

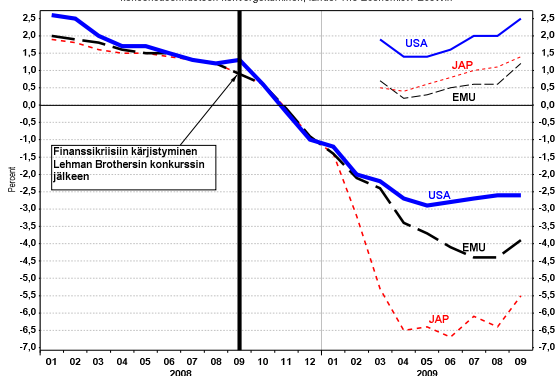
Timo Tyrväisen Teesit ja Tulkinnat

Pääekonomistin ajankohtaiskatsaus 27.10.2009

TERVEISIÄ TIEN PÄÄLTÄ

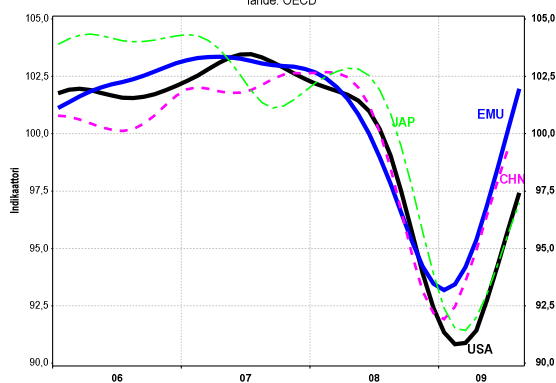
Kuvio 1

USA, EMU, JAP: BKT:n kasvusennuste 2009 ja 2010, %
konsensusennusteen konvergoituminen, lähde: The Economist / EcoWin



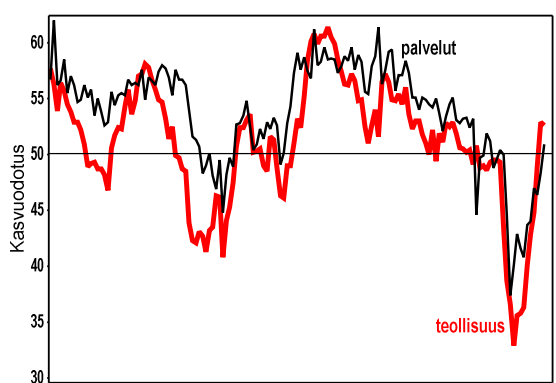
Kuvio 2

USA, EMU, CHN, JAP: Ennakoiva indeksi
lähde: OECD



Kuvio 3

USA: Ostopäälliköiden indeksi
viimeinen havainto M9



Amerikkalaisekonomistien yhdistys NABE (National Association for Business Economics) kokoontui vuosikokoukseen toissa viikolla StLouisissa. Konferenssin teemana oli *Gateway to Recovery: The New Global Financial and Economic Architecture*. USAn talouskasvun osalta NABEn jäsenistön henki oli hyvin positiivinen, mielestäni jopa ylioptimistinen. Viime viikon lopulla Frankfurtissa kokoontunut Conference Board'in European Council of Economists (ECE) oli tässä suhteessa paljon maltillisempi.

NABE-konferenssin merkittävin puhuja oli Kansallisen talousneuvoston puheenjohtaja Larry Summers, joka jäsensi erinomaisen selkeästi Obaman hallinnon finanssipolitiikan nykyiset peruslinjaukset.

Akuutti suhdannepolitiikka lähtee siitä, että sentimenttitekijöiden rooli elpymisessä on avainasemassa. Luottamuksen vahvistamiseksi epävarmuutta on vähennettävä. Summers selvitti epävarmuuden roolia seuraavalla esimerkillä. Jos olen varma, että bensiinin hinta nousee, ostan tietyn auton. Jos olen varma, että bensiinin hinta laskee, ostan toisen auton. Jos en ole varma kumpaan suuntaan hinta menee, mutta uskon olevani viisaampi vuoden päästä, en osta nyt minkäänlaista autoa, vaan odotan.

