

## Maailmantalous kuilun partaalla

- Maailmantaloutta on vuoden 2008 jälkeen vetänyt vain yksi maa: Kiina.
- Tämä on huolestuttavaa, koska Kiinan talous lepää epävakaa pohjalla.
- Massiivisen arvopaperikuplan lisäksi keskuspankkien poikkeustoimet ovat synnyttäneet ”zombietalouden”, jossa monet yritykset pysyvät pystyssä ainoastaan halvan lainarahan turvin.
- Arvopapereiden hintojen suurta korjausliikettä on enää käytännössä mahdotonta estää. Arviomme korjausliikkeen ajankohtaa.

Varoitimme arvopaperimarkkinoiden maailmanlaajuisen romahduksen mahdollisuudesta maaliskuussa (ks. [Q-review 1/2017](#)). Maailmantalouden nopeutuneesta kasvusta huolimatta romahdus on muuttunut todennäköisemmäksi, koska arvopapereiden hinnat ovat jatkaneet nousuaan keskuspankkien jatkaessa poikkeuksellisia rahoitusmarkkinaoperaatioitaan. Tässä raportissa kerromme, miksi nykyinen kasvupyrähdys on kestävämmällä pohjalla ja miksi lähestymme suurta maailmantalouden käännekohtaa, globaalia lamaa.

Jos maailmantalouden ongelmien esittelyyn voisi käyttää vain yhtä kuviota, olisi se kuvio 1 (ks. liitteet). Siinä kuvataan kokonaistuottavuuden (*total factor productivity, TFP*) kehitys vuodesta 1995 vuoteen 2016. Tuottavuus mittaa tuotantopanosta (pääoma ja työvoima) kohti aikaansaattua tuotantoa ja se on talouskasvun keskeisimpiä komponentteja.<sup>1</sup> Kokonaistuottavuus kasvoi maailmassa melko tasaisesti vuodesta 1995 aina vuoteen 2008 asti. Vuoden 2008 jälkeen se on kuitenkin trendinomaisesti laskenut, vuotta 2010 lukuun ottamatta. Tämä on huolestuttavaa, koska se

implikoi, että kykymme lisätä tuotantoa ilman tuotannontekijöiden vastaavaa lisäystä on vähenemässä. Kokonaistuottavuuden lasku on myös jotain mitä ei pitäisi tapahtua kasvavassa taloudessa.<sup>2</sup> Sen vuoksi onkin syytä kysyä, onko talous todella kasvanut?

Ennen vuonna 2008 iskenyttä finanssikriisiä maailmantalous oli nauttinut noin 15 vuotta kestäneestä yhtämittaisesta kasvusta. Neuvostoliiton romahdus käynnisti globaalin nousukauden, jonka aikana erityisesti köyhät taloudet tavoittivat rikkaita.

Vuonna 2008 kaikki kuitenkin muuttui. Maailmantalouden kasvu hidastui ja tuottavuus alkoi laskea (ks. kuviot 1 ja 2). Hallitukset ja keskuspankit käynnistivät massiiviset elvytystoimet estääkseen maailmantalouden ajautumisen lamaan. He onnistuivat, mutta millä hinnalla?

Tällä hetkellä osake- ja joukkovelkajamarkkinoilla on käynnissä absurdi näytelmä. Sekä velkakirjojen että osakkeiden

<sup>1</sup> Tilastokeskus [määrittelee](#), että työn tuottavuus ”koostuu pääomaintensiteetistä, työpanoksen rakennemuutoksesta sekä kokonaistuottavuudesta. Kokonaistuottavuus puolestaan saadaan, kun arvonlisäyksestä vähennetään työ- ja pääomapanosten kontribuutiot.”

<sup>2</sup> Voittomarginaalien muutokset ovat myös voineet vaikuttaa laskeneeseen kokonaistuottavuuteen. Lisäinfoa: <https://growthecon.com/blog/DE-Markups/>.

hinnat ovat erittäin korkealla. Tämä ei pitäisi olla mahdollista, koska velkakirjojen korkeat hinnat (alhaiset korot) yhdistetään yleensä taantumiin ja korkeat osakkeiden hinnat nousukausiin. Selityksenä tähän outoon ilmiöön ovat keskuspankit. Niiden poikkeustoimet, arvopapereiden ostot ja erittäin alhaiset korot, ovat vääristäneet käytännössä jokaisen arvopaperimarkkinan hinnat. Tämän vuoksi ne eivät todennäköisesti heijastele kuin halvan velkarahan ja markkinoilla olevan (näennäisen) likviditeetin määrää.

### **Kuka on vastannut maailmantalouden kasvusta?**

Kuten selitimme kesäkuussa (ks. [Q-review 2/2017](#)) luoton kasvu on taloudellisen toimeliaisuuden erinomainen mittari, koska luotto ja talous kasvavat yhtä aikaa (tuotannon lisäämiseen tarvitaan velkaa). Vuoden 2008 romahduksen jälkeen, yksityisen sektorin luoton määrä suhteessa bruttokansantuotteeseen (BKT) alkoi kuitenkin laskea. Estääkseen maailmantalouden vajoamisen lamaan, valtiot käynnistivät velkaelvytyksen (ks. kuvio 3).

Velan ja investointien globaalien kehityksen tarkempi tarkastelu antaa maailmantaloudesta huolestuttava kuvan. Kiina on lähes täysin yksin vastannut sekä yksityisen velan että investointien kasvusta vuodesta 2009 lähtien. Ilman Kiinaa rahoitussektorin ulkopuolinen yksityinen velka ei olisi globaalisti kasvanut lainkaan vuoden 2008 jälkeen (ks. kuvio 4). Ilman Kiinaa johtavien teollisuusmaiden pääomanmuodostus olisi myös saavuttanut vuotta 2009 edeltäneen tasonsa vasta vuoden 2015 lopussa. Yksinkertaistettuna tämä

tarkoittaa, että ilman Kiinaa maailmantalous ei olisi juuri kasvanut vuoden 2008 jälkeen.

### **Kiinan talouden ongelmat**

Olemme nostaneet esille Kiinan talouden ongelmia ja talouskasvun kestättömyyttä kahdessa viimeisimmässä raportissamme (ks. [Q-review 1/2017](#) ja [Q-review 2/2017](#)). Kiinan suurin ongelma on, että sen yksityisen velan suhde BKT:hen on huomattavan korkea (ks. kuvio 6). Viimeisemmät tiedot Kiinan pankkisektorin ulkopuolisten yritysten, eli ns. *varjopankkisektorin*, taseista kertovat, että niiden koko olisi massiiviset 37 biljoonaa dollaria.<sup>3</sup> Varjopankkisektori olisi kasvanut erityisesti vuoden 2016 aikana, jonka alussa Kiina käynnisti massiivisen velkaelvytysohjelmansa. Koska tavanomaisen pankkisektorin koko on noin 23 biljoonaa dollaria, varjopankkisektorin huomioiminen enemmän kuin kaksinkertaistaa Kiinan yksityisen velan määrän. Samalla yksityisen velan suhde nousee yli 500 % Kiinan vuotuisesta BKT:sta. On selvää, että tämä on täysin kestämatöntä.<sup>4</sup>

Mihin Kiina on käyttänyt kaiken tämän rahan? Yksiselitteinen vastaus on: suureen määrään tuottamattomia investointeja. Kuviossa 7 on kuvattu Kiinan kiinteän pääoman (*fixed assets*) investointien taso, joka on tällä hetkellä yli 80 % bruttokansantuotteesta. Järkevä taso nopeasti kasvavalle taloudelle olisi 20-40 %. On selvää, että suuri osa näistä investoinneista ei tule olemaan kannattavia. Tämä näkyy jo Kiinan talouden laskevana tuottavuutena (ks. [Q-review 2/2017](#)). Se tarkoittaa myös, että huomattavaa osaa investointeihin lainatuista rahoista ei tulla koskaan maksamaan takaisin.

