

TIMO TYRVÄISEN TEESIT JA TULKINNAT

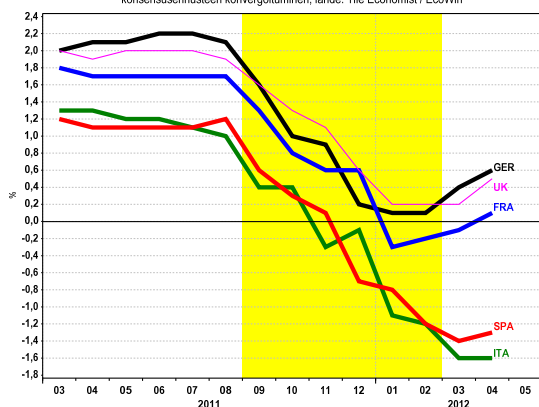


Aktian pääekonomistin talouskatsaus 10.4.2012

Eurokriisin välitilinpäätös: 1) Maailmanloppu peruutettu, 2) rauhan satama karikon takana, 3) majakka on sammunut

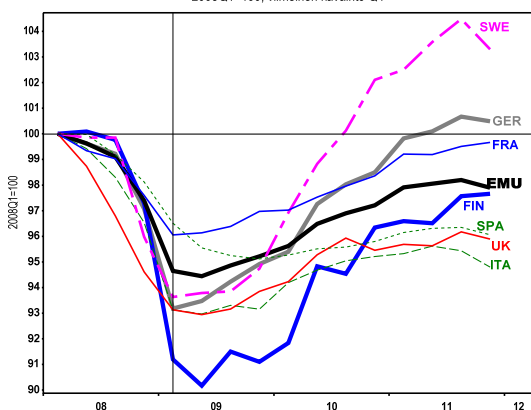
Kuvio 1

EMU, GER, FRA, ITA, UK: BKT:n kasvu 2012, %
konsensusennusteiden konvergoituminen, lähde: The Economist / EcoWin



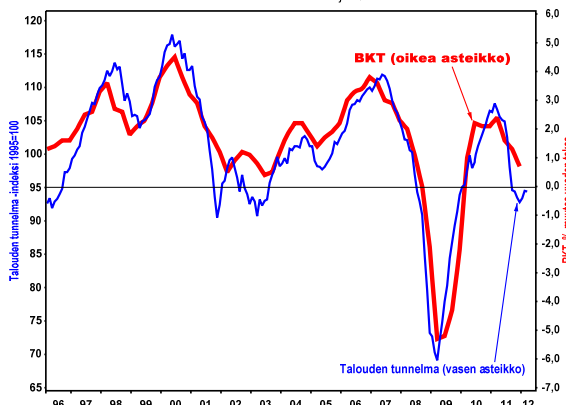
Kuvio 2

Kokonaistuotannon määrä eri maissa
2008Q1=100, viimeinen havainto Q4



Kuvio 3

EMU: Talouden tunnelma ja BKT:n kasvuvauhti, %
viimeinen havainto M3 ja Q4



Onko eurokriisissä pahin takana? Nyt tuntuu siltä, mutta paniikoitumisalttius on edelleen suuri. *Conference Board*'in kansainvälisen pääekonomistiryhmän kokouksessa toissa viikolla Roomassa oli mukana yli 20 pääekonomistia eri maista ja erilaisista yrityksistä. Yksikään heistä ei näyttänyt olevan eri mieltä johtopäätöksestä, jonka ensimmäinen osa koskee psykologiaa ja toinen reaalitaloutta. Ensinnäkin, syksyn paniikki on vahvistunut ylilyönniksi ja epävarmuuden väheneminen vahvistaa luottamusta. Toiseksi, kun luottamus vahvistuu, kuluttajat uskaltavat enenevässä määrin kuluttaa ja yritykset investoida. Siksi eurotalouden taantuma, joka alkoi viime vuoden lopulla ja jatkuu kuluvan kevään, päättyy vahvistuvaan kasvuun vuoden jälkipuoliskolla.

Viime syksyn eurokriisi iski jokaiseen Euroopan maahan. Kuvio 1 kertoo kuinka vuotta 2012 koskevat konsensusennusteet taipuivat syyskuun jälkeen. Muutos heikompaan oli yhtä suuri vakaina pidetyissä Saksassa ja Ranskassa kuin kriisimaihin kuuluvissa Italiassa ja Espanjassa. Se, että vakaat maat ovat hoitaneet asiansa paremmin, ei antanut suojaa kriisimaiden vetäessä kokonaisuutta alas. Myös Englannin, joka ei ole euromaa, kasvunäkymien synkentyminen seurasi eurotrendiä.