Epävarmuus vaikuttaa kulutus- ja investointipäätöksiin laajasti. Siksi myös talouspolitiikassa auki olevat asiat pitäisi Summers'in mielestä ratkaista maksimivauhdilla. Esimerkiksi hän otti Obaman terveydenhoitouudistuksen, joka vaikuttaa yritysten käsitykseen niihin kohdistuvista velvoitteista. Terveydenhoitouudistuksen osalta entinen terveysministeri, nykyinen harmaa eminenssi Tommy Thompson päätteli, että hanke hyväksytään juuri ennen joulua eli siinä vaiheessa, kun kongressijäsenten joululoma alkaa olla vaarassa.

Summers'in perusteeksi on, että kysynnän puute rajoittaa tarjonnan eli tuotannon kasvua näköpiirissä olevan tulevaisuuden ajan. Siksi kysynnän tukeminen on talouspolitiikan keskeinen tehtävä. Jos elvytyksellä synnytetty kysyntä lisää tuotantoa, se lisää työllisyyttä mikä puolestaan lisää kysyntää. Näin tavoitellaan pääsyä hyvien kerrannaisvaikutusten kehälle. Summers korosti myös, että koskaan ei ole nykyhetkeä parempi hetki investoida amerikkalaiseen infrastruktuuriin.

Kun Summers puhui vientikysynnän tukemisesta, hän ei puhunut subventioista, vaan pyrkimyksestä saada ulkomaankaupassaan ylijäämäiset maat vahvistamaan kotimaista kysyntäänsä. Se tukisi maailmankaupan elpymistä, josta myös USAn vienti hyötyisi.

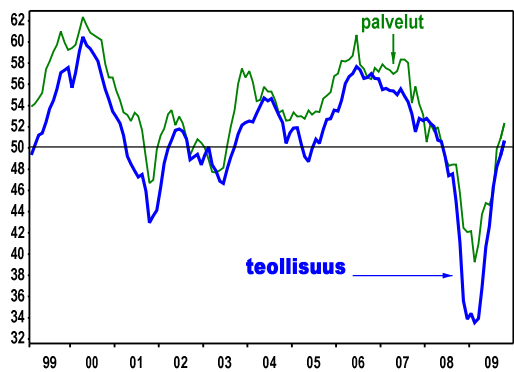
Kotitalouksien kulutuskysynnän kannalta keskeistä on luoton saatavuuden parantaminen. Tältä osin ongelmat ovat Yhdysvalloissa paljon suuremmat kuin meiltä käsin uskoisi.

Rahoitusmarkkinaremontin välttämättömyyttä alleviivaa se, että USAn rahoitusmarkkinoilla kriisit ovat seuranneet toisiaan vain muutaman vuoden välein (LTCM, it-kupla, Enron, subprime). Summers'in mukaan tämä

Kuvio 4

EMU: Ostopäälliköiden indeksi

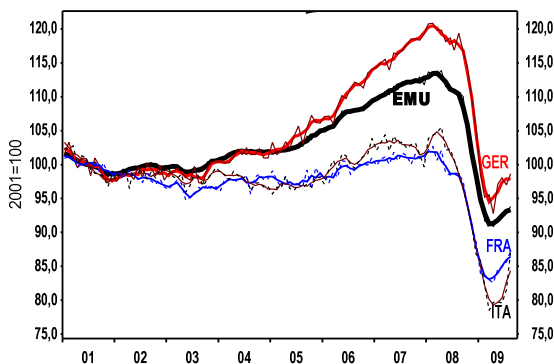
viimeinen havainto M10



Kuvio 5

EMU: Teollisuustuotannon volyymi

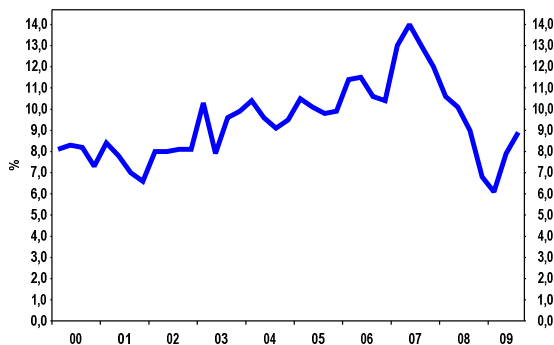
ja sen 3 kk:n liukuva keskiarvo, viim. hav. M8



