

Toipuuko Eurooppa?

Erikoisraportti euroalueen taloustilanteesta

- Ennustamme Suomen talouden toipuvan hitaasti tänä vuonna. Yhdysvaltojen talouden ennustamme jatkavan verrattain nopeaa kasvuaan ensimmäisen kvartaalin pienestä pudotuksesta huolimatta.
- Euroalueen toipumisen ennustamme olevan Suomea nopeampaa, mutta jäävän silti selvästi Yhdysvaltojen vastaavasta.
- Euroalueen toipumista haittaavat etenkin korkea työttömyys, teollisen pohjan rapautuminen ja Euroopan pankkisektorin erittäin huono tila.
- Kreikan ero olisi eurolle todennäköisesti lopun alku.

Euroopan taloudesta on saatu kevään aikana positiivisia signaaleja. Euroalueen paljon puhuttu toipuminen on kuitenkin ollut jo pitkään odotettua. Toipuminen alkaa aina kun talouteen kohdistuvien sokkien vaikutukset ovat läpäisseet yhteiskunnan kaikki tasot (julkiset menot, palkat, kulutuksen, ym.). Euroalueen kriisimaissa tämä tarkoittaa, että talouskasvu alkaa kun palkkojen ja julkisten menojen leikkaukset ovat saavuttaneet tason, joka mahdollistaa kilpailukykyisen tuotannon.

Selvimmän positiivinen kehitys on nähtävillä viennistä. Liitteen kuviossa 1 on esitetty valikoitujen euromaiden viennin volyymin kehitys. Siitä nähdään, että lähes kaikkien kriisimaiden vienti on kasvanut vuodesta 2010 lähtien. Tässä mielessä Euroopan velkakriisin hoito maiden sisäisellä devalvaatiolla on onnistunut. Sisäiseen devalvaatioon (ks. kuvio 2) liittyy kuitenkin kustannuksia. Liitteen kuviossa 3 esitetään euroalueen kriisimaiden kotitalouksien käytettävissä olevien reaalityulojen kehitys. Reaalityulot ovat laskeneet Kreikassa noin 17, Espanjassa noin 6 ja Portugalissa noin 11 prosenttia vuodesta 2010. Samanaikaisesti työttömyys on pysynyt erittäin korkealla tasolla (ks. kuvio 4).

Korkea työttömyys johtuu teollisuustuotannon huomattavasta laskusta kriisimaissa. Kuviossa 5

nähdään, että vuosien 2007 – 2008 finanssikriisi ja sitä seurannut taantuma oli käännteentekevä tapahtuma euroalueen teollisuustuotannon kehityksessä. Saksan teollisuustuotanto on jatkanut kasvuaan, mutta kriisimaiden tuotanto on edelleen selvästi alle vuoden 2007 tason eikä trendeissä juurikaan ole havaittavissa korjausta ylöspäin. Kriisimaiden lisäksi teollisuustuotanto on edelleen selvästi alle vuoden 2007 tason esim. Suomessa ja Ranskassa.

Finanssikriisi olikin klassinen esimerkki valuutta-alueeseen kohdistuneesta epäsymmetrisestä sokista. Epäsymmetrisen sokin syy on nähtävillä kuviossa 6, jossa esitetään kokonaistuottavuuden (*Total Factor Productivity, TFP*) kehitys valikoiduissa euroalueen maissa. Kokonaistuottavuus mittaa maan organisaatioiden tehokkuutta erilaisten tuotantopanoksien (työvoima, teknologia, ym.) käytössä.¹ Kuviossa 6 nähdään, että tuottavuuserot euroalueen eteläisten kriisimaiden (Espanja, Kreikka, Portugali) ja pohjoisten maiden (Saksa, Suomi) välillä on kasvanut koko euroalueen olemassaolon ajan. Vuosien 2007 – 2008 kriisi toi nämä erot esiin kun pääoma pakeni heikoimman tuottavuuden maista.

¹ Katso tarkempi kuvaus: Kansantaloudellinen aikakauskirja 4/2013, Tuomas Malinen ja Tero Kuusi: Miksi Euroalue on ongelmassa?

Vuoden 2010 jälkeen ero Saksaan on jatkanut kasvuun, mutta Suomi on siirtynyt kriisimaiden joukkoon alenevalla tuottavuuskehityksellään.

Korkea työttömyys ja kotitalouksien alaiset käytettävissä olevat tulot uhkaavat euroaluetta kahdella rintamalla. Kriisimaiden ihmiset voivat kyllästyä ”kituuttamiseen” ja äänestää valtaan eurosta eroa ajavia puolueita. Näin ei ole toistaiseksi käynyt vielä missään euromaassa (Syriza ei aja euroeroa, ainakaan vielä), mutta jos kriisimaiden työttömyys jää korkeaksi, on tämä vain ajan kysymys. Toinen uhka syntyy pankkisektorin kautta. Kuviossa 8 on esitetty maksukyvyttömyyden uhan alla olevien, ts. tuottamattomien lainojen (*non-performing loans*) suhde lainakantaan huonoimmassa 22 maassa.² Ylivoimaisesti heikoin tilanne oli Kreikan ja Kyproksen pankeilla. Niiden lainoista noin 35 prosenttia oli tuottamattomia. Kaiken kaikkiaan 10 listan 22 maasta on Euroopasta. Tämä kertoo karua kieltä Euroopan pankkisektorin tilanteesta, jota Euroopan keskuspankin (EKP) ja eri maiden viranomaiset parhaansa mukaan peittelevät. Vertailun vuoksi voidaan todeta, että Suomen pankkikriisin aikaan tuottamattomien lainojen osuus lainakannasta oli noin 10 prosenttia.

Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) on hoitanut talouskriisejä menestyksekkäästi yli 60 vuoden ajan. IMF:n avustusohjelmiin on kuulunut valtiontalouden säästökuuri yhdistettynä valtionvelan uudelleenjärjestelyyn ja valuuttakurssikytkösten purkamiseen. Tämä kuitenkin muuttui vuonna 2010 alkaneessa Euroopan velkakriisissä. Tällöin IMF ilmeisesti painostettiin mukaan pelastamaan Euroopan pankkisektoria ja euroa toimilla, joka olivat vastoin IMF:n yleistä toimintamallia ja sen tutkimusosaston suositusta. Euroalueen pelastuspaketeissa olikin ennen kaikkea kyse keskieuropalaisten pankkien pelastamisesta,

koska ne eivät olisi kestäneet kriisimaiden valtionvelkojen uudelleenjärjestelyjä. Keskieuropalaisten pankkien kriisimaihin liittyvät riskit siirrettiin ”pelastuspaketien” avulla eurooppalaisten veronmaksajien ja IMF:n kannettaviksi. Pankkien suora pääomittaminen olisi ollut tehokkaampaa, mutta se olisi saattanut johtaa euron hajoamiseen. Euroopan pankkisektorin laajamittaiselta pääomittamiselta säästytään kuitenkin lähivuosina vain, mikäli euroalueen talous saadaan nopeaan kasvuun.

Mikä sitten on Kreikan tilanne? Useat maat historiassa ovat viivytäneet lainaeriensä maksua IMF:lle. Poikkeukselliseksi tilanteen tekee, että Kreikka on ensimmäinen länsimaa joka on lykännyt maksuaan. Kreikka ajaa velkojensa uudelleenjärjestelyä kaikin keinoin ja hyvästä syystä. Kreikan suuri valtionvelka (n. 180 % BKT:sta) ruokkii epävarmuutta, mikä rajoittaa yksityisiä investointeja (ks. kuvio 7). Sijoittajat eivät halua sijoittaa maahan, jossa sijoitusten tuottoihin voi kohdistua huomattava, kertaluonteinen arvonalennus. Tämä syntyisi tilanteessa, jossa Kreikka ajautuisi maksukyvyttömyyteen ja ulos eurosta. Vaikka Kreikka ja euroryhmä pääsisivät sopimukseen uudesta rahoituksesta, ja Kreikka saisi kolmannen tukipaketinsa, Kreikan taloustilanne jatkuisi todennäköisesti pitkään erittäin huonona. Jos Kreikan lainat puolestaan uudelleenjärjesteltäisiin kestäväälle tasolle (eli noin 60 - 80 % tasolle BKT:sta), taloustilanne voisi parantua nopeastikin. Tosiasia kuitenkin on, että Kreikan valtio ei selviä veloistaan ja niistä tulee koitumaan tappioita joka tapauksessa.

Vaikuttaa siltä, että Kreikan velkojen leikkauksiin ei velkojamaissa olla valmiita kolmesta syystä:

- 1) Kreikan velkojen leikkaaminen voisi nostattaa leikkausvaatimuksia myös muissa kriisimaissa.

² Niistä maista, joista aineistoa oli saatavilla.

- 2) Monen poliitikon ura ei kestäisi leikkauksista koituvia miljarditappioita.
- 3) Velkojen leikkaus tekisi selväksi, että kriisiä on hoidettu väärin.

Kreikan yksipuolinen velkojen uudelleenjärjestely (*default*) olisi ongelmallinen, koska se suurella todennäköisyydellä johtaisi Kreikan eroon euroalueesta (ks. [Q-review 1/2015](#)). Euroerossa Kreikalla olisi kuitenkin ns. vahvempi käsi kuin yleensä annetaan ymmärtää.