<sup>3</sup> Ks. <http://www.businessinsider.com/chinas-shadow-banking-sector-is-exploding-in-size-2017-8?r=US&IR=T&IR=T>.

<sup>4</sup> Yhdysvaltojen varjopankkisektorin koko oli noin 21 biljoonaa dollaria ja tavallisen pankkisektorin koko noin 12

biljoonaa vuonna 2008 (Pozsar, Adrian, Ashcrat and Boesky 2012). Niiden yhdistetty koko vastasi noin 235 % Yhdysvaltojen vuotuisesta BKT:sta.

Kiina on pitänyt taloutensa kasvussa rajoittamalla pääoman maastavientä,<sup>5</sup> lisäämällä valtion kulutusta sekä pitämällä yllä massiivista velkaelvytystä. Valtion kulutusmenot saavuttivat uuden ennätyksenä vuonna 2016 (ks. kuvio 8). Vuonna 2016 ja vuoden 2017 ensimmäisellä puoliskolla Kiinan talouden velkaelvytys on niin ikään saavuttanut uudet ennätykset (ks. kuvio 9). Paljon puhuttua velkaantumisen rajoittamista ei toisin sanoen ole ainakaan vielä tapahtunut.

Suuri kysymys onkin, mitä tapahtuu lokakuun puolivälissä pidettävän Kiinan kommunistisen puolueen yhdeksännentoista kokouksen jälkeen. Voidaan olettaa, että ennen sitä Kiinan johtajat tekevät kaikkensa, ettei talouteen ilmestyisi häiriöitä. Kiinalla on myös niin kutsuttu 2020 suunnitelma, jonka mukaan Kiina tuplaa taloutensa koon vuosien 2010 ja 2020 välillä. Näyttää kuitenkin siltä, että tämän saavuttaminen käy mahdottomaksi. Kiinan talouskasvu riippuu kestävästi velasta, joka kasvaa tällä hetkellä lähes kolme kertaa tuotantoa nopeammin, ja velkavuori alkaa olla liian suuri hallittavaksi. Kiinan johtajat voivatkin päättää ”nostaa jalkansa kaasulta” lokakuun kokouksen jälkeen ja yrittää tasapainottaa taloutensa kriisin kautta. Tämä johtaisi nopeasti maailmantalouden taantumaan.

Riippumatta siitä milloin Kiinan johtajat päättävät käynnistää talouden pakollisen tasapainottamisen, huomioiden että se voi myös käynnistyä päätöksistä riippumatta, Kiinan talous on matkalla kriisiin. Velan ja tuottamattomien investointien valtava määrä ei jätä muuta mahdollisuutta. Pakokeinoja ei ole.

### **Keskuspankit, kuplat ja zombiet**

Keskuspankit ovat tehneet kaikkensa estäessään deflaation syntymistä vuoden 2008 romahduksen

jälkeen. Ensiksi ne ottivat käyttöön erittäin matalat ja/tai negatiiviset korot. Kun niitä ei koettu riittäviksi, aloittivat keskuspankit määrällisen keventämisen (*quantitative easing, QE*) ohjelmansa, jossa ne alkoivat ostaa valtion velkakirjoja. Ajatuksena oli, että tämä saisi korot entistä jyrkempään laskuun ja rahan määrä taloudessa lisääntyisi. Viimeisen kahden vuoden aikana keskuspankit ovat laajentaneet ohjelmiaan osakkeiden ja muiden arvopapereiden, kuten yritysten lainatodistusten, ostamiseen.

Olemme useaan kertaan varoittaneet näiden ohjelmien vaarallisuudesta, koska ne piilottavat arvopapereiden riskit markkinoilta (ks. esim. [Q-review 3/2013](#), [Q-review 2/2014](#), [Q-review 1/2017](#) ja [blogikirjoituksemme](#) vuodelta 2014). Keväällä julkaistu tutkimus osoittaa, että Yhdysvaltojen keskuspankin (Fed) osto-ohjelmat ovat olleet ”erittäin tehokkaita” nostamaan osakemarkkinoiden hintoja ympäri maailmaa.<sup>6</sup> Kun tähän lisätään myös muiden keskuspankkien määrällisen keventämisen ohjelmat, tuloksena on ”likviditeetti-tsunami”, joka on vääristänyt arvopapereiden hintoja maailmanlaajuisesti.

Neljän suurimman keskuspankin, eli EKP:n (Euroopan keskuspankki), BoJ:n (Japanin keskuspankki), PBoC:n (Kiinan keskuspankki) sekä Fedin yhteenlaskettu tase oli noussut 19 biljoonaan dollariin vuoden 2017 heinäkuuhun mennessä. Vuonna 2007 se oli noin 6,5 biljoonaa dollaria. Suuret keskuspankit omistavat tällä hetkellä noin viidesosan valtioiden velkakirjoista. Keskuspankkien kiristynyt ote maailman arvopaperimarkkinoista onkin johtanut tilanteeseen, jossa voimme sanoa elävämme keinotekoisten pääomamarkkinoiden maailmassa. Tämä on johtanut pääoman allokaation huomattavaan vääristymiseen. Koska keskuspankkien osto-ohjelmat ovat nostaneet

<sup>5</sup> Katso esim: <http://www.scmp.com/news/china/money-wealth/article/2101975/china-maintain-tight-rein-capital-outflows-despite-gains>.

<sup>6</sup> Katso Fratzscher, Lo Duca ja Straub (2017).

arvopapereiden hintoja globaalisesti, jokainen voi miettiä, mitä niille käy, kun keskuspankit aloittavat myyntiohjelmansa.

Monet keskuspankit miettivät parhaillaan myyntiohjelmien aloittamista. Fedin odotetaan ilmoittavan määrällisen tiukentamisen (*quantitative tightening, QT*) aloittamisesta seuraavassa kokouksessaan. Määrällisessä tiukentamisessa keskuspankki joko myy omistamiaan velkakirjoja takaisin markkinoille tai jättää ne uusimatta velkakirjojen saavuttaessa maturiteettinsa. Kummassakin tapauksessa markkinoilta poistuu velkakirjan nimellisarvon verran likviditeettiä. Jää nähtäväksi, uskaltaako Fed toteuttaa uhkauksensa. Jos se todella aloittaa määrällisen tiukentamisen, arvopapereiden hintojen huomattava lasku on lähes varmaa (elleivät muut keskuspankit lisää omia arvopaperiostojaan vastaavalla tai suuremmalla määrällä).

EKP on kuitenkin vielä suuremmissa ongelmissa. Sen QE -ohjelman nykyinen raja (33 % liikkeellelaskijan arvopapereiden kokonaisuudesta) alkaa lähestyä. EKP omistaa tällä hetkellä noin 21 % kaikista euroalueen valtioiden velkakirjoista. EKP:lla on raportoitu olleen ongelmia löytää tiettyjen maiden bondeja ostettavaksi, koska esim. pankit käyttävät valtioiden velkakirjoja vakuuksina. Kanne ohjelman laillisuudesta on myös viety Saksan perustuslakituomioistuimeen. Se on siirtänyt päätöksen Euroopan unionin tuomioistuimeen. Vaikka on epätodennäköistä, että tuomioistuin tuomitsisi EKP:n QE-ohjelman laittomaksi, EKP on lähestymässä osto-ohjelmansa teknisiä ja poliittisia rajoja.