Ranskaa ja Suomea lukuun ottamatta kokonaistuotanto supistui kaikissa kuvion 2 maissa viime vuoden lopulla. Tässä joukossa ovat myös Englanti ja Ruotsi, jotka eivät kuulu euroon. Kun eurotalous ja sen rahoitussektori voi huonosti, tauti ei tee eroa eurojäsenien ja ei-eurojäsenien välillä. Kun euroalue on kriisissä, koko Eurooppa voi huonosti. Siksi eurokriisin rauhoittaminen on ollut keskeistä Suomenkin kannalta.

Kuviosta 1 nähdään, että talousodotusten syöksykierre pysähtyi tammi-helmikuussa. Sen jälkeen Saksan, Ranskan, Englannin ja jopa Espanjan ennusteita on korjattu positiiviseen suuntaan.

Tunnelman muutoksen takana on suuri joukko tärkeitä päätöksiä. Kansallisella tasolla tehdyt päätökset Kreikassa, Italiassa, Espanjassa ja Portugalissa olivat ennakkoehto etenemiselle. Ne tekivät mahdolliseksi Kreikan velkasaneerauksen. Yhteisötasolla päätettiin tukimekanismien vahvistamisesta ja finanssipolitiikan toimintatapoja koskevista parannuksista. Ne loivat tilanteen, jossa Euroopan Keskuspankin likviditeettia lisäävät ratkaisut rauhoittivat markkinoiden epäluuloja. Vaikka markkinat haluavat edelleen testata tilanteen kestävyyttä aggressiivisesti, tulevaisuuden minäken-tässä on turvallisempi edetä kuin vielä muutama kuukausi sitten näytti mahdolliselta.

Nyt näyttää siltä, että eurokriisin aiheuttama eurotaantuma jää kohtuullisen lievästi siitäkin huolimatta, että kriisimaissa alamäki jatkuu ja kasvun käynnistyminen on kaukana. Eri maiden tilanne on hyvin erilainen.

Se, että pahin on takana, ei tarkoita sitä, että velkaongelma olisi ratkaistu. Nyt velkavuorten sulattamiseen on kuitenkin helpompi keskittyä pitkän tähtäimen projektina eikä lyhyen tähtäimen kriisipäätösten sarjana. Velkaongelmien ratkaiseminen on monissa maissa ainakin kahden olympiadin mittainen savotta.

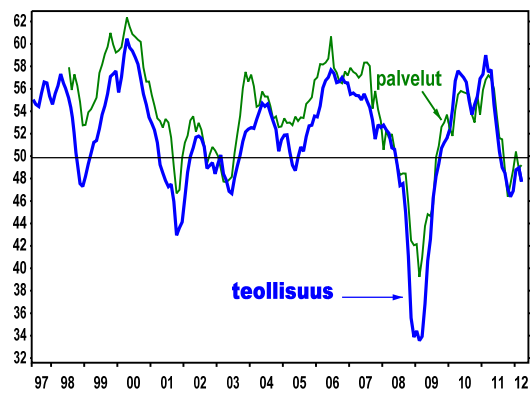
Velkataakan sulattamisen tärkein tekijä on pitkän aikavälin talouskasvu. Häätiset, paniikissa tehdyt päätökset vaikeuttavat ongelman ratkaisemista silloin, kun ne vahingoittavat talouden kasvupotentiaalia siinä mitassa, etteivät verotulot kasva toivotulla tavalla ja työttömyysmenot jäävät pitkäkestoisesti suuriksi.

Kiristämispolitiikan kilpajuoksu, jossa naapurivaltiot kiristävät kilpaa toistensa kanssa, tekee mahdottomaksi maakohtaisten budjettitavoitteiden toteutumisen. Kun erilaisissa tilanteissa olevat euromaat käyttäytyvät kaikki samalla tavoin, budjettien tasapainottamisesta koituvat hyvinvointitappiot maksimoituvat.