Suurin väärinymmärrys Kreikan mahdollisessa erossa on sen vaikutus euroalueeseen, mitä jotkut vähättelevät. Tällä hetkellä euro on yhteisvaluutta-alue, mutta jos jokin maa lähtee, muuttuu euroalue kiinteiden valuuttakurssien järjestelmäksi. Muutos voi tuntua pieneltä, mutta sillä olisi perustavanlaatuisia vaikutuksia niin rahoitusmarkkinoihin kuin euroalueen toimintaan. Jatkossa eron mahdollisuus nostettaisiin esille jokaisen kriisimaan kohdalla. Epävarmuus lisääntyisi ja tämä näkyisi rahoitusmarkkinoilla stressin ja hintojen heilahtelun (volatiliteetin) lisääntymisenä. Pankki- ja pääomapakojen todennäköisyys kasvaisi. Euro on myös maailman toiseksi vaihdetuin valuutta. Kreikan eron jälkeen valuuttamarkkinoilla jouduttaisiin miettimään, minkälainen valuutta euro itse asiassa on. Onkin mahdotonta tarkkaan arvioida, mitä vaikutuksia Kreikan erolla olisi. Eurolle se voisi hyvin merkitä lopun alkua. Ainakaan euro ei koskaan olisi enää entisensä.

Kreikalla on myös kaksi etua puolellaan: huomattava osa varallisuudesta on Kreikan ulkopuolella ja suuri osa tästä todennäköisesti palaisi Kreikkaan sen erottua, koska sen ostovoima olisi uuden valuutan devalvoitumisen takia kasvanut huomattavasti. On myös varsin todennäköistä, että Kreikka hyötyisi erosta pidemmällä aikavälillä. Alussa Kreikan talous ajautuisi kaaokseen, mutta jo tehtyjen sopeutustoimien takia käänne kasvuun voisi olla

nopea. Tämä toimisi kannustimena muille kriisimaille eurosta eroamiseen. Kreikan talouden toipumisen nopeus mahdollisen eron jälkeen riippuisi luonnollisesti sekä EU:n tukitoimista että hallituksen kyvystä luotsata Kreikka muutoksen läpi.

Voidaan kuitenkin todeta, että euroalueella on enemmän hävittävää Kreikan erossa kuin Kreikalla itsellään. Siksi Kreikka todennäköisesti yritetään pitää eurossa ”hinnalla millä hyvänsä”. Tässä mielessä Syriza ja Kreikan neuvottelijat ovat toimineet täysin loogisesti. On turha antaa periksi liian helposti, jos vastapuolella on enemmän hävittävää kuin itsellä. Euroalueen johtajien kärsivällisyydellä on kuitenkin rajansa, jonka vuoksi *Grexit* on todellinen vaihtoehto lähitulevaisuudessa. Arvioimme Kreikan euroeron todennäköisyydeksi seuraavan vuoden aikana 50 %.

Suomen talous ei ole elpynyt talven aikana odotetulla tavalla. Suurin syy tähän on viennin hidas toipuminen vuoden 2008 pudotuksesta. Mallinsimme [erikoisraportissamme](#) kolme vuotta sitten, mikä viennin kehitys olisi ollut, mikäli Suomi olisi pysynyt markassa. Tuloksien mukaan Suomen vienti olisi vuoden 2011 lopussa ollut 15 % toteutunutta tasoa korkeammalla. Otimme analyysissä huomioon myös viennin rakenteen muutoksen. Analyysimme toisin sanoen tukee nobelisti Paul Krugman kesäkuun alussa esittämää näkemystä, jonka mukaan euro on Suomen todellinen (suurin) ongelma. Vasta sen jälkeen ongelmalistalla tulevat työmarkkinoiden jäykkyys ja huono tuottavuuskehitys.

Taulukossa 1 esitettyjen ennusteidemme mukaan Suomen BKT kasvaisi tänä vuonna reaalisesti 0,6 prosenttia ja ensi vuonna 1,1 prosenttia. Euroalueen BKT:n ennustamme kasvavan tänä vuonna 1,2 prosenttia ja ensi vuonna 1,1 prosenttia. Yhdysvaltojen BKT:n ennustamme

kasvavan tänä vuonna 1,4 prosenttia ja ensi vuonna 2,2 prosenttia.

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
2015:1	-0,13	0,37	-0,19
2015:2 (nc)	0,11	0,39	0,43
2015:3	0,32	0,25	0,56
2015:4	0,24	0,22	0,55
2015	0,6	1,2	1,4
2016	1,1	1,1	2,2

Seuraavan vuoden aikana käynnistyvän globaalin finanssikriisin riski pysyi [ennallaan](#) 35 prosentissa.

Johtopäätöksenä voidaan todeta, että euroalueella riittää haasteita. Vaikka taloudellinen toipuminen näyttää viimein alkaneen, epätasapainoisen toipumisen riski on korkea. Etenkin kriisimaiden teollisuustuotannon romahdus sekä yhä jatkuva tuottavuuskehityksen eriytyminen Saksasta voivat aiheuttaa tilanteen, jossa kriisimaiden työttömyys jää, kohtuullisesti talouskasvusta huolimatta, korkeaksi ja kansalaisten ostokyky alhaiseksi mahdollisesti pysyvästi. Euroalueen johtajat ovatkin havahtuneet tähän kehityskulkuun, mistä kertovat voimistuvat liittovaltiokehitystä ajavat puheenvuorot. Suomi maksaa tällä hetkellä kovaa hintaa eurojäsenyydestään. Valuuttaunionissa voi pärjätä vain lisäämällä joustoja ja siihen Suomen tulisi pyrkiä kaikin keinoin. Muuten edessä on hyvinvoinnin lasku ja muuttuminen euroalueen uudeksi kriisimaaksi.

