

# PAREMPAA NÄKYVISSÄ

Toukokuu 2014

TALOUDELLINEN  
KATSAUS



Kansainvälisessä taloudessa vahvistuvaa, mutta epätasaista kasvua

Rahapolitiikka pysyy kehittyneissä maissa kasvua tukevana pitkään

EKP laskee korkoja jo kesäkuussa

Suomessa niukkaa kasvua näkyvissä

BKT:n kasvu jää vielä tänä vuonna nollan alapuolelle

# Aktia

## Sisällys

Tiivistelmä.....	1
Kansainvälinen talous: Vahvistuvaa, mutta epätasaista kasvua.....	3
Suomi: Niukkaa kasvua näkyvissä.....	7
Euroalue: Kasvunäkymät kohenevat.....	12
Yhdysvallat: Elpymisen eturintamassa.....	16
Japani: Rakenneuudistuksia tarvitaan.....	19
Kiina: Tasapainoilua kasvun ja rahoitusvakauden välillä.....	20
Venäjä: Kasvun avaimet hukassa.....	21



### Pääekonomisti Anssi Rantala

Aktia Pankki Oyj

Taloudellinen katsaus  
perustuu 19.5.2014  
käytettävissä olleisiin  
tietoihin.

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 tytä- 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.

Kommenttien ja katsauksien tai niiden osien kopioiminen tai suora lainaaminen on kiellettyä ilman Aktia Pankki Oyj:n lupaa.

Aktia Pankki Oyj  
PL 207  
Mannerheimintie 14  
00101 Helsinki  
Puh. 010 247 5000  
Faksi 010 247 6356

Y-tunnus 2181702-8  
[www.aktia.fi](http://www.aktia.fi)

# Tiivistelmä

Maailmantalouden kasvu on vahvistumassa, mutta elpyminen etenee eritahtisesti. Tämän vuoden alkupuoliskoa on leimannut epävarmuus globaalin kasvun vahvuudesta.

Yhdysvalloissa sääolosuhteet olivat talvella monilla alueilla poikkeuksellisia, ja monet talouden indikaattorit ja tilastot jäivät odotettua heikommiksi. Kiinan talouskasvun hidastuminen jatkui ensimmäisellä neljänneksellä. Ukrainan kriisi on jo johtanut talouspakotteisiin Venäjään vastaan ja lisännyt geopoliittisia jännitteitä.

Yhdysvalloissa talouden heikkous näyttää olleen suurelta osin poikkeuksellisen vaikean talven aiheuttamaa, ja kasvun odotetaan alkuvuoden vaihteluiden jälkeen pysyvän ripeänä kotitalouksien kulutuksen ja yritysten investointien vetämänä. Myös euroalue pääsee tänä vuonna kasvuun kahden taantumavuoden jälkeen. Kiinan talouskasvu hidastuu rakennussektorin jäähtymisen myötä, mutta kasvu pysyy lähellä 7,5 prosentin tavoitetta.

BKT:n kasvu, %					
	osuus*, %	2012	2013	2014e	2015e
<b>Maailma</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>
Euroalue	13,1	-0,6	-0,4	1,0	1,5
USA	19,3	2,8	1,9	2,5	2,9
Japani	5,4	1,4	1,5	1,5	1,3
Kiina	15,4	7,8	7,7	7,3	7,2
Venäjä	2,9	3,5	1,3	-0,5	0,8
Kehittyneet taloudet	49,6	1,4	1,3	2,1	2,3
Kehittyvät taloudet	50,4	5,0	4,7	4,8	5,2

\*Ostovoimapariteettipainot v. 2013, IMF WEO, huhtikuu 2014.

Maailmantalouden suurimmat kasvuriskit liittyvät Kiinan talouskasvun ennustettua suurempaan jarrutukseen ja sen globaaleihin vaikutuksiin. Kehittyviin talouksiin Kiinan kasvun voimakkaampi hidastuminen vaikuttaisi mm. raaka-ainehintojen alenemisen kautta. Kehittyneistä alueista erityisesti Eurooppa on tiiviiden kauppayhteysien vuoksi haavoittuvainen Kiinan talouden heikentymiselle.

Geopoliittiset jännitteet ovat kasvaneet Ukrainan kriisin vuoksi. Ukrainan tilanteen kärjistyminen uudelleen voisi johtaa merkittäviin talouspakotteisiin ja kansainvälisen kaupan häiriöihin.

Lähivuosien inflaatiopaineet ovat globaalisti vähäiset. Rahapolitiikka tulee pysymään kehittyneissä maissa kasvua tukevana vielä pitkään.

Kuluttajahintainflaatio, %				
	2012	2013	2014e	2015e
Euroalue	2,5	1,3	0,7	1,2
USA	2,1	1,5	1,7	2,1
Japani	0,0	0,4	2,6	1,7

Yhdysvalloissa FED tulee päättämään arvopapereiden osto-ohjelmansa tämän vuoden loppuun mennessä. Arvioimme, että FED nostaa ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran vuoden 2015 kesäkuussa, ja vuoden lopussa ohjauskorko on 1,00 %.

Inflaation mataluus on herättänyt huolta deflaatioon ajautumisesta erityisesti euroalueella. Inflaatio on tällä hetkellä alle 1 prosenttia, ja sen ennustetaan nopeutuvan vain hyvin hitaasti.

Arvioimme, että EKP laskee perusrahoitusoperaatioiden koron 0,15 prosenttiin ja talletuskoron negatiiviseksi -0,10 prosenttiin jo kesäkuun korkokokouksessa. Ohjauskorkojen alentaminen on perusteltua, koska inflaatio ei ennusteiden mukaan lähesty riittävän nopeasti kahden prosentin hintavakaustavoitetta.

Täsmätoimet yritysrahoituksen tukemiseksi erityisesti kriisimaissa ovat EKP:n seuraava todennäköinen rahapoliittinen toimi. Laajamittainen valtionlainojen osto-ohjelma on kuitenkin epätodennäköinen.

Korot ja valuuttakurssit				
	19.5.14	31.12.14	30.6.15	31.12.15
<b>Euroalue</b>				
Ohjauskorko	0,25	0,15	0,15	0,15
3kk Euribor	0,32	0,30	0,40	0,40
Saksan 10 v. korko	1,34	1,75	2,00	2,25
<b>USA</b>				
Ohjauskorko	0,25	0,25	0,50	1,00
3kk Libor	0,23	0,25	0,75	1,25
10 v. korko	2,51	2,75	3,25	3,50
<b>Japani</b>				
Ohjauskorko	0,00	0,00	0,00	0,00
3kk Tibor	0,21	0,25	0,25	0,25
10 v. korko	0,59	0,75	0,75	1,00
EUR/USD	1,37	1,33	1,30	1,30
EUR/YEN	139	137	137	137
USD/YEN	101	103	105	105

Euroalueen talous on kuitenkin nousemassa hitaasti kasvuun. EKP tulee nostamaan ohjauskorkoaan vasta vuoden 2016 alkupuolella, kun inflaatio on noussut 1,5 prosentin tuntumaan ja vapaiden tuotantoresurssien määrä on vähentynyt huomattavasti.

Pitkät korot tulevat nousemaan maltillisesti. Yhdysvaltojen 10 vuoden korko nousee tämän vuoden loppuun mennessä 2,75 prosenttiin, ja ensi vuoden lopussa se on 3,5 prosenttia. Euroalueella pitkien valtionlainojen korot ovat painuneet poikkeuksellisen mataliksi. Korkeoero suhteessa Yhdysvaltoihin tulee hieman kasvamaan, kun rahapolitiikan normalisointi etenee eriaikaisesti. Saksan 10 vuoden korko on tämän vuoden lopussa 1,75 prosenttia ja ensi vuoden lopussa 2,25 prosenttia.

Nopeaa muutosta euron arvoon ei ole odotettavissa. Yhdysvaltojen talouden nopeampi kasvu ja rahapolitiikan nopeampi normalisointi tukee kuitenkin jatkossa dollaria. Euron dollarikurssin ennustetaan olevan vuoden 2015 lopulla 1,30.

Suomen talouden rakenne kriisi on osoittautunut huomattavasti odotettua voimakkaammaksi ja pidemmäksi. Alkuvuoden aikana Suomen taloudessa ei ole tapahtunut käännettä parempaan.