Syyskuun 8 päivään mennessä EKP oli käyttänyt arvopapereiden osto-ohjelmiinsa 2 186 miljardia euroa.<sup>7</sup> Tästä valtion velkakirjojen osto-ohjelma

käsitti 1 720 miljardia. EKP:n suurin ongelma on ohjelmasta vetäytyminen. Jos EKP lopettaa ostot, ensimmäiseen korkeasti velkaantuneeseen euromaahan kohdistunut sisäinen tai ulkoinen shokki nostaisi sen korot jälleen huomattavan korkeaksi. Tämä palauttaisi eurokriisin pahempaan kuin koskaan. Tämä voidaan välttää ainoastaan, jos jokin taho ottaa hallittavakseen huomattavan osan euroalueen velkaantuneimpien maiden veloista. Käytännössä se on mahdollista vain jonkinlaisilla euro-bondeilla. Osa korkeasti velkaantuneiden valtioiden veloista on siis taattava muiden euromaiden tahoilta kriisin uusiutumisen ehkäisemiseksi. Ongelmana on Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen (TFEU) artikla 125, joka kieltää budjettivajeiden (ja velan) yhteisvastuun. Euroopan unionin johtajat ovat kuitenkin aikaisemmin olleet erittäin kyvykkäitä yhdessä sovittujen sääntöjen ja sopimusten kiertämisessä. Ei siis voida kokonaan sulkea pois sitäkin mahdollisuutta, että he onnistuivat kiertämään myös artikla 125 velkojen yhteisvastuun osalta.

Keskuspankkien epätyypilliset rahapolitiikkatoimet ovat johtaneet myös toisenlaiseen ongelmaan. OECD:n keväällä julkaisema tutkimus dokumentoi niin sanottujen *zombieyritysten* osuuden kehittyneissä talouksissa.<sup>8</sup> Kirjoittajat määrittelevät zombieyrityksen vanhaksi yritykseksi, jolla on pysyviä vaikeuksia korkomaksujensa suorittamisessa. Kuviossa 10 on esitetty zombieyritysten lukumäärä, joka on selvästi kasvanut vuodesta 2008 lähtien, jolloin keskuspankit aloittavat poikkeustoimensa. Työn tuottavuus on myös laskenut samana aikana. Japanin esimerkki kertoo samanlaisesta kehityksestä.<sup>9</sup> Kun heikoille yrityksille tarjotaan halpaa luottoa, tämä vähentää työpaikkojen luomista ja hidastaa tuottavuuden kasvua.

7

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/wfs/2017/html/ecb.fs170912.en.html>

<sup>8</sup> Katso McGowan, Andrews ja Millot (2017).

<sup>9</sup> Katso Caballero, Hoshi ja Kashyap (2008).

Keskuspankit ovat toisin sanoen luoneet zombietalouden (ks. [Q-review 2/2013](#)), jossa heikot yritykset pysyvät pystyssä halvan lainarahan turvin, ja jossa omaisuuserien hinnat on nostettu kestäättömälle tasolle osto-ohjelmien turvin. Teennäisen korkeat arvopapereiden hinnat ovat kutistaneet markkinaehtoisen likviditeetin hyvin ohueksi, koska kukaan sijoittaja ei halua keinotekoisesti hinnoiteltua arvopaperia. Tämä johtaa siihen, että kun sijoittajat haluavat jossain vaiheessa myydä arvopaperiomistuksena, niille ei välttämättä löydy ostajia (kuin ehkä keskuspankki). Tämä johtaa helposti paniikkimyynteihin arvopaperimarkkinoilla. Koska keskuspankit eivät teknisistä ja käytännön syistä voi omistaa koko pääomamarkkinaa, ne eivät välttämättä pysty estämään myyntipaniikkia. Kun keskuspankkiiriin kupla puhkeaa, arvopaperimarkkinat siis hyvin todennäköisesti romahtavat. Tätä romahdusta seuraa tuottamattomien ja maksuvaikeuksissa olevien yritysten konkurssiaalto, ja maailmanlaajuinen lama.

### Ennusteet

Arviomme mukaan huomattavan korjausliikkeen tai romahduksen todennäköisyys arvopaperien markkinoilla on 80 % seuraaville 12 kuukaudelle. Jos Fed aloittaa määrällisen kiristämisen loppuvuoden aikana, ja jos Kiina lopettaa tai selvästi vähentää velkaelvytystään lokakuun kokouksen jälkeen, korjausliike arvopaperimarkkinoilla alkaa arviomme mukaan tämän vuoden viimeisen kvartaalin ja ensi vuoden toisen kvartaalin välisenä aikana.

Huomattava korjausliike arvopaperimarkkinoilla johtaisi melko suurella todennäköisyydellä keskuspankkien osto-ohjelmien uudelleenkäynnistämiseen tai kasvattamiseen ainakin Japanin keskuspankin ja Sveitsin keskuspankkien tahoilta. On kuitenkin epävarmaa, pystyvätkö pankit estämään arvopaperimarkkinoiden pudotuksen. Ne eivät voi omistaa koko pääomamarkkinaa ja

arvopaperimarkkinoilla on useita sisäisiä riskitekijöitä. Esimerkiksi niin kutsutussa robottikaupankäynnissä algoritmit saattavat päättää, että osakkeiden lyhyeksi myynti on tuottavin vaihtoehto. Algoritmeihin perustuvien kauppajen on arvioitu vastaavan noin puolesta koko Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden volyyymista. Algoritmit toimivat niin nopeasti, että ainoastaan kaupankäynnin lopettaminen (*circuit breakers*) voi pysäyttää ne.

Indeksiosuusrahastojen (*Exchange Traded Fund, ETF*) kasvava suosio voi myös johtaa arvopaperimarkkinoiden laskun nopeutumiseen. Niiden kautta tehdään jo arviolta yksi neljäsosa kaikista Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla tehdyistä kaupoista. ETF:iin sijoitettu ns. passiivinen raha on jo nostanut arvopapereiden hintoja riippumatta talouden fundamenteista ja/tai arvopaperien arvostustasoista. Teoriassa ETF on likvidi ja sen osuudet on aina mahdollista myydä. Käytännössä ETF ei voi olla sen likvidimpi kuin sen perustana oleva omaisuuserä. Kriiseissä ne voivat olla hyvin epälikvidejä. Miten ETF:t kriiseissä käyttäytyvät, jää nähtäväksi.

Jos keskuspankit eivät pysty katkaisemaan arvopaperimarkkinoiden tulevaa korjausliikettä, muuttuu se täysimittaiseksi romahdukseksi, joka tulee käynnistämään uuden globaalien finanssikriisin. Arviomme mukaan uuden globaalien finanssikriisin käynnistymisen todennäköisyys seuraavien 12 kuukauden aikana on 70 %. Todennäköisyys, että finanssikriisi kehittyisi edelleen systeemikriisiksi seuraavien 12 kuukauden aikana on arviomme mukaan 25 %.

Taulukossa 1 esitämme Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisien bruttokansantuotteen (BKT) kasvuennusteet seuraaville kahdelle vuodelle. Ennusteidemme mukaan maailmantalouden käänne lähestyy. Tänä vuonna päästäisiin vielä huomattavan nopeaan kasvuun, mutta käänne tulisi jo ensi vuonna



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
2017:1	1,17	0,55	0,31
2017:2	0,36	0,63	0,75
2017:3 (nc)	0,87	0,67	0,79
2017:4	0,75	0,32	0,49
2017	3,1	2,2	2,3
2018	-0,2	0,1	1,2
2019	-0,1	0,4	1,4

Taulukossa 2 esitämme kasvuennusteet tilanteessa, jossa maailmanmarkkinoiden romahdus alkaa kuluvan vuoden neljännellä kvartaalilla, mikä johtaa pankkikriisiin käynnistymiseen ensi vuoden ensimmäisellä kvartaalilla.

Taulukko 2. Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisien BKT:n kasvun *nowcastit* (nc) sekä BKT:n kasvuennusteet (prosenttia) kriisiskenaariossa. Lähde: OECD, Tilastokeskus ja GnS Economics.

