

Epävarmuuden aika

- Suomen talous näyttäisi kääntyneen kuluneen kesän aikana kasvuun ja ennustamme Suomen talouden kasvavan noin yhden prosentin ensi vuonna.
- Yhdysvaltojen talouden tila jatkaa paranemistaan, mutta muiden suurien maiden talousongelmat jarruttavat maailmantalouden kasvua.
- Uuden globaalin finanssikriisin todennäköisyys on kasvanut maailmantalouden hitaan kasvun ja rahoitusmarkkinoiden korkeiden riskitasojen vuoksi. Venäjän valuuttakriisi voi pitkittyessään toimia maailmanlaajuisen rahoitusmarkkinakriisin käynnistäjänä.

Maailmantalouden historia koostuu trendeistä ja sokeista. Monet läntiset maat ovat kasvaneet trendinomaisesti jo parin sadan vuoden ajan. Samanaikaisesti kuin Yhdysvaltojen noin 200 vuotta jatkunut talouskasvu osoittaa vahvistumisen merkkejä, useat Euroopan ja Aasian maat tuskailevat hitaan kasvun aiheuttamien ongelmien parissa. Nämä maat eivät ole kyenneet toipumaan maailmantaloutta vuonna 2008 kohdanneesta finanssikriisistä. Syynä on kykenemättömyys vuoden 2008 sokin vaatimiin uudistuksiin. Nyt maailmantalous on altis uudelle sokille.

Kautta aikain ensimmäisessä suhdanne-ennusteessamme (Q-Review 1/2012) ennustimme, että Kiinan talouskasvu tulee hidastumaan selvästi seuraavien kolmen vuoden aikana. Varoitimme myös, että Kiinan investointien kasvattamiseen nojannut elvytyspolitiikka vuoden 2008 kriisin jälkeen voi johtaa suureen määrään tuottamattomia investointeja. Kansallisen Kehitys- ja Reformikomission (*National Development and Reform Commission*) tutkijoiden tuoreessa raportissa arvioidaan, että Kiinassa on taloudellisesti kannattamattomia investointeja noin 6,8 biljoonan dollarin edestä. Tämä vastaa noin 73 prosenttia Kiinan vuotuisesta bruttokansantuotteesta (BKT). Luottoluokitusyhtiö Standard and Poor's varoitti marraskuussa, että joidenkin Kiinan provinssien velkakirjojen luottoluokitus joudutaan laskemaan roskaluokkaan. Arvioidensa mukaan provinssien

velka ylitti kolmen biljoonan dollarin rajan viime vuonna. Kiinan yrityksillä on velkaa arviolta ennätyselliset 14 biljoonan dollaria. Vaikka Kiinan valuuttareservit on arvioitu 3,3 biljoonan dollarin kokoisiksi, on potentiaalisten luottotappioiden määrä huomattavasti suurempi. Kiina uhkaa myös niin kutsuttu ”keskituloansa” (*middle income trap*), jolla tarkoitetaan maan kasvun hidastumista BKT:n saavutettua tietyn tason. Käsite on varsin uusi ja taloustieteellinen tutkimus selittää ilmiötä myös kasvun normalisoitumisena nopean kasvupyrähdysen jälkeen. Talouskasvun ”normaali” vauhti voi olla huomattavasti aikaisempaa hitaampi. Jos Kiinan talous ajautuisi varsinaiseen taantumahan, kannattamattomien investointien määrä kasvaisi räjähdysmäisesti ja seurauksena olisi syvä taloudellinen kriisi, joka voisi laukaista myös globaalin rahoitusmarkkinakriisin.