Kuvio 6

KIINA: BKT:n kasvu

muutos edellisen vuoden vastinlännekkästä, viimeinen havainto Q3



on kiistaton todistus siitä, että jokin on ollut pahasti pielessä. Jokaista suurta, verkottunutta ja systeemin kannalta keskeistä rahoitusalan toimijaa tulisi valvoa, mutta niin ei ole tapahtunut. Ei myöskään saa olla niin, että instituutio voi itse valita valvojansa. Summers'in mielestä kapitalismi ilman (konkurssi)riskiä on kuin uskonto ilman syntiä. Siksi konkurssiriski ei saa liudentua pankkienkaan kohdalla. Uuden regulaation keskeisiä osia ovat pääomavaatimusten kiristäminen ja riskinoton rajoittaminen.

StLouisin FEDin entinen ykkösmies, nyt Cato-instituutissa toimiva William Poole muistutti omassa puheenvuorossaan, että vain todella hurjapäinen valtiovarainministeri päästäisi suuren ja/tai verkottuneen pankin kaatumaan Lehman Brothers'iin liittyvien kokemusten jälkeen. Kun todellista konkurssiriskiä ei siis ole, pankit alkavat ottaa enemmän ja enemmän riskiä sitä mukaan, kun nykykriisin muisto himmenee. Euroopan keskuspankin neuvoston jäsen Christian Noyer varoitti samasta asiasta – kuluvan viikon maanantaina todeten, että eräät pankit näyttävät jo nyt palanneen kriisiä edeltäneeseen riskiottoon. Myös Englannin keskuspankin pääjohtaja Mervyn King on jo puhunut tästä. Pankkien riskinoton rajoittaminen tulee olemaan hankala urakka..

Yksi konkurssiriskin liudentumista kuvaava sanonta on: "Too Big To Fail". Monien NABE-puheenvuorojen mukaan sanonnan pitää nyt kuulua "Too Connected To Fail". Kun suuruus on verkottuneisuuden keskeinen dimensio, seuraava Poole'n esittämä kehitysskenaario oli karua kuultavaa. Kun jatkossakin suuret pankit saavat rahaa halvemmalla, ne kasvavat entistä suuremmiksi. Kun samaan aikaan suurten pankkien konkurssiriski on *de facto* nolla, riskinottoa ei rajoita mikään.

StLouisin nykyinen FED-johtaja James Bullard esitti useita kiinnostavia näkökohtia. Hänen mukaansa FEDiin kohdistuva kritiikki siitä, että 2001 taantuman jälkeen ohjauskorko oli "too low, too long", vaikuttaa tulevien koronnostojen aikatauluun.

Bullard selitti myös keskuspankkiirin tapaa suhtautua rahaperustan kaksinkertaistumiseen, jonka FED on itse politiikallaan aikaansaanut. Varsinkin, kun rahaperusta tulee edelleen kasvamaan, kysymys on inflaation riskien kannalta keskeinen.

Oppikirjamallissa rahan tarjonnan kaksinkertaistuminen johtaa hintatason kaksinkertaistumiseen. Jos prosessin oletetaan vievän 10 vuotta, inflaatio *per annum* olisi 7 %. Skenaario olisi keskuspankin näkökulmasta sietämätön. Bullard kuitenkin muistutti, että oppikirjamallissa rahan tarjonnan muutos on pysyvä, kun taas nykyinen rahan tarjonnan kasvu on pitkäkestoinen, mutta ei pysyvä. Lisäksi rahan tarjonta (money supply) ja rahaperusta (monetary base) eivät ole ihan sama asia -- tämä tosin on toissijaista. Bullard'in perusviesti oli, että keskuspankin tulevasta politiikasta riippuu lähteekö inflaatiojuna liikkeelle. Tämä vastaa omaa arviotamme, jonka mukaan keskuspankit ovat kylväneet hyperinflaation siemenen, mutta vasta 2010 aikana ratkaistaan nouseeko se oraalille.