Kuvio 4

EMU: Ostopääallikköjen PMI-indeksi

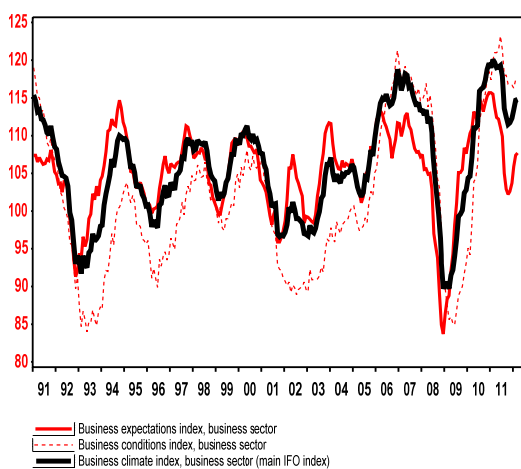
viimeinen havainto M3



Kuvio 5

GER: IFO-indikaattori

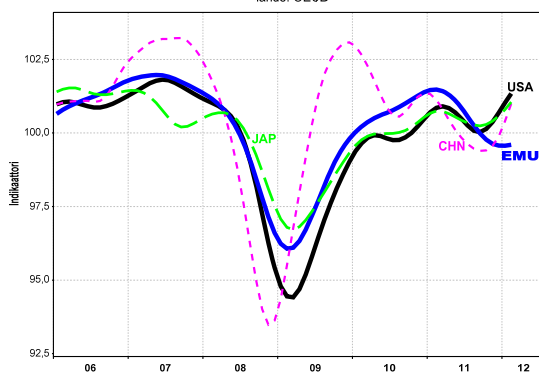
viimeinen havainto M3



Kuvio 6

USA, EMU, CHN, JAP: Ennakoiva indeksi

lähde: OECD



Vielä muutama viikko sitten näytti siltä, että Suomi on menossa kiihkokiristäjien letkaan. Pahimmillaan ilmassa roikkui 5 mrd euron säästöpaketti. Siksi hallituksen toissa viikolla tekemä päätös 2½ mrd euron säästöistä oli suurten linjojen osalta positiivinen yllätys. Ensinnäkin, hallitus ei lähtenyt ylisäästämisen tielle. Toiseksi, veronkorotusten rinnalla päätettiin tehdä merkittäviä menosäästöjä. Kuten olen useaan kertaan todennut, vahvan tutkimusevidenssin mukaan menoleikkauksilla velkatrendi korjautuu vähemmällä hyvinvointitappiolla nopeammin ja kestävämmän kuin veronkorotuksilla. Suomen hallituksen paketti ei ole optimaalinen, mutta kaukana pahimmista peloista.

Hallituksen budjettipäätösten rinnalla työmarkkinajärjestöt pääsivät ratkaisuun, jonka ansiosta todellisen eläköitymisen arvioidaan nousevan muutamalla kuukaudella. Ratkaisu helpottaa kestävyysvajeen kaventamista, vaikka tärkeimmät työurien pituutta kasvattavat päätökset ovat vielä edessä.

Euroalueen taantuma alkoi viime vuoden lopulla. Silti näkyvissä on jo vihreitä versoja eli merkkejä talouden vakautumisesta. Tämä kertoo uskosta siihen, että Italian, Espanjan, Portugalin ja Kreikan säästöpäätökset, euroalueen yhteiset ratkaisut ja Euroopan Keskuspankin toimet ovat katkaissheet kriisin syvenemisen.

Luottamusmittarit sekä OECD:n ennakoiva indikaattori (kuviot 3-6) viittaavat siihen, että itse itseään vahvistava syöksykierre on pysähtynyt. Samaa viestiä kertoo valtion velkamarkkinoiden rauhoittuminen sen jälkeen, kun EKP päätti joulukuussa lainata pankeille vakuuksia vastaan rahaa kolmeksi vuodeksi yhden prosentin tasolla olevalla korolla. Kahdessa operaatiossa uutta keskuspankkirahaa siirtyi yli 1000 mrd euroa, vaikka EKP ei ole hyväksynyt vakuuksia niiden täyteen arvoon. Tiedotustilaisuudessaan 4. huhtikuuta EKP:n pääjohtaja Mario Draghi sanoi, että ns. "haircut" eli vakuuksien aliarvostus on keskimäärin 53 % ja suurimmillaan 75 %.