Tänä vuonna Suomen BKT:n ennustetaan supistuvan 0,3 %. Vuoden alkupuoliskolla talous on vielä supistunut, mutta toisella vuosipuoliskolla kansainvälisen kaupan nopeutuminen lisää myös Suomen vientiä.

Vuonna 2015 BKT:n kasvu jää edelleen vaimeaksi 1,3 prosenttiin. Vientikysyntä vahvistuu maailmantalouden kasvun mukana ja kotimarkkinoilla tilanne vähitellen vakautuu.

Suomen talous: kysyntä ja tarjonta					
Määrän %-muutos edellisestä vuodesta					
	2013 mrd.	2012	2013	2014e	2015e
<b>Bruttokansantuote</b>	<b>193,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,3</b>
Yksityinen kulutus	109,4	0,3	-0,8	-0,8	0,3
Julkinen kulutus	49,7	0,5	0,8	0,4	0,5
Investoinnit	36,6	-0,8	-4,6	-4,2	2,1
Vienti	77,6	-0,2	0,3	0,2	3,4
Tuonti	77,8	-0,7	-1,8	-1,3	1,8

Nopeaa käännettä parempaan ei työmarkkinoille ole luvassa. Työllisyyden lasku tasaantuu tämän vuoden loppuun mennessä. Varovainen käänne parempaan ajoittuu vasta selvästi vuoden 2015 puolelle. Ensi vuonna työttömyysaste laskee osin demografisista syistä. Eläkkeelle jää enemmän ihmisiä kuin työmarkkinoille tulee nuoria ikäluokkia.

Muut keskeiset ennusteluvut				
	2012	2013	2014e	2015e
Inflaatio (KHI), %	2,8	1,5	1,3	1,6
Ansiotaso, %-muutos	3,2	2,0	1,2	1,2
Työttömyysaste, %	7,7	8,2	8,6	8,4
Vaihtotase, % BKT:stä	-1,4	-0,8	-0,4	0,0
Julkisyht. rah.jäämä, % BKT:stä	-2,2	-2,4	-2,8	-1,8
Julkisyht. bruttovelka, % BKT:stä	53,6	56,9	61,1	63,3

Julkinen talous on pysynyt viime vuodet syvästi alijäämäisenä. Tänä vuonna julkistalouden alijäämä kasvaa, kun BKT:n kasvu painuu nollan alapuolelle. Vuonna 2015 alijäämä pienenee sopeutustoimien ansiosta. Julkinen alijäämä on ensi vuonna kuitenkin edelleen 2 % BKT:stä. Valtion ja kuntien alijäämä on noin 4 % BKT:stä, eli noin 8 mrd. euroa.

Mittavat valtion ja kuntien alijäämät ovat johtaneet valtion velkaantumisen nopeaan kasvuun viime vuosina. Julkistalouden velka oli viime vuonna 56,9 prosenttia suhteessa BKT:hen. Julkinen velkaantuminen jatkuu lähivuosina. Velka nousee 63 prosenttiin vuonna 2015.

Suomen veroaste nousee ensi vuonna 46 prosenttiin. Näin korkeissa lukemissa veroaste on ollut vain 1990-luvun laman jälkeen.

Suomen julkisen talouden kestävyys turvaamiseksi on ehdottoman tärkeää, että työmarkkinajärjestöjen valmistelussa oleva eläkeuudistus pidentää työuria riittävästi ja että sote-uudistus tuottaa miljardisäästöjä julkisesti rahoitettuihin palveluihin. Onnistuessaan nämä uudistukset hoitaisivat merkittävän osan kestävyysvajeesta.

Kummankin hankkeen vaikutuksia voidaan kuitenkin arvioida vasta vuosien päästä. Seuraava hallitus perii joka tapauksessa ennätyskireän verotuksen ja noin 8 miljardin alijäämän valtion ja kuntien taloudessa.

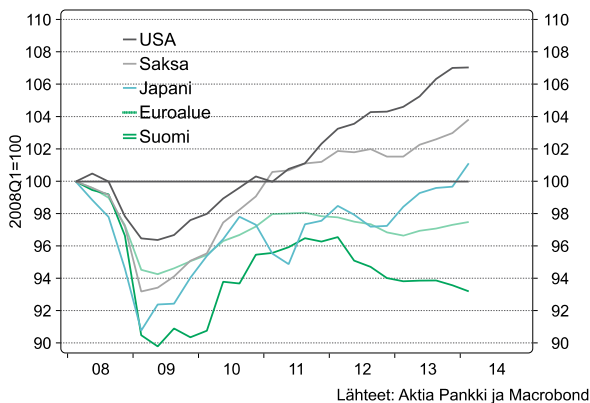
Olisi suuri riski antaa julkistalouden velkaantua lisää nykyistä vauhtia. Siksi julkisia menoja pitää lähivuosina määrätietoisesti alentaa. Kestävä, talouden kantokykyyn mitoitettu julkinen talous on tärkeä osa yritysten ja yrittäjien vakaata toimintaympäristöä.

## Kansainvälinen talous: Vahvistuvaa, mutta epätasaista kasvua

### Maailmantalous vahvistuu

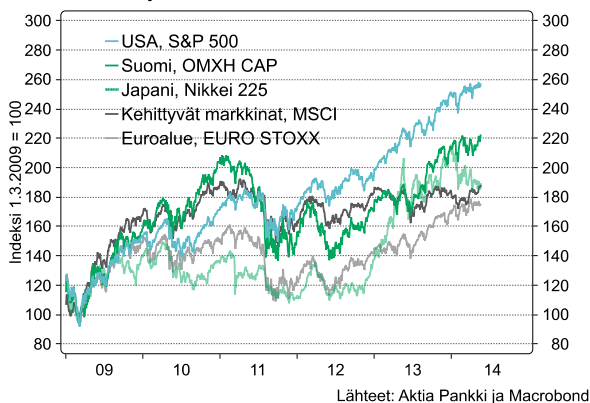
Maailmantalouden kasvu vahvistui viime vuoden jälkipuoliskolla. Erityisesti Yhdysvalloissa kasvu nopeutui, ja myös Euroopassa näkymät kohenivat yleisesti.

Bruttokansantuotteen määrä eri maissa



Myönteinen talouskehitys näkyi myös markkinoilla. Osakeindeksit nousivat kehittyneillä markkinoilla vahvasti ja riskilisät kaventuivat selvästi. Euroalueen valtioiden velkakriisi pysyi hallinnassa, ja korkoerot euromaiden välillä kaventuivat merkittävästi.

Osakeindeksejä



Kehittyvillä markkinoilla talouskasvu ei nopeutunut, ja osaketuotot jäivät monilla markkinoilla nollan tuntumaan. Valuuttamarkkinoilla viime vuoden jälkipuolisko oli monille kehittyville talouksille epävarmuuden aikaa.

Yhdysvaltojen keskuspankki FEDin viestit epätavanomaisen rahapolitiikan odotettua nopeammasta vähentämisestä aiheuttivat pääomavirtojen nopeita muutoksia, ja joidenkin kehittyvien talouksien valuuttakurssit heikkenivät voimakkaasti.

Kehittyvien maiden valuuttakursseja

Paikallinen valuutta/USD



Tämän vuoden alkupuoliskoa on leimannut epävarmuus globaalin kasvun vahvuudesta. Korkomarkkinoilla tuotot ovat alentuneet voimakkaasti vuoden alun tasoiltaan, ja osakeindeksit ovat vaihdelleet suuresti

Yhdysvalloissa sääolosuhteet olivat talvella monilla alueilla poikkeuksellisia, ja monet talouden indikaattorit ja tilastot jäivät odotettua heikommiksi.

Kiinan talouskasvun hidastuminen jatkui ensimmäisellä neljänneksellä. Kiinteistösektorilla kasvu hidastuu nyt voimakkaasti. Ukrainan kriisi on jo johtanut talouspakotteisiin Venäjään vastaan ja lisännyt geopoliittisia jännitteitä. Pääomaa on virrannut ulos Venäjältä ja rupla on heikentynyt.

Yhdysvalloissa talouden heikkous näyttää olleen suurelta osin poikkeuksellisen vaikean talven aiheuttamaa, ja kasvun odotetaan alkuvuoden vaihteluiden jälkeen tasaantuvan vuoden jälkipuoliskolla kotitalouksien kulutuksen ja yritysten investointien vetämänä noin kolmen prosentin vauhtiin.

