä varovaisia signaaleja. Tähän on ollut osasyynä inflaation hidastuminen, josta varoitimme jo viime vuoden kesäkuussa (Q-review 2/2013). Viimeisimpien lukujen mukaan euroalueen inflaatio on jatkanut hidastumistaan. Tämä on nostanut euroalueen reaalikorkoja (hintojen nousun ja nimellisen korkokannan erotus) aikana, jolloin korkojen olisi tärkeää laskea. Huonojen lainojen määrä Italian, Espanjan ja Portugalin pankkien taseissa jatkaa kasvuaan, samoin kuin työttömyys eteläisessä Euroopassa. Kreikan ja Portugalin valtionvelka on kestämyttömällä tasolla, ja monissa maissa velkaantuminen jatkuu huolestuttavana. Euroopan pankkien velan suhde varallisuuteen (velkaantuneisuus, *leverage*) on edelleen hyvin korkealla tasolla. Saksan valtiosääntötuomioistuimen päätös hakea ennakkoratkaisua Euroopan unionin tuomioistuimelta EKP:n valtion velkakirjojen osto-ohjelmaan (OMT) lisää epävarmuutta kriisimaissa, vaikka tuomitsevan päätöksen todennäköisyys on hyvin pieni.

Näkyvissä oleva talouskäänte ei voisikaan tulla Euroopan kannalta parempaan aikaan. Ilman eurobondeja tai vastaavaa järjestelyä yksittäisillä euromailla ei ole varoja pankkien pääomittamiseen. Talouskasvu ja työllisyyden

koheneminen parantaisivat yritysten ja kuluttajien lainanmaksukykyä, mikä korjaisi kriisimaiden pankkien taseita.

Ankara talvi on vaikuttanut Yhdysvaltojen taloudesta alkuvuotena saatuihin tietoihin. Palvelusektorin sekä tuottavuuden kasvu ovat hidastuneet, ja teollisuustuotanto on supistunut. Työllisyys on kuitenkin pysynyt hyvänä ja teollisuuden ostopäällikköindeksi korkealla tasolla.

Yhdysvaltojen taloudessa on kuitenkin muutamia huolestuttavia merkkejä: Asuntomarkkinat eivät ole toipuneet odotetulla tavalla, ja vähittäismyyjien voitot ovat olleet laskussa. Myös kuluttajien reaalitytulot ovat laskeneet trendinomaisesti jo useamman vuoden ajan. Koska Yhdysvaltojen talous nojaa vahvasti yksityiseen kulutukseen, vaatisi vakaalle ja nopealle talouden kasvu-uralle pääseminen kuluttajien reaalitytuloiden kasvua. Yhdysvaltojen keskuspankki Fedin uusi pääjohtaja Janet Yellen on jatkanut pankin joukkovelkakirjaostojen vähentämistä. Yellen viittasi myös koron noston mahdollisuuteen ensi vuoden alussa ja ilmoitti velkakirjaostojen loppuvan syksyllä. Vaikka osaa näistä päätöksistä saatetaan lykätä Fedin tulevissa kokouksissa, sen kiristytävä rahapoliittinen linja voi johtaa korjausliikkeisiin mm. osakemarkkinoilla. Tämä heikentäisi Yhdysvaltojen kotitalouksien asemaa entisestään.

Hyvää Fedin päätöksessä sekä sen markkinoille esittämissä kannoissa on, että näiden voidaan odottaa vähentävän riskinottohalukkuutta. Varoitimme edellisessä Q-reviewssä keskuspankkien voimakkaan elvytyksen varallisuuserien hintoja vääristävästä ja investoijien riskinottohalukkuutta kasvattavista vaikutuksista. Alhaiset korot ovat ruokkineet riskinottoa etenkin rahoitussektorilla. Toimillaan ja sanoillaan Yellen yrittää rajata näitä riskejä. Seuraavien kuukausien aikana näemme, miten hän siinä onnistuu.

