

Ennustamisen epävarmuudesta

- Suomen talouden ennustamme kasvavan tänä vuonna hyvin hitaasti, vain 0,7 prosentin vauhtia.
- Euroalueen talouden ennustamme kasvavan noin prosentin vauhtia ja Yhdysvaltojen talouden noin 2,5 prosentin vauhtia.
- Euroalueen poliittisen epävakauden ja Ukrainan kriisin takia ennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta.
- Kreikan kriisin ratkaisuun on käytännössä viisi vaihtoehtoa.

Kuten talousennusteita seuranneet ovat parin viime vuoden aikana huomanneet, on talouskehityksen ennustaminen ollut viime vuosina poikkeuksellisen hankalaa. Luotettavien suhdanne-ennusteiden pohjana ovat käyttökelpoiset tulevaa talouskehitystä kuvaavat ennakoivat indikaattorit. Keskuspankit ovat kuitenkin poikkeustoimillaan ”sotkeneet” normaalit rahamarkkinoilta saatavat signaalit koskien tulevaa talouskehitystä, kuten olemme edellisissä suhdanne-ennusteissamme useaan kertaan todenneet. Nollakorkokantaa tai negatiivista korkoa, missä lainanantaja maksaa lainaajalle palkkiota lainaamastaan rahasta, ei yleensä synny normaalin taloudellisen toiminnan seurauksena. Negatiivinen lainauskorko voi syntyä vain sijoittajien äärimmäisen riskinvälttämisen (kaikkien muiden sijoitusten tuotto ennakoidaan vieläkin huonommaksi) seurauksena tai mikäli rahajärjestelmää hallinnoiva instituutio (keskuspankki) asettaa rahoitusjärjestelmän koron negatiiviseksi. Euroopan keskuspankki (EKP) teki juuri tämän kesäkuussa kun se asetti liikepankkien keskuspankkiin lyhytaikaisesti (ns. yli yön) tallettamien rahavarojen talletuskoron negatiiviseksi.

Negatiivisen talletuskoron lisäksi EKP alkoi tämän kuun alussa ostaa euromaiden valtioiden velkakirjoja jälkimarkkinoilta ns. määrällisen keventämisen ohjelmallaan. EKP:n tarkoitus on kiihdyttää inflaatiota, heikentää euroa ja kääntää euroalueen talous kasvuun. Näistä tavoitteista ohjelma pystyy todennäköisesti aikaansaamaan vain euron heikentymisen, mikä on jo suurelta osin toteutunut. Yhdysvalloissa toteutettujen määrällisen keventämisen ohjelmien vaikutuksista kiistellään yhä. Ohjelma on siellä yhdistetty dollarin ulkoisen arvon laskun ohella ainoastaan tuloerojen kasvuun. Kasvuvaikutuksista ei ole

juuri näyttöä. Olisikin pieni ihme, jos EKP:n ohjelma johtaisi talousnäköymien selkeään parantumiseen euroalueella, vaikka euron arvon heikentyminen auttaa koko euroaluetta. EKP on myös ”viimeisellä rajalla”. Velkakirjojen osto-ohjelman jälkeen sillä ei mandaattinsa puitteissa enää ole järeämpiä keinoja auttaa euroalueen taloutta. Koska osto-ohjelma on viimeinen keino, sen käynnistämistä myös lykättiin pitkään.