Euroopassa taloustilanne on jatkanut kohentumistaan alkuvuoden aikana. Ensimmäisen neljänneksen kasvu jäi euroalueella kuitenkin odotettua hitaammaksi. Kasvulukujen suuret erot euromaiden välillä kuvaavat taloustilanteen haurautta. Englannin ja Ruotsin taloudet ovat sitä vastoin vahvassa kasvussa.

Euroalueen kasvun ennustetaan yltävän yhteen prosenttiin tänä vuonna, kun viennin ohella myös investointien odotetaan vahvistuvan. Vuonna 2015 kasvu nousee noin 1½ prosenttiin.

BKT:n kasvu, %					
	osuus*, %	2012	2013	2014e	2015e
<b>Maailma</b>	<b>100,0</b>	<b>3,2</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>	<b>3,8</b>
Euroalue	13,1	-0,6	-0,4	1,0	1,5
USA	19,3	2,8	1,9	2,5	2,9
Japani	5,4	1,4	1,5	1,5	1,3
Kiina	15,4	7,8	7,7	7,3	7,2
Venäjä	2,9	3,5	1,3	-0,5	0,8
Kehittyneet taloudet	49,6	1,4	1,3	2,1	2,3
Kehittyvät taloudet	50,4	5,0	4,7	4,8	5,2

\*Ostovoimapariteettipainot v. 2013, IMF WEO, huhtikuu 2014.

Japanin talouskasvu pysyy melko hitaana noin 1½ prosentissa tänä ja ensi vuonna. Hallituksen talousohjelman rahapoliittinen elvytys on heikentänyt jeniä voimakkaasti ja tukenut osakemarkkinoita. Merkit viennin kohentumisesta ja yritysten investointien vahvistumisesta ovat näkyvillä, mutta arvonlisäveron korotukset ja palkkojen vaimea kehitys pitävät kulutuskysynnän vaimeana.

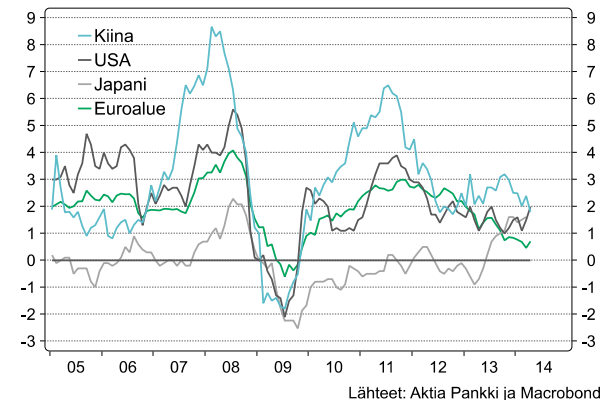
Kiinan talous ei näyttäisi hidastuvan niin paljon, että sillä olisi merkittäviä kielteisiä vaikutuksia koko maailmantalouteen. Hallituksen joustava kasvutavoite on 7,5 % tälle vuodelle. Kiinan hallituksella on resurssit ja selvä tarve pitää kasvu yli seitsemässä prosentissa. Kiinteistösektorin voimakas jarrutus on tällä hetkellä merkittävin Kiinan talouden vakautta uhkaava riski.

Ukrainan tilanteen etenemisen ennustaminen on mahdotonta, mutta on selvää, että Venäjän jo ennestään heikko talous painuu syvempään taantumaa, mitä pidemmäksi kriisi muodostuu. Ilman tilanteen uutta kärjistymistäkin kasvu painuu nollan alapuolelle tänä vuonna, kun investoinnit supistuvat voimakkaasti.

## Inflaatio hidasta, rahapolitiikka tukee kasvua

Inflaatio on globaalisti painunut matalaksi. Vapaan tuotantokapasiteetin määrä on pysynyt suurena ja työttömyys on korkea monilla alueilla. Näiden palkka- ja hintapaineita hillitsevien tekijöiden ohella myös raaka-ainehintojen aleneminen on pitänyt inflaation kurissa. Raakaöljyn hinnan odotetaan pysyvän 100-110 dollarin haarukassa tänä ja ensi vuonna.

Kuluttajahintainflaatio, %



Lähi vuosien inflaatiopaineet ovat globaalisti vähäiset. Tämä tarkoittaa, että rahapolitiikka tulee pysymään kehittyneissä maissa kasvua tukevana vielä pitkään.

Kuluttajahintainflaatio, %				
	2012	2013	2014e	2015e
Euroalue	2,5	1,3	0,7	1,2
USA	2,1	1,5	1,7	2,1
Japani	0,0	0,4	2,6	1,7

Yhdysvalloissa FED tulee päättämään arvopapereiden osto-ohjelmansa tämän vuoden loppuun mennessä. Työmarkkinoiden tilan paraneminen ja palkkojen nousun asteittainen nopeutuminen luovat edellytyksiä rahapolitiikan virityksen normalisoinnille.

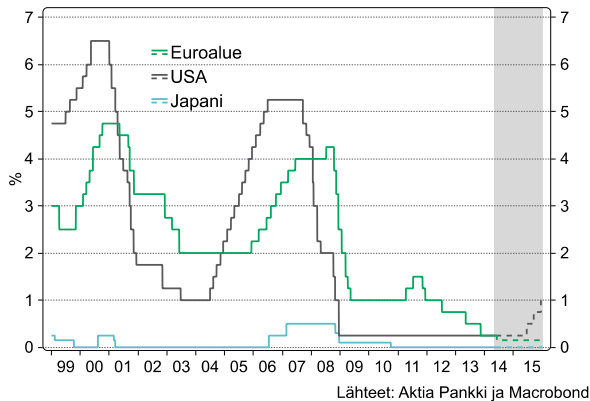
Arvioimme, että FED nostaa ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran vuoden 2015 kesäkuussa, ja vuoden lopussa ohjauskorko on 1,00 %. On mahdollista, että työmarkkinat kiristyvät ja palkkapaineet voimistuvat jo aiemmin. Tällöin ensimmäiset koronnostot voivat aikaistua jo ensi vuoden kevääseen.

Inflaation mataluus on herättänyt huolta deflaation ajautumisesta erityisesti euroalueella. Euron valuuttakurssin vahvistuminen viimeisen vuoden aikana on vähentänyt jo ennestään maltillisia hintapaineita. Euroalueella koronnostojen sijaan keskustellaan vielä uusista rahapolitiikan viritystä keventämistä toimista.

Varsinaisen deflaation, eli pitkäaikaisen ja laajalle levinneen hintojen ja palkkojen laskukierteen, vaara on euroalueella kuitenkin vähäinen. Inflaatio on tällä hetkellä alle 1 prosenttia, ja sen ennustetaan nopeutuvan vain hyvin hitaasti. Hidas inflaatio ja alentuneet inflaatio-odotukset itsessään ovatkin riittävä peruste EKP:lle alentaa vielä ohjauskorkoa ja talletuskorkoa.

Pitkään jatkuva odotuksia matalampi inflaatio lisää velallisten rasiosta, kun velan reaaliarvo muodostuu suuremmaksi kuin se lainaa nostettaessa arvioitiin. Toinen tekijä, joka perustelee hieman nopeampaa inflaatiota, on palkkojen ja hintojen muutoksiin liittyvä jäykkyys. Kun monien hintojen ja erityisesti palkkojen alentaminen on hyvin vaikeaa, on suhteellisten hintojen muutokset vaikeita toteuttaa nollainflaation oloissa.

Keskuspankkien ohjaukorot



Arvioimme, että EKP laskee perusrahoitusoperaatioiden koron 0,15 prosenttiin ja talletuskoron negatiiviseksi -0,10 prosenttiin jo kesäkuun korkokokouksessa. Ohjaukorot alentaminen on perusteltua, koska markkinahinnoista johdetut inflaatio-odotukset ovat alentuneet, ja inflaatio ei EKP:n omien ennusteiden mukaan lähesty riittävän nopeasti kahden prosentin hintavakaustavoitetta.

Täsmätoimet yritysrahoituksen tukemiseksi erityisesti kriisimaissa ovat seuraava todennäköinen rahapolitiittinen toimi. Laajamittainen valtionlainojen osto-ohjelma on kuitenkin epätodennäköinen.

