Q-Review 1/2017[1]

Maaliskuu 2017

Romahduksen ennusmerkit

- Annamme ensimmäisen globaalin romahdusvaroituksemme.
- Kansainvälisen luotonluonnin kasvu pysähtyi vuonna 2008 eikä se ole toipunut. Keskuspankkien ja valtioiden luoma keinotekoinen likviditeetti on luonut heiveröisen kasvun.
- Hinnat monissa arvopaperiluokissa eivät ole linjassa maailmantalouden realiteettien kanssa, mikä luo uhan markkinoiden romahtamisesta.
- Kasvuennusteisiin liittyykin tällä hetkellä huomattavaa epävarmuutta.

Maailmantalouden toipuminen vuosien 2007 – 2008 finanssikriisistä on ollut hidasta. Kuviossa 1 (ks. liite) on esitetty asukasta kohden mitatun bruttokansantuotteen kasvu 160 maassa. Se kertoo talouskasvun verrattain selkeästä hidastumisesta. Kun maailman BKT asukasta kohden kasvoi noin 2,3 prosentin vauhtia vuosina 1994 – 2008 (vuosien 1991 – 1993 taantuman jälkeen), vuotuinen kasvuvauhti on ollut vain 1,5 prosenttia vuosien 2010 ja 2015 välisenä aikana.

Talouskasvun hidastumiselle on esitetty useita mahdollisia syitä. Näihin kuuluvat vähentynyt kokonaiskysyntä, velkataakka ja tuottavuuskehityksen hidastuminen. Tässä raportissa esitetyssä analyysissä päädymme yksityiskohtaisempaan johtopäätelmään: kasvu on hidastunut, koska vuosien 2007 – 2008 finanssikriisi käänsi rahoitusmarkkinoiden globalisaation suunnan. Keskuspankkien ja hallituksien massiiviset elvytystoimet ovat piilottaneet globaalien rahoitusvirtojen lamaantumisen ja luoneet illuusion toipumisesta. Ne ovat myös nostaneet varallisuuserien hinnat kestämättömälle tasolle. Tämän vuoksi elämme parhaillaan ”keskuspankkiirien kuplassa”, josta olemme varoittaneet viime vuoden ensimmäisestä suhdanne-ennusteestamme lähtien (ks. Q-review 1/2016). Pyrimme tässä raportissa osoittamaan, miksi kupla on huomattava ongelma maailmantaloudelle.

Globalisaatio on ajanut maailmantalouden kasvua viimeisten vuosikymmenien aikana. Tuotannon siirtyminen halvempien tuotantokustannusten maihin on pitänyt inflaation alhaisena, nostanut miljoonia ihmisiä köyhyydestä ja edistänyt globaalia talouskasvua. Yksi keskeisimmistä tekijöistä tämän taustalla on ollut rahoitusmarkkinoiden globalisoituminen. Maailman finanssivarallisuus on hakeutunut tuottavimpiin investointeihin, mikä on mahdollistanut luotonannin myös köyhempien maiden asukkaille. Tämä on näkynyt kansainvälisten velka-arvopapereiden ja pankkien välisen, rajat ylittävän luototuksen kasvuna. Velka-arvopapereiden määrän kasvu kuitenkin pysähtyi vuonna 2009 (ks. kuvio 2) ja kansainvälinen pankkien välinen luototus alkoi vähetä jo vuonna 2008 (ks. kuvio 3). Nämä ovat merkkejä finanssiglobalisaation täyskäännöksestä.

Täyskäännös näkyy suorien kansainvälisten investointien kehityksessä (ks. kuvio 4) Niiden sisäänvirtaus eri maihin oli huipussaan vuonna 2007 ja kv. investointien määrä on nyt noin 2 biljoonaa dollaria huipputasonsa alapuolella. Ne ovat myös selvästi pitkän aikavälin (1990 – 2015) trendinsä alapuolella.

Mitkä tekijät voivat olla täyskäännöksen taustalla? Kansainvälisten velkapapereiden liikkeellelaskun ja luototuksen vähenemiseen syynä voivat olla:

[1] GnS Economics kiittää Laura Jernströmiä tarkkanäköisistä kommenteistaan raportin viimeistelyvaiheessa.

1) Kansainvälisten velkasitoumusten määrä on palautumassa normaalitasolla 1990 -luvun lopun ja 2000 -luvun alun velkaboomista
2) Maailmantalous ei ole koskaan toipunut vuoden 2008 romahduksesta
3) Kasvanut epävarmuus.
4) Yllä mainittujen syiden yhdistelmät.

Ensimmäinen mahdollinen selitys on, että kansainvälisten velkapapereiden määrällä ja pankkiluototuksella on *tasapainosuhde* globaalin BKT:n kanssa. Varat tuotannon kasvattamiseen ja/tai tuotantoteknologian parantamiseen lainataan usein kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta. Tuotannon kasvaessa velkapapereiden ja luototuksen määrä myös yleensä kasvaa, johtaen BKT:n ja velan yhtenevään trendikasvuun. 1990 -luvun IT-buumi ja Kiinan sekä öljyntuottajamaiden suuret säästöt 2000 -luvun alkupuolella kiihdyttivät spekulatiivisten, eli korkeariskisten ja korkeatuottoisten rahoitusmarkkinatuotteiden kysyntää. Suuntautuessaan spekulatiivisiin sijoituksiin kansainvälisen (kv.) velan määrä on voinut kasvaa epätavallisen korkeaksi suhteessa maailman BKT:hen. Vuosien 2007 – 2008 kriisi, joka käynnistyi vakuudellisten arvopapereiden eli ns. repo-markkinan romahduksesta, romahdutti myös spekulatiivisten sijoituksien kysynnän. Kansainvälinen lainananto alkoi supistua ja supistuminen jatkuu kunnes velan määrä saavuttaa uuden tasapainosuhteensa BKT:n kanssa.

Toinen vaihtoehto on, että maailmantalous ei ole koskaan toipunut vuosien 2007 – 2008 kriisistä. Alhainen kokonaiskysyntä ja tuottavuuskasvun hidastuminen ovat johtaneet kv. lainoituksen vähenemiseen, koska tuottavia investointikohteita ei ole ollut tarjolla.