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 syyskuussa 2015.

.....

Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT
Toimitusjohtaja

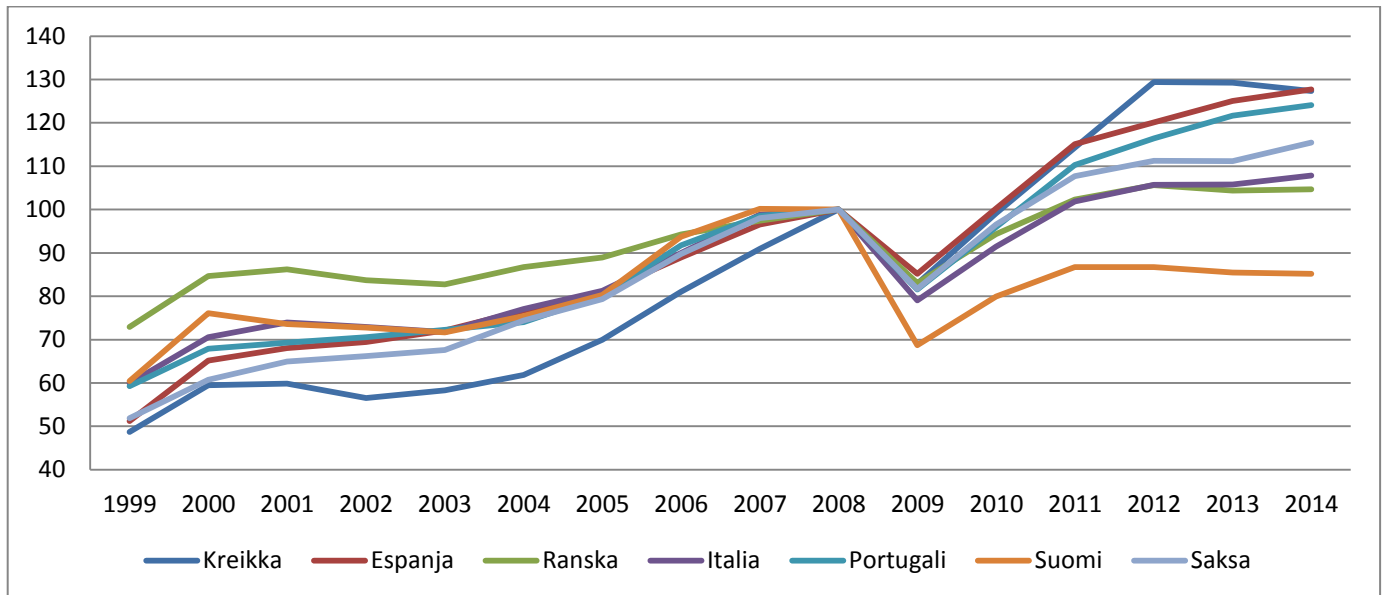
puh: +358 40 196 3909

email: tuomas.malinen@gnseconomics.com

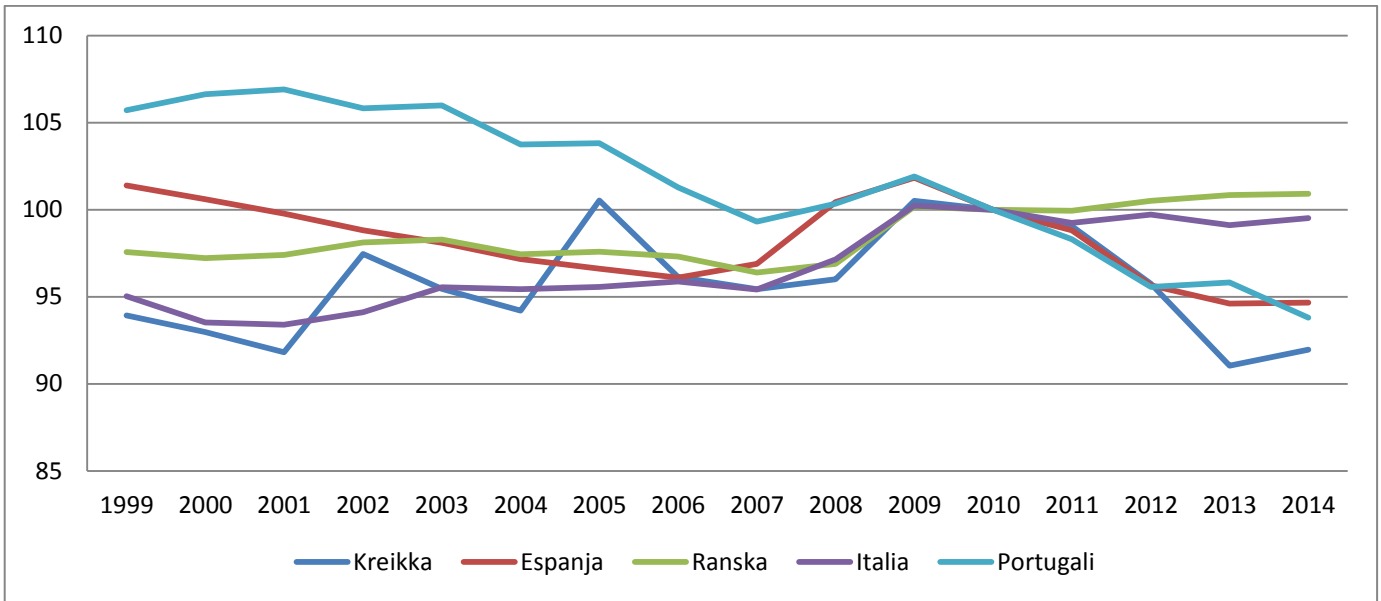
<http://www.gnseconomics.com>

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.

