

Määrällisen kiristämisen aikakausi

- Keskuspankkien määrällisen keventämisen ohjelmat ovat muuttumassa määrällisen kiristämisen ohjelmiksi, jotka muuttavat rahoitusmarkkinoita peruuttamattomalla tavalla.
- Kiina etsii taloutensa suuntaa ja on selkeästi lähestymässä ”Minsky hetkeä”. Milloin se iskee?
- Osakkeiden ja velkakirjojen *härkämäarkkina* onkin lähes ohi. Sitä seuraa markkinoiden kaoottinen korjausliike kohti markkinaehtoista varallisuuserin hinnoittelua.
- Ennustamme talouskasvun jatkuvan vielä tänä vuonna, vaikka sen tahti hidastuu selvästi.

Tammikuu oli yksi merkittävimmistä, ellei merkittävin kuukausi globaalien finanssikriisien (GFK) jälkeisessä ajassa. Kuukauden lopussa Yhdysvaltojen keskuspankki (Fed) alkoi toteuttaa määrällistä tiukentamista (*quantitative tightening*, QT) täysimääräisesti, ja keskuspankin hallussa pitämät Yhdysvaltojen sekä asuntoluottoyhtiöiden velkakirjat kustuivat 18 miljardilla dollarilla. Fedistä tuli ensimmäinen keskuspankki koskaan, joka on aloittanut taseensa pienentämiseen tähtäävän ohjelman. Muiden keskuspankkien oletetaan seuraavan Fedin esimerkkiä. Tammikuussa yhdeksän vuotta kestänyt keskuspankkielvytys alkoi vetäytyä maailmantaloudesta.

GFK:n (2007–2009) jälkeen maailmantalous on ollut jatkuvassa elvytyksessä. Keskuspankit ja valtiot, etenkin Kiina, ovat pumpanneet valtavat määrät likviditeettiä maailmantalouteen. Tämä yhdistettynä presidentti Trumpin yritysmuonteisen politiikan kasvattamaan kuluttajien ja yritysten luottamukseen loi viime vuonna juhlitun ”globaalien synkronoidun kasvupyrahdyksen”. Nyt olemme kuitenkin saavuttaneet pisteen, jossa toinen keskeisistä tukipilareista eli keskuspankkielvytys on alkanut vetäytyä. Mitä tästä seuraa?

Tässä Q-review:ssa selvitämme, miten määrällinen tiukentaminen toimii ja mitä se tarkoittaa rahoitusmarkkinoiden ja maailmantalouden kannalta. Päivitämme myös maailmantalouden toisen tukijalan, Kiinan tilanteen.

Määrällinen keventäminen tiukentaminen

Olemme useasti huomauttaneet,²että keskuspankit ovat sotkeneet markkinasignaalit velkakirjojen osto-ohjelmillaan (*quantitative easing*, QE). Varallisuuserien hintojen vääristelyn lisäksi QE-ohjelmat ovat muuttaneet yksityisten markkinatoimijoiden suhtautumista riskinottoon. Määrällisen tiukentamisen QT-ohjelmassa keskuspankki alkaa joko myydä velkakirjaomistuksiaan tai pitää niitä matu-riteettiin, eikä uusi velkakirjoja niiden vanhennuttua. QT-ohjelma on teknisessä mielessä QE-ohjelman peilikuva.

Kuinka nämä ohjelmat vaikuttavat talouteen? Vaikutuksien havainnollistamiseksi esitämme QE- ja QT-ohjelmien yleisestietyt vaikutuskanavat kuviossa 1 (ks. liitteet).

¹ GnS Economics kiittää Heikki Koskenkylää ja Peter Nybergiä kommentistaan QE ja QT -ohjelmien vaikutuskanavia kuvaavaan osuuteen. Mahdolliset jäljelle jääneet virheet ovat omiamme.

² Katso esim. [Q-review 2/2013](#) ja [Q-review 4/2017](#).

QE-ohjelmien tavoite oli elvyttää taloutta alentamalla korkoja ja luomalla nk. omaisuusefektin nostamalla arvopapereiden ja varallisuuserien hintoja. Ohjelman pääasiallinen tavoite oli alentaa korkoja alemmaksi, kuin mikä oli mahdollista ohjauskorkoja alentamalla. Keskuspankkien alentaessa korkoja laskevat samalla lainanoton kustannukset. Tämä johtaa lainanoton kasvuun, mikä näkyy mm. suurempana arvopapereiden kysyntänä, varsinkin jos velkavivun käyttö on lähtökohtaisesti alhaisella tasolla. Arvioidessaan sijoituksiensa riskiä suhteessa luoton hintaan, yksityiset markkinatoimijat lisäävät finanssisijoituksiaan luoton hinnan laskeessa.

Määrällisessä keventämisessä keskuspankki ostaa velkakirjoja jälkimarkkinoilta, yleensä liikepankkien kautta, mikä nostaa velkakirjojen hintoja ja laskee niiden korkoja. Toisin kuin yksityisillä sijoittajilla, jotka etsivät sopivaa markkinahintaa, keskuspankki pyrkii suoraan muuttamaan velkakirjoista markkinoilla maksettavaa hintaa. Kun keskuspankki käyttää oikeuttaan luoda vapaasti rahaa arvopapereiden ostamiseen, markkinahinta vääristyy ja piilottaa tehokkaasti arvopapereihin liittyvän riskin (ks. [Q-review 1/2017](#)). QE vääristää markkinahintoja ja alentaa keinotekoisesti riskipremioita nostamalla arvopapereiden hintoja.

Keskuspankit saavat tällä hetkellä ostaa ainoastaan investointiluokan velkakirjoja, jonka vuoksi QE lisää keinotekoisesti niiden kysyntää ja nostaa samalla velkakirjojen hintoja (ja laskee korkoja).³ Koska investointiluokan velkakirjojen tuotto laskee, sijoittajat alkavat etsiä tuottavampia, suurempi riskisiä sijoituskohteita. Tämä johtaa investointiluokan ja nk. roskalainaluokkaan kuuluvien velkakirjojen korkojen lähentymiseen. Toisin sanoen eri riskitasoilla olevien velkakirjojen hinnat alkavat lä-

hestyä toisiaan. Keskuspankkien keinotekoinen arvopapereiden kysynnän lisäys leviää sekä rahoitusomaisuuteen että reaaliomaisuuteen ja aiheuttaa ”kaiken kuplan”.⁴