Kvartaali	Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2017:1	1,17	0,55	0,31
2017:2	0,36	0,63	0,75
2017:3 (nc)	0,87	0,67	0,79
2017:4	-0,15	-0,4	-0,25
2017	2,2	1,5	1,6
2018	-10,7	-6,3	-4,3
2019	-7,9	-3,6	-1,6

Kriisiskenaariossa kasvu jatkuisi kohtuullisena vielä loppuvuoden. Ensi vuosi toisi mukanaan huomattavan pudotuksen maiden bruttokansantuotteessa. Kriisiskenaariossa Suomen talous kutistuisi yli 10 prosenttia, euroalueen yli 6 prosenttia ja Yhdysvaltojen talous kutistuisi yli 4 prosenttia.

Talousennusteisiin liittyy tällä hetkellä huomattavaa epävarmuutta, kuten maaliskuussa (ks. [Q-review 1/2017](#)) totesimme. Kasvu voi siis olla nopeampaa kuin mitä on esitetty taulukossa 1 tai talous voi myös romahtaa nopeammin kuin mitä on esitetty taulukossa 2. Toteutunut kasvu riippuu keskeisesti siitä, miten keskuspankit ja poliittiset johtajat saavat yllä pidettyä globaalia talouskuplaa.

## Johtopäätökset

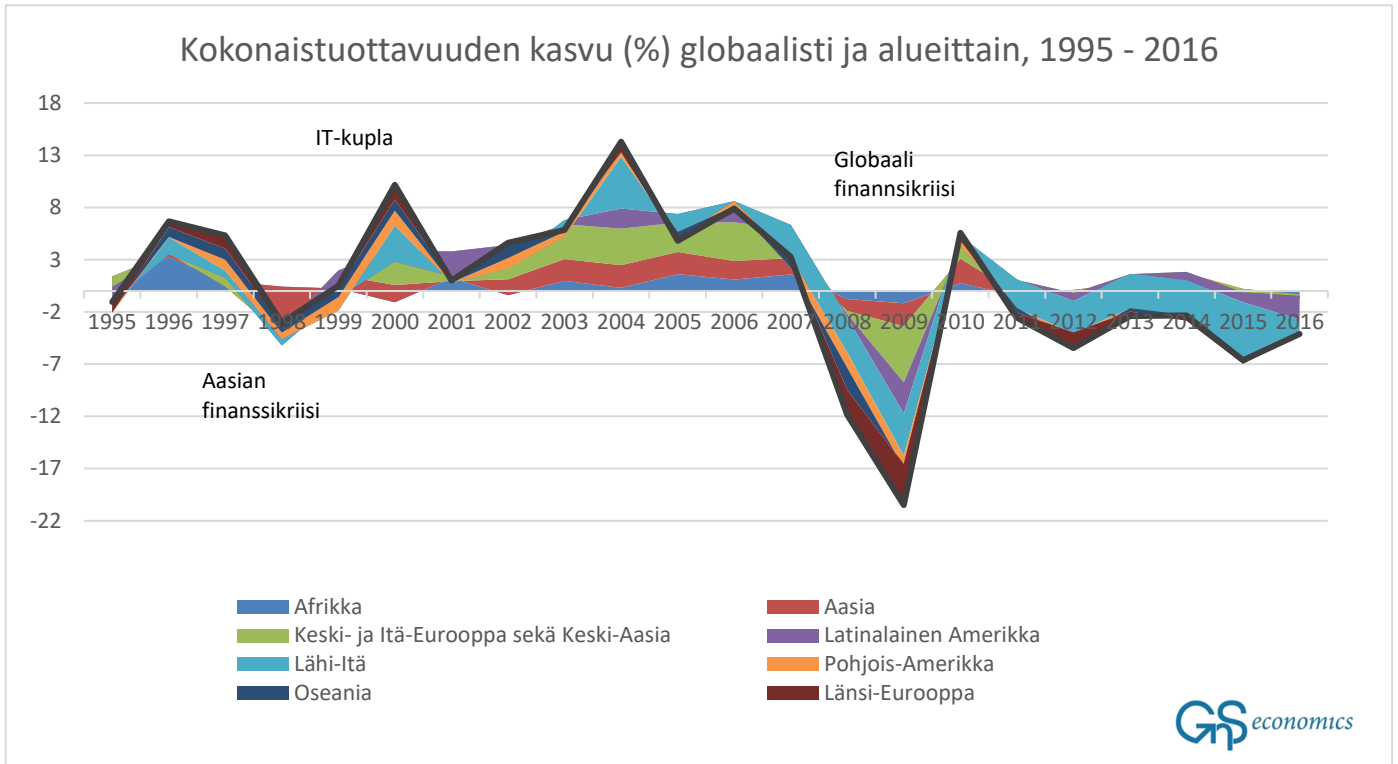
Vaikka kaikki näyttää maailmantaloudessa juuri nyt hyvältä, on se illuusio. Talouden viimeaikainen piristyminen nojaa kestäättömään velkaelvytykseen Kiinassa ja yhtä kestäättömiin keskuspankkien arvopapereiden osto-ohjelmiin ja nollakorkoihin. Ne ovat yhdessä luoneet tilanteen, jossa suurta korjausliikettä arvopapereiden markkinoilla ei voida enää välttää.

Keinotekoisesti korkealla pidetyt arvopaperimarkkinat voivat vaihtaa suuntaa hyvin nopeasti. Kun korjausliike arvopapereiden hinnoissa alkaa, tiputus on todennäköisesti nopea ja julma. Jos keskuspankit eivät pysty pysäyttämään korjausliikettä, pääomamarkkinat romahtavat käynnistäen maailmanlaajuisen laman.

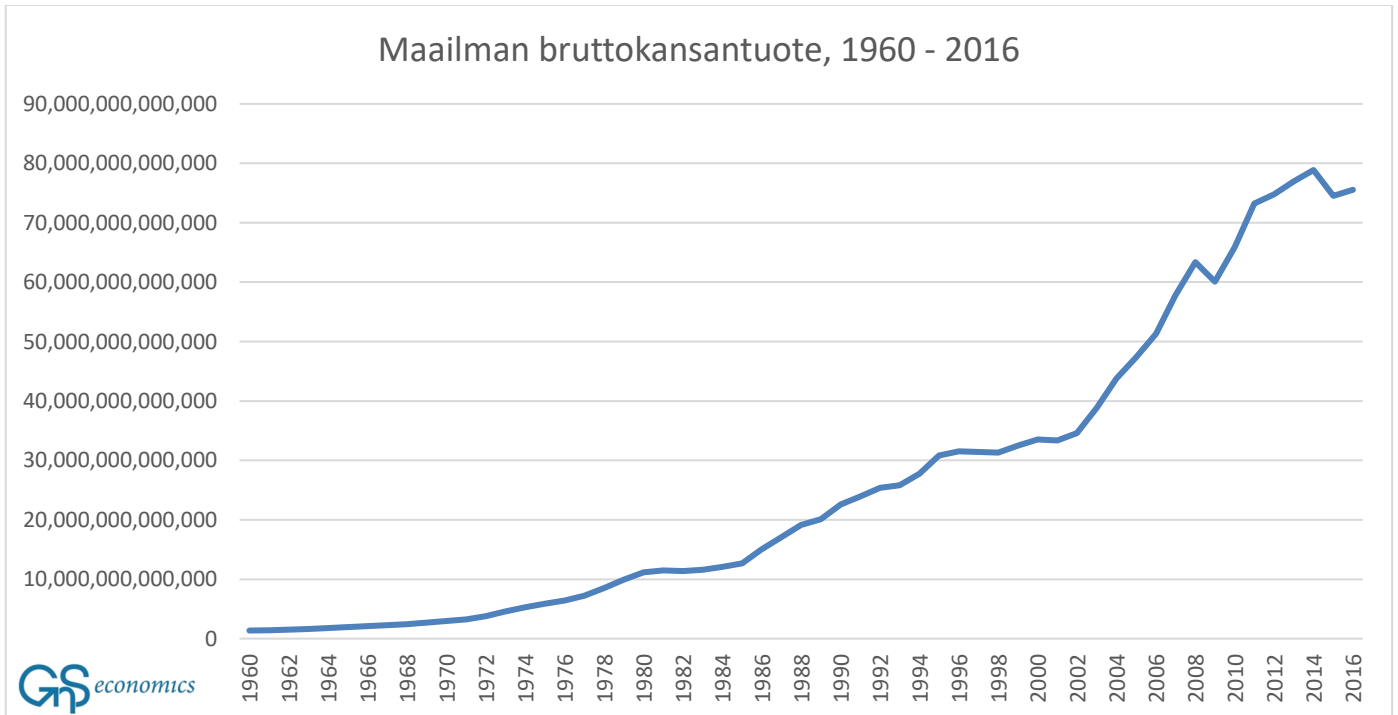
Korjausliike saattaa käynnistyä lähestulkoon mistä syystä tahansa. Olemme tässä raportissa esittäneet skenaarion, jossa uskomme korjausliikkeen olevan väistämätön. Siihen kuuluu sekä Fedin aloittama määrällinen tiukentaminen (QT) että Kiinan velkaelvytyksen huomattava pienentäminen tai lopettaminen. Muita mahdollisia laukaisevia tekijöitä voivat olla sodan syttyminen esim. Korean niemimaalla, Yhdysvaltojen valtion tekninen maksukyvyttömyys, Euroopan unionin tuomioistuimen päätös EKP:n QE-ohjelman lopettamisesta tai syvenevä poliittinen kriisi Euroopassa, esim. Italiassa. Keskuspankkien määrällisellä tiukentamisella (QT) olisi myös merkittäviä vaikutuksia markkinoihin. Pitää myös huomioida, että arvopaperimarkkinat voivat romahtaa ilman selkeää yksittäistä syytä.