Maailma on myös muuttunut epävarmemmaksi vuoden 2008 jälkeen. Geopoliittiset jännitteet Lähi-Idässä, Etelä-Kiinan merellä ja Ukrainassa sekä keskuspankkien erittäin poikkeukselliset ja testaamattomat rahapolitiikkakeinot, kuten nollakorkokanta ja velkakirjaostot, ovat voineet lisätä epävarmuutta maailmantalouden tilasta sijoittajien keskuudessa johtaen kansainvälisen luotonluonnin hidastumiseen.

Riippumatta siitä mikä selitys (tai niiden yhdistelmä) on oikea, kv. luototuksen stagnaatio on huono ennusmerkki maailmantaloudelle. Koska velka ja etenkin pankkiluototus luovat likviditeettiä maailmantalouteen,[2] kutistuva kansainvälinen luotonanto johtaa deflaatioon ja taantumaan. Maailman suuret keskuspankit ovat torjuneet tätä uhkaa vuosien 2007 – 2008 kriisistä lähtien (ks. kuvio 5). Ostamalla yritysten ja valtioiden velkakirjoja ne ovat kolminkertaistaneet taseidensa koon (noin 6 biljoonasta noin 18 biljoonaan taalaan) globaalin deflaation välttämiseksi. Maailman hallitukset ovat liittyneet taisteluun lisäämällä kulutustaan ja samalla kasvattaen velkataakkaansa. Maailman 36 suurimman maan valtionvelka oli kasvanut 83,4 prosenttiin bruttokansantuotteesta vuonna 2015, kun vuonna 2008 se oli 62,5 prosenttia. Maailmanlaajuisesti valtioilla on tällä hetkellä velkaa noin 44 biljoonaa dollaria, joka vastaa noin 60 % maailman BKT:stä. Keskuspankkien ja valtioiden toimet ovat pitäneet maailmantalouden hitaassa kasvussa, mutta ne eivät ole pystyneet kääntämään finanssiglobalisaatiota uudelleen kasvuun.

Keskuspankkielvytyksen rajat

On selvää, että valtiot ja keskuspankit voivat kasvattaa velkaansa ja taseitaan vain tiettyyn pisteeseen asti. Velan kasvaessa valtio ei enää jossain vaiheessa pysty hoitamaan kohonneita velkakustannuksiaan (korkoja). Keskuspankkien osto-ohjelmien luoma uhka pääomamarkkinoiden toimivuudelle rajoittaa niiden käyttöä.

[2] Ks. esim. Wernerin (2014) selitys pankkien rahanluonnista.

Kun yksityiset yritykset lainaavat rahaa tai laskevat liikkeelle velkapapereita, niiden kysyntä ja hinta määräytyvät markkinoilla. Markkinoilla kuluttajat, yritykset ja sijoittajat ostavat ja myyvät arvopapereita perustuen niiden odotettuihin tuottoihin ja kustannuksiin. Mitä suuremmaksi keskuspankin rooli markkinoilla kasvaa, sitä vääristyneemmiksi hinnat käyvät, koska keskuspankin ei tarvitse välittää budjettirajoitteesta (se pystyy koska tahansa luomaan minkä tahansa summan rahaa). Keskuspankin ei siis tarvitse välittää taloudellisen arvonmuodostuksen kulmakivestä, niukkuudesta. Tämä sotkee pääoman tehokkaan allokaation markkinoilla. Jos keskuspankki jatkaa roolinsa kasvattamista, markkinat lakkaavat jossain vaiheessa kokonaan toimimasta. Tämän vuoksi keskuspankit ovat rajoittaneet ostamiensa arvopapereiden määrää.

Keskuspankkien osto-ohjelmia toisin sanoen rajoittavat niiden omat linjaukset sekä saatavilla olevien arvopapereiden määrä. Pankit ja monet muut rahoitusmarkkinalaitokset käyttävät valtioiden velkakirjoja vakuuksina. Tämän vuoksi ne voivat myydä vain osan omistamistaan velkakirjoista. Esimerkiksi Euroopan keskuspankin (EKP) osuus Euroopan velkakirjamarkkinoista myös lähestyy pankin asettamaa 33 prosentin rajaa. EKP myös omistaa jo yli 10 prosenttia Euroopan yritysten velkakirjoista.

Keskuspankit ovat jo ostaneet valtavat määrät joukkovelkakirjoja ja yritysten lainatodistuksia. Niiden markkinahintoja ei voikaan pitää todellisina, vaan hinnat ovat keskuspankkien keinotekoisen likviditeetin määrittelemiä. Ostoillaan keskuspankit ovat tavallaan ajaneet itsensä nurkkaan. Ne eivät voi jatkaa ostoja loputtomasti, mutta markkinoiden normaalin toiminnan palauttaminen vaatisi, että poikkeustoimet lopetettaisiin, eli keskuspankit nostaisivat korkoja ja myisivät omistamansa velkakirjat. Tämä romahduttaisi velkakirjojen hinnat. Tämä asettaa keskuspankit vaikean ongelman eteen, koska niiden omistamien velkakirjojen arvon romahtaminen aiheuttaisi pankeille suuret tappiot. Vaikka keskuspankit voivat toimia negatiivisella pääomalla, suuret tappiot heikentäisivät niiden uskottavuutta ja itsenäisyyttä.[3] Tappiot olisi jossain vaiheessa katettava joko valtion budjetista tai lisäämässä rahan painamisesta saatavia tuottoja, eli ns. *seigniorage* -tuloa. Koska valtioilla on jo paljon velkaa, rahan painamisen kasvattaminen saattaisi olla ainoa keino tappioiden kattamiseen.[4]

Systeemikriisin uhka

Joulukuun suhdanne-ennusteessamme (ks. Q-reviw 4/2016) spekuloimme niin kutsutun systeemikriisin mahdollisuudella. Systeemikriisi iskee, kun rahoitusmarkkinat lakkaavat toimimasta. Yleensä tähän on syynä tuntemattomien, mutta oletettavasti massiivisten tappioiden aiheuttama epäluottamus finanssimarkkinaosapuolien kesken. Tämä on voinut syntyä esim. varallisuuserien arvojen romahtamisesta. Käytännössä systeemikriisi syntyy kun pankit ja muut rahoitusalan toimijat lakkaavat lainaamasta ja tekemästä kauppaa toistensa kanssa. Tämä jäädyttää luottomarkkinat, johtaen talouden pysähtymiseen. Maailmantalous kävi hyvin lähellä systeemikriisiä investointipankki Lehman Brothersin konkurssin jälkeen syksyllä 2008. Monien sisäpiiriläisten mukaan maailman finanssijärjestelmä oli vain tuntien päässä sulkeutumisesta.[5] Vaikka systeemikriisi voi

[3] Lisätietoja keskuspankkien kirjanpidosta ja tappioiden käsittelystä, ks. Dalton ja Dziobek (2005).