Kiinan suuret valuuttareservit sekä sen kyky talouskasvua auttaviin uudistuksiin kuitenkin tekevät taantumasta, ja sitä kautta kriisistä epätodennäköisen. Tästä huolimatta Kiinan taloudellinen kasvu tulee arviomme mukaan hidastumaan lähivuosina huomattavasti (alle kuuden prosentin). Tällaisen ”kovan laskun” vaikutukset maailmantalouteen olisivat kuitenkin rajatut. Kiinan talous on perustunut mittavaan investointikulutukseen, säästämiseen ja vientiin. Mikäli kasvun hidastuminen johtaisi kulutuksen ja tuonnin kasvuun, voisi se jopa auttaa

maailmantaloutta lisäämällä globaalia hyödykkeiden kysyntää. Jotkut ovat kutsuneet Kiinaa virheellisesti maailmantalouden moottoriksi. Kuten yllä on lyhyesti esitetty, maan jonka kasvu perustuu säästämiseen ja vientiin ei ole maailmantalouden kasvun moottori vaan kasvusta hyötyjä.

Yli 40 prosenttia maailmantalouden hyödykkeiden kysynnästä tulee Euroopasta ja Yhdysvalloista. Maailmantalous onkin ongelmissa, koska Eurooppa ei ole pystynyt nopeampaan talouskasvuun. Viime vuoden viimeisessä suhdanne-ennusteessamme kirjoitimme, että ”Euroalueen ongelmat ovat muuttuneet yhä pidemmän aikavälin riskeiksi” (s. 1, Q-Review 4/2013, ks. myös Q-Review 3/2014). On valitettavasti todettava, että olimme liian optimistisia. Ukrainan ja Lähi-idän kriisit keskeyttivät euroalueen orastavan talouskasvun. Tämän seurauksena euroalueen velkakriisi on syttymässä uudelleen. Velkajärjestelyjä ja euroeroa ajavien puolueiden kannatus on noussut eteläisissä euroalueen maissa ja Kreikan joukkovelkakirjojen korko on noussut voimakkaasti. Euroalueen ongelmat johtuvat erilaisten maiden sitomisesta toisiinsa kiinteällä valuuttakurssilla. Koska maiden välisiä eroja tasapainottava valuuttakurssi puuttuu, valuuttaunionin vahvin maa asettaa talouskasvun ehdot koko unionille. Tämä tarkoittaa, että vahvin maa asettaa sen tuottavuuden tason, jonka jokaisen maan tulisi saavuttaa pysyäkseen kilpailukykyisenä.¹ Mikäli jokin maa ei pysty saavuttamaan tätä tasoa, sen tuotanto vähenee. On epätodennäköistä, että euroalueen eteläiset maat

pystyvät ikinä saavuttamaan euroalueen tuottavimpien maiden tasoa. Tämä voidaan korjata vain siirtämällä osa korkeamman tuottavuuden maiden voitoista alemman tuottavuuden maihin. Tämän lisäksi ainoastaan paluu kansallisiin valuuttoihin voi korjata tuottavuuserot.

Euroopan keskuspankki (EKP) harkitsee määrällisen keventämisen (*quantitative easing*, QE) aloittamista, jossa se ostaisi euroalueen valtioiden joukkovelkakirjoja. QE:n avulla EKP haluaisi nostaa inflaatio-odotuksia ja vahvistaa euroalueen taloutta. Ei ole kuitenkaan täysin varmaa sallivatko Euroopan sopimukset QE:n. Vaikka laillisia esteitä ei olisi, olisi QE:n hyöty kyseenalainen. Yhdysvalloista QE:ta käytettiin pääsääntöisesti rahoitusmarkkinoiden likviditeetin turvaamiseen. Euroalueella sama tehtiin pitkän aikavälin rahoitusoperaatioiden (LTRO) avulla. Mihän QE sitten euroalueella johtaisi? Yhdysvaltojen kokemuksen perusteella QE:n todennäköiset vaikutukset euroalueella voidaan rajata kolmeen: euron ulkoisen arvon lasku, korkeariskisten arvopapereiden kysynnän kasvu ja vähäriskisten arvopapereiden (valtioiden joukkovelkakirjojen) määrän lasku. Näistä ainoastaan ensimmäinen auttaisi euroalueen taloutta. Korkeariskisten arvopapereiden kysynnän nousu ja vähäriskisten arvopapereiden määrän väheneminen lisääisivät rahoitusmarkkinoiden riskejä kasvattamalla riskinottoa ja vähentämällä luotettavia vakuuksia. QE:stä tulisi myös helposti eurobondien esiaste, koska kaikki euroalueen maat ovat yhteisvastuullisia EKP:n veloista kansallisten keskuspankkiensa kautta. QE ei myöskään korjaisi euroalueen tuottavuuseroja. Määrällinen keventäminen ei toisin sanoen tule olemaan euroalueen ”pelastaja”.