Mikäli markkinoiden kriisiytyminen ei tapahdu aikavälillä Q4 2017 – Q2 2018, tarkoittaa se vain, että päättäjät ovat (jälleen) onnistuneet väistämättömän viivyttämässä. Se ei kuitenkaan muuttaisi mitään. Manipuloitu ja ylivelkaantunut maailmantalous on kuilun partaalla ja putoamiseen tarvitaan vain sysäys.

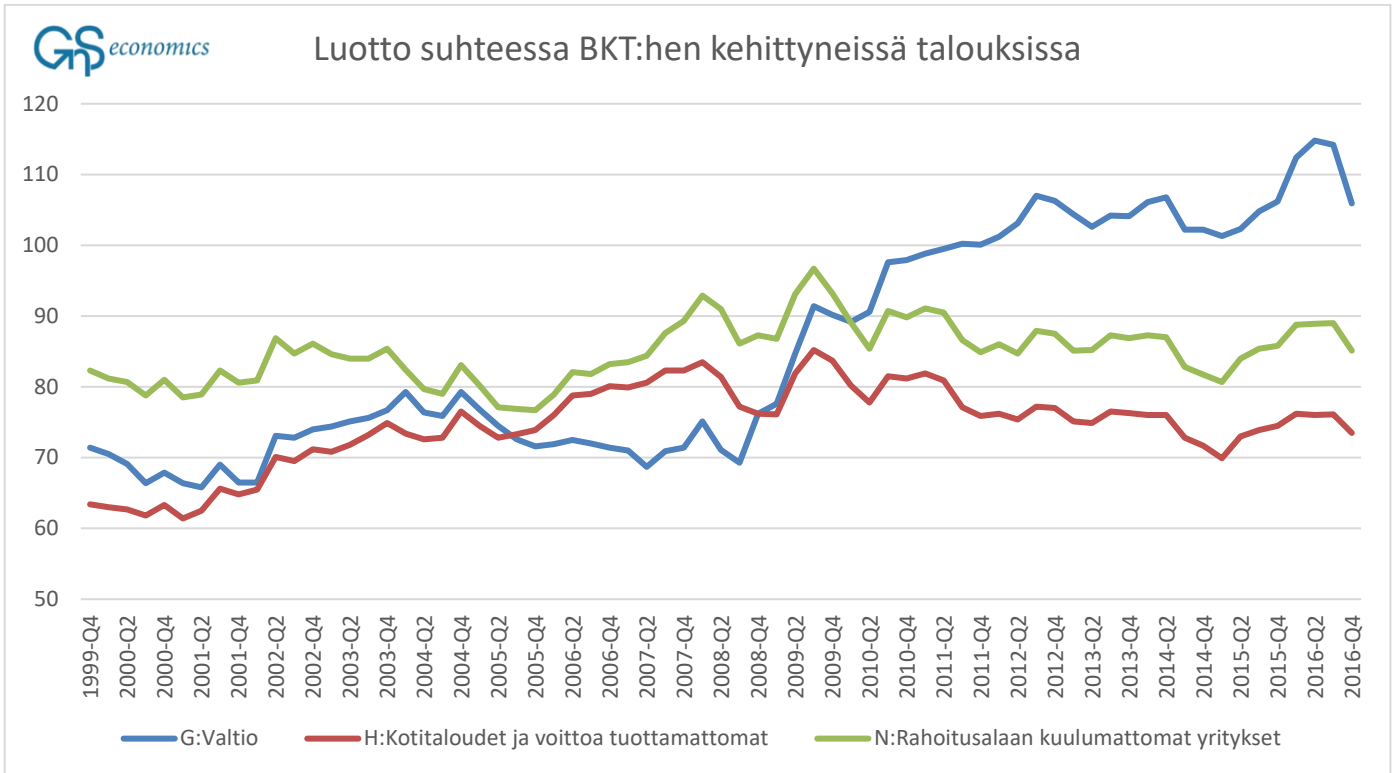
**Liitteet**



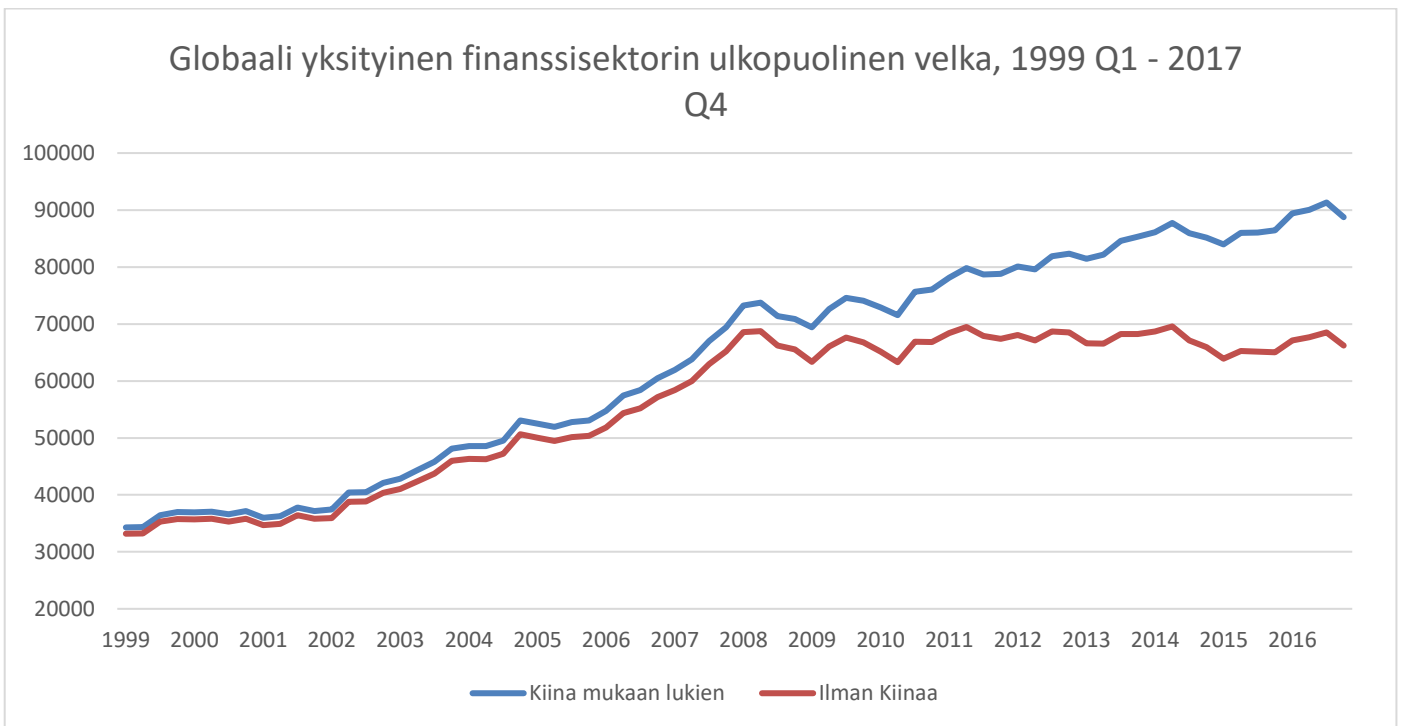
Kuvio 1. Kokonaistuottavuuden (*total factor productivity*) kasvu globaalisti sekä alueittain. Lähde: GnS Economics, The Conference Board.