[4] On myös esitetty, että IMF:n luomaa ”rahaa”, eli nk. Special Drawing Rightseja voitaisin käyttää keskuspankkien tappioiden kattamiseen. Palaamme tähän aiheeseen kevään kuluessa blogissamme.

[5] Katso esimerkiksi Iso-Britannian valtionvarainministeriön entisen johtaja Alistair Darlingin haastattelu ja Yhdysvaltain keskuspankin entisen johtajan Ben Bernanken kommentit vuoden 2008 kriisistä.

kuulostaa mahdottomalta, sen uhka on hyvin todellinen.

Kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden pysähtymisellä olisi luonnollisesti vakavia seurauksia maailmantaloudelle sekä yhteiskuntien toiminnalle. Systeemikriisissä velkakirjojen, hyödykkeiden, arvopapereiden ja johdannaisten kaupankäynti pysähtyisi. Tämän yksi selkeimmin havaittavista seuraamuksista olisi rahtiluottojohdannaisten (*Forward Freight Agreements*) markkinoiden sulkeutuminen. Laivanomistajat, rahtaajat ja välittäjät käyttävät johdannaisia toimituksien suojaamiseen kuljetuksen aikana. Ilman rahtiluottojohdannaisten markkinaa kuljetukset pysähtyisivät. Systeemikriisissä pankit irtisanoisivat lainojaan ja luotonanto pysähtyisi. Luottokortit lakkaisivat toimimasta ja jossain vaiheessa pankkiautomaateista ei saisi enää käteistä. Kaupankäynti supistuisi perustarvikkeiden kauppaan ja talous taantuisi. Tämä hyvin todennäköisesti johtaisi yhteiskunnallisiin levottomuuksiin ja ryöstelyyn.

Vuoden 2008 kriisin jälkeen, valtiot ovat kehittäneet sääntöjä ja keinoja systeemikriisin ehkäisemiseksi. Ne mahdollistavat rahoitusmarkkinoiden hallitun sulkemisen kriisin uhatessa. Käytännössä sijoittajien, yrityksen ja kuluttajien rahat lukittaisiin rahoituslaitosten sisään ehkäisten pankkipaot ja keskeisten rahoituslaitosten konkurssit. Lukittuja rahoja voitaisiin myös käyttää rahoituslaitosten tappioiden kattamiseen. Tämä *bail-in* käytäntö on jo sisällytetty mm. Euroopan pankkiunionin sääntöihin. Varojen lukitus rahoituslaitosten sisälle olisi tehokas keino systeemikriisiä vastaan, mutta samalla se aiheuttaisi huomattavia ongelmia kuluttajille ja yrityksille, koska ne eivät pystyisi vapaasti nostamaan pankeissa olevia varojaan. Rahan nostamiselle asetettaisiin päivittäiset rajoitukset (esim. 50€, kuten Kreikassa kesällä 2015).

Tällaisen katastrofaalisen tapahtumaketjun käynnistämiseen tarvitaan jokin laukaiseva tapahtuma. Joulukuun suhdanne-ennusteessamme määrittelimme neljä mahdollista kriisin käynnistäjää:

1. Euroopan pankkisektorin romahtaminen
2. Yhdysvaltojen dollarin arvonnousu, pankkisääntelyn lisääntyminen ja riskinkaihtaminen pankkisektorilla.
3. Kiinan talouskriisi
4. Keskuspankkiirien kuplan puhkeaminen

Näistä Donald Trumpin hallinnon toimet pankkisääntelyn vähentämiseksi voivat pienentää kohtaan 2. liittyviä riskejä. Muiden potentiaalisten kriisilaukaisimien todennäköisyys on pysynyt samana tai kasvanut.

Euroopan pankkisektori on edelleen huomattavan heikolla tolalla. Italian hallitus on luvannut käyttää 20 miljardia euroa maailman vanhimman pankin, Monte dei Paschi di Sienan pelastamiseen. Italian suurin pankki, Unicredit, ilmoitti viime vuoden lopussa, että sen oman pääoman suhde riskipitoisten omaisuuserien määrään voi jäädä alle EKP:n määrittelemien kriteerien. Vajeen kattaakseen Unicreditin täytyisi kerätä 13 miljardin euron edestä uutta pääomaa kesäkuuhun mennessä. Tämä olisi uusi ennätys Italian listattujen yhtiöiden pääomakeräyksien historiassa. Analyysien mukaan Italian pankeilla on vain 225 miljardin euron edestä omaa pääomaa, mutta 360 miljardin euron edestä tuottamattomia lainoja. Jos taloustilanne ei parane, Italian pankkisektoria uhkaa maksukyvyttömyys. Kansainvälinen valuuttarahasto, IMF, on varoittanut myös Portugalin pankkien tilanteesta. Viime vuoden lopussa Portugalin tuottamattomien lainojen osuus koko lainakannasta oli 12,2 % prosenttia. Vuonna 2006 luku oli 1,3 %. Euroalueen keskiarvo tuottamattomille lainoilla on 5,4 %. Jos pankit Italiassa ja/tai Portugalissa alkaisivat kaatua, paniikki voisi nopeasti levitä muualle Eurooppaan mantereen pankkien läheisten rahoitusmarkkinayhteyksien takia. Myös Deutsche

Bankin tilanne on edelleen huolestuttava. Vaikka pankki keräsi 8,5 miljardia euroa sijoittajilta ja sen odotetaan saavan kaksi miljardia euroa omaisuuseriensä myynnistä, nämä eivät välttämättä riitä tappioiden kattamiseen. Italiasta alkava pankkikriisi voisikin ajaa DB:n ja sitä kautta Euroopan pankkisektorin huomattaviin täyteen kriisiin.