Määrällisen keventämisen ohjelma vaikuttaa rahoitusmarkkinoihin luomalla liiallisesti likviditeettiä, ts. ei-markkinaehtoista likviditeettiä. Kun keskuspankki ostaa investointiluokan velkakirjoja, se lisää yksityisten sijoittajien käytössä olevaa rahaa, mikä alentaa likviditeettipremiota. Huomattava osa rahan lisäyksestä alkaa etsiä tuottavia investointikohteita. Koska investointiluokan tuotteiden hinnat nousevat keskuspankin luoman keinotekoisien kysynnän vuoksi, sijoittajat hakeutuvat suuremman tuoton ja riskin arvopapereihin, kuten osakkeet.⁵

Koska markkinoilla on pysyvä ostaja, joka ei piittaa arvopapereiden nousevista hinnoista ja joka tarjoaa runsaasti likviditeettiä yksityisille markkinatoimijoille, arvopapereiden hintojen vaihtelu (volatilitteetti) vähenee ja kannustaa sijoittajia ottamaan suurempia riskejä. Tämä tarkoittaa, että keskuspankki todennäköisesti reagoi laskeviin markkinoihin lisäämällä ostojaan (”keskuspankkiirin putti”) mikä kannustaa sijoittajia lisäämään ostojaan aina, kun markkinat laskevat (*buy the dip*). Käytännössä tämä tarkoittaa, että keskuspankki takaa markkinanlaajuiset voitot. Vaikka yksittäisten osakkeiden arvo voi laskea, markkinat eivät laske. Algoritmi-kaupankäynti (ks. tarkemmin Trends & Topics 4/2018), passiiviset sijoitusrahastot ja yksittäiset sijoittajat tottuvat tähän ja alkavat noudattaa *buy the dip* -sijoitusstrategiaa. Sijoittajat tottuvat jatkuvasti nouseviin kursseihin.

Liiallinen likviditeetti laskee korkoja, mikä kannustaa sijoittajia velkavivun käyttöön. Koska keskuspankki ostaa velkakirjoja liikepankkien kautta, niiden keskuspankkireservit kasvavat QE:n myötä.

on todennäköisesti laajoja vaikutuksia sekä rahoitusmarkkinoiden sijoitusportfolioihin että siellä saatavilla olevaan likviditeettiin.

³ Katso esim. Herrenbrueck and Fraser (2016).

⁴ Katso Fratzscher, M., M. Lo Duca and R. Straub (2018).

⁵ Analysoidessaan Englannin keskuspankin QE-ohjelman vaikutuksia, Joyce ja Lasosa (2011) päätyvät siihen, että QE:lla

Tämä lisää pankkien luotonantoa ja suuntaa sitä erityisesti korkeamman riskin lainanottajiin, joiden lainoista saadaan korkeampi korko.⁶ Myös velkakirjamarkkinoiden laskevat tuotot eli alenevat korot kannustavat sijoittamaan osakkeisiin.

Määrällisen keventämisen ohjelmat siis vaikuttavat rahoitusmarkkinoihin ja osakkeiden hintoihin kahta kautta:

- 1) Alhainen volatilitiiteetti ja keskuspankin rooli pysyvänä ostajana sekä tuottojen takaajana lisää sijoittajien riskinottoa.
- 2) Liiallinen likviditeetti painaa korkoja alas ja kannustaa sijoittajia sekä velkavivun kasvattamiseen että sijoittamaan korkeariskisempiin rahoitusmarkkinatuotteisiin. Pankkien suurenevat keskuspankkireservit kasvattavat niiden luotonantoa ja suuntaavat sitä riskisempiin lainoihin.

Näiden kanavien kautta QE -ohjelma johtaa korkeampiin osakkeiden hintoihin, alhaisempiin riskipremioihin ja riskin kasvuun sekä pääomamarkkinoilla että pankkisektorilla. Koska QE tuottaa liiallisesti likviditeettiä ja kannustaa riskinottoon, varallisuuserät todennäköisesti pysyvät korkealla tasolla vielä ohjelman pysäyttämisen jälkeenkin (ks. alla).

Määrällisessä tiukentamisessa koko prosessi kääntyy päinvastaiseksi. Keskuspankin poistaessa taseestaan investointiluokan arvopapereita syntyy ylitarjontaa. Tämä laskee investointiluokan arvopapereiden hintaa (nostaa niiden korkoja) ja johtaa vielä suurempaan hintojennousuun roskalainaluokan arvopapereissa, koska niiden hinnan suhde riskiin alkaa huonontua investointiluokan arvopapereiden korkojen noustessa. Sijoittajien pako korkeamman laadun arvopapereihin käynnistyy, mikä johtaa investointi- ja roskalainaluokan arvopapereiden korkojen entistä suurempaan eriytymiseen

kohti normaalia tasoa. Tämä johtaa sekä investointi- että roskalainaluokan varallisuuserien ylitarjontaan aiheuttaen deflaation kaikissa varallisuuseräluokissa.

Määrällinen tiukentaminen vaikuttaa rahoitusmarkkinoihin monella tavalla. Ensisijaisesti se aiheuttaa likviditeetin supistumisen, koska keskuspankista tulee pysyvä velkakirjojen myyjä. Mikäli valtio ei samanaikaisesti leikkaa menojaan ja siten vähennä velantarvettaan, investointiluokan arvopapereiden ylitarjonta vähentää sijoittajien käytössä olevaa rahaa (likviditeettiä). Pankkien keskuspankkireservit pienenevät, mikä vähentää niiden luotonantoa. Pankit myös joutuvat kilpailemaan kutistuvasta rahoituksesta, mikä nostaa korkoja.

Korkojen noustessa (ks. yllä), luoton hinta nousee ja sen käyttö vähenee. Pysyvä myyjä (keskuspankki) supistaa likviditeettiä ja riskipremiot alkavat kasvaa. Normaali hinnan etsintä (*price discovery*) johtaa suurempaan volatilitiiteettiin. Sijoittajat alkavat etsiä suojaa velkakirjamarkkinoilta sekä futuurimarkkinoilta. Algoritmit ja passiiviset sekä yksittäiset sijoittajat alkavat tunnistaa, että markkinatuotoista on tullut epävarmempia. Pelko ottaa valan.

Ellei nopea talouskasvu kompensoi QT-ohjelman tiukentavia vaikutuksia yritysten tulosten vahvalla tuloskasvulla, palkkojen ja pääomatulojen osakemarkkinoille ohjautuvan kasvun kautta, osakkeiden arvot alkavat laskea. Koska QT-ohjelma kategorisesti seuraa QE-ohjelmaa, osakkeiden arvostustasot sekä kotitalouksien ja yritysten velkaantuneisuus ovat todennäköisesti jo lähtökohtaisesti hyvin korkealla tasolla. Tämä yhdistettynä nouseviin korkoihin tekee talouskasvun nopeutumisesta QT-ohjelman yhteydessä epätodennäköistä.