Kuvio 2. Maailman bruttokansantuote Yhdysvaltojen dollareissa. Lähde: Maailmanpankki

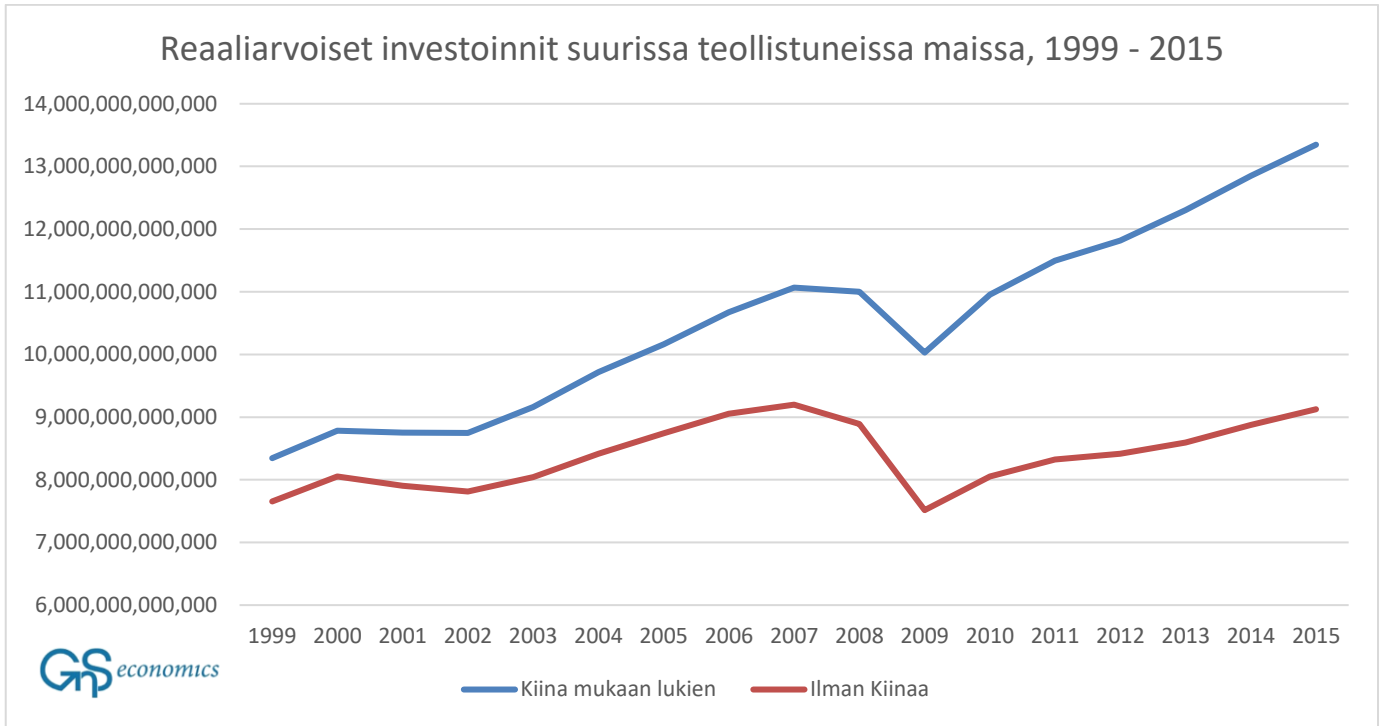


Kuvio 3. Pankkilainojen, velka-arvopapereiden sekä talletuksien ja valuuttojen mukaan lasketun luoton suhde BKT:hen. Lähteet: GnS Economics, Kansainvälinen järjestelypankki (BIS)

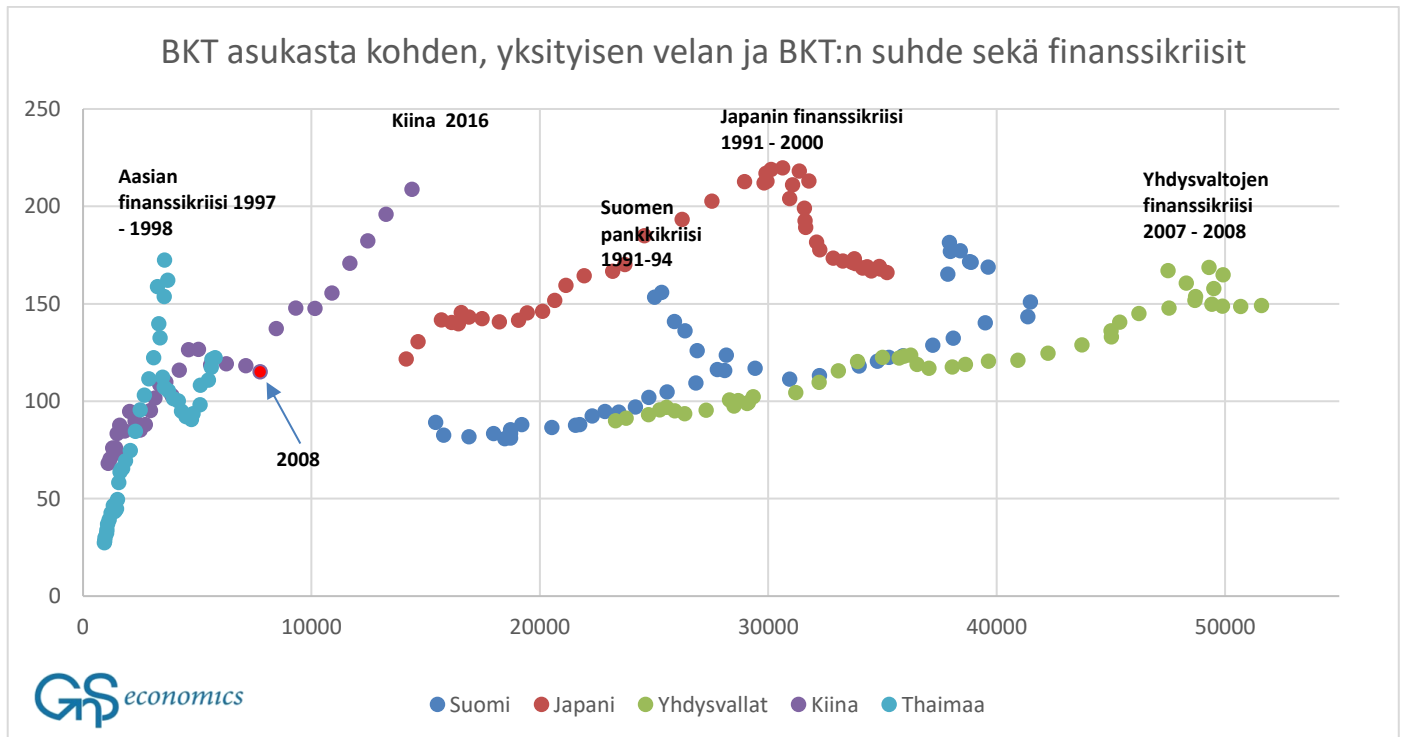


Kuvio 4. Rahoitusmarkkinasektoriin kuulumattoman yksityisen sektorin velka 44 maassa. Lähteet: GnS Economics, BIS