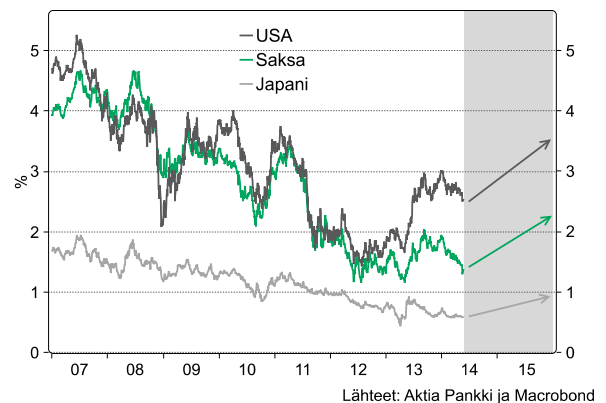
Euroalueen talous on kuitenkin nousemassa hitaasti kasvuun. EKP tulee nostamaan ohjaukorkoaan vasta vuoden 2016 alkupuolella, kun inflaatio on noussut 1,5 prosentin tuntumaan ja vapaiden tuotantoresurssien määrä on vähentynyt huomattavasti.

## Korkojen ja valuuttojen liikkeet pieniä

Rahapolitiikan normalisointi etenee lähivuosina sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa. Tämä tulee näkymään lyhyiden markkinakorkojen vähittäisenä nousuna, kun odotukset ohjaukorkojen nostoista lähenevät. Lyhyet korot tulevat kuitenkin olemaan matalia vielä pitkään.

Euroalueella 3 kuukauden euriborkorko on vuoden 2015 lopulla 0,4 prosenttia.

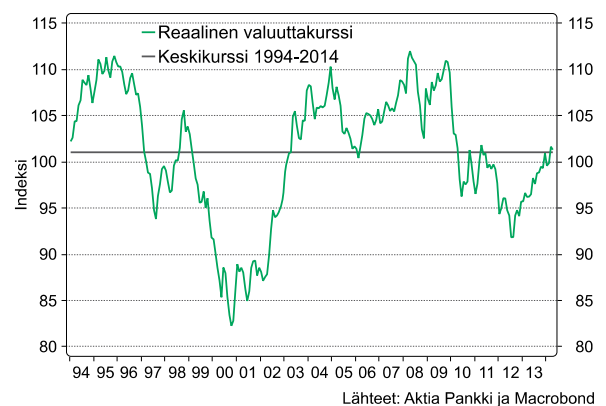
10 vuoden valtionlainan korko



Pitkät korot tulevat nousemaan maltillisesti. Yhdysvalloissa valtionlainojen 10 vuoden korko nousi viime vuoden kesän aikana yli yhden prosenttiyksikön, kun FED viestitti rahapolitiikan normalisointitoimien aikaistamisesta. Markkinahinnoista laskettu pitkän aikavälin odotettu reaalikorko nousi positiiviseksi ensimmäisen kerran vuoden 2011 jälkeen. Yhdysvaltojen pitkä korko nousee tämän vuoden loppuun mennessä 2,75 prosenttiin, ja ensi vuoden lopussa se on 3,5 prosenttia.

Euroalueella pitkien valtionlainojen korot ovat painuneet poikkeuksellisen mataliksi. Saksan valtion 10 vuoden korko on alle 1,4 prosenttia. Korkeero suhteessa Yhdysvaltoihin tulee hieman kasvamaan, kun rahapolitiikan normalisointi etenee eriaikaisesti. Saksan 10 vuoden korko on tämän vuoden lopussa 1,75 prosenttia ja ensi vuoden lopussa 2,25 prosenttia.

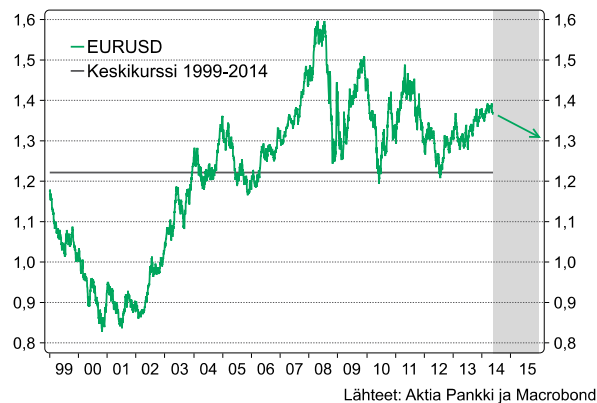
Euron reaaliin efektiivinen valuuttakurssi



Euron valuuttakurssi on vahvistunut 12 kuukauden aikana 6-7 prosenttia suhteessa Yhdysvaltojen dollariin. Aivan viime viikkoina odotukset EKP:n

lisätoimista ovat heikentäneet euroa. Euro on tällä hetkellä 12 % vahvempi kuin keskimäärin euroaikana. Reaalinen valuuttakurssi suhteessa kilpailijamaihin on sitä vastoin viime vuosikymmenten keskimääräisellä tasollaan.

EURUSD-valuuttakurssi



Nopeaa muutosta euron arvoon ei ole odotettavissa. Yhdysvaltojen talouden nopeampi kasvu ja rahapolitiikan nopeampi normalisointi tukee kuitenkin jatkossa dollaria. Toisaalta euroalueen vaihtotase on pysynyt vahvasti ylijäämäisenä, ja euroa tukee myös eurooppalaisiin arvopapereihin, erityisesti osakkeisiin, kohdistuva kysyntä. Euron dollarikurssin ennustetaan olevan vuoden 2015 lopulla 1,30.

#### Korot ja valuuttakurssit

	19.5.14	31.12.14	30.6.15	31.12.15
<b>Euroalue</b>				
Ohjauskorko	0,25	0,15	0,15	0,15
3kk Euribor	0,32	0,30	0,40	0,40
Saksan 10 v. korko	1,34	1,75	2,00	2,25
<b>USA</b>				
Ohjauskorko	0,25	0,25	0,50	1,00
3kk Libor	0,23	0,25	0,75	1,25
10 v. korko	2,51	2,75	3,25	3,50
<b>Japani</b>				
Ohjauskorko	0,00	0,00	0,00	0,00
3kk Tibor	0,21	0,25	0,25	0,25
10 v. korko	0,59	0,75	0,75	1,00
EUR/USD	1,37	1,33	1,30	1,30
EUR/YEN	139	137	137	137
USD/YEN	101	103	105	105

## Kasvuriskit alasuuntaisia

Maailmantalouden kasvu on vahvistumassa, mutta elpyminen etenee eritahtisesti. Suurimmat kasvuriskit liittyvät Kiinan talouskasvun ennustettua suurempaan jarrutukseen ja sen globaaleihin vaikutuksiin.

Kehittyviin talouksiin Kiinan kasvun voimakkaampi hidastuminen vaikuttaisi mm. raaka-ainehintojen alenemisen kautta. Kehittyneistä alueista erityisesti Eurooppa on tiiviiden kauppayhteyksien vuoksi haavoittuvainen Kiinan talouden heikentymiselle.

Geopoliittiset jännitteet ovat kasvaneet Ukrainan kriisin vuoksi. Ukrainan tilanteen kärjistyminen uudelleen voisi johtaa merkittäviin talouspakotteisiin ja kansainvälisen kaupan häiriöihin.

Rahapolitiikan eriaikainen normalisointi ja erityisesti FEDin politiikkamuutoksiin liittyvät globaalit vaikutukset saattavat nostaa pitkiä korkoja laajasti ja heiluttaa erityisesti kehittyvien markkinoiden valuuttoja.

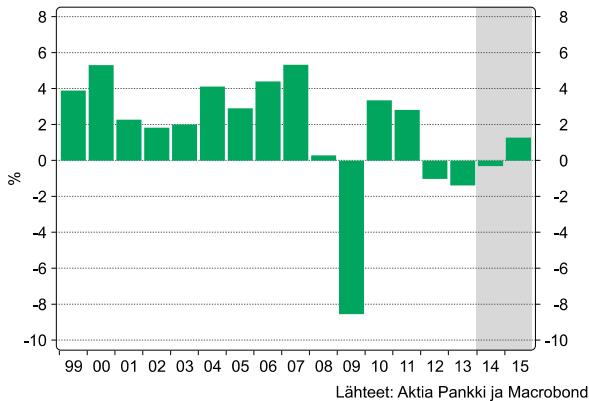
Euroopassa kestävä talouskasvun turvaaminen edellyttää suuria rakenteellisia uudistuksia. Positiiviset kasvuluvut saattavat heikentää maiden uudistuspyrkimyksiä, ja siten heikentää talouskasvun edellytyksiä pidemmällä aikavälillä.