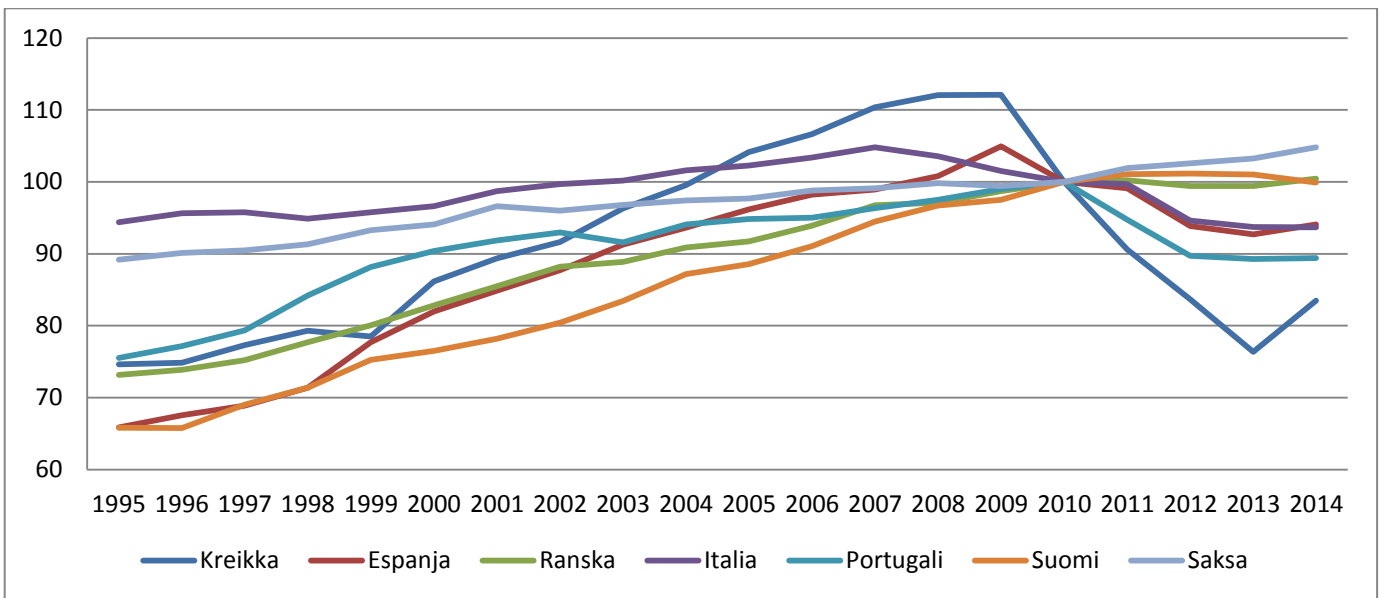
LIITE. Euroopan talouden tunnuslukuja



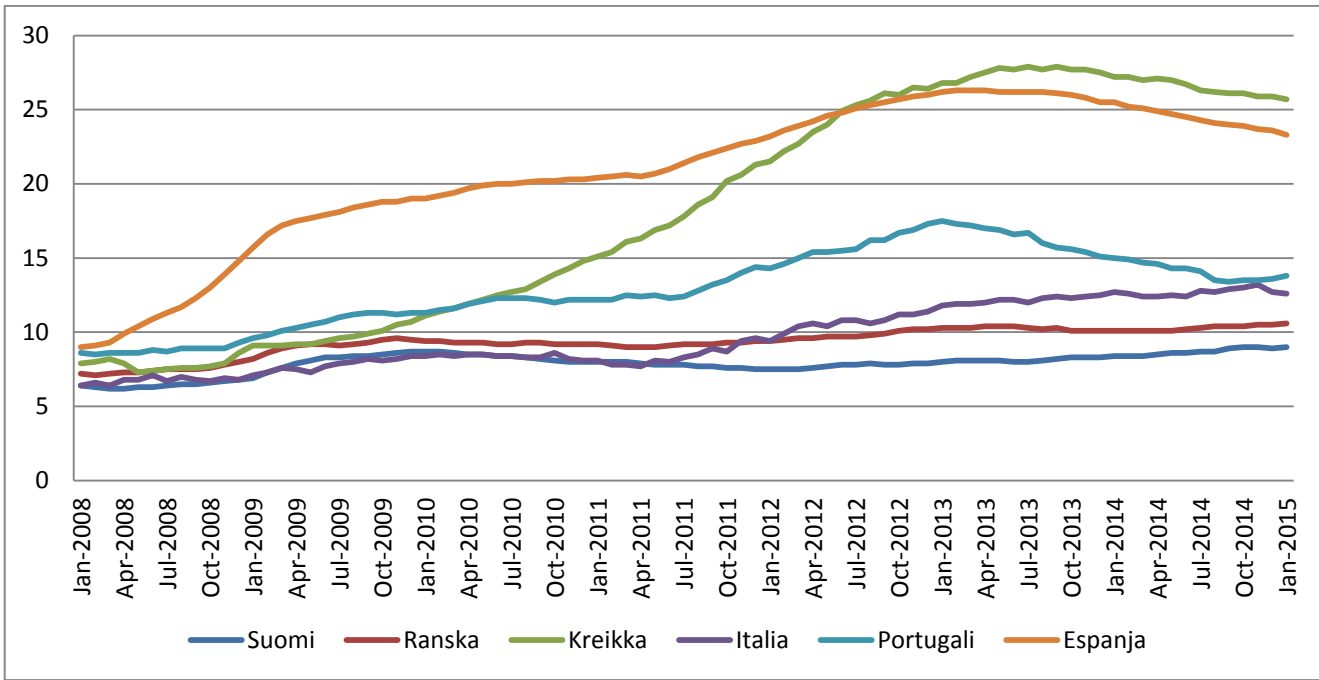
Kuvio 1. Valikoitujen euromaiden viennin volyymin kehitys 1999 - 2014 (2008=100). Lähde: Euroopan komissio



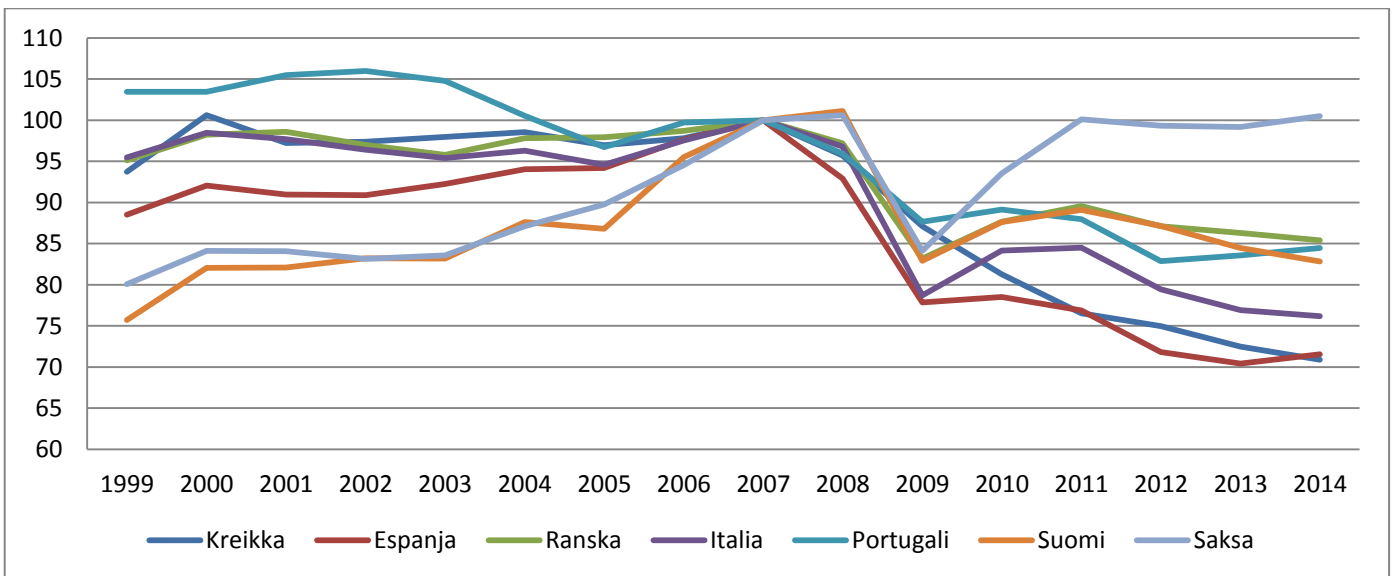
Kuvio 2. Yksikkötyökustannukset suhteessa nimelliseen BKT:hen 1999 - 2014 (2010=100). Lähde: Euroopan komissio