Japanin keskuspankin (JKP) massiivisesta QE-ohjelmasta huolimatta Japanin talous ajautui taantumaa toisella kvartaalilla. JKP ostaa tällä hetkellä jälkimarkkinoilta Japanin valtion velanoton määrän verran valtion velkakirjoja.

¹ Yksinkertaistettuna kilpailukyky kuvaa maiden tuotannon laadun ja hinnan eroavaisuuksia tuotettaessa samoja tuotteita. Valuuttakurssi korjaa kilpailukykyjen eroja tekemällä (yleensä) alhaisen tuottavuuden maan tuotannosta halvempaa kuin korkean tuottavuuden maan. Kun valuuttakurssi poistetaan, tuottavuuserot tulevat voimakkaammin esiin ja alhaisemman tuottavuuden maan kilpailukyky heikkenee. Tämä johtaa tuotannon vähenemiseen ko. maassa.

Käytännössä JKP siis on siirtynyt valtion setelirahoitukseen, vaikka teknisesti toimenpidettä voidaan pitää määrällisen keventämisen äärimmäisenä muotona. Japani suorittaakin vaarallista kokeilua yhdellä maailman suurimmista joukkovelkakirjojen markkinoista. Kasvun taantuminen myös ilmentää määrällisen keventämisen rajoituksia. Sillä ei voida korjata rakenteellisia ongelmia. Japanin väestö ikääntyy ja Japani on menettänyt osan suhteellisesta kilpailukyvyvystään, koska se ei ole pystynyt uudistamaan talouttaan vuoden 1991 talousromahduksen jälkeen. Jos määrällinen keventäminen on toiminut Yhdysvalloissa (toistaiseksi tiedetään vain, että siitä ei ainakaan ollut haittaa), johtuu tämä siitä, että se turvasi rahoitusmarkkinoiden likviditeetin ja piti dollarin vaihtokurssin alhaisena läpi reaali-talouden sopeutumisvaiheen.²

Maailmantalous tarvitseekin kipeästi Yhdysvaltoja kasvun nopeuttamiseksi, ja Yhdysvaltojen talous onkin jatkanut vahvistumistaan. Työttömyyskorvauksien määrä on saavuttanut alhaisimman tasonsa sitten vuoden 2000 helmikuun ja kuluttajien luottamus on korkeimmalla tasollaan sitten vuoden 2007 elokuun. Reaalipalkat (nimellinen palkka miinus inflaatio) ovat myös alkaneet nousta, mikä on erinomainen uutinen, koska se lisää kuluttajien ostovoimaa ja luottamusta. Kotitalouksien velan suhde BKT:hen jatkaa kuitenkin vielä laskuaan eikä Yhdysvaltojen talous saavuta täyttä vauhtiaan ennen kuin ko. suhteen lasku pysähtyy. Yhdysvaltojen talouden ainoana uhkana voidaan pitää korkeariskisten arvopapereiden ja niiden

ostamiseen käytetyn velan suurta määrää (ks. Q-Review 2/2014).