Toinenkin Bullard'in mielenkiintoinen ajatus liittyy inflaatiokeskusteluun. Hänen mukaansa käyttämätön kapasiteetti, joka hillitsee inflaatiopaineita, ei ehkä olekaan niin suuri kuin mallilaskelmat osoittavat. Laskelmissa talous lähti laskuun kapasiteetin täydestä käyttöasteesta. Jos kuitenkin lähtötilanteessa osa aktiviteetin tasosta oli kuplaa -- asuntomarkkinan osalta tätä on vaikea kiistää --, talous ei olekaan painunut niin paljon kestävästi aktiiviteettitasen alapuolelle kuin yleisesti arvioidaan. Silloin käyttämättömän kapasiteetin inflaatiota hillitsevä vaikutus on jatkossa pienempi kuin yleensä ajatellaan.

Bullard otti kantaa myös siihen tulisiko keskuspankin ottaa osakemarkkinoiden kehitys huomioon politiikassaan. Käytännössä kysymys on siitä, että osakekurssit lisättäisiin optimaalista rahapolitiikkaa kuvaavaan Taylo-

rin sääntöön. Bullard'in mielestä tämä saattaisi johtaa kaksoislaskentaan (double counting). Kun talouden fundamentit muuttuvat, FED reagoi niihin. Myös osakemarkkinat reagoivat fundamenttien muutokseen, mutta ne reagoivat myös (odottamaansa) FEDin reaktioon. Jos FED reagoisi osakemarkkinareaktioon, se reagoisi tavallaan tuplasti fundamenttien muutokseen, mutta lisäksi myös oman reaktionsa aiheuttamaan osakemarkkinareaktioon.

FEDin varapääjohtaja Donald Kohn puolestaan totesi olleensa aiemmin voimakkaasti sitä vastaan, että FED lisäisi osakemarkkinoiden muutokset tavoitefunktionsa. Kaiken viime vuosina tapahtuneen jälkeen hän on nyt paljon epävarmempi.

NABEn kokouksessa puhuttiin myös dollarista. Jäsenistön odotus on, että dollari on 2010 lopussa hieman heikompi kuin 2009 lopussa. Se laajalle levinnyt yleinen odotus, että USAn Eurooppaa nopeampi elpyminen alkaa tukea dollaria, ei siis vastaa NABEn jäsenistön näkemystä, joka on USAn elpymisen osalta vielä yleistä odotustakin optimistisempi.

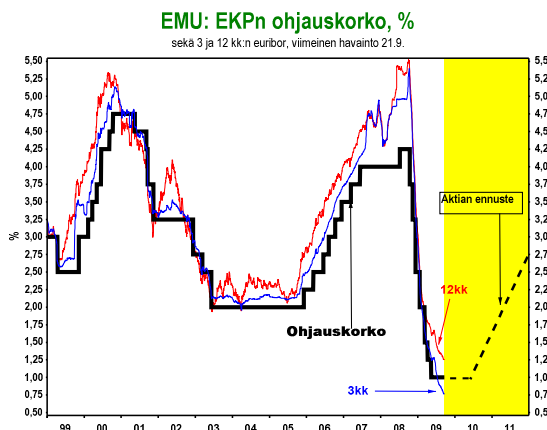
Melkoisesti on saanut palstatilaa myös kysymys siitä korvaako jokin muu valuutta dollarin reservivaluuttana. Jonkin verran dollarin paino on toki kaventunut, viime vuosina sen osuus keskuspankkien valuuttareserveissä on laskenut 70 prosentin tasolta lähemmäs 60 prosentin tasoa. Tullaanko se korvaamaan jollakin muulla valuutalla? Kaksi arvostettua puhujaa Leo Abruzzese (EIU) ja Nariman Behraves (IHS Global Insight) olivat samaa mieltä siitä, että järkevää vaihtoehtoa dollarille ei ole. Kyseen voi tulla vain iso, likvidi valuutta, jolla on takanaan laaja, likvidi bondimarkkina. Euroalueen bondimarkkinoiden pirstoutuneisuus estää euron maailmanvalloitukseen. Kiinan *renminbin* takana ei ole likvidiä bondimarkkinaa eikä se ole missään mielessä markkinaehtoinen. Kolmas vaihtoehto SDR rajautuu pois, koska sillä ei ole yksityistä markkinaa lainkaan.