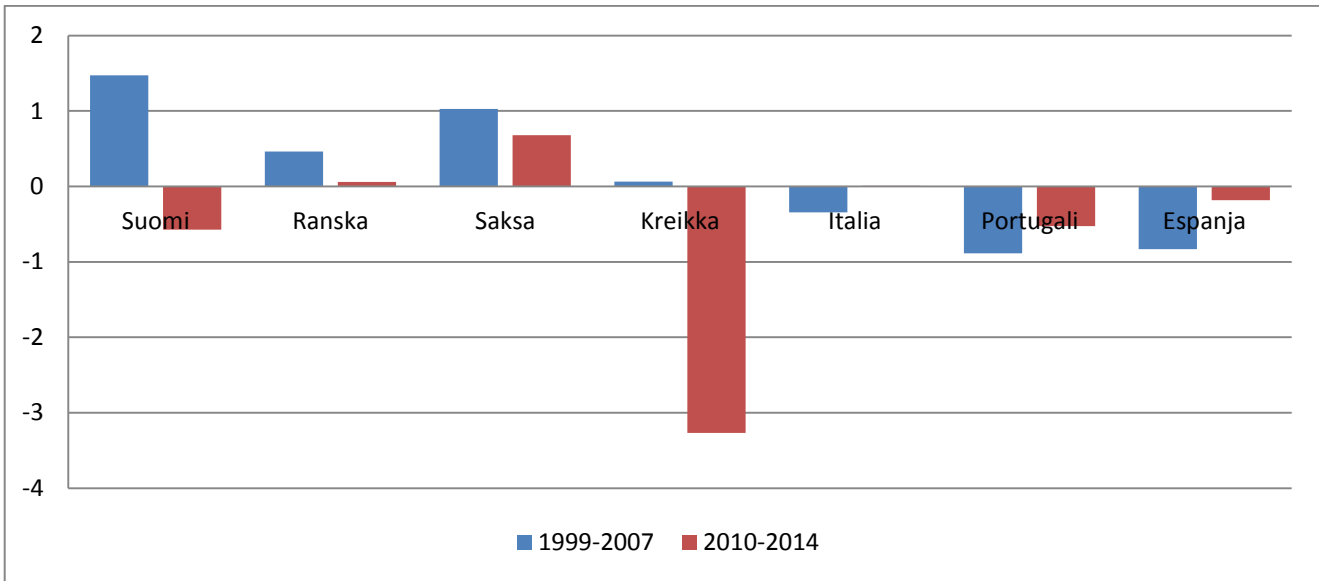
Kuvio 3. Kotitalouksien käytettävissä olevat reaalityöt valikoiduissa euromaissa 1995 - 2014 (2010=100). Lähde: Euroopan komissio



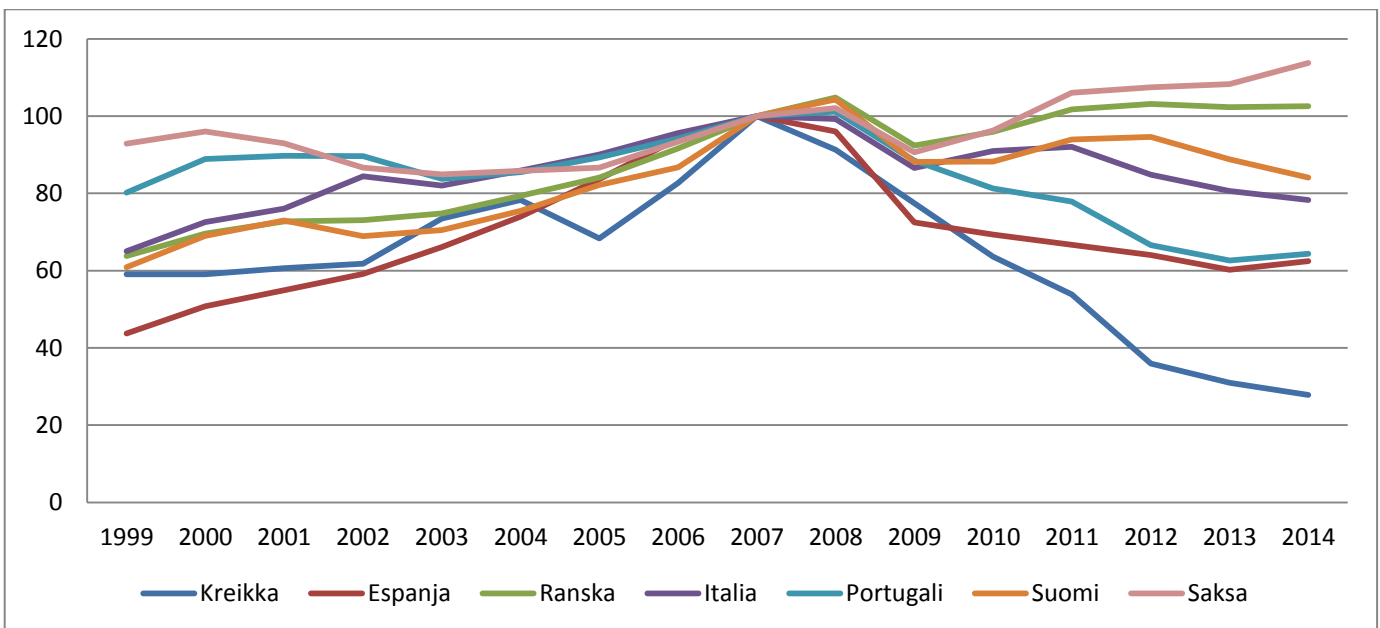
Kuvio 4. Työttömyysaste valikoiduissa euromaissa, tammikuu 2008 - tammikuu 2015. Lähde: OECD