Suomen talous on Helsingin yliopiston [Makrosuhdanneindikaattorin](#) mukaan kääntynyt kasvuun kesän aikana. Tämä näkyy esimerkiksi teollisuuden uusissa tilauksissa. Euron alamäki suhteessa dollariin ja Yhdysvaltojen talouden vahvuus ovat tärkeimpiä tekijöitä käänteeseen taustalla. Venäjän talouden heikentyvä tilanne kuitenkin varjostaa Suomen taloutta. Talousromahduksen riski kasvaa Venäjällä ja sen vaikutukset Suomen ja Euroopan talouksiin olisivat huomattavan negatiiviset. Tämä luo epävarmuutta Suomen ja euroalueen talouskasvun ennusteisiin.

Taulukossa 1 esitettyjen ennusteidemme mukaan Suomen talous kasvaisi ensi vuonna noin prosentin prosenttia, mutta kasvu kiihtyisi seuraavana vuonna jo yli kahden prosentin. Euroalue kasvaisi ennusteemme mukaan ensi vuonna hieman alle prosentin ja seuraavana vuonna noin 1,3 prosenttia. Yhdysvaltojen talouden ennustamme kasvavan ensi vuonna 2,5 prosenttia ja seuraavan vuonna 2,7 prosenttia.

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

Neljännes	Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2014:1	-0,36	0,32	-0,53
2014:2	0,39	0,07	1,12
2014:3	0,17	0,16	0,96
2014:4 (nc)	0,30	-0,17	0,78
2014	0,5	0,37	2,3
2015	1,1	0,9	2,5
2016	2,2	1,3	2,7

Venäjän valuuttakriisi voi pitkittyessään laukaista finanssikriisin, mikä voi johtaa markkinapaniikin tarttumiseen muihin BRICS -maihin tai Eurooppaan. Etenkin eurooppalaisilla pankeilla on paljon venäläisten yritysten lainoja taseissaan.

² Japanin keskuspankilla on kuitenkin vielä yksi äärimmäinen vaihtoehto, jota ei ole kokeiltu käytännössä koskaan. Se voi alkaa jakaa rahaa suoraan kotitalouksille. Tällöin puhutaan ns. rahan helikopteripudotuksista. Tämä olisi kuitenkin ns. hyppy tuntemattomaan, koska yksikään keskuspankki ei ole tätä kokeillut. Tuntemattomien riskien takia onkin todennäköistä, että JKP ei tähän kokeiluun lähde.

Venäjän (yksityisen ja julkisen sektorin) ulkomaanvelka on tällä hetkellä noin 680 miljardia dollaria ja Venäjän valuuttavaranto on noin 420 miljardia dollaria. Venäjä pystyy toisin sanoen torjumaan finanssikriisiä suurien valuuttareserviensä avulla. Reservit eivät kuitenkaan yksin riitä. Venäjän pitäisi pystyä pysäyttämään pääomapako, mistä ruplan ulkoisen arvon lasku käytännössä kertoo. Koska Venäjän talous nojaa öljytuloihin ja koska poliittiset riskit karkottavat sijoittajia, pääomapaon lopettaminen ei ole helppoa. Venäjä voi lieventää tilannetta riskejä sitoutumalla Ukrainan tilanteen vakauttamiseen,

mutta sekään ei välttämättä auta. Korruptio, taantuma ja ulko- sekä sisäpoliittiset riskit eivät lisää Venäjän houkuttelevuutta sijoittajien silmissä.

Venäjän valuuttakriisi yhdistettynä Kiinan taloudelliseen epävarmuuteen, euroalueen hitaaseen kasvuun ja korkeariskisten arvopapereiden suureen määrään globaalissa rahoitusjärjestelmässä (ks. Q-Review 2/2014), nostavat seuraavien 12 kuukauden aikana alkavan uuden finanssikriisin todennäköisyyden 30 prosenttiin.

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 asiantuntijänäkemys tulevaista suhdannekehityksestä.

Tarkemmin suhdanne-ennusteiden muodostamisesta ja siihen liittyvistä seikoista on kerrottu GnS Economicsin kotisivuilla osoitteessa www.gnseconomics.com.

.....

Seuraava Q-review julkaistaan maaliskuussa 2015.

.....

Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT
Pääekonomisti

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.