Miksi EKP:n ohjelma ei sitten pysty korjaamaan euroalueen taloutta, vaikka se helpottaisikin taloudellista ahdinkoa euron ulkoisen arvon laskun kautta? Kuten jo kolme vuotta sitten kirjoitimme (Q-review 1/2012), euroalueen perimmäiset ongelmat ovat rakenteellisia. Maiden välisiä kulttuuri- ja tuottavuuseroja tasaamaan tarkoitettun valuuttakurssin poistuminen euromaiden väliltä johti tilanteeseen, jossa euroalueen vahvin maa, Saksa, määrittää nopeaan talouskasvuun vaadittavan tuottavuuden tason (ks. tarkempi selitys Q-review 4/2014). Euron ulkoisen arvon heikkeneminen auttaakin ensisijaisesti Saksaa ja vasta sen jälkeen muita euromaita. Se ei kuitenkaan poista euroalueen sisäisiä kilpailukykyeroja, mistä Suomikin nyt kärsii. Vaikka euroalueen talous saataisiin esim. kahden prosentin kasvuun, jäisi työttömyys useissa euromaissa hyvin pitkäksi aikaa (ehkä jopa pysyvästi) vuotta 2008 edeltäneen tason yläpuolelle. Työttömyyserojen kasvu valuuttaunionioneissa on ollut niiden ominaispiirre läpi tuntemamme historian, minkä vuoksi kaikki pidempään toimineet, menestykselliset yhteisvaluutta-alueet ovat olleet myös tulonsiirtounioneja. [Tutkimuksissa](#) on havaittu, että yhteisvaluutta-alueet hidastavat niihin kuuluvien maiden talouskasvua, jos maat ovat

rakenteeltaan erilaisia eivätkä muodosta niin sanottua optimaalista valuutta-aluetta.

Ennustamisen kannalta huomattavan suuren ongelman ovat tuottaneet ennakoimattomat politiikkapäätökset euroalueella, Ukrainan kriisi sekä sitä seuranneet talouspakotteet. EKP:n ja euromaiden päättäjien perustamien ”pelastusrahastojen” toimet ovat johtaneet siihen, että erilaisten poliittisten sokkien ennakointi on äärimmäisen hankalaa. Emme esimerkiksi vielä tiedä, mihin Syrizan vaalivoitto Kreikan vie. Poliittisen epävarmuuden takia Kreikan talous näyttäisi jatkavan supistumistaan. Suurin vaikeus euroalueen maiden talouskasvun ennustamiseen syntyy kuitenkin siitä, että yhteisvaluutan aiheuttamien rakenteellisten muutoksien takia yksittäiset maat ovat poikenneet entiseltä kasvuraltaan. Yhdysvaltojen talouskasvun nopeutuminen ennakoi yleensä aina Suomen sekä muiden eurooppalaisten maiden kasvun nopeutumista. Kun Yhdysvaltojen talous alkoi todella toipua vuoden 2013 aikana, euroalue ei seurannut sitä normaaliin tapansa. Vuoden 2013 viimeisessä ennusteessamme (Q-review 4/2013) ennustimme, että Suomen talous kasvaisi vuonna 2014 2,1 prosenttia, euroalueen talous kasvaisi 1,7 prosenttia ja Yhdysvaltojen talous kasvaisi 2,8 prosenttia. Suomen talous supistui vuoden 2014 aikana -0,2 prosenttia, euroalueen talous kasvoi vain 0,9 prosenttia ja Yhdysvaltojen talous kasvoi 2,3 prosenttia. Ennusteista siis ainoastaan Yhdysvaltojen kasvuennuste oli riittävän tarkka ja Suomen ennuste oli pahasti ”pielessä”. Vuoden 2012 viimeisessä ennusteessamme (Q-review 4/2012) ennustimme Suomen talouden supistuvan vuoden 2013 aikana -0,5 prosenttia (toteutunut: -1,2 %), euroalueen talouden ennustimme kasvavan 0,5 prosenttia (tot.: -0,5 %) ja Yhdysvaltojen talouden ennustimme kasvavan 2,1 prosenttia (tot.: 2,2 %). Luvut osoittavat hyvin, kuinka tarkasti Yhdysvaltojen talouskasvua on pystytty ennakoimaan kahtena viime vuonna, mutta kuinka hankalaa euroalueen ja siihen kuuluvien maiden talouskasvua on ennustaa.