Fedin toimet merkitsevät ongelmien kasvamista kehittyvissä talouksissa. Suurin kysymysmerkki on Kiina. Kiinan rahoitussektorin kasvua vuosien 2007–2009 finanssikriisin jälkeen voidaan pitää kestäättömänä. Joidenkin arvioiden mukaan Kiinan luotot (pankkisektorin taseet) olisivat kasvaneet huikkealla 15,4 biljoonalla dollarilla finanssikriisin jälkeen. Kun tätä verrataan Yhdysvaltojen luottojen 2,1 biljoonan dollarin kasvuun saman ajan kuluessa, on melko selvää, että Kiinan taloutta on elvytetty hyvin riskialttiilla tavalla. Tämän seurauksena maahan kehittyi rakennusbuumi, jonka kääntymisestä on nyt nähtävissä merkkejä. Rakennusbuumin aikana Kiinan asuntorakentamisen investoinnit suhteessa BKT:hen nousivat uuteen maailmanennätykseen, 9,5 prosenttiin. Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) mukaan Kiinan valtion budjettialijäämä on tällä hetkellä noin 10 prosenttia BKT:sta. Asuntokuplan puhkeaminen tulisi lisäämään alijäämää huomattavasti, koska asuntojen myyntivoittojen osuus Kiinan valtion budjetissa on huomattava. Kiinassa ongelmia on myös muilla yrityksillä. Maaliskuun alussa aurinkopaneeleja valmistavasta yrityksestä tuli Kiinan mantereen ensimmäinen velkajärjestelyyn ajautunut yritys (Hong Kongissa yritysten velkajärjestelyt ovat arkipäivää). Voimme olettaa, että tämä on vain alkua Manner-Kiinan yritysjärjestelyille ja yritysten konkurseille.

Tällä hetkellä on vaikea arvioida, mihin Kiinan talous ajautuu. Kiinasta tuleviin BKT -lukuihin on jo pitkään pitänyt suhtautua epäluuloisesti – nyt BKT:n kasvu voi olla jo selvästi viiden prosentin alapuolella. Kiinan velalla rakennetun investointivetoisen talouden tasapainottaminen tulee olemaan hankalaa. Vaikka talousromahduksen todennäköisyys on pieni, sen mahdollisuus on kuitenkin olemassa. Kiinan nykyisilläkin ongelmilla tulee olemaan vaikutuksia etenkin raaka-aineiden hintoihin, joiden voidaan olettaa laskevan edelleen. Mikäli Kiinan talous ajautuu suurempiin ongelmiin, tulevat vaikutukset

olemaan globaaleja. Vaikutukset näkyisivät Euroopassa etenkin pankki- ja vientisektoreilla.

Venäjän toimet Krimillä ja niiden mahdolliset vastatoimet ovat kasvattaneet tulevaan talouskehitykseen liittyvää epävarmuutta. Nämä yhdistettyinä riskin kasaantumiseen rahoitusjärjestelmässä ovat näkemyksemme mukaan nostaneet uuden globaalin finanssikriisin mahdollisuutta seuraavan vuoden aikana. Arviomme mukaan uuden kriisin todennäköisyys on tällä hetkellä 15 %. Se on edelleen melko pieni, mutta epävarmuuden lisääntyminen antaa aiheita varautua rahoitusmarkkinoiden tilan heikentymiseen. Paljon riippuu Venäjän toimien lisäksi siitä, miten Kiinan talouden, Euroopan pankkien ja Yhdysvaltojen rahapolitiikan tasapainotus onnistuu.

Taulukossa 1 esitämme Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen bruttokansantuotteen kasvun ennusteet vuoteen 2015 asti. Euroalueen ja Yhdysvaltojen osalta ennusteet ovat pysyneet lähes samoina edellisiin ennusteisiimme (Q-review 4/2013) verrattuna. Suomen kuluvan vuoden BKT:n kasvun ennuste on sen sijaan laskenut selvästi. Vuoden 2015 kasvun ennusteet ovat pysyneet lähes muuttumattomina kaikilla alueilla menneen joulukuun ennusteeseemme verrattuna.