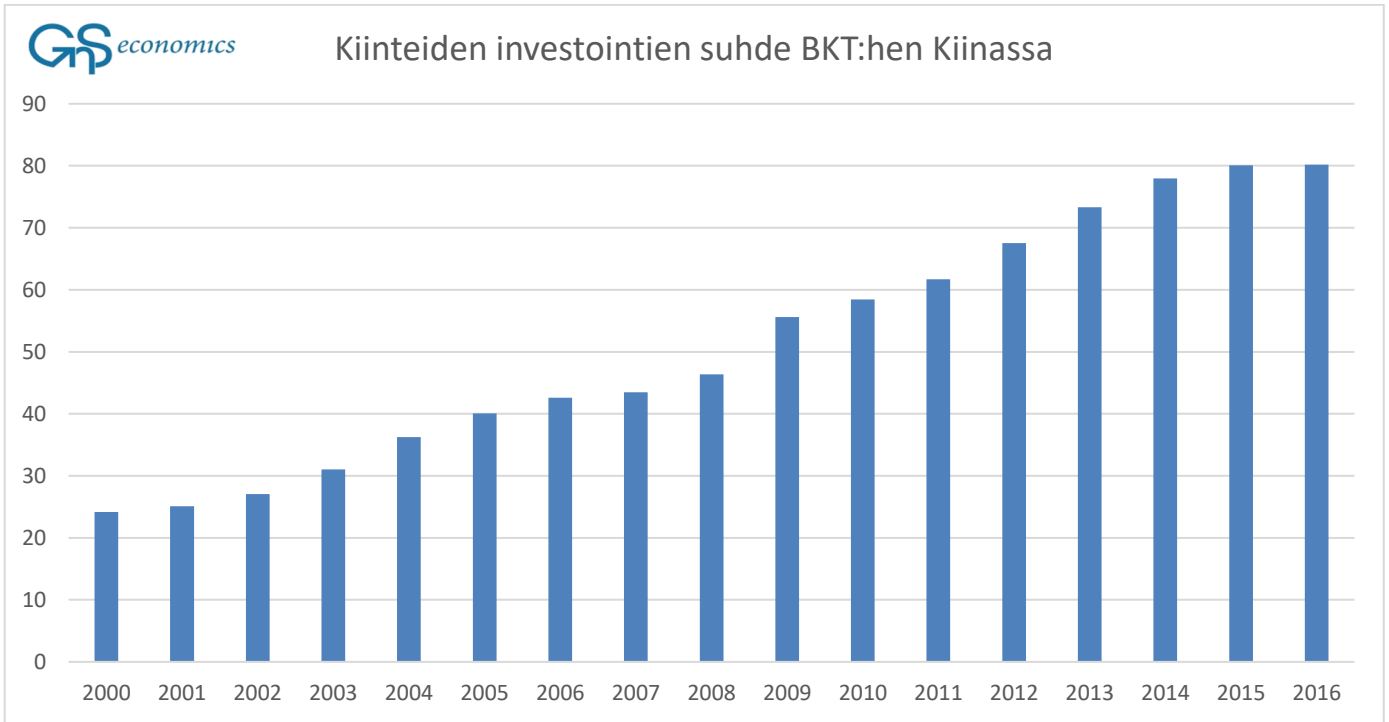




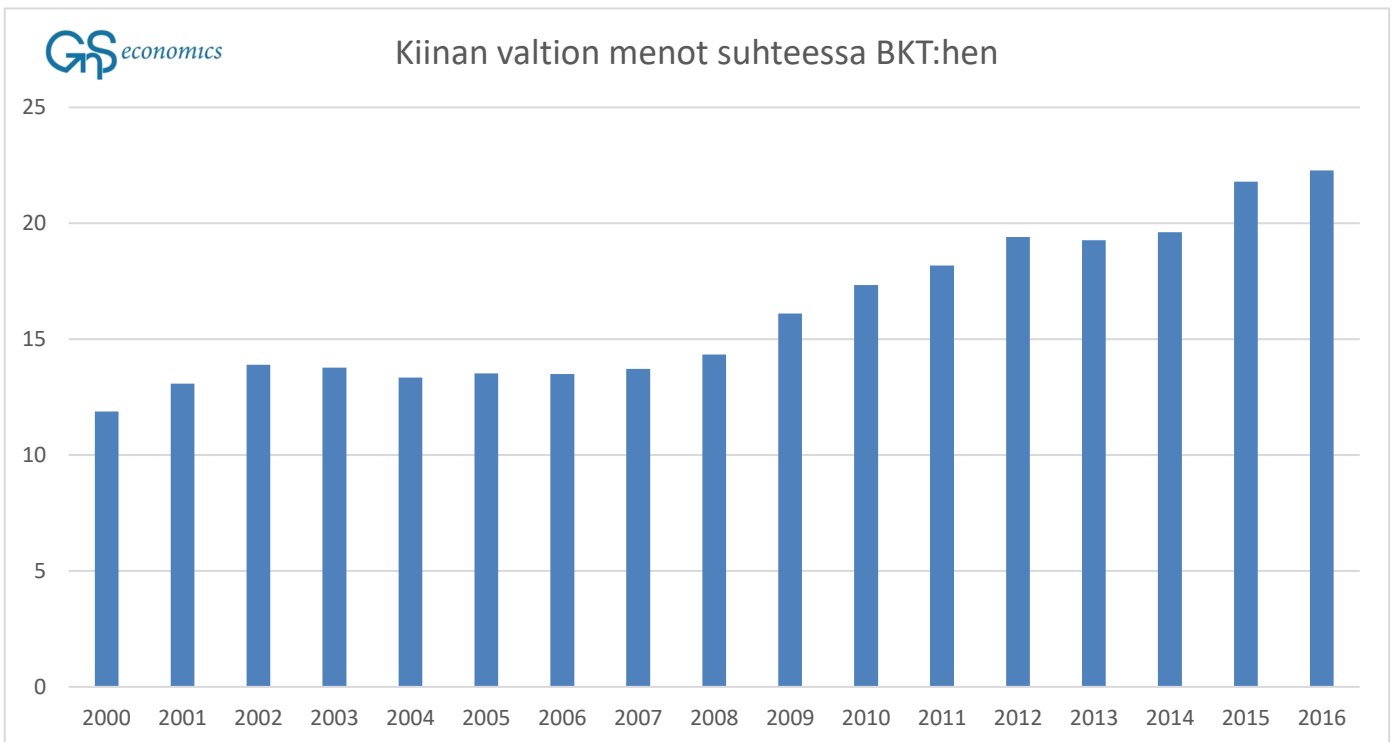
Kuvio 5. Reaaliarvoisen fyysisen pääoman muodostus (investoinnit) Australiassa, euroalueella, Etelä-Koreassa, Iso-Britanniassa, Japanissa, Kanadassa, Kiinassa ja Yhdysvalloissa. Lähde: GnS Economics, Maailmanpankki