Tilannetta pahentaa se tosiasia, että monien arvopaperiluokkien hinnat eivät yleensä nouse ja laske ta-

⁶ Katso Kandrak and Schulesche (2017).

saisesti. Osakkeiden hinnat nousevat yleensä trendinomaisesti, mutta saavutettuaan huippunsa, ne laskevat melko kaottisesti, pahimmassa tapauksessa romahtaen. Tällainen käyttäytyminen on selkeästi nähtävillä esimerkiksi S&P 500 osakeindeksissä (ks. kuvio 2). Sen arvot ovat usein nousseet pitkään ja kohtuullisen tasaisesti, mutta laskeneet hyvin nopeasti. On myös havaittu, että yli viisi vuotta kestäneet matalan volatiliteetin jaksot ovat lisänneet finanssikriisien todennäköisyyttä.⁷

Määrällisen keventämisen ohjelmissa keskuspankit manipuloivat velkakirjojen hintoja, mutta rahapolitiikan normaali ohjaus vaikuttaa vain markkinatoimijoiden budjettirajoitteeseen (alhaisempi velan hinta). Pitkään alhaisena olleet korot voivat itsessään aiheuttaa suuria rahoitusmarkkinoiden ja talouden epätasapainoja. Vaikutukset syntyvät alhaisen korkojen vaikutuksesta:⁸

1. kannattavuuteen, ja
2. tuotonetsintään (search for yield).

Lyhyellä aikavälillä alhaiset korot alentavat rahoituksen hintaa, nostavat arvopapereiden ja vakuuksien arvoja sekä laskevat maksukyvyttömyyden riskiä. Pitkään jatkuessaan alhaiset korot kuitenkin vähentävät nk. maturiteetitransformaation tuottoa. Ensiksi, ne johtavat tuottokäyrän tasoittumiseen, mikä vähentää pankkien ja muiden rahoitusta tarjoavien instituutioiden lyhyiden ja pitkien korkojen eroista ansaitsemia marginaaleja. Tämä pienentää korkojen nettotuottoa. Toiseksi, nimellisten korkojen laskeminen alhaisimmalle mahdolliselle tasolle, lähelle nolaa, tekee rahoitusmarkkinoiden lainako-roista jäykkiä ja laskee erityisesti velkavivutettujen rahoitusmarkkinayritysten kannattavuutta. Kolmanneksi, pitkään jatkuvat matalat korot laskevat kiinteäkorkoisten arvopapereiden tuottoa aiheuttaen ongelmia eläkeyhtiöille ja muille kiinteän tuotovaatimuksen sijoittajille. Nämä kolme tekijää laskevat pankkien ja rahoitusmarkkinainstituutioiden

tuottoja ja tekevät rahoitusmarkkinasektorista hauraan. Kuten QE, matalien korkojen ympäristö vaikuttaa sijoittajien ja rahoitusmarkkinainstituutioiden käsitykseen riskistä ja kannustaa tuoton metsästämiseen.

QE-ohjelmien aiheuttama alhainen volatiliteetti, investointiluokan arvopapereiden ylikysyntä ja liiallinen likviditeetti sekä pitkään jatkuneet alhaiset korot ovat vaikuttaneet myös rahoitusmarkkinoiden ulkopuolisiin yrityksiin. Alhaiset korot ja helposti saatavilla ollut rahoitus ovat pitäneet huonosti tuottavat ja tappiolliset yritykset pystyssä tarjoamalla niille mahdollisuuden uudistaa velkansa erittäin edullisin ehdoin. Mikäli korot olisivat olleet korkeammalla ja rahoituksen saanti vaikeampaa, yritykset olisivat ajautuneet selvitystilaan ja uudet, paremmin tuottavat yritykset olisivat ottaneet niiden paikan. Tämän vuoksi maailmantalouden yrityssektori on *zombiintunut* (ks. [Q-review 3/2017](#)) ja tehnyt sen haavoittuvaksi koronnostoille.

Koska kaikki suuret keskuspankit suunnittelevat QE-ohjelmien lopettamista ja/tai QT-ohjelmien aloittamista (ks. kuvio 3), olemme palaamassa tilanteeseen, jossa markkinat jälleen hinnoittelevat varallisuuserien riskit. Voi kestää hetken ennen kuin QT-ohjelmien vaikutukset näkyvät markkinoilla, mutta ne tulevat näkymään selkeästi. QT:n seurauksena velkakirjamarkkinoiden, etenkin roskalainamarkkinoiden tappiot kasvavat hiljalleen, mikä alkaa rasittaa rahoitusmarkkinainstituutioiden taseita. Suurelle yleisölle ja medialle huomaamattomia pakoja pienistä varallisuuseräluokista alkaa esiintyä. Kun tappiot saavuttavat ennalta tuntemattoman kriittisen massan, se käynnistää paon jostakin suuresta rahoitusmarkkinan osasta. Näkemyksemme mukaan kaikista todennäköisin paikka on roskalainamarkkina. Ennakoimme sen romahtamisen käynnistävän rahoitusmarkkinasektorin romahduksen tavalla, jota kuvasimme joulukuun ennusteessa (ks. [Q-review 4/2017](#)).

⁷ Ks. Danielsson, Valenzuela ja Zer (2016).

⁸ Katso tarkempi analyysi: Carletti ja Ferrero (2017).

Kuluneen yhdeksän vuoden aikana johtavat keskuspankkiirit ovat rakentaneet rahoitusmarkkinoiden ”tuomiopäivän koneen”, joka koostuu varallisuus-eräkuplista, hauraasta rahoitusmarkkinasektorista ja tuntemattomasta mutta oletettavan suuresta määrästä zombieyrityksiä. Etenkin arvopaperimarkkinat ovat huomattavalla tavalla yliarvostetut, mikä muodostaa suuren uhan niiden kaoottiselle korjausliikkeelle eli romahdukselle. Mikäli keskuspankit todella tiukentavat rahapolitiikkaansa (mm. lopettavat QE:t ja aloittamalla QT:t), korot nousevat, markkinat romahtavat ja maailmantalous syöksyy taantumaan. Todella huolestuttavaksi tilanteen tekee se, että keinoja estää romahduksen muuttuminen globaaliksi deflaatioksi ja lamaksi ei käytännössä ole (ks. [Q-review 4/2017](#)). Tammikuussa Fed käynnisti laskennan kohti tätä tapahtumaa aloittamalla QT -ohjelmansa.

Kiina kartoittamattomilla vesillä

Olemme kirjoittaneet Kiinasta ja analysoineet sen talouskehitystä useasti viime aikoina (ks. esim. [Q-review 1/2017](#) ja [Q-review 4/2017](#)). Tämä johtuu siitä, että Kiina veti maailmantalouden kasvuun vuoden 2008 kriisin jälkeen (ks. kuvio 4) kestävämmällä velkaelvytyksellä.