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
2013	-0,48	0,50	2,50
2014:1 (nc)	0,28	0,38	0,72
2014:2	0,07	0,32	0,67
2014:3	0,34	0,35	0,70
2014:4	0,38	0,40	0,66
2014	1,1	1,5	2,7
2015	2,2	1,6	2,8

2. Suomen talouden kehitys ennusteiden valossa

Suomen talous ei ole lähtenyt kasvamaan odotetulla tavalla. Alla olevassa taulukossa on esitetty Suomen, euroalueen sekä Yhdysvaltojen reaalisesta BKT:n vuosittaisen kasvun (neljännesvuositilinpito) ennusteemme kehityksen kuluneen vuoden ajalta vuoden 2012 viimeisen kvartaalin ennusteesta vuoden 2013 viimeisen kvartaalin ennusteeseen (ks. Q-review 4/2012 – 4/2013).

Taulukko 2. Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisesta BKT:n kasvuennusteemme (prosenttia) vuoden 2012 viimeisestä (2012 Q4) vuoden 2013 viimeiseen ennusteeseen (2013 Q4).

Neljännes	Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2012 Q4	-0,5	0,5	2,1
2013 Q1	0,3	0,0	1,7
2013 Q2	-0,3	0,0	2,2
2013 Q3	-0,1	0,3	2,3
2013 Q4	0,3	0,4	2,6
2013	-0,48	0,50	2,5

Taulukosta nähdään, että vuoden 2012 lopussa tehdyt ennusteet vuoden 2013 BKT:n kasvuun osuivat kohdalleen erinomaisen tarkasti, samoin kuin Suomen ja euroalueen ennusteet yhden desimaalin tarkkuudella. Vastaavasti Yhdysvaltojen talous kasvoi viime vuonna 0,4 prosenttiyksikköä voimakkaammin, mitä ennakoimme.

Ennusteista nähdään myös, että Suomen ja euroalueen ennusteet ovat eläneet vuoden aikana jonkin verran. Yhdysvaltojen kasvuennuste on puolestaan ollut melko tasainen läpi kaikkien viiden ennusteen. Ennen kaikkea euroalueen ja Yhdysvaltojen ennusteet lähestyivät odotetusti vuoden 2013 lopussa BKT:n muutoksen toteutunutta arvoa. Suomen reaalisesta BKT:n viimeisin ennuste (2013 Q4) sen sijaan oli reilusti positiivinen, kun toteutuneessa BKT:n muutoksessa oli lähes puolen prosentin lasku.

Ennusteiden kehityksestä sekä toteutuneen BKT:n kasvun perusteella voidaankin päätellä, että Suomen talous ei ole, ainakaan toistaiseksi, seurannut euroalueen ja Yhdysvaltojen talouden positiivista virettä. Esimerkiksi euroalueella BKT on kasvanut jo kolmen neljänneksen ajan implikoiden taantuman päätöstä. Suomen tapauksessa sen sijaan talous ei edelleenkään vaikuta päätyneen kasvu-uralle. Toisaalta on syytä huomata, että kaikki indikaattorit eivät anna aivan niin synkkää kuvaa Suomen talouden tilasta, mitä ennen kaikkea viimeisimmät tammikuun teollisuustuotannon ja viennin tilastotiedot kertoivat. Esimerkiksi käyttämämme Suomen

talouden samanaikaista suhdannetilannetta kuvaava Makrosuhdanne-indeksi (ks. tarkemmin <http://blogs.helsinki.fi/makrosuhdanne/suhdanneindeksi/>) viimeaikainen kehitys kuvaa paremminkin talouden aktiviteetin nollakasvua kuin supistumista. Venäjälle mahdollisesti asetettavat talouspakotteet johtaisivat todennäköisesti talouden supistumiseen kuluvan vuoden aikana.

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 kesäkuussa 2014.

.....

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 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.