Kiina on ollut lähes yksin vastuussa talouden viimeaikaisesta piristymisestä. Kiina ajautui taantumaan vuonna 2015, mikä johtui pankkien luototuksen kiristymisestä sekä valtion menojen ja tulojen vähenemisestä (fiskaalisokki). Hetken aikaa tilannetta seurattuaan Kiinan viranomaiset aloittivat massiivisen velkaelvytyksen vuoden 2016 alussa. Sekä taantuma että elvytys ovat nähtävillä Kiinan johtavan indikaattorin (*composite leading indicator, CLI*) kehityksestä. Johtavat indikaattorit pyrkivät ennustamaan talouden lähitulevaisuuden näkymiä seuraamalla muutoksia yritysten investoinneissa ja tilauksissa, rahoitusmarkkinaindikaattoreissa sekä yritysjohdon luottamuksessa. Kuviossa 6 esitetyssä Kiinan CLI -aikasarjassa nähdään selkeä pudotus vuoden 2015 kesällä ja nopea nousu vuoden 2016 kesällä elvytyksen aloittamisen jälkeen. Kuviossa 7 esitetään luoton määrä suhteessa BKT:hen ja asukasta kohden mitattu BKT Kiinassa, Japanissa, Suomessa, Taiwanissa ja Yhdysvalloissa. Kuvioon on myös merkitty missä vaiheessa maat ajautuivat finanssikriisiin. Kuviosta nähdään, että luoton määrä suhteessa BKT:hen on Kiinassa hyvin korkealla tasolla kun sitä verrataan muiden maiden tasoon ennen finanssikriisin käynnistymistä. Luvut eivät myöskään sisällä normaaliin pankkisektoriin kuulumattomien, nk. varjopankkisektorilla toimivien yritysten lainoja. Varjopankkisektorin on väitetty olevan hyvin suuri Kiinassa. Koska luoton määrä kasvaa Kiinassa yli kaksi kertaa nopeammin kuin BKT, on selvää että se ei voi jatkaa tällä tiellä enää kovin pitkään.

Keskuspankkiirien kuplan puhkeaminen voisi alkaa romahduksesta osakemarkkinoilla tai joukkovelkakirjojen markkinoilla. Yhdysvalloissa osakkeiden hinnat ovat poikkeuksellisen korkealla tasolla, kun niitä verrataan yritysten voittoihin ja myynteihin. Joidenkin arvioiden mukaan osakkeiden hinnat ovat olleet nykyistä tasoa korkeammalla vain kaksi kertaa: ennen suuren laman aloittanutta pörssiromahdusta vuonna 1929 sekä IT-kuplan aikaan vuosituhannen vaihteessa. Näistä historiallisista esimerkeistä vuoden 1929 romahdusta edeltävä aika muistuttaa eniten nykytilannetta, koska sitä edelsi vuosia kestänyt kevyt rahapolitiikka ja spekulaation kasvu. Kun Fed kiristi rahapolitiikkaansa tammikuussa 1928, yritysten tulokset alkoivat heikentyä, mutta spekulointi osakemarkkinoilla voimistui.[6] Osakemarkkinaboomi saavutti huippunsa elokuussa 1929 ja markkinat romahtivat 25 % kolmessa kaupankäyntipäivässä lokakuun 24. ja 29. päivän välisenä aikana. Lyhyen toipumisperiodin jälkeen osakemarkkinat jatkoivat laskuaan saavuttaen pohjansa vasta kesäkuussa 1932. Tuohon mennessä osakkeet olivat menettäneet arvostaan lähes 90 prosenttia. Kulutus, investoinnit ja yritysten tulokset romahtivat johtaen lamaan, joka levisi ympäri maailman.

Viimeaikainen poliittinen kehitys on nostanut jälleen esiin myös euroalueen tulevaisuuden epävarmuuden. Vaalit Ranskassa voivat johtaa tilanteeseen, jossa maa pyrkii eroon yhteisvaluutasta. Vaikka Ranskan euroeron todennäköisyys on vielä alhainen, arviomme mukaan 15 %, yllätykset ovat mahdollisia. On myös mahdollista, että euroalue ajautuu ongelmiin toista kautta. Jos Emmanuel Macron voittaa Ranskassa ja Martin Schulz Saksassa, maat voivat alkaa ajamaan euroalueen integraation tiivistämistä. Euroopan parlamentti ja komissio esimerkiksi suunnittelevat parhaillaan *suhdannetasausrahaston*

[6] Tämä johtui osittain kultakannasta, jossa koronnosto houkutteli maahan lisää kultavarantoja (pääomia).

perustamista. Rahasto antaisi rahallista tukea taantumista kärsiville euromaille, aloittaen vastikkeettomat tulonsiirrot euroalueen maiden välillä. Rahastoon kuuluminen voisi tulla eurojäsenyyden ehdoksi. Miten jäsenmaiden kansalaiset, esim. pohjoisissa jäsenmaissa suhtautuisivat tällaisiin tulonsiirtoihin? Todennäköisesti eivät hyvin. Kreikan kriisi ei myöskään ole ohi ja maata uhkaa jälleen maksukyvyttömyys. Siihen ajautuminen mitä todennäköisimmin johtaisi myös Kreikan eroon eurosta. Jos yksikin maa eroaisi eurosta, se muuttaisi valuuttaliittoa peruuttamattomasti ja pahimmillaan se johtaisi euroalueen hajoamiseen. Tämä johtaisi massiiviseen sokkiin rahoitusmarkkinoilla. Tämän vuoksi Euroopan poliittista kehitystä tulee seurata tarkasti. Arviomme mukaan poliittisen kriisin todennäköisyys Euroopassa on 45 % seuraaville 12 kuukaudelle.

Ennusteet

Arviomme mukaan huomattavan korjausliikkeen tai romahduksen todennäköisyys arvopaperien markkinoilla on 70 % seuraaville 12 kuukaudelle. Annamme siis globaalin romahdusvaroituksen. Romahduksen alkaessa keskuspankit todennäköisesti aloittaisivat QE -ohjelmansa uudelleen tai laajentaisivat niitä. On epävarmaa riittäisikö tämä estämään paniikin leviämisen. Jos ei, romahdus johtaisi uuteen finanssikriisiin.

Arviomme mukaan uuden globaalin finanssikriisin käynnistymisen todennäköisyys seuraavien 12 kuukauden aikana on 60 %. Todennäköisyys, että finanssikriisi kehittyisi edelleen systeemikriisiksi seuraavien 12 kuukauden aikana on arviomme mukaan 10 %.