Euroalueen ja Suomen tulevan vuoden kasvun ennustamista vaikeuttaa erityisesti Kreikan ja Ukrainan tilanne. Pääsevätkö Kreikka ja Saksa (ja Suomi) yhteisymmärrykseen velan leikkauksista vai eivät? Jos eivät, tuleeko Kreikassa uudet vaalit,

ja jos tulee niin kuka nousee valtaan? Eroaako Kreikka eurosta? Saadaanko Ukrainassa aikaiseksi pysyvä rauha? Kaikilla näillä poliittisilla päätöksillä on huomattava vaikutus euroalueen maiden tämän vuoden talouskasvuun. Etenkin Kreikan ero ajaisi euroalueen tuntemattomille vesille.

Näiden poliittisen epävarmuustekijöiden vuoksi taulukossa 1 esitettyjen Suomen ja euroalueen ennusteisiin pitää liittää tavallista enemmän varauksia. Ennusteemme mukaan Suomen talous alkaisi elpyä kuluvan vuoden toisella neljännekselle ja elpyminen kiihtyisi ensi vuonna Yhdysvaltojen ja osin euroalueen vanavedessä.

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
2014	-0,2	0,9	2,3
2015:1 (nc)	-0,23	0,33	0,54
2015:2	0,34	0,18	0,68
2015:3	0,32	0,24	0,72
2015:4	0,26	0,26	0,60
2015	0,7	1,0	2,5
2016	1,9	1,3	2,4

Euroopan keskuspankin aloittama määrällinen elvytys on laskenut uuden rahoitusmarkkinakriisin todennäköisyyttä. Ei kuitenkaan pidä vähätellä Kreikan mahdollisen euroeron vaikutuksiin liittyvää epävarmuutta. EKP:n valtionlainojen osto-ohjelma pystyy estämään valtionlainojen korkojen nousun erotilanteessa, mutta yksityisen rahan maastapakoa se ei pysty estämään. Mikäli Kreikka todella joutuisi lähtemään eurosta, olisi kyseessä puhtaasti poliittinen päätös, joka syntyi Kreikan vaalien seurauksena. Ennen EKP:n OMT-ohjelmaa euroalueen valtionlainojen korot heijastelivat euroeron todennäköisyyttä. OMT-ohjelma piilotti riskit poliittisten päätösten taakse. On hankala arvioida, miten sijoittajat Kreikan lähtöön reagoisivat, koska se rikkoisi tabun euroalueen hajoamattomuudesta ja realisoisi OMT:n piilottamat euroeroriskit. Suuri mysteeri onkin, mitä euroalueella tämän jälkeen tapahtuisi.

EU -päättäjät ovat vakuutelleet, että Kreikka on ”eristetty” eikä erosta koituisi suurempia jälkiseuraamuksia muille euromaille. Tämän argumentin paikkansapitävyyttä voidaan kuitenkin epäillä. Kuten yllä todettiin, EKP:n määrällisen keventämisen ohjelmalla ei pystytä vaikuttamaan yksittäisten tallettajien ja sijoittajien päätöksiin. Jos tabu euroalueen hajoamattomuudesta rikotaan, voidaanko taata, että esim. Italian pankeissa rahojaan pitävät eivät halua siirtää niitä johonkin sellaiseen euromaahan missä mahdollinen euroero ei dramaattisesti laskisi niiden ostovoimaa? Jos Kreikan ero on maalle menestys (talous alkaa kasvaa verrattain nopeasti eron jälkeen), voidaanko taata että tämä ei kannusta muita euron heikompia maita eroon? Nämä ovat kysymyksiä, joihin emme tiedä vastauksia. Kreikan euroeroon liittykin poliittisen kasvojenmenetyksen lisäksi todellisia taloudellisia riskejä, minkä vuoksi eroa tultaneen välttämään viimeiseen asti. Eroaminen euroalueesta onkin EU-johtajien virallisen kannan mukaan ollut tähän asti mahdotonta.