Vaikka kotitalouksien velkaantuneisuus on kasvanut huimaa vauhtia, Kiina on onnistunut osittain rajoittamaan yrityssektorin velkaantumista (ks. kuvio 5). Joidenkin raporttien mukaan Kiina olisi myös onnistunut rajoittamaan nk. varjopankkisektorin kasvua. Tätä voidaan pitää hyvänä uutisena, koska tavanomaisen pankkisektorin ulkopuolella tapahtuva lainananto on saavuttanut valtavat mittasuhteet (ks. kuvio 6). Asiaa ympäröi kuitenkin epäilyksen ilmapiiri.

Kiinan pankit ovat kehittyneet erittäin taitaviksi naamioimaan lainanantonsa niin, että se ei näy virallisissa velkatilastoissa (*Total Social Financing*).⁹

Yksi keino tähän on julkisyhteisöjen ja yksityisten yritysten yhteisprojektit, joita on luotu etenkin Kiinan vuoden 2015 minitaantumien jälkeen. Nämä rakennetaan siten, että pankit pystyvät pitämään niihin lainatut varat taseensa ulkopuolella. Toinen keino on velkojen arvopaperistaminen, jolloin velat pakataan arvopapereiksi ja myydään sijoittajille. Tämä menetelmä on tuttu globaalista finanssikriisistä, joka syttyi, kun useat korkean luottoluokituksen saaneet asuntoluotoista kootut arvopaperit osoittautuivat lähes arvottomiksi. Vuosien 2007–2009 kriisi kertoo selvästi, että luottojen arvopaperistaminen ei vähennä talouden velkaantuneisuutta. Itseasiassa se voi lisätä rahoitusmarkkinasektorin riskejä piilottamalla sekä lainanantoon liittyviä riskejä että talouden kokonaisvelkaantumisen tason.

Uusien kotimaisten lainojen ennätysellistä kasvua (2900 miljardia juania) tammikuussa voidaan pitää merkinä siitä, että varjopankkisektorin tiukempi valvonta on tuottanut joitain tuloksia. Tähän viittaa etenkin yrityslainoitus, joka nousi eniten (243,3 miljardista 1,78 biljoonaan junaan). Näyttääkin siltä, että Kiinan viranomaiset ohjasivat ensin kestävämmäksi nousseen velkaelvytyksen varjopankkisektorille, josta se on nyt palautumassa takaisin normaalin pankkisektorin piiriin.

Kansantaloudellisella tilinpidolla kikkailusta huolimatta Kiinan talous noudattaa klassista finanssikuplasykliä.¹⁰ Kun euforinen sijoitus- ja kulutusbuumi saavuttaa huippunsa, esimerkiksi talouspolitiikan äkillisen muutoksen tai jonkin ison tuotolliseksi uskotun yrityksen konkurssin myötä, sijoittajat alkavat arvioida uudelleen portfolioitaan. Sijoittajat, jotka olivat rahoittaneet suurimman osan sijoituksistaan velkarahalla, alkavat myydä omistuksiaan, koska velanhoitokustannukset ylittävät sijoitusten tuoton. Myyntipiikki laskee varallisuuserien arvot niiden ostohinnan alapuolelle, minkä seurauksena sijoituksiin sitoutuneen velan arvo nousee suuremmaksi kuin niiden hinta (Minsky

⁹ Katso esim. <http://carnegieendowment.org/chinafinancial-markets/75355>

¹⁰ Katso Kindleberger ja Aliber (2011).

hetki). Myyntipaniikki alkaa, ja markkina romah-
taa. Sijoittajat ja luotonantajat (liikepankit ja muut
lainanantaja harjoittaneet instituutiot) kärsivät suu-
ret tappiot. Konkurssien aalto tukahduttaa inves-
tointitoiminnan ja kulutuksen. Reaalitalous painuu
taantumaan tai jopa lamaan.

Hämmentävintä Kiinan nykytilanteessa on, että ko-
vasta retoriikasta huolimatta velkabuumia on onnis-
tuttu rauhoittamaan vain marginaalisesti, mikä he-
rättää huolestuttavia kysymyksiä. Ovatko Kiinan
viranomaiset menettäneet luottomarkkinoiden
kontrollin? Jos näin on, Kiinan talous on automaat-
tiohjauksessa ja se syöksyy alas jyrkänteeltä, kun
buumi saavuttaa huippunsa. Jos Kiinan viranomai-
set edelleen kontrolloivat rahoitusmarkkinoita,
miksi ylivelkaantumisen kuriin saamiseksi ei ole
tehty enempää? Ovatko viranomaiset päättäneet jat-
kaa velkaelvytystä katkeraan loppuun asti vai pelä-
tääkö rajoittaa velan kasvua liian aikaisin? Nämä
ovat kriittisiä kysymyksiä maailmantalouden kan-
nalta, eikä niihin valitettavasti tällä hetkellä ole sel-
keää vastausta.

Ennusteet

Vaikka Fed on aloittanut QT-ohjelman, kuten
edellä käy ilmi, Kiina ei ole merkittäväällä tavalla ki-
ristänyt tai vähentänyt velkaelvytystään. Tämä on
pakottanut pohtimaan sitä mahdollisuutta, että Kii-
nan johto on joko menettänyt rahoitusmarkkinasek-
torin (luotonantajan) hallinnan tai että yksinkertai-
sesti ei halua rajoittaa luoton kasvua taantuman pe-
lossa. Mikäli jompikumpi näistä pitää paikkansa,
Kiinan finanssikupla jatkaa paisumistaan, kunnes
se puhkeaa todennäköisesti dramaattisin seurauk-
sin. Koska Kiina ei rajoittanut elvytystään kuin
marginaalisesti, pidennämme kriittisen korjausliik-
keen tapahtumisen ajankohtaa toisen ja kolmannen
kvartaalin väliselle ajalle.

Koska keskuspankkien yhdeksänvuotinen rahapo-
liittinen elvytys on aiheuttanut valtavia epätasapai-
noja rahoitusmarkkinoille, globaalien rahoitusmark-
kinaromahduksen riski ei ehkä ole koskaan ollut

suurempi kuin tällä hetkellä. Arviomme mukaan ar-
vopaperimarkkinan romahduksen todennäköisyys
on noussut 90 % seuraaville 12 kuukaudelle (ks.
Trends & Topics -varoitusta 29.1.18). Arvioimme uu-
den globaalien finanssikriisin käynnistymisen toden-
näköisyydeksi 75 % seuraavien 12 kuukauden ai-
kana. Todennäköisyys, että finanssikriisi kehittyisi
edelleen systeemikriisiksi seuraavien 12 kuukauden
aikana on arviomme mukaan 35 %.