Mikäli maailmantalous ajautui finanssikriisin, arviomme mukaan rahoitusmarkkinat lähes varmasti lukittaisiin systeemikriisin estämiseksi. Tämä johtuu siitä, että arvopapereiden hintojen romahtaminen todennäköisesti vakavasti rajoittaisi keskuspankkien toimintakykyä, koska ne joutuisivat kirjaamaan suuret tappiot arvopaperiomistuksistaan. Ainoa toimiva keino kriisin estämiseksi olisi rahoitusmarkkinoiden kontrolloitu sulkeminen.

Vaikka analyysimme antaa synkän kuvan maailmantalouden näkymistä, kasvuennusteet näyttävät toistaiseksi hyviltä. 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
2016	1,31	1,68	1,88
2017:1(nc)	0,8	0,88	0,71
2017:2	0,52	0,39	0,49
2017:3	0,47	0,29	0,56
2017:4	0,29	0,35	0,50
2017	2,1	1,9	2,3
2018	2,0	1,3	2,3

Ennustamme Suomen talouden kasvavan tänä vuonna 2,1 prosenttia ja ensi vuonna 2 prosenttia. Euroalueen ennustamme kasvavan 1,9 prosenttia tänä vuonna ja 1,3 prosenttia ensi vuonna. Yhdysvaltojen talouden ennustamme kasvavan tänä ja ensi vuonna 2,3 prosenttia. Maailmantalouden näkymät näyttävät siis varsin hyviltä. Ainoa ongelma on, että ylläesitetyt ennusteet riippuvat hyvin voimakkaasti valtioiden ja keskuspankkien päätöksistä sekä markkinoiden luottamuksesta niihin. Riippuvuus on todennäköisesti suurempaa kuin koskaan aikaisemmin modernin raha- ja finanssipolitiikan aikakaudella (eli 1930-luvulta lähtien).

Kuinka pitkään markkinoita voidaan kannatella? Käytännössä niin kauan kuin keskuspankkien ja valtioiden on mahdollista pitää yllä positiivista virettä markkinoilla. Kiina on kannatellut maailmantaloutta viimeisen vuoden ja paljon

riippuu sen valitsemasta politiikkalinjasta. Keskuspankkien osto-ohjelmia rajoittavat saatavilla olevien arvopapereiden määrä. Keskuspankkien kyky vastata kriisiin on muutenkin kyseenalainen, koska markkinaromahdus voisi aiheuttaa niille valtavia tappiota.

Kriisin alkamiseen tarvitaan vain tekijä, joka laukaisee paniikin rahoitusmarkkinoilla. Vuosia jatkunut erittäin elvyttävä rahapolitiikka, keskuspankkien velkapapereiden ostot ja spekulaation kasvu ovat nostaneet useiden arvopapereiden, kuten osakkeiden, hinnat poikkeuksellisen korkealle. Osakemarkkinaromahdus, Kiinan talouskriisi, Italian pankkien kaatuminen tai euroalueen ajautuminen vakavaan kriisiin käynnistäisivät uuden finanssikriisin hyvin todennäköisesti. Kriisi ei alkaisi välittömästi, vaan muutaman kuukauden kuluessa tappioiden alkaessa paljastua. Markkinapaniikin alkaessa keskuspankit kiihdyttäisivät QE -ohjelmiaan tai aloittaisivat ne uudestaan. Ne voisivat myös turvautua rahan ”helikopteripudotuksiin”, käteisnostorajoituksiin ja yhä negatiivisimpiin korkoihin tai valtioiden suoraan budjettivajeiden rahoittamiseen (setelirahoitus). On epävarmaa, riittäisivätkö ne paniikin rauhoittamiseen. Siinä onnistuessaankin ne vain viivyttäisivät kriisin alkamista.

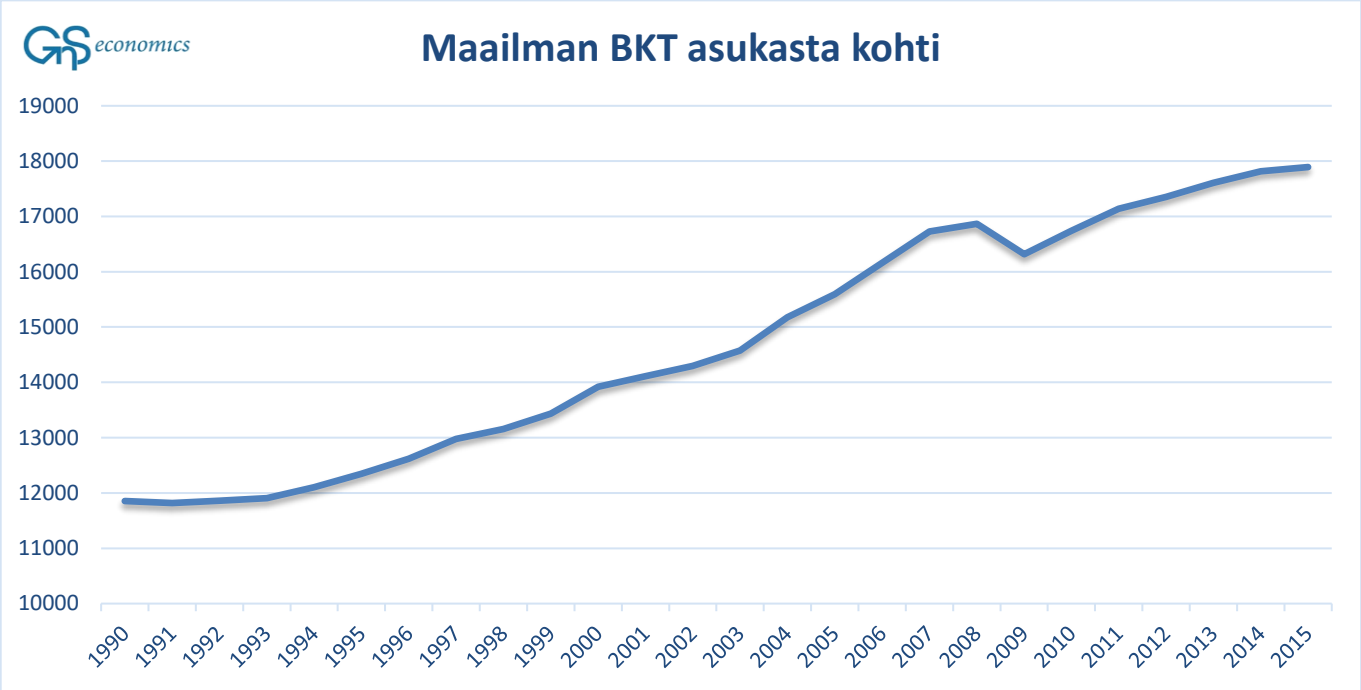
Näkemyksemme mukaan maailmantalous on kuplassa, joka on kasvanut liian suureksi, jotta sen puhkeaminen voitaisiin välttää. Kun kupla puhkeaa, uusi kriisi alkaa. Suuret heilahdukset varallisuuserien, kuten osakkeiden, markkinoilla ja stressin lisääntyminen pankkien välisillä luottomarkkinoilla voivat olla romahduksen alkamisen ensimmäisiä merkkejä.