On kuultu ääniä, joiden mukaan EKP:n epäortodoksinen likviditeettipolitiikka kylvää hyperinflaation siementä. Normaalissa taloustilanteessa uhka olisi ilmeinen. Nykytilanteessa väitön riski on kuitenkin pieni. Toisaalta EKPltä lainattu raha on ohjautunut vaikeuksissa olevien maiden valtionvelkakirjoihin, mikä on epäilemättä ollut EKP:n toivomuslistalla. Toisaalta suuri osa uudesta keskuspankkirahasta on jäänyt pankkeihin mikä vähentää luottomarkkinoiden totaalisen jääntymisen riskiä. Kun yksityisen sektorin toimijat – yritykset ja kotitaloudet – pyrkivät edelleen maksamaan pois aiempia velkojaan, EKP:n likviditeettiriske ei ole luonut sellaista kysyntää, joka kasvattaisi ylikuumenemisen ja hyperinflaation riskiä. Kun yritysten ja kotitalouksien käyttäytyminen tässä suhteessa muuttuu ja lainaraha alkaa virrata pankeista ulos, keskuspankeille tulee kiire vetää sisään kriisissä markkinoille syydetty likviditeetti. Tällä tulee olemaan keskeinen osa keskuspankin *exit*-strategiassa, joka tuskin kuitenkaan tulee ajankohtaiseksi ennen kevättä 2013.

Vaikka vihreät versot ovat nostaneet päätään, ne voivat jäätä nopeasti. Niin käy, jos eurokriisi kärjistyy uudelleen syksyn mittoihin. Viime syyskuun lopulla kirjoitettua *Taloudellisessa katsauksessa* arvioimme syvenevän yleiseurooppalaisen taantuman todennäköisyydeksi 40 %. Tammikuun alussa arvioimme todennäköisyyden laskeneen 30 prosenttiin. Nyt se lieene alle 25 prosentin mittaluokkaa.

Suomen BKT-luvut loka-joulukuulta kertoivat maamme välttäneen taantuman pienimmällä mahdollisella marginaalilla, kun talous kasvoi edellisestä neljänneksestä 0.1 %. Työllisyystilanne on pysynyt siinä määrin vakaana, että talouden syöksykierteen alkamisesta ei enää ole pelkoa, vaikka BKT todennäköisesti supistui päättyneen kevään aikana. Notkahdus on jäänyt sen verran vähäiseksi, että vuoden jälkipuoliskolla tapahtuva elpyminen pitää BKT:n vuosikasvun 2012 nolilla tai jopa marginaalisesti plussalla. Vuodelle 2013 odotamme runsaan 1½ prosentin kasvua.

Suomi on ottanut huomaamattaan ensiaskeleet Italian, Espanjan ja Portugalin tiellä. Kilpailukykyämme on heikentynyt ja julkisen talouden kestävyysvaje on ikääntymisen vuoksi kiistaton. Me voimme silti vielä valita seuraammeko kriisimaiden tietä katkeraan loppuun. Jos se halutaan välttää, on tärkeämpää puhua pitkän ajan kasvuedellytyksistä kuin taittaa peistä "oikeista" leikkauslietoista.

Mitä enemmän pystymme parantamaan pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksia, sitä pienempi on leikkauspakko tässä-ja-nyt. Mitä kauemmas tulevaisuuteen politiikat lykkäävät eläkeikää ja työurien kestoja koskevat ratkaisut sekä kuntasektorin rakenneuudistuksen, sitä enemmän ja hätäisemmin joudumme myöhemmässä vaiheessa korottamaan veroja ja leikkaamaan hyvinvointijärjestelmäämme.

Nykyinen hallitus voi vielä valita ehkäisekö se edessä olevan ongelman ennalta. Seuraavalla hallituksella valinnanvaraa ei ehkä enää ole. Pahimmassa tapauksessa meille tulee tutuksi se tilanne, jossa eteläisen Euroopan kriisimaat nyt yrittävät paniikkiratkaisuilla palauttaa markkinoiden luottamuksen taloutensa suorituskykyyn.

Aktia Pankki Oyj julkaisee tämän katsauksen vastikkeetta. Katsauksessa esittämämme analyysi ja sen perusteella tekemämme ennusteet perustuvat yleisön saatavilla oleviin tietoihin. Vaikka käytämme Aktia Pankin mahdollisimman luotettavina pitämiä lähteitä, olosuhteissa voi tapahtua varoittamatta suuriakin muutoksia, jotka vaikuttavat katsauksessa esitettyihin arvioihin. Aktia Pankki Oyj, sen tytär- ja osakkuusyhtiöt, sen yhteistyökumppanit tai edellä mainittujen palveluksessa olevat henkilöt eivät takaa kommenteissa ja katsauksissa esitettyjen tietojen oikeellisuutta tai täydellisyyttä eivätkä vastaa vahingoista, joita niiden käytöstä mahdollisesti aiheutuu.