Taulukossa 1 esitämme Yhdysvaltojen, euroalueen
ja Suomen reaalisen bruttokansantuotteen (BKT)
kasvuennusteet seuraaville kahdelle vuodelle.

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

Neljännes	Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2017	2,7	2,6	2,5
2018:1(nc)	1,2	1,1	0,7
2018:2	0,4	0,3	0,5
2018:3	0,1	0,1	0,3
2018:4	-0,1	0,1	0,3
2018	1,5	1,5	1,8
2019	-0,1	0,2	1,3

Koska Kiina ei ole juurikaan vähentänyt talouden
tukitoimiaan, ennustamme talouskasvun jatkuvan
vielä tänä vuonna, vaikka selkeästi viime vuotta hi-
taampana. Tänä vuonna Suomi yltäisi ennusteen
mukaan 1,5 % kasvuun, mutta ensi vuonna talous
kutistuisi jo 0,1 prosenttia. Euroalue kasvaisi tänä
ja ensi vuonna 1,5 %. Yhdysvallat kasvaisi tänä
vuonna 1,8 % ja 1,3 % vuonna 2019.

Olemme kuluneen vuoden aikana useaan kertaan
varoittaneet, että talousennusteisiin liittyy tällä het-
kellä huomattava epävarmuutta, mikä pätee myös
tällä hetkellä. Palaamme tähän tarkemmin Trends &
Topics -katsauksissa.

Johtopäätökset

Maailmantalous on astumassa uuteen epästabiiliin
rahoitusmarkkinaregiimiin. Yhtä aikaa Fedin QT-
ohjelman kanssa rahoitusmarkkinoita rasittavat
suuri fiskaalivelvytys (veroreformi) ja päätään nos-
tava inflaatio, jotka nostavat korkoja. Volatiliteetti

palaa, yhdeksän vuotta kestänyt osakkeiden nousu, ”härkämarkkina”, loppuu ja maailmantalous ajautuu taantumaan tai jopa lamaan.

Keskuspankit ovat avittaneet markkinoita vuosikymmenien ajan. Alan Greenspanin aikakaudella (1987-2006) markkinoiden pelastusoperaatiot opittiin tuntemaan ”Greenspanin puttina”. Näihin kuului etenkin ohjauskoron laskeminen aina tarvittaessa. Vuosien ajan on spekuloitu myös Fedin osallistumisesta johdannaismarkkinoiden toimintaan. Vuoden 2008 jälkeen, Japanin ja Sveitsin keskuspankit nostivat markkinamanipulaation uudelle tasolle ryhtyessään ostamaan osakkeita joko suoraan tai indeksiosuusrahaston osuuksien kautta. Kaikki argumentit, joiden mukaan nämä operaatiot on tehty vain rahapoliittisissa tarkoituksissa, voidaan ohittaa naiiveina tai tarkoituksellisesti harhaanjohtavina.¹¹ Laajamittaisille osakeostoille, joista suurin osa on tapahtunut laskevien markkinoiden aikaan, ei voi olla muuta syytä kuin rahoitusmarkkinoiden tukeminen. Vaikka Fed on aloittanut QT-ohjelmansa, globaali keinotekoinen likviditeetti jatkaa vielä vähän aikaa kasvuaan EKP:n ja Japanin keskuspankin osto-ohjelmien takia. Palaamme näihin

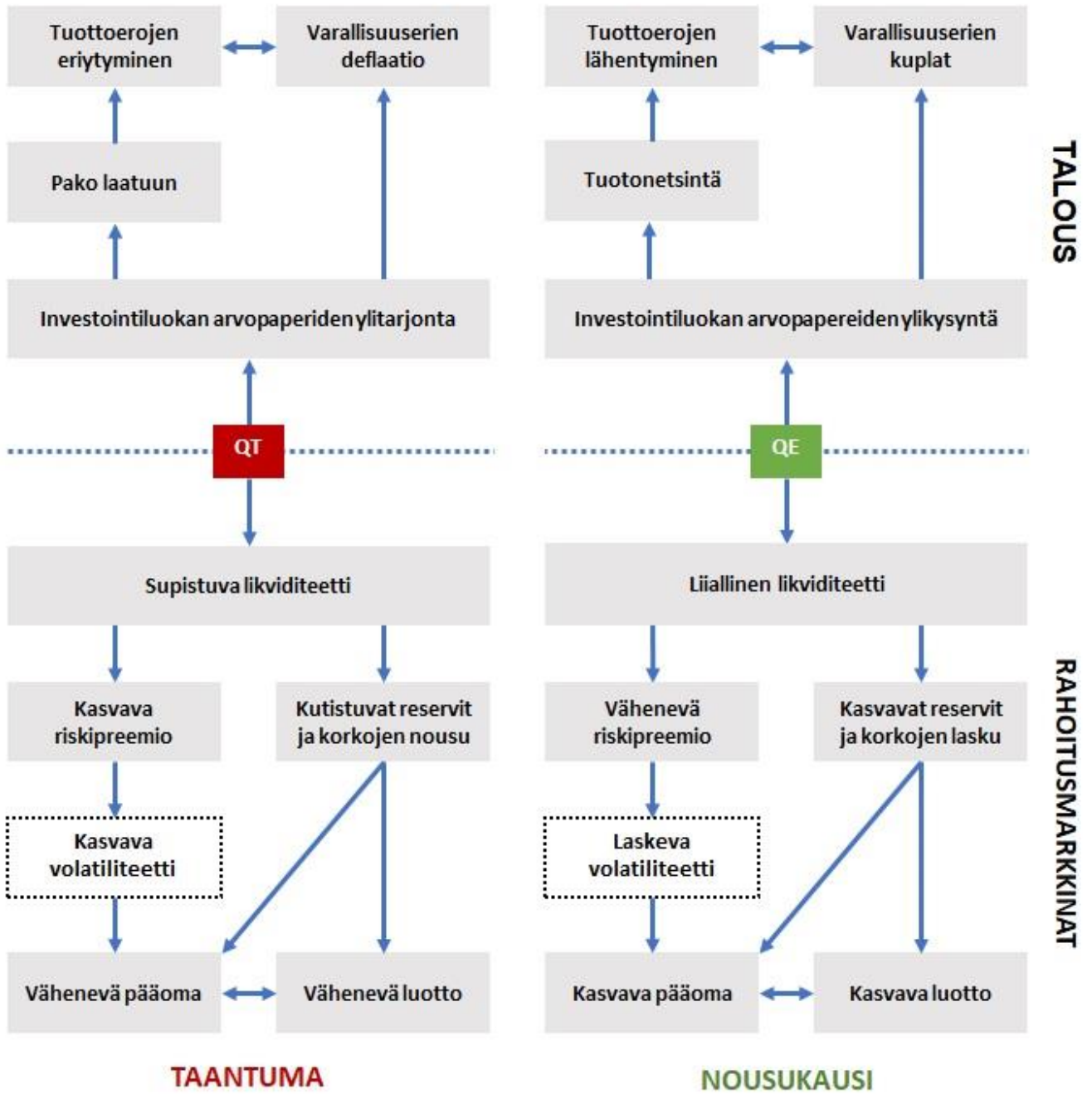
asioihin tarkemmin Trends and Topics -katsauksissa.