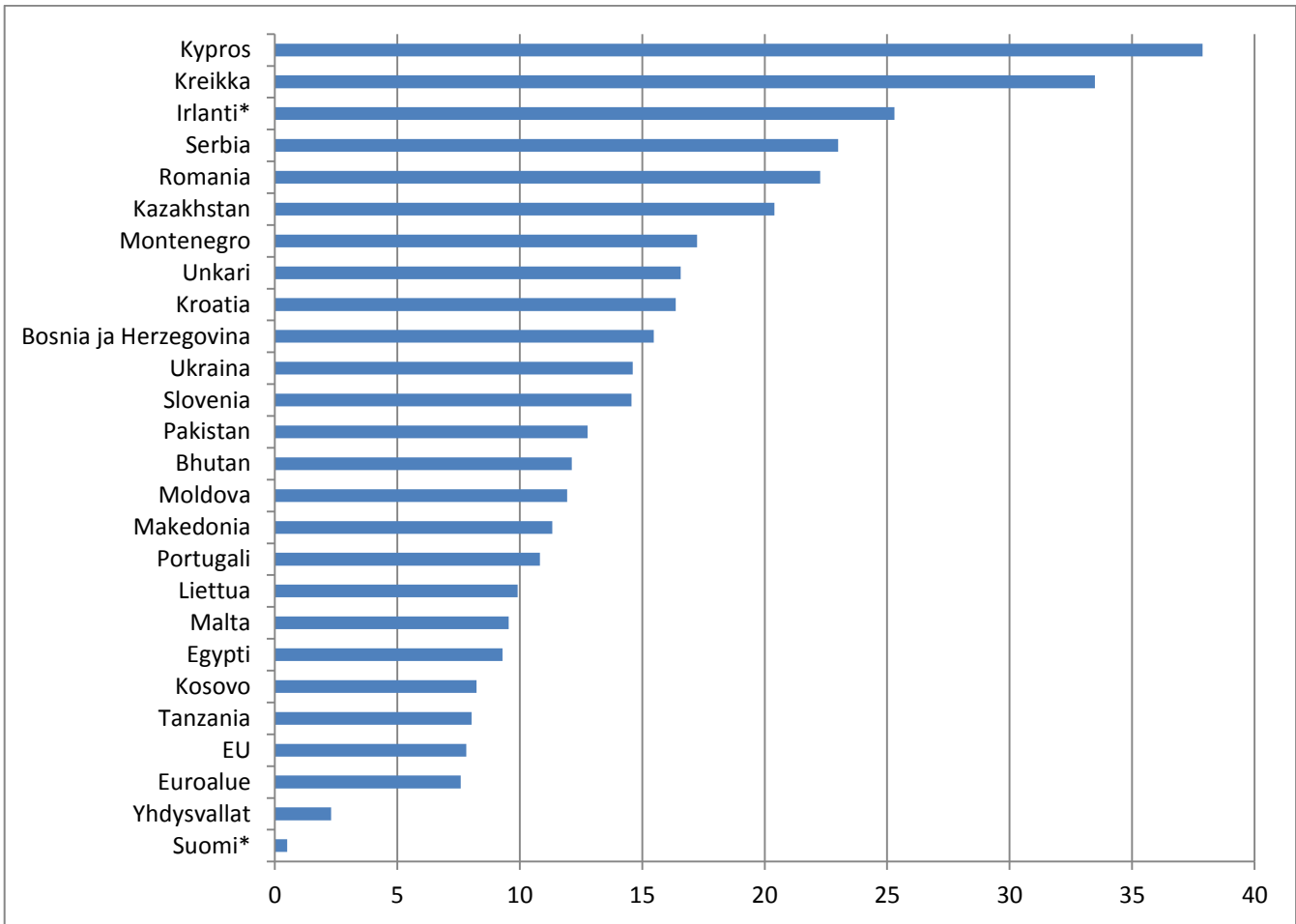
Kuvio 5. Teollisuustuotannon volyymi pois lukien asuntorakentaminen valikoiduissa euromaissa (2007=100). Lähde: Euroopan komissio



Kuvio 6. Kokonaistuottavuuden kasvu (%) valikoiduissa euromaissa. Lähde: Conference Board, Total economy database



Kuvio 7. Yksityisen sektorin investointien volyyymi valikoiduissa euromaissa (2007=100). Lähde: Euroopan komissio



Kuvio 8. Pankkien tuottamattomien lainojen suhde koko lainakantaan (%) vuonna 2014. Tähdellä (*) merkittyjen maiden kohdalla kyse on vuoden 2013 luvuista. Lähde: Maailmanpankki