Pankkiunionin etenemiseen liitty Euroopassa ennustettua nopeamman kasvun riski. Mikäli EKP:n kattava arvio johtaa pankkijärjestelmän tervehtymiseen ja luottamuksen vahvistumiseen erityisesti kriisimaissa, tukee tämä PK-yritysten rahoituksen saatavuutta ja keventää rahoitusehtoja. Toinen positiivinen kasvuriski liittyy Saksan talouteen, jossa kotimainen kysyntä voi vahvistua vielä ennustettua enemmän, ja lisätä kysyntää myös muissa euromaissa.

## Suomi: Niukkaa kasvua näkyvissä

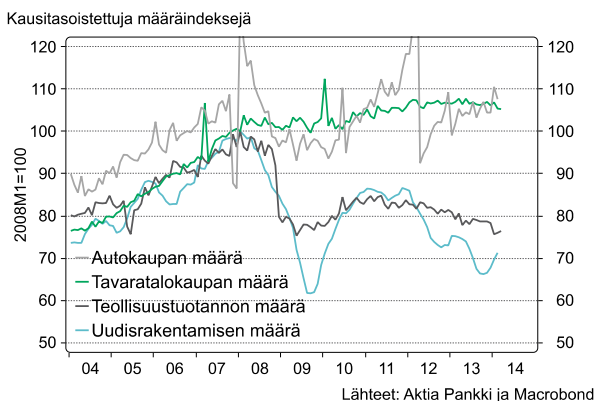
Suomen talouden rakenne kriisi on osoittautunut huomattavasti odotettua voimakkaammaksi ja pidemmäksi. Vuonna 2012 talous supistui 1,0 %. Viime vuonna talous supistui 1,4 %, kun vienti polki paikoillaan ja kotitalouksien kulutus ja yritysten investoinnit supistuivat.

Suomen bruttokansantuote, %



Alkuvuoden aikana Suomen taloudessa ei ole tapahtunut käännettä parempaan. Ennakkotietojen mukaan BKT supistui 0,4 % edellisestä neljänneksestä. Teollisuustuotanto ja tavaravienti supistuivat yli 3 % ja vähittäiskaupan nollakasvu ennakoii kotitalouksien kulutuksen polkeneen paikoillaan. Rakentamisen indikaattorit osoittavat erityisesti asuinrakentamisen vähenemisen jatkuvan.

Kaupan ja jalostuksen kk-indikaattoreita



Tänä vuonna BKT:n ennustetaan supistuvan 0,3 %. Vuoden alkupuoliskolla talous on vielä supistunut, mutta toisella vuosipuoliskolla kansainvälisen kaupan nopeutuminen lisää myös Suomen vientiä.

Vuonna 2015 kasvu jää edelleen vaimeaksi 1,3 prosenttiin. Vientikysyntä vahvistuu maailmantalouden kasvun mukana ja kotimarkkinoilla tilanne vähitellen vakautuu.

### Suomen talous: kysyntä ja tarjonta

Määrän %-muutos edellisestä vuodesta

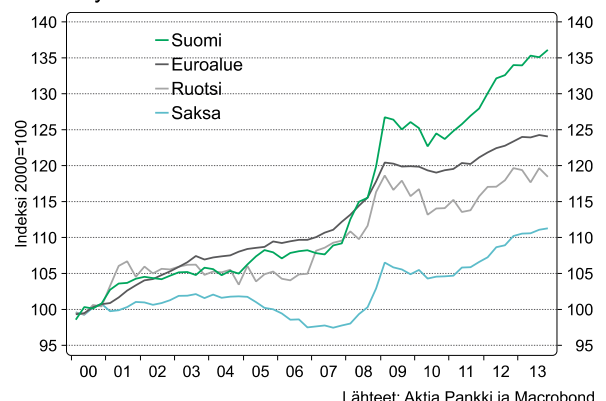
	2013 mrd.	2012	2013	2014e	2015e
<b>Bruttokansantuote</b>	<b>193,4</b>	<b>-1,0</b>	<b>-1,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,3</b>
Yksityinen kulutus	109,4	0,3	-0,8	-0,8	0,3
Julkinen kulutus	49,7	0,5	0,8	0,4	0,5
Investoinnit	36,6	-0,8	-4,6	-4,2	2,1
Vienti	77,6	-0,2	0,3	0,2	3,4
Tuonti	77,8	-0,7	-1,8	-1,3	1,8

Suomen viennin heikkous on laajaa. Sekä tavara- että palveluvienti ovat polkeneet paikoillaan jo kolmen vuoden ajan.

Viennin heikkouteen ovat vaikuttaneet elektroniikkateollisuuden ja paperiteollisuuden tuotantolaitosten sulkemiset sekä yritysten investointien laimeus Suomen päävientimarkkinoilla Euroopassa. Suomen vienti muodostuu pääosin investointitavaroista, joiden kysyntä on ollut taantumavuosina vähäistä.

Suomessa toimivien yritysten kustannuskilpailukyky suhteessa kilpailijamaihin on myös heikentynyt voimakkaasti vuoden 2007 jälkeen. Suomessa palkkojen nousuvauhti on ollut nopeampaa kuin monissa muissa maissa. Kustannuskilpailukyvyn rapautuminen on aiheutunut palkkojen nousun lisäksi tuottavuuden heikommasta kehityksestä.

Yksikkötyökustannukset



Viennin heikko kehitys näkyy yritysten investointien laimeutena. Teollisuustuotannon määrä oli ensimmäisellä vuosineljänneksellä 22 prosenttia pienempi kuin se oli vuoden 2008 alussa. Kapasiteetin käyttöaste ei teollisuudessa ole kuitenkaan

epätavanomaisen alhainen, mikä kertoo siitä, että suomalaisessa teollisuudessa on tapahtunut suuri rakennemuutos, ja tuotantokapasiteetti on pienentynyt viime vuosien aikana huomattavasti.

Lähivuosien talouskasvun kannalta teollisuuden verraten vähäinen vajakäytössä oleva tuotantokapasiteetti tarkoittaa, että yritysten kysynnän vahvistuminen tulee näkymään investointitarpeina.

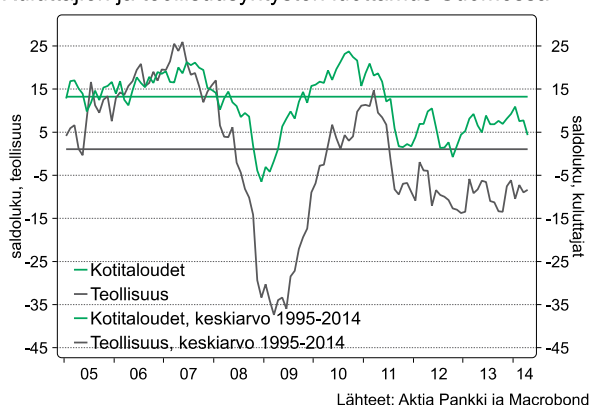
Kotimarkkinoilla sekä asuntorakentaminen että muu rakentaminen on vähentynyt viime vuosina. Asuntorakentamisen heikkous heijastaa kotitalouksien tulokehityksen ja tulonäkymien heikentymistä. Toimitilarakentamista jarruttavat yritysten vaisut kasvunäkymät ja investointiaktiiviteetti.

Kotitalouksien kulutusta on vaimentanut ostovoiman pitkään jatkunut heikkous. Kotitalouksien yhteenlasketut reaalitytulot ovat kasvaneet viimeksi vuonna 2010, viime ja tänä vuonna ostovoima on vähentynyt. Työllisyyden heikentyminen ja matalat palkankorotukset ovat hidastaneet palkkatulojen nousua. Välillisen verotuksen kiristäminen on pitänyt inflaation verraten nopeana ja leikannut kotitalouksien tulojen ostovoimaa.

## Parempaa näkyvissä

Taloluottamusta kuvaavat indikaattorit kertovat kahdensuuntaista viestiä. Kotitalouksien luottamus sekä Suomen talouteen että omaan talouteensa kääntyi kevään aikana heikommaksi.

Kuluttajien ja teollisuusyritysten luottamus Suomessa



Yritysten suhdannenäkymät ovat Elinkeinoelämän keskusliiton suhdannebarometrin mukaan sitä vastoin hieman kohentuneet teollisuudessa ja rakennusalalla kevään aikana. Mitään merkittävää käännettä

parempaan ei kuitenkaan lähikuukausina yrityksissäkään odoteta.