Velkakirja- ja johdannaismarkkinat eivät pidä Kreikan euroeroa mahdottomana, vaan päinvastoin sen todennäköisyys on verrattain korkea (eräiden arvioiden mukaan jopa 70 %). Kreikkalaiset ovat myös jatkaneet säästöjensä vetämistä pois kreikkalaisista pankeista. Niin sanottuun mahdottomaan vaihtoehtoonkin toisin sanoen varaudutaan. Ero todennäköisesti painaisi euroalueen talouden takaisin taantumaa. Mikäli ero johtaisi laajamittaisiin pankkipakoihin muissa etelän euromaissa, voisi se johtaa myös uuteen rahoitusmarkkinakriisiin Euroopassa.

Miten Kreikan kanssa sitten käy? Kreikan kansa on kurkkuaan myöten täynnä säästöjä sekä Troikkaa, ja se ilmaisi kantansa vaaleissa. Vaalien jälkeen meno on jatkunut kuten ennenkin. Troikka ei anna vaatimuksistaan periksi, eikä Kreikka saa rahaa muualta. Toistaiseksi mennään sovitulla ”jatkoajalla”, jonka aikana Kreikka yrittää löytää tarvittavat rahat millä tahansa keinolla, paitsi Troikan säästöillä. Uhriksi on joutunut mm. kreikkalaisten eläkerahastoja. Tällaisilla toimilla Kreikka selviää hetken aikaa, mutta tulossa on valintojen aika. Siinä vaiheessa kun Kreikan

valtion rahat eivät riitä velkojen maksuun on jäljellä vain kaksi vaihtoehtoa: joko velat annetaan anteeksi tai jätetään maksamatta. Seuraavana esitellään Kreikan kriisiin etenemiseen viisi vaihtoehtoista polkua.

Kreikan kriisin ensimmäinen ratkaisuvaihtoehto perustuu Kreikan hallituksen taipumiseen. Troikka laskenee tällä hetkellä sen varaan että kesään mennessä Kreikan on pakko antaa periksi ja alistua säästöohjelmaan. Tällä voi olla vakavia sisäpoliittisia seurauksia Kreikassa ja se todennäköisesti johtaisi uusiin vaaleihin. Uudet vaalit olisivat EU -johtajille suuri riski, koska niistä tulisi lähes varmasti protestivaalit EU-johtajia vastaan. Toisessa vaihtoehdossa Troikka taipuu Kreikan vaatimukseen, Kreikan velkojen maksuaikojia pidennetään ja/tai niitä leikataan, jonka lisäksi Kreikan budjettikuria helpotetaan. Tämä olisi euroalueen taloudelle paras vaihtoehto. Kolmas vaihtoehto on, että Kreikka jättää joitakin velkojaan maksamatta (osittainen *default*) ja asettaa pääoman viennille sekä tuonnille rajoituksia, mutta maa ei eroa eurosta (hieman samaan tapaan kuin Kypros). Tämä näyttää tällä hetkellä todennäköisimmältä vaihtoehdolta, mutta se johtaa helposti Kreikan eroon eurosta. Ratkaisevaan asemaan tässä kolmannessa vaihtoehdossa nousee EKP. Jos se katkaisee Kreikan pankkien rahoituksen, ei Kreikalle jää muuta vaihtoehtoa kuin painaa ”Kreikan euroja”, joille markkinat tulisivat määrittelemään kurssin suhteessa muiden maiden käyttämään euroon. Tässä vaihtoehdossa Kreikka eroaisi eurosta ilman virallista päätöstä tai julistusta. Neljäntenä vaihtoehtona on, että Kreikka ilmoittaa uusista vaaleista ja/tai järjestää kansanäänestyksen eurojäsenyydestä. Viides vaihtoehto on Kreikan suora, ilmoitukseen perustuva ero eurosta. Tätä voidaan pitää tällä hetkellä epätodennäköisimpänä vaihtoehtona.

Arviomme mukaan Kreikan eurosta eroamisen todennäköisyys seuraavien 12 kuukauden aikana on 35 prosenttia. Seuraavan vuoden aikana käynnistyvän uuden finanssikriisin todennäköisyys on puolestaan 20 prosenttia.

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 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 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.