Yhdysvaltojen hallinnon toteuttamat veronalennukset ovat tämän nousukauden ja osakemarkkinoiden viimeinen ”sokerihumala”. Samalla ne varmistavat nousukauden loppumisen. Kasvava budjettialijäämä yhdistettynä QT-ohjelmaan nostavaa korjoja. Ylivelkaantuneessa taloudessa se alkaa rasittaa sekä talouden että yritysten tulosten kasvua.

Käytännössä on mahdotonta tarkkaan ennustaa milloin QT-ohjelmien vaikutukset alkavat näkyä markkinoilla ja taloudessa. Joitakin vaikutuksia, kuten volatilitietin nousu, on jo nähty, mutta pahempaa on tulossa. QT-ohjelmat tulevat olemaan aivan yhtä tehokkaita markkinoiden ajamisessa laskuun, kun QE-ohjelmat olivat markkinoiden nostamisessa. Markkinoiden dynamiikasta johtuen tuleva lasku tulee todennäköisesti olemaan kaoottinen. Jos keskuspankit eivät tee äkillistä ja epätodennäköistä käännöstä elvytyksen jatkamiseen, markkinaromahdukselta on lähes mahdotonta välttyä.

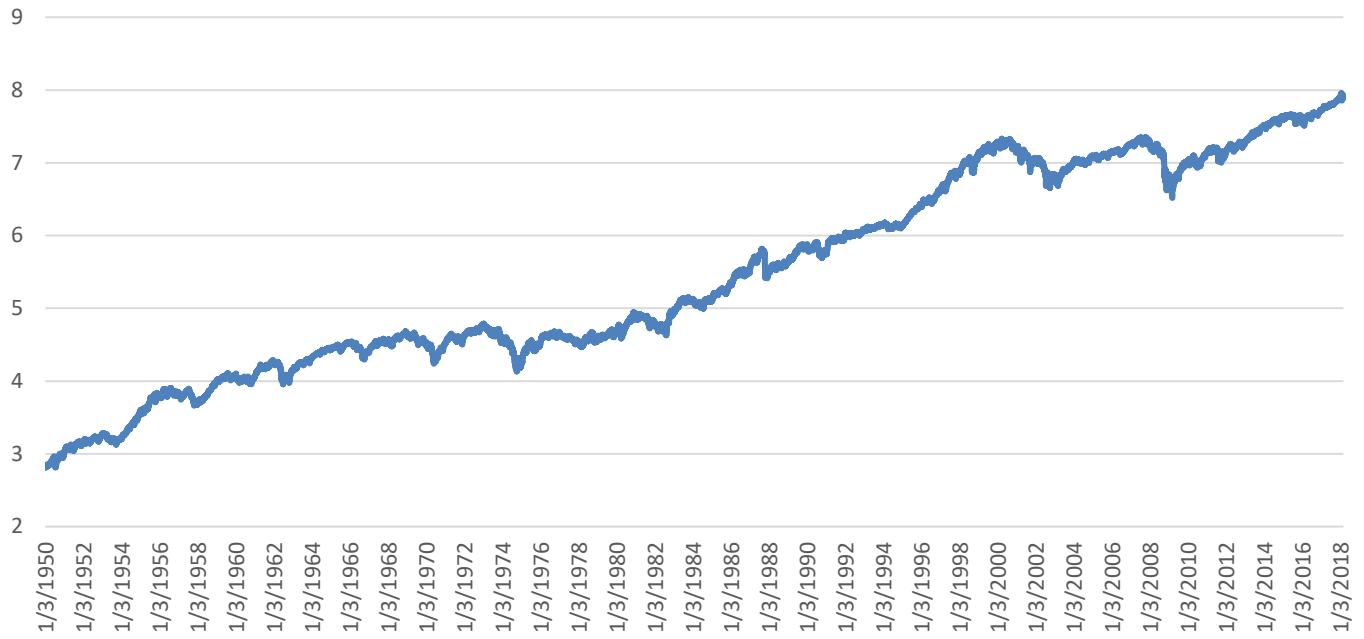
¹¹ Katso esim. <https://money.usnews.com/investing/news/articles/2018-01-26/abe-says-boj-buying-etfs-for-monetary-policy-not-to-influence-stocks>.

Liitteet



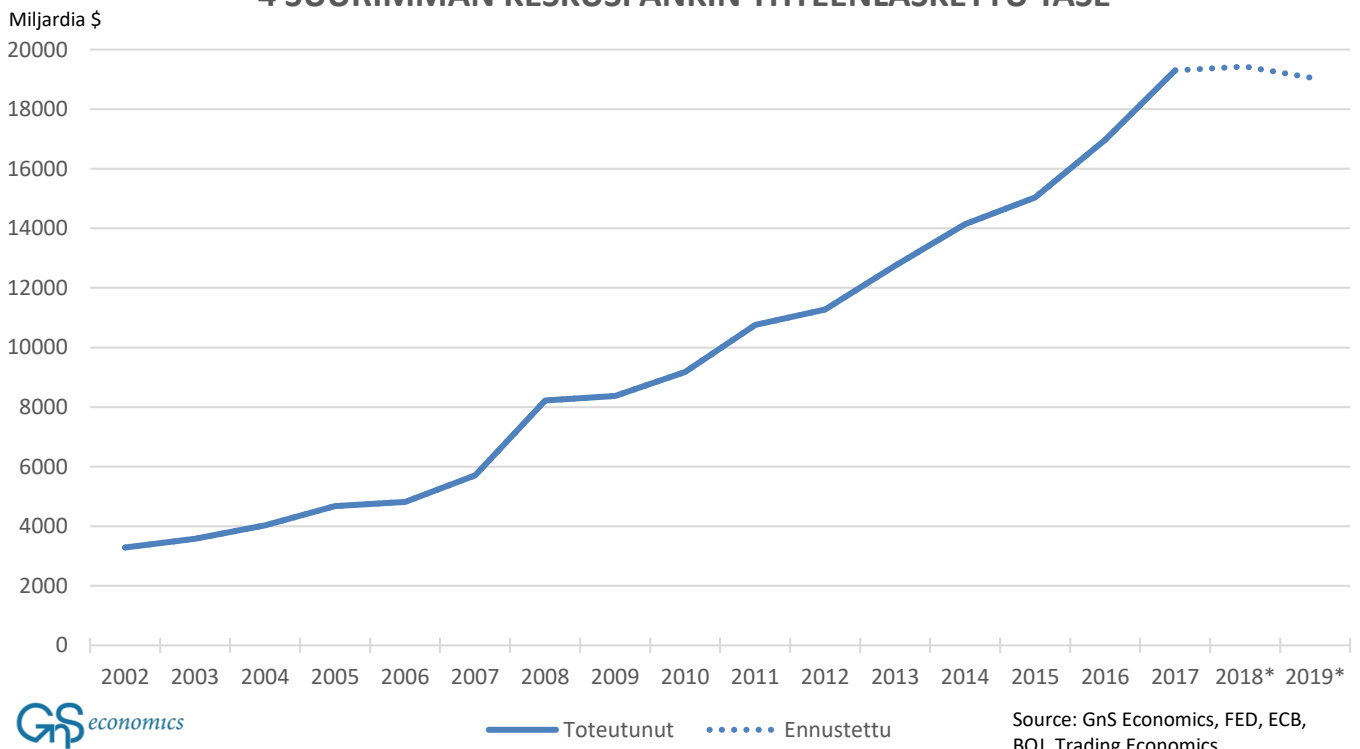
Kuvio 1. QE ja QT-ohjelmien yleiset vaikutuskanavat talouteen ja rahoitusmarkkinoihin. Lähde: GnS Economics.