Maailmantalouden kasvun vahvistuminen ja erityisesti investointikysynnän vahvistuminen Euroopassa tukee Suomen viennin kehitystä. Euroalueella investointien ennustetaan kasvavan tänä vuonna ensimmäistä kertaa vuoden 2011 jälkeen.

Myös Suomen viennin kannalta tärkeissä Ruotsissa ja Englannissa talouskasvun ennustetaan vauhdittuvan selvästi. Venäjän talouden heikkous toisaalta varjostaa Suomen vienninäkymiä. Venäjän osuus Suomen viennistä on noin 10 %. Venäjän BKT:n ja tuonin ennustettu supistuminen leikkaa tänä vuonna 0,5-1 prosenttiyksikköä Suomen koko viennin kasvusta.

Suomen viennin ennustetaan vähitellen vauhdittuvan, mutta vasta tämän vuoden lopulta lähtien. Vuonna 2015 Suomen vienti kasvaa lähes 3½ prosentin vauhtia, mikä on edelleen hitaampaa kuin yli 5 prosentin vauhtiin yltävä maailmankaupan kasvu. Suomi menettää siten edelleen markkinaosuuksia.

Yritysten investoinnit supistuvat tänä vuonna edellisvuoden tavoin. Viennin elpyminen on välttämätön edellytys investointien laajamittaiselle kasvulle.

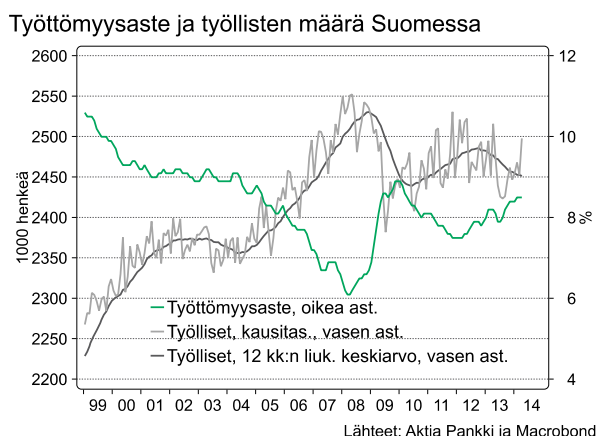
Yritysten kannattavuus on viime vuosina heikentynyt. Investointien kasvu käynnistyy vähitellen vasta vuoden 2015 aikana, kun tuotannon kasvu vähentää vapaiden tuotantoresurssien määrää ja liikevaihdon kasvu kohentaa yritysten kannattavuutta kohti normaalia tasoa. Vaimea investointiaktiiviteetti näkyy myös yritysrahoituksessa. Yritysluottojen kysyntä on pysytellyt hyvin vaimeana matalasta korkotasosta huolimatta.

Kotitalouksien tulojen kehitys on tänä vuonna heikkoa, ja ostovoima ei kasva vielä ensi vuonnakaan. Verojen korotukset pitävät inflaatiota yllä, ja palkankorotukset ovat viime syksynä päätetyn sopimuksen mukaisesti pieniä. Talousnäköymien asteittainen koheneminen mahdollistaa kuitenkin kulutuksen pienen lisäyksen ensi vuonna. Rakentamisen pohja ohitetaan tänä vuonna, ja ensi vuoden aikana asuntorakentaminen kasvaa jo hieman.

Työllisyys on kehittynyt heikosti viime vuodet. Tällä hetkellä työllisiä on noin 40 000 vähemmän kuin kaksi

vuotta sitten. Työttömyys on lisääntynyt ja työttömyysaste on kivunnut 8,5 prosentin tuntumaan.

Nopeaa käännettä parempaan ei työmarkkinoille ole luvassa. Työllisyyden lasku tasaantuu tämän vuoden loppuun mennessä. Varovainen käänne parempaan ajoittuu vasta selvästi vuoden 2015 puolelle. Työttömyyden nousu kuitenkin pysähtyy. Ensi vuonna työttömyysaste laskee osin demografisista syistä. Eläkkeelle jää enemmän ihmisiä kuin työmarkkinoille tulee nuoria ikäluokkia.



Vaihtotase oli viime vuonna 1,6 mrd. euroa alijäämäinen. Vaihtotaseen alijäämä supistui viennin heikkoudesta huolimatta, koska kotimainen kysyntä on vähentynyt ja raakaöljyn hinta on pysytellyt vakaana. Suomi kokonaisuutena velkaantuu ulkomaille, mutta näin pieni alijäämä ei kuitenkaan aiheuta välitöntä rahoitusongelmien vaaraa.

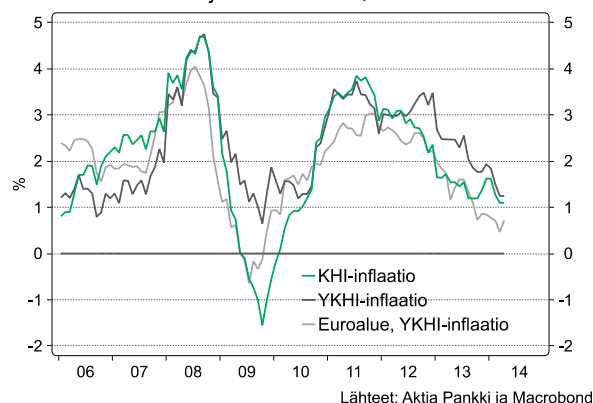
#### Muut keskeiset ennusteluvut

	2012	2013	2014e	2015e
Inflaatio (KHI), %	2,8	1,5	1,3	1,6
Ansiotaso, %-muutos	3,2	2,0	1,2	1,2
Työttömyysaste, %	7,7	8,2	8,6	8,4
Vaihtotase, % BKT:stä	-1,4	-0,8	-0,4	0,0
Julkisyht. rah.jäämä, mrd. €	-4,3	-4,6	-5,5	-3,6
% BKT:stä	-2,2	-2,4	-2,8	-1,8
Julkisyht. bruttovelka, mrd. €	103,2	110,2	119,9	127,5
% BKT:stä	53,6	56,9	61,1	63,3
Valt. ja kuntien rah.jäämä, mrd. €	-9,5	-8,7	-9,4	-7,9
% BKT:stä	-4,9	-4,5	-4,8	-3,9

## Hintakehitys maltillista

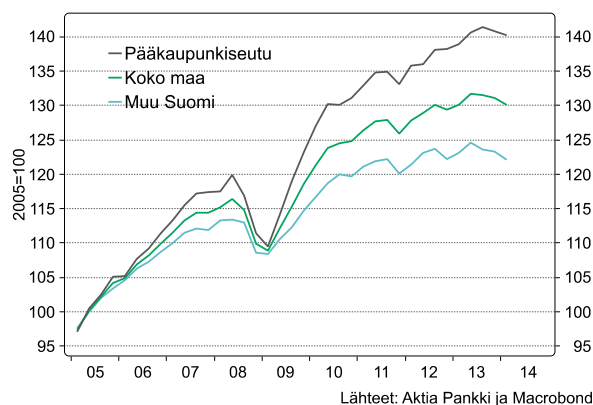
Inflaatio on ollut Suomessa nopeampaa kuin euroalueella keskimäärin jo usean vuoden ajan. Inflaatiota jarruttaa maltilliset palkankorotukset ja heikko suhdannetilanne, joka pitää yritysten hinnoitteluvoiman vähäisenä. Inflaatiota kuitenkin kohottaa tänä ja ensi vuonna edelleen välillisen verotuksen korotukset. Kuluttajahinnat nousevat tänä vuonna 1,3 prosenttia ja vuonna 2015 1,6 prosenttia.

Inflaatio Suomessa ja euroalueella, %



Epävarmat talousnäkymät hydyttivät asuntomarkkinoita jo viime vuonna. Kaupparamäärät jäivät yli 10 prosenttia edellisvuotta pienemmiksi, ja hintojen nousu jäi edellisvuoden tavoin noin 1,5 prosenttiin. Pääkaupunkiseudulla hintojen nousu oli hieman nopeampaa kuin muualla maassa keskimäärin. Hintatrendit ovat kuitenkin kehittyneet samansuuntaisesti. Viime vuoden jälkipuoliskolla hinnat kääntyivät laskuun koko maassa.