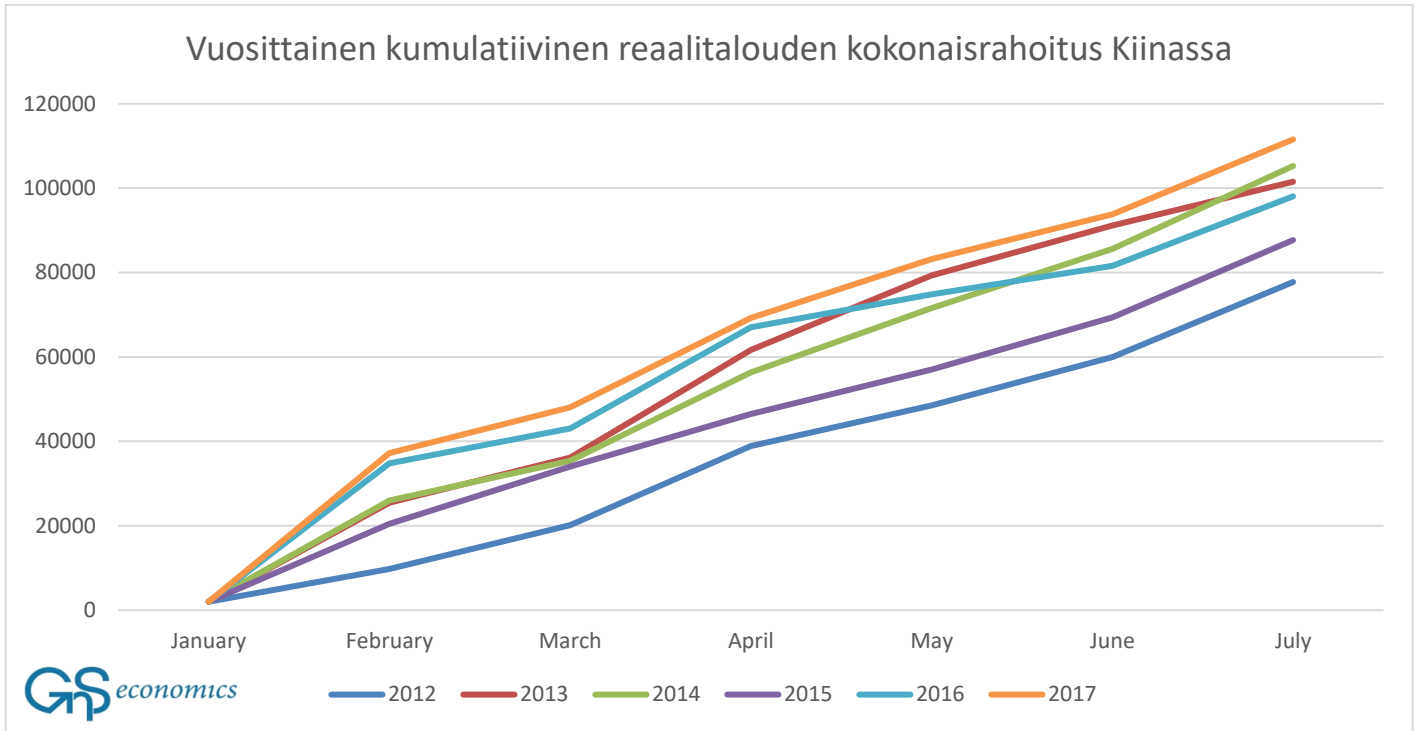
Kuvio 6. BKT asukasta kohti (vaaka-akseli), yksityisen velan määrä suhteessa BKT:hen (pystyakseli) ja finanssikriisit. Lähteet: BIS, Maailmanpankki, GnS Economics



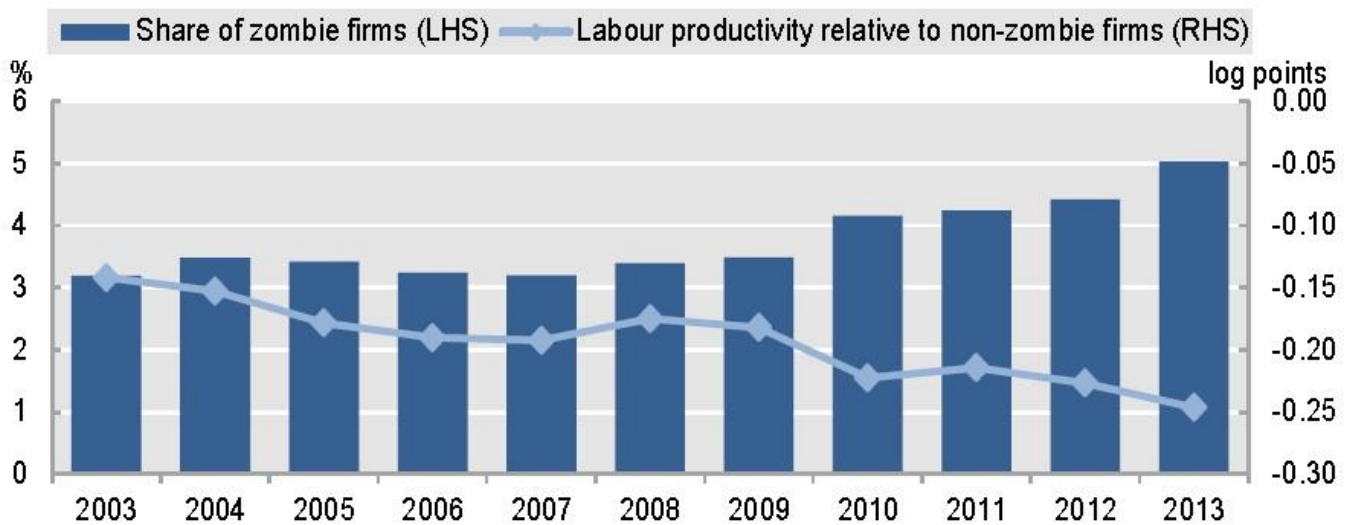
Kuvio 7. Kiinteän pääoman toteutuneet investoinnit. Lähde: GnS Economics, Kiinan kansallinen tilastokeskus



Kuvio 8. Kiinan valtion menojen suhde bruttokansantuotteeseen (laskettuna jokaisen vuoden marraskuussa). Lähde: GnS Economics, Kiinan kansallinen tilastokeskus



Kuvio 9. Kiinan reaalitalouden kokonaisrahoituksen kumulatiivinen taso eri kuukausina. Lähteet: GnS Economics, Kiinan kansanpankki



Kuvio 10. Zombieyritysten osuus ja työn tuottavuus. Lähde: Caballero, Hoski and Kashyap (2017)

LÄHTEET:

Caballero, R.J., T. Hoski and A.K. Kashyap (2008). Zombie lending and depressed restructuring in Japan. *American Economic Review*, 98(5): 1943 – 1977. Ladattavissa osoitteesta: <http://economics.mit.edu/files/3770>.

Fratzcher, M., M. Lo Duca and R. Straub (2017). On the international spillovers of US quantitative easing. *The Economic Journal* (forthcoming). Aikaisempi versio ladattavissa osoitteesta: [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2164261](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2164261).

McGowan, M.A., D. Andrews and V. Millot (2017). The walking dead? Zombie firms and productivity performance in OECD countries. Economics Department working papers no. 1372. Ladattavissa osoitteesta:

<https://www.oecd.org/eco/The-Walking-Dead-Zombie-Firms-and-Productivity-Performance-in-OECD-Countries.pdf>.

Pozsar, Z., T. Adrian, A. Ashcraft and H. Boesky (2012). FRBNY Staff Report no. 458. Ladattavissa osoitteesta:

[https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff\\_reports/sr458.pdf](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf).

## 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](http://www.gnseconomics.com).

.....

Seuraava Q-review julkaistaan joulukuussa 2017.

.....

## Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT

Toimitusjohtaja

puh: +358 40 196 3909

email: [tuomas.malinen@gnseconomics.com](mailto: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.