S&P 500 (LOGARITMINEN)



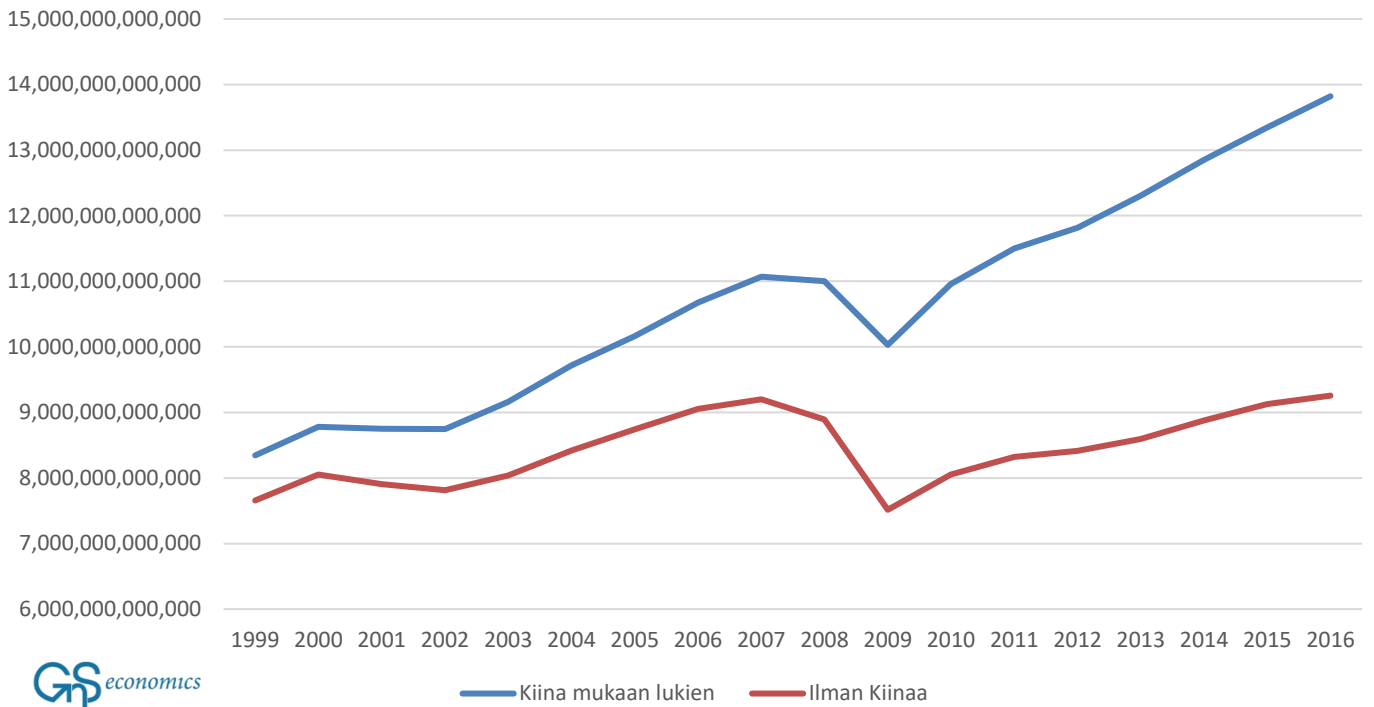
Kuvio 2. S&P 500 osakeindeksin päivittäiset arvot logaritmisella asteikolla. 1.1.1950–5.3.2018. Source: GnS Economics, Yahoo

4 SUURIMMAN KESKUSPANKIN YHTEENLASKETTU TASE



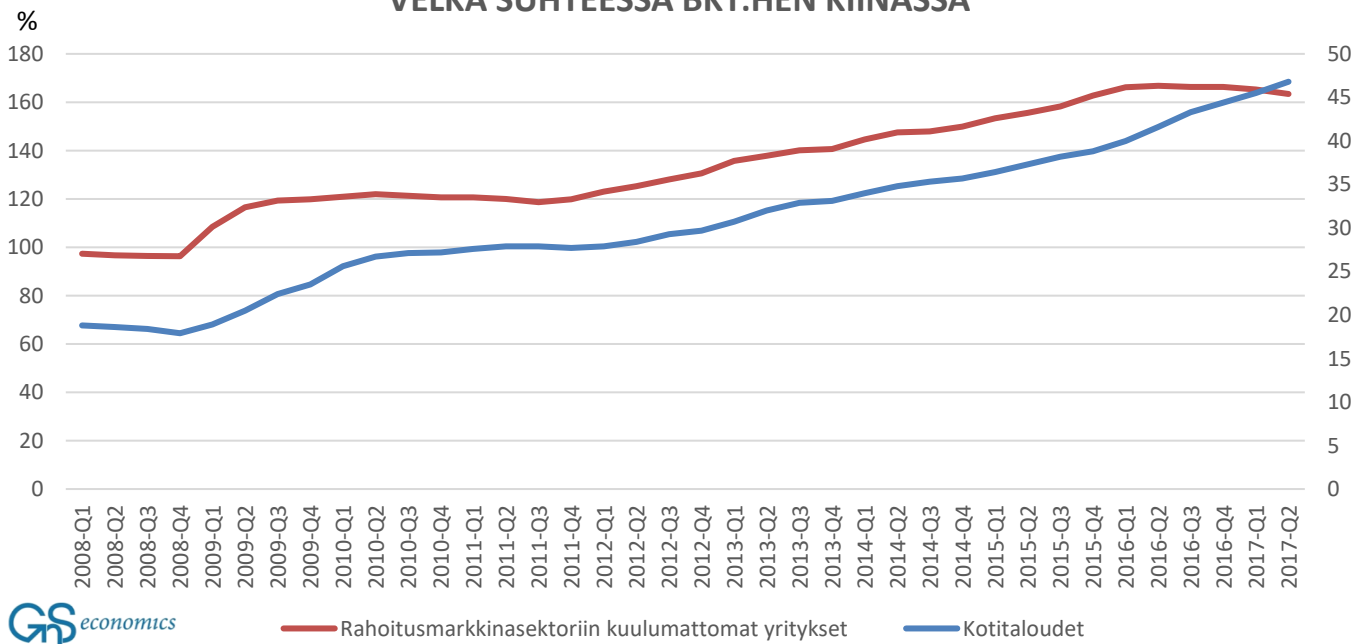
Kuvio 3. Neljän suurimman (Eurooppa, Japani, Kiina, Yhdysvallat) keskuspankin yhteenlasketun taseen toteutunut ja ennustettu kasvu. Lähde: GnS Economics, BoJ, ECB, Fed, Trading Economics