ECEn kokouksessa tehtäväni oli alustaa keskustelu maailmantalouden tilasta NABEn kokouksen ja IMF:n uusimman ennusteen pohjalta. Nopeasti kävi ilmi, että eurooppalaisten ekonomistien näkemys ei ole likikään yhtä optimistinen kuin amerikkalaisten yritysten palveluksessa toimivien ekonomistien. Tässä suhteessa vanhalla mantereella ollaan lähempänä IMF:n varovaisia kasvuennusteita. Toisaalta sekä keskuspankki FEDin että Obaman hallinnon edustajat olivat paljon varovaisempia kasvuodotuksissaan kuin NABEn jäsenistö. Tällä perusteella tuntuu hyvältä pitäytyä Aktian aiemmassa ennusteessa, jonka mukaan Yhdysvaltain kokonaistuotanto 2010 kasvaa 1.8% eli selvästi NABEn odotusta ja myös konsensusennustetta hitaammin. Toisaalta ennustemme on korkeampi kuin IMF:n ennuste, joka viimeaikaisen informaation valossa tuntuu vähän liiankin harmaalta.

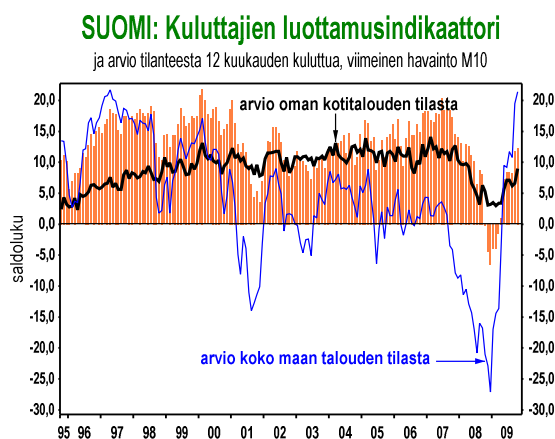
Euroopan osalta ECEn jäsenten näkemys on, että talouskasvu tulee kuluvan vuoden jälkipuoliskolla olemaan erittäin vahva. Esimerkiksi Saksan BKT saattaa kasvaa 3. vuosineljänneksellä 4 prosentin vuosivauhtia. Vahva kasvu jatkuu ainakin 4. neljänneksellä. Saksassa kasvu alkaa kuitenkin hidastua selvästi 2010 ensimmäisen vuosipuoliskon aikana, kun elvytysvaikutus alkaa heikentyä. Negatiiviseksi kasvun ei toki silti uskota painuvan. Esimerkiksi Commerzbankin ennuste, että Saksan BKT kasvaa 2 % vuonna 2010 perustuu paljolti kuluvan vuoden lopun vahvan kasvun siirtymävaikutukseen.

Commerzbank uskoo, että FED korottaa ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran kesäkuussa. EKP:n nostot alkavat heinäkuussa ja vuoden 2010 lopussa EKP:n ohjauskorko on 1.75 %. Commerzbankin ennuste on hyvin lähellä omaani (kuvio 7). Toisaalta monet eurooppalaiset kollegat uskovat, että EKP lykkää ensimmäisen koronnoston aivan vuoden