Kuplan puhkeamisen tarkan ajankohdan ennustaminen on kuitenkin hyvin vaikeaa. Kriisin alkamisen ajoittamisessa onkin tarpeen muistaa edesmenneen ekonomistin ja MIT:n professorin Rudiger Dornbuschin neuvo:

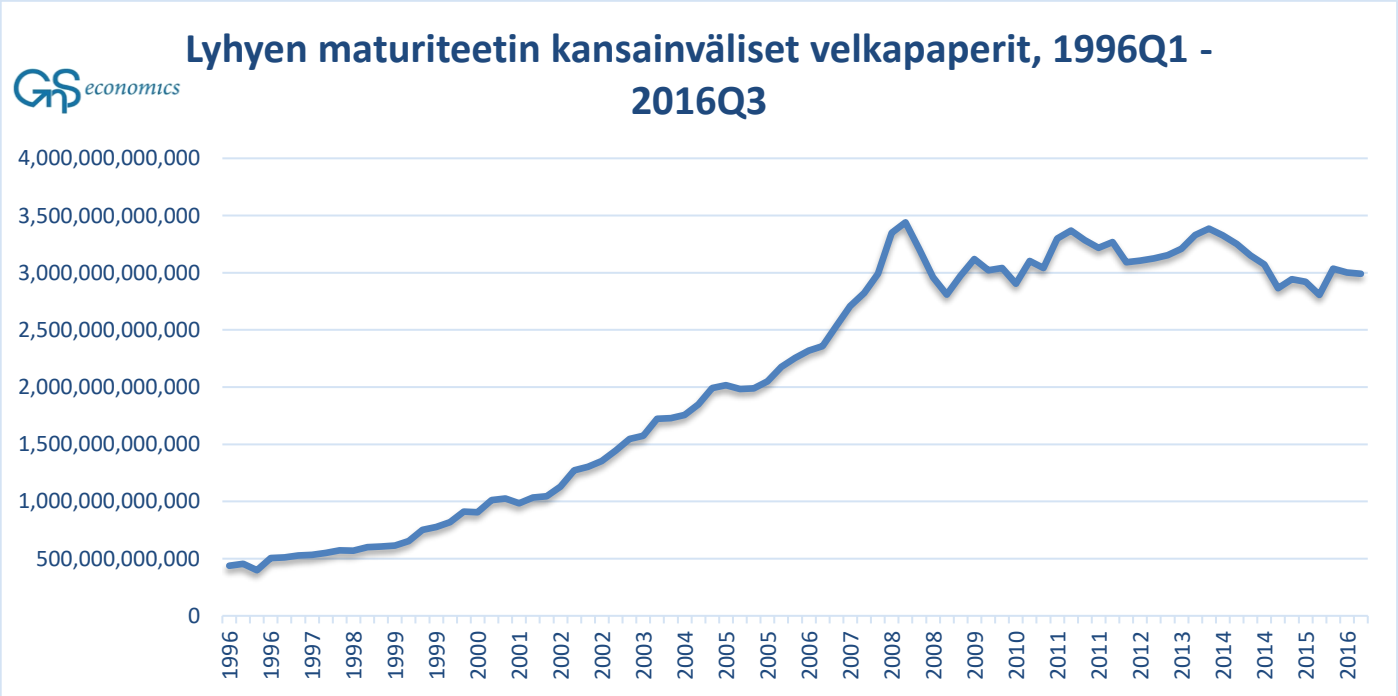
Kriisien saapumisessa kestää aina kauemmin kuin luulet ja sitten ne tapahtuvat nopeammin kuin niiden pitäisi.

Päättäjillä on vielä keinoja viivyttää kriisin käynnistymistä. Suuri kysymys onkin, mitä he tekevät seuraavaksi. Epävarmuus tekee kriisin ennakoinnista poikkeuksellisen hankalaa. Olosuhteet uuden kriisin käynnistymiselle ovat kuitenkin niin otolliset, että pahimpaan on syytä varautua.