REAALIARVOISET INVESTOINNIT SUURISSA TEOLLISTUNEISSA MAISSA
1999–2016



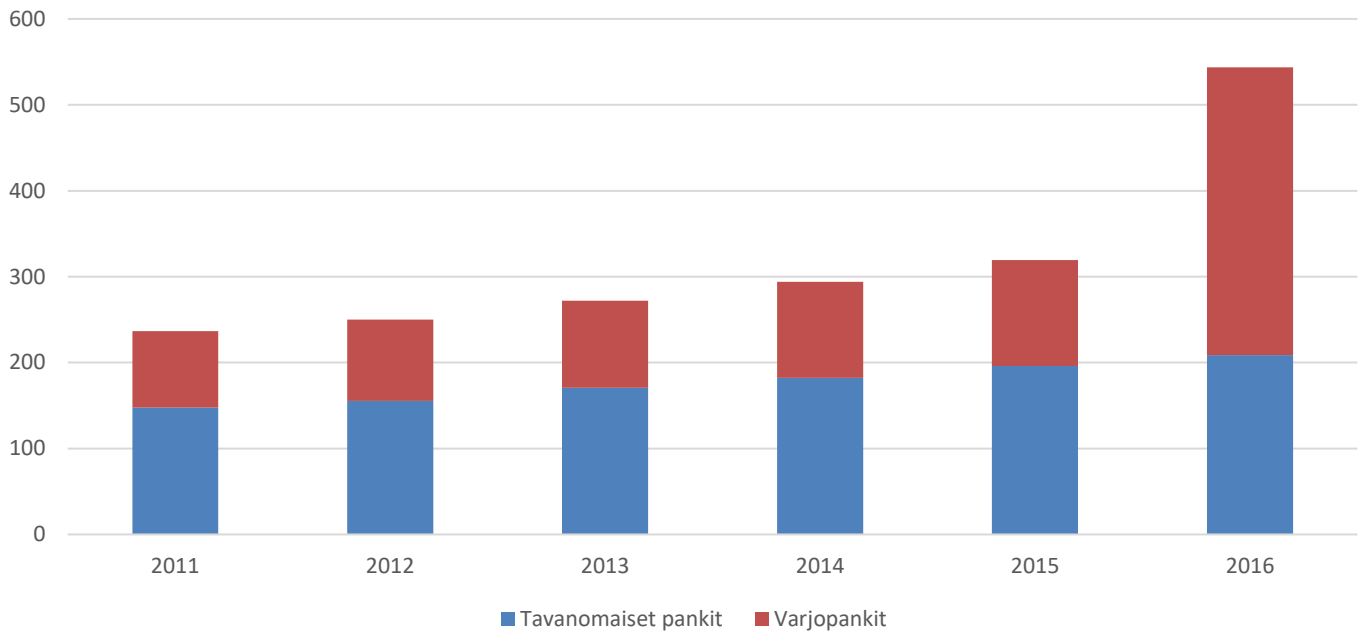
Kuvio 4. Reaaliarvoisen fyysisen pääoman muodostus (investoinnit) Australiassa, euroalueella, Etelä-Koreassa, Iso-Britanniassa, Japanissa, Kanadassa, Kiinassa ja Yhdysvalloissa. Lähde: GnS Economics, Maailmanpankki

RAHOITUSMARKKINASEKTORIN ULKOPUOLISTEN JA KOTITALOUKSIEN
VELKA SUHTEESSA BKT:HEN KIINASSA



Kuvio 5. Rahoitusmarkkinasektoriin kuulumattomien yhtiöitten ja kotitalouksien velka (luotto ja velkapaperit) suhteessa BKT:hen (%) Kiinassa. Lähde: GnS Economics, BIS

TAVANOMAISTEN PANKKIEN JA VARJOPANKKISEKTORIN OMAISUUSERÄT SUHTEESSA BKT:HEN (%) KIINASSA



Kuvio 6. Tavanomaisen pankkisektorin ja varjopankkisektorin omaisuuserien määrä suhteessa bruttokansantuotteeseen (%) Kiinassa. Lähde: GnS Economics, BIS, PBoC

LÄHTEET:

Carletti, E. ja G. Ferrero (2017). Bad zero: Financial stability in a low interest rate environment.

https://www.dnb.nl/en/binaries/paper%20Carletti_Ferrero_18June2017_tcm47-360758.pdf

Danielsson, J., M. Valenzuela ja I. Zer (2016). Learning from history: volatility and financial crises. Finance and Economics Discussion Series 2016-093. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

<https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016093pap.pdf>

Fratzcher, M., M. Lo Duca ja R. Straub (2018). On the international spillovers of US quantitative easing. *The Economic Journal*, 128(608): 330 – 377. Aikaisempi (ilmainen) versio ladattavissa osoitteesta: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2164261.

Herrenbrueck, L. ja S. Frazer (2016). Quantitative easing and the liquidity channel of monetary policy.

<https://mpira.ub.uni-muenchen.de/70686/1/herrenbrueck-qe-liquidity.pdf>.

Joyce, M.A.S. ja A. Lasaosa (2011). The financial market impact of quantitative easing in the United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, September 2011.

Kandrac, J. ja B. Schlusche (2017). Quantitative easing and bank risk taking: evidence from lending. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2684548

Kindleberger, C.P. ja R.Z. Aliber (2011). *Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Palgrave MacMillan.

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 tilastollisiin 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 2018.

.....

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.