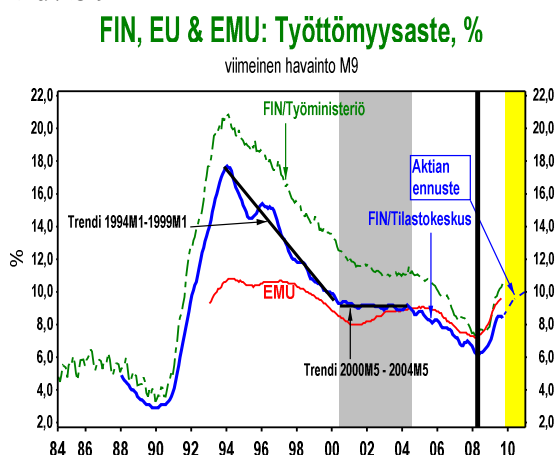
Kuvio 7



Kuvio 8



Kuvio 9



lopulle. Nordea on jopa sitä mieltä, ettei EKP nosta korkojaan lainkaan 2010 aikana.

ECEn erittäin aktiivinen ja polveileva keskustelu todisti jälleen kerran, että nykykriisissä on niin paljon ulottuvuuksia, että niiden huomioon ottaminen ja yhteen vetäminen on käytännössä yhdelle ihmiselle mahdotonta. Parhaankin jonglöörin hallitsemien ja ilmassa pitämien pallojen määrä on rajattu.

Suomalaisen eläkeikäkeskustelun suhteuttamiseksi on pakko muistuttaa, että esimerkiksi Saksassa virallinen eläkeikä nostettiin 65 vuodesta 67 vuoteen jo keväällä 2007. Syynä oli eläkerahoituksen kestävyys väestön ikääntyessä. Keskustelu eläkeiän kohottamisesta elinikäodotteen noustessa ei siis ole mitenkään suomalainen erityisteema. Myöskään eläkeiän nousu 67 vuoteen ei olisi kansainvälisesti katsoen ennen näkemätön asia. Pikemminkin eläkeiän nousun voi odottaa olevan yleinen suunta yhä useammissa Länsi-Euroopan maissa lähivuosien aikana.

Viime viikkojen talousdata (kuviot 1-6) tukee käsitystämme, että maailmantalouden elpyminen on lähtenyt liikkeelle yleisiä odotuksia vahvempuna. Toisaalta muutamat pettymykset tukevat käsitystä, että elpymisen tie on pomppuinen eikä nousu tule olemaan pelkkää paraatimarssia.

Suomen kohdalla kotitalouksien luottamuksen nopea nousu kesän jälkeen (kuvio 8) on erittäin rohkaiseva ilmiö. Se vähentää huolta taantumakierteen syvenemisestä. Lisäksi kausitasoitettun työttömyysasteen nousu pysähtyi syyskuussa (kuvio 9). Voi tietysti olla niin, että työttömyystrendin taittuminen oli vain tilastollinen harha tai satunnais-tekijöiden aikaansaama ilmiö. Lähikuukausien työllisyysluvut ovat keskeisiä suomalaisen elpymisen aikataulua arvioitaessa.

Taulukko 1

Kokonaistuotannon kasvuennuste ostovoimapariteettipainoin, %

	Osuus 2007, %	2006	2007	2008	2009e	2010e
Maaailma	100.0	5.0	4.9	3.0	-1.2	3.4
Euroalue	16.1	2.9	2.6	0.7	-3.8	1.4
Saksa	4.3	3.0	2.6	1.0	-5.0	1.7
Ranska	3.2	2.2	1.9	0.7	-2.2	1.4
Suomi	0.3	5.0	4.2	0.9	-6.0	1.3
USA	21.4	2.9	2.2	1.1	-2.7	1.8
Japani	6.6	2.4	2.1	-0.7	-5.0	1.3
Kiina	10.8	11.6	11.9	9.5	8.0	9.0
Intia	4.6	9.2	9.2	6.2	6.0	7.0
Venäjä	3.2	6.7	8.1	7.0	-8.0	2.5

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 kommentteissa ja katsauksissa esitettyjen tietojen oikeellisuutta tai täydellisyyttä eivätkä vastaa vahingoista, joita niiden käytöstä mahdollisesti aiheutuu.