Asuntohinnat Suomessa



Tänä vuonna vaimea kehitys asuntomarkkinoilla on jatkunut. Yleinen talouskehityksen heikkous ja talousluottamuksen notkahtaminen vähentävät asuntokysyntää. Uusia asuntolainoja nostettiin

ensimmäisellä neljänneksellä hieman viime vuotta vähemmän, ja asuntoluottokannan kasvu on hidastunut kahteen prosenttiin.

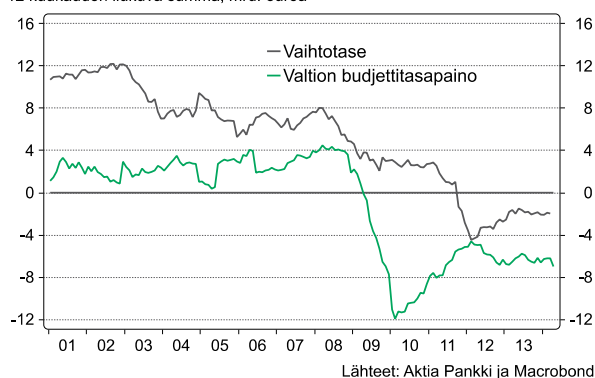
Ennätysmatalat viitekhorot ja hiukan supistuneet asuntoluottomarginaalit pitävät kuitenkin rahoituskustannukset poikkeuksellisen matalina. Matalien korkojen lisäksi myös uudisrakentamisen supistuminen vähentää asuntotarjontaa ja tukee asuntohintoja.

Asuntohintojen ennustetaan hieman alenevan tänä vuonna, noin 1-3 % keskimäärin. Ensi vuonna talousnäkymät vähitellen kohenevat ja asuntohinnat pysyttelevät tämän vuoden tasolla. Myös edelleen matalana pysyttelevät euriborkorot tukevat asuntomarkkinoiden kehitystä.

## Julkistalous pysyy syvästi alijäämäisenä

Julkisen talous on pysynyt viime vuodet syvästi alijäämäisenä. Talouskasvu on jäänyt odotuksia heikommaksi, mikä on pitänyt alijäämän suurena huolimatta melko mittavista julkisen talouden sopeutustoimista. Viime vuonna valtion alijäämä oli 7,2 mrd. euroa ja kuntien yhteenlaskettu alijäämä 1,5 mrd. euroa.

Suomen vaihtotase ja valtion budjettitasapaino  
12 kuukauden liukuva summa, mrd. euroa



Valtion ja kuntien alijäämät olivat vuonna 2013 yhteensä 4,5 prosenttia BKT:stä, mikä kuvaa Suomen julkisen talouden tilaa oikeammalla tavalla kuin virallinen julkistalouden alijäämä, jota pienentää työeläkeyhtiöiden suuri ylijäämä. Valtion ja kuntien alijäämät kuvaavat lisävelanottotarvetta, työeläkejärjestelmän ylijäämää ei käytetä muun julkistalouden rahoitustarpeisiin.

Tänä vuonna julkistalouden alijäämä kasvaa sopeutustoimista huolimatta, koska BKT:n kasvu painuu nollan alapuolelle. Ensi vuonna alijäämä kuitenkin pienenee sopeutustoimien ansiosta. Julkinen alijäämä on kuitenkin edelleen 2 % BKT:stä. Valtion ja kuntien alijäämä on noin 4 % BKT:stä, eli noin 8 mrd. euroa.

Mittavat valtion ja kuntien alijäämät ovat johtaneet julkisen velkaantumisen nopeaan kasvuun viime vuosina. Julkistalouden velka oli viime vuonna 56,9 prosenttia suhteessa BKT:hen. Julkinen velkaantuminen jatkuu lähivuosina. Velka nousee 63 prosenttiin vuonna 2015.

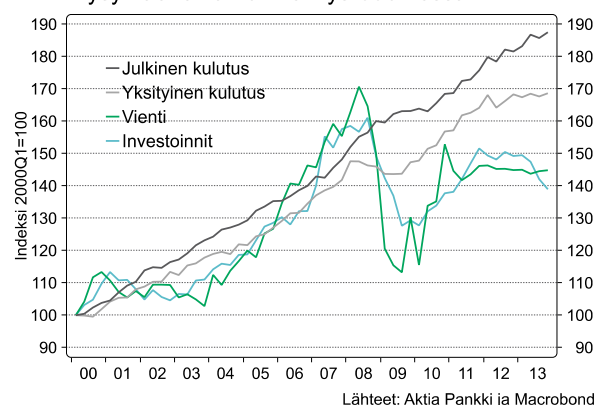
## Julkistalous on mitoitettava uudelleen

Huolestuttavaa julkistalouden näkymissä on se, että julkisen sektorin kestävyyttä ei ole turvattu. Kestävä, talouden kantokykyyn mitoitettu julkinen talous on tärkeä osa yritysten ja yrittäjien vakaata toimintaympäristöä.

Valtiovarainministeriön omat arviot, jotka perustuvat melko hyvälle talouskasvulle lähivuosina, osoittavat, että kestävyysvaje on edelleen 3 % BKT:stä, eli noin 6 mrd. euroa. Tämä on siis jo päätettyjen sopeutustoimien lisäksi vaadittava välitön lisäsopeutustarve, jotta julkinen velka vakautuu pitkällä aikavälillä 60 prosentin tuntumaan suhteessa BKT:hen.

Suomen talouden ongelmat ovat suurimmaksi osaksi rakenteellisia, siksi suhdanteiden elpyminen maailmantaloudessa ei tule nostamaan Suomea nopeaan nousuun, joka korjaisi myös julkistalouden tasapaino-ongelmat.

BKT:n kysyntäerien arvon kehitys Suomessa



Suomen bruttokansantuote on pudonnut kauas kriisiä edeltäneeltä trendiltään. Varovaisestikin arvioiden aukko on ainakin 15 prosenttia. Tämä tarkoittaa euroina 30 miljardia.

Näin suuri veropohjan romahdus merkitsee noin 13 miljardia euroa pienempää verojen ja veroluonteisten maksujen kertymää. Julkiset menot ovat sitä vastoin jatkaneet samaan aikaan kasvuaan.

Hallitus on vastannut tuotannon pysyvään pienenemiseen ja siitä seuranneeseen julkisen talouden rakenteelliseen rahoitusongelmaan kiristämällä verotusta, hidastamalla menojen kasvua ja velkaantumalla vauhdilla. Hallituksen tavoitteena on ollut tasajako veronkorotusten ja menoleikkausten välillä.

Veronkorotusten osuutta koko julkistalouden sopeutustoimista ovat lisänneet työeläkemaksujen korotukset ja se, että valtion menoleikkaukset ovat kohdistuneet kuntien valtionapuihin. Kunnat ovat vastanneet tähän korottamalla kunnallisverojaan.

Ongelmallisinta hallituksen politiikassa talouskasvun edellytysten kannalta on ollut verotuksen merkittävä kiristäminen. Kun pysyvään tuotannon pudotukseen vastataan verojen korotuksilla, kyseessä on tietoinen julkisen talouden BKT-osuuden kasvattaminen.

Nykyisen hallituksen aloittaessa vuonna 2011 veroaste oli 43,4 prosenttia. Jo silloin Suomi oli OECD:n tilastojen mukaan maailman viidenneksi kireimmän verotuksen maa.

Suomen veroaste nousee ensi vuonna 46 prosenttiin. Näin korkeissa lukemissa veroaste on ollut vain 1990-luvun laman jälkeen. Silloin Suomen nosti lamasta elektroniikkateollisuuden nousu. Poikkeuksellisen voimakas kasvukausi mahdollisti myöhemmin myös verotuksen keventämisen. Viime vuosien veronkorotukset nostavat Suomen veroasteen jopa Ruotsia korkeammaksi.

Suomi on vaikeassa rakennekriisissä. Ulospääsy vaatii yksityisellä sektorilla riskinottoa, uusia ideoita ja uutta tuotantoa. Tähän tilanteeseen veroasteen nostaminen ennätyslukemiin sopii huonosti.

Suomen julkisen talouden kestävyyden turvaamiseksi on ehdottoman tärkeää, että työmarkkinajärjestöjen valmistelussa oleva eläkeuudistus pidentää työuria

riittävästi ja että sote-uudistus tuottaa miljardisäästöt julkisesti rahoitettuihin palveluihin. Onnistuessaan nämä uudistukset hoitaisivat merkittävän osan kestävyysvajeesta.