Liitteet

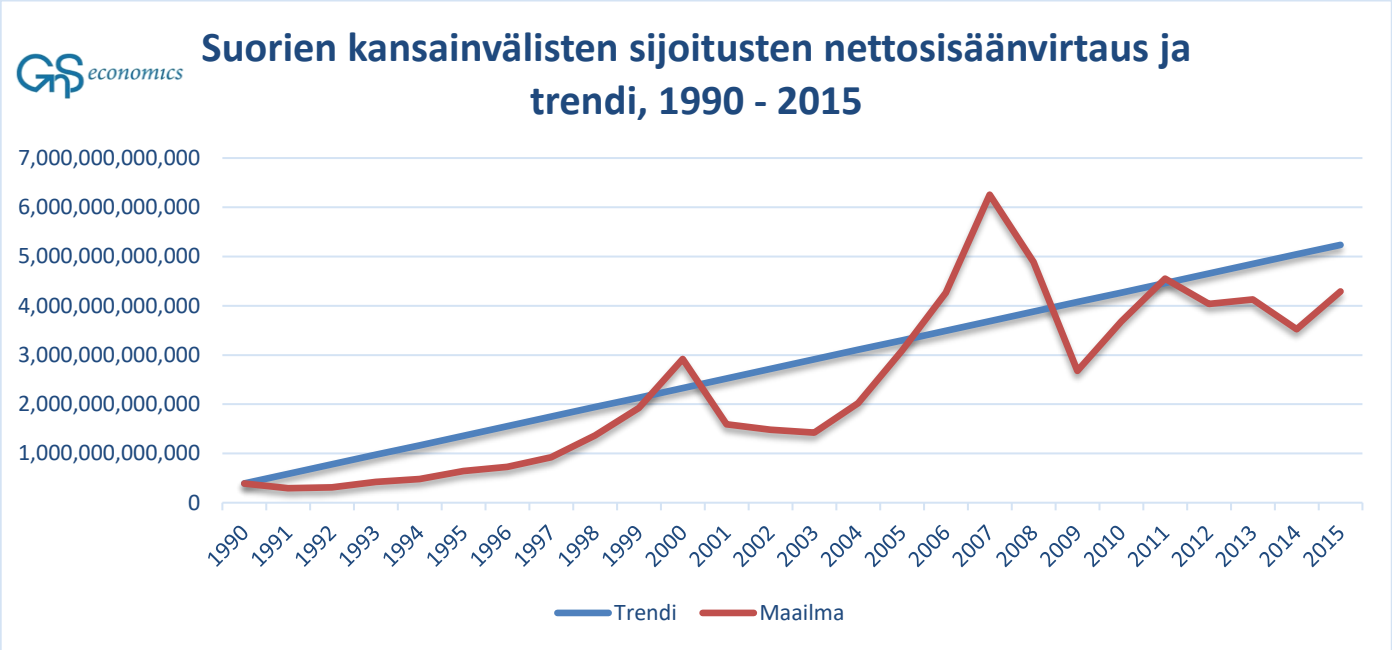


Kuvio 1. BKT asukasta kohti 160 maassa vakioissa kansainvälisissä dollareissa (keskiarvo, perusvuosi: 2011). Lähde: Maailmanpankki.

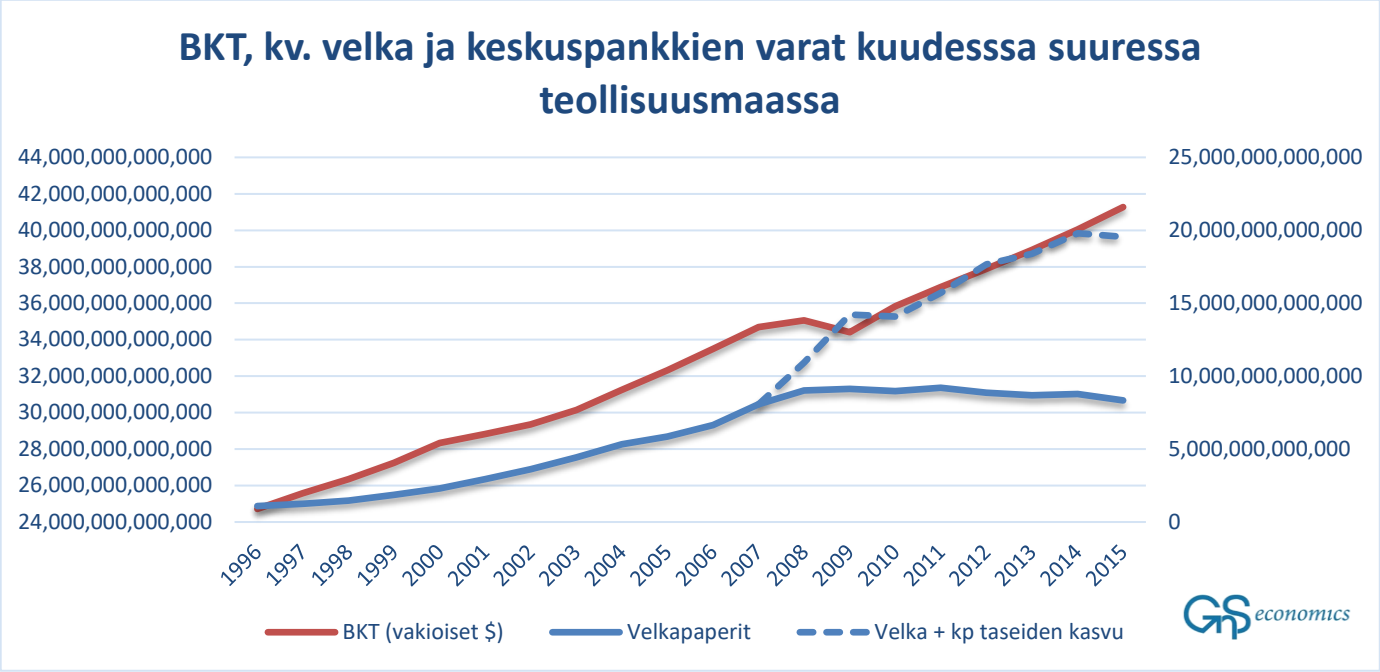


Kuvio 2. Lyhyen maturiteetin kansainväliset velkapaperit 47 maassa paikallisessa valuutassa. Lähde: Maailmanpankki

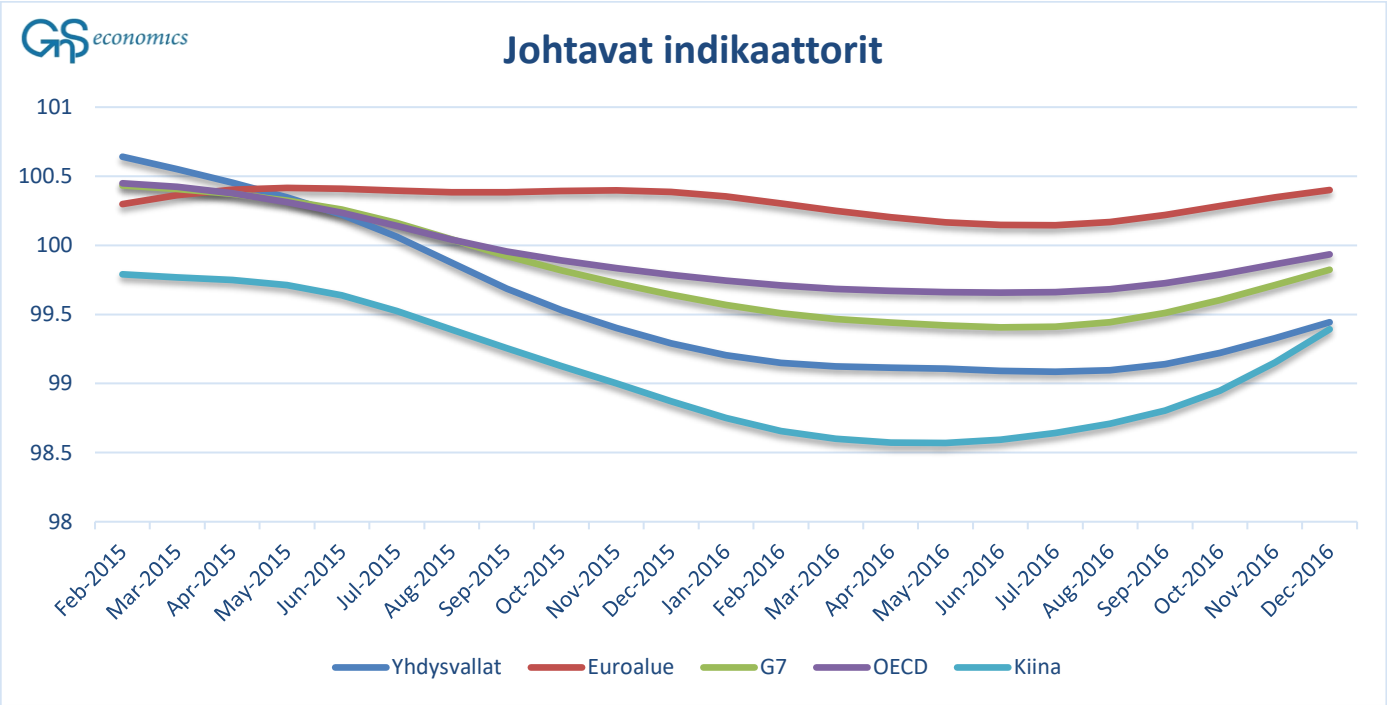
Kuvio 3. Kansainväliselle Järjestelypankille (BIS) raportoivien pankkienvälinen kansainvälinen lainananto 185 maassa (dollareissa). Lähde: BIS