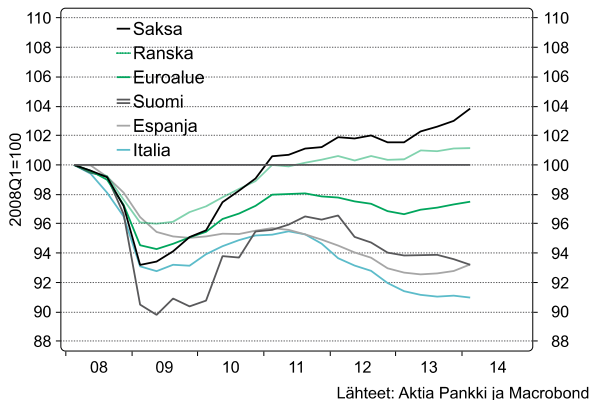
Kummankin hankkeen vaikutuksia voidaan kuitenkin arvioida vasta vuosien päästä. Seuraava hallitus perii joka tapauksessa ennätyskireän verotuksen ja noin 8 miljardin alijäämän valtion ja kuntien taloudessa.

Olisi suuri riski antaa julkistalouden velkaantua lisää nykyistä vauhtia. Siksi julkisia menoja pitää lähivuosina määrätietoisesti alentaa. Julkistalous pitää mitoittaa yksityisen sektorin heikentyneen kantokyvyn mukaiseksi.

## Euroalue: Kasvunäkymät kohenevat

Euroalueen talous on kasvanut yhtäjaksoisesti jo vuoden ajan. Matka valtioiden velkakriisin syövereistä kohti uutta nousua on kuitenkin pitkä. Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä kasvu jäi odotuksia hitaammaksi.

Bruttokansantuotteen määrä eri euromaissa



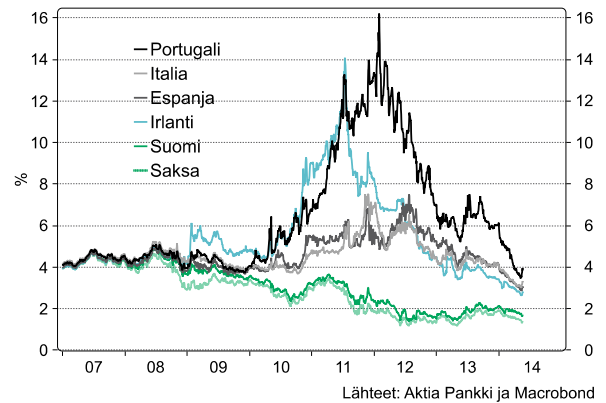
Kasvua on tukenut kansainvälisen kaupan piristyminen, ja myös kotitalouksien luottamus ja kulutusmenojen kasvu ovat aivan viime aikoina vahvistuneet. Työllisyyden vakautuminen ja hidas inflaatio ovat myös tukeneet kotitalouksien ostovoiman kasvua.

Rahaolojen keveys on myös tukenut Euroalueen elpymistä. EKP:n rahapolitiikka on ollut poikkeuksellisen voimakkaasti kasvua tukevaa. Euriborkorot ovat pysyneet poikkeuksellisen matalina, ja kotitalouksien ja yritysten rahoituskustannukset ovat olleet kriisimaita lukuun ottamatta matalia.

Valtionlainojen korot ovat pysytelleet korkean luottoluokituksen maissa matalina ja korkoerot euromaiden välillä ovat edelleen kaventuneet. Korkoerojen kaventuminen heijastaa kriisimaiden tilanteen vakautumista ja siihen liittyvää sijoittajien luottamuksen kohenemistä.

Irlanti irrottautui EU:n ja IMF:n tukiohjelmasta viime vuoden lopulla ja Portugali äskettäin. Molemmat valtiot ovat onnistuneet rahoittamaan itseään pääomamarkkinoilta. Pankkien pääomitus on vahvistanut luottamusta rahoitusjärjestelmän kestävyteen Espanjassa. Jopa Kreikan talous näyttää saavuttaneen pohjan, vaikka tilanne on edelleen hauras.

10 vuoden valtionlainan korko eri euromaissa

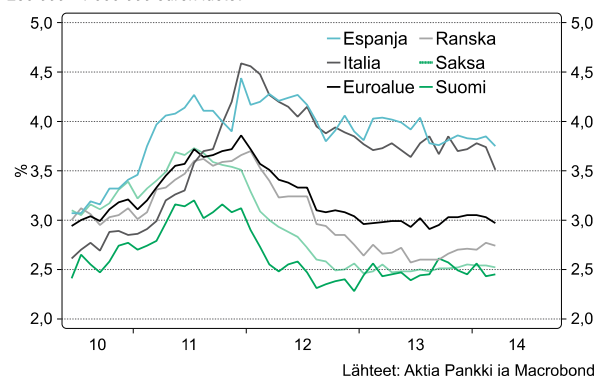


Osaketuotot olivat Euroopassa poikkeuksellisen suuria vuonna 2013. Osakemarkkinoiden ohella myös asuntohintojen nousu on tukenut kotitalouksien varallisuuden lisääntymistä ja kulutusmahdollisuuksia.

Yritysrahoituksen ongelmat varjostavat kuitenkin elpymistä euroalueen kriisimaissa. Pankkilainojen korot erityisesti PK-yrityksille vaihtelevat huomattavasti euroalueen maiden välillä. 2-3 prosenttiyksikön korkoerot korkeimpien ja matalampien lainakorkojen maissa kertovat siitä, että yhteinen rahapolitiikka ei edelleenkään välity tasaisesti euroalueella yritysten ja kotitalouksien kohtaamiin korkoihin.

Uusien yritysluottojen korot eräissä euromaissa

250 000 - 1 000 000 euron luotot

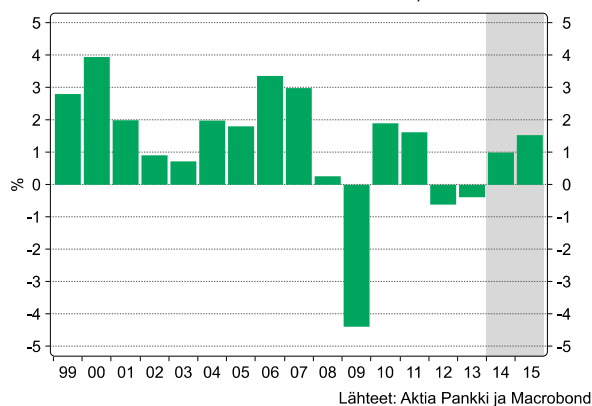


Pankkijärjestelmien vakavaraisuuteen kohdistuvan epävarmuuden poistaminen on ennakkoehto sille, että euroalueella on mahdollisuus päästä vahvistuvan kasvun uralle. Tällä hetkellä käynnissä oleva euroalueen suurimpien pankkien taseiden laadun tarkastus (Asset Quality Review, AQR) ja sitä myöhemmin tänä vuonna seuraavat stressitestit ovat tärkeä osa kokonaisuutta, jota tarvitaan luottamuksen vahvistamiseksi euroalueen rahoitusjärjestelmää kohtaan.

Julkistalouksien sopeutustoimet ovat useissa maissa hidastaneet kasvua viime vuodet huomattavasti. Tänä vuonna julkistalouksien sopeutus jää hyvin vähäiseksi, mikä myös tukee talouskasvua lyhyellä aikavälillä.

Euroalueen talous nousee tänä vuonna kasvuun kahden negatiivisen vuoden jälkeen. Kotitalouksien kulutus ja yritysten investoinnit kääntyvät kasvuun ja viennin veto vahvistuu maailmankaupan mukana. Talouden ennustetaan kasvavan 1,0 prosenttia, ja vuonna 2015 kasvu nopeutuu 1,5 prosenttiin.

Euroalueen bruttokansantuotteen kasvu, %



**Saksa** on palannut vahvasti euroalueen kasvun veturiksi. Vienti on vauhdittumassa ja erityisesti kotimainen kysyntä kasvaa tänä vuoden voimakkaasti. Koheneva työllisyys ja matala korkotaso tukevat kotitalouksien kulutuksen ja asuntorakentamisen kasvua. Yritysten kone- ja laiteinvestointien elpymistä tukevat vapaan tuotantokapasiteetin väheneminen, vahva kysyntä ja kevyet rahoitusolot. Saksan julkistalous on vakaalla pohjalla. Se