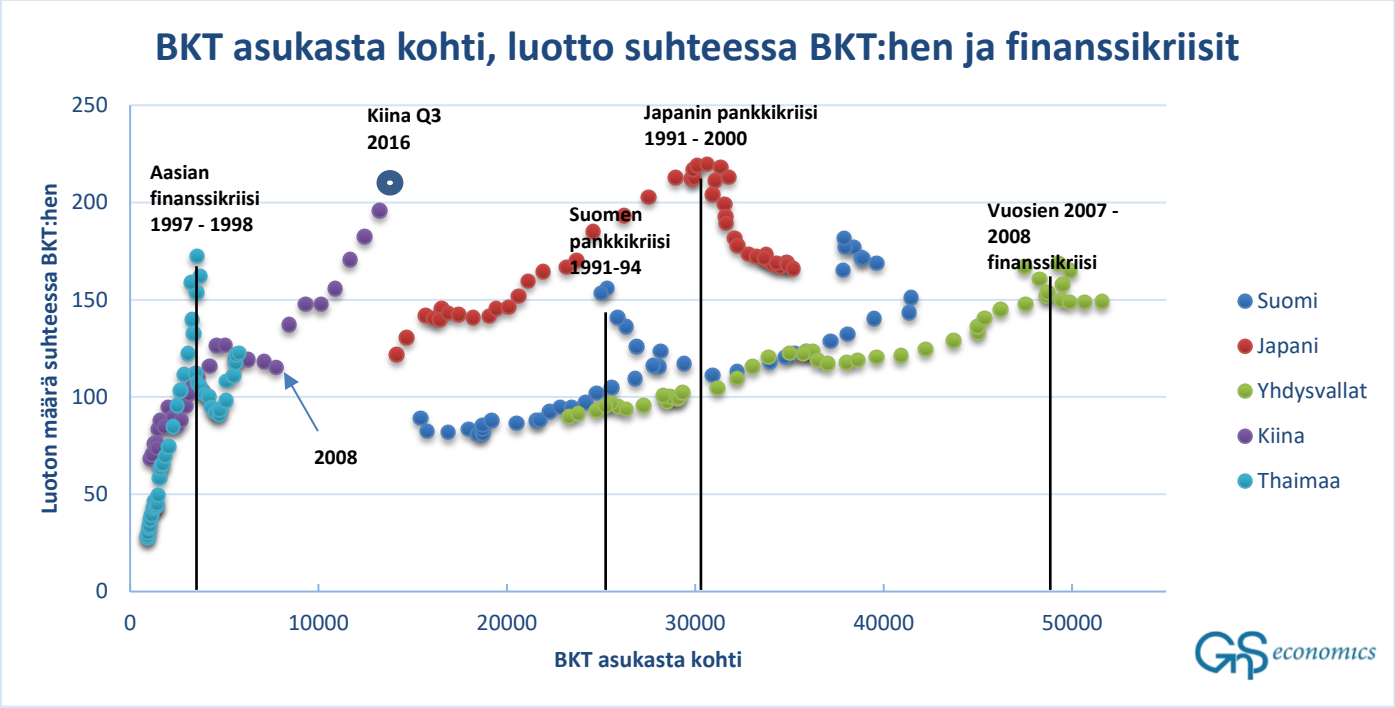
Kuvio 4. Kansainvälisten sijoitusten nettosisäänvirtaus (dollareissa) ja niiden lineaarinen trendi estimoituna regressiota: $FDI = a + bt + \varepsilon_t$ 190 maalle. Lähteet: Maailmanpankki ja GnS Economics.



Kuvio 5. Reaalinen bruttokansantuote (vasen pystyakseli), kansainväliset velkapaperit (kaikki maturiteetit) ja keskuspankkien taseiden taseen koon kasvu vuoden 2007 jälkeen (oikea pystyakseli) reaalisissa kansainvälisissä dollareissa Kiinassa, Ranskassa, Saksassa, Japanissa, Sveitsissä, Iso-Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Lähde: Maailmanpankki.



Kuvio 6. Johtavat indikaattorit euroalueelle, Yhdysvalloille, Kiinalle sekä G7 ja OECD -maille. Lähde: OECD



Kuvio 7. BKT asukasta kohti (vaaka-akseli), luoton määrä suhteessa BKT:hen (pystyakseli) ja finanssikriisit. Lähteet: BIS, Maailmanpankki ja GnS Economics

LÄHTEET:

Crafts, N. and P. Fearon (2010). Lessons from the 1930s Great Depression. *Oxford Review of Economic Policy*, 26(3): 285 – 317.

Dalton, J. and C. Dzioberk (2005). Central bank losses and experiences in selected countries. IMF working paper no. 05/72.

Werner, R.A. (2014). Can banks individually create money out of nothing? – The theories and the empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*, 36: 1 – 19.

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. Ennusteemme 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 2017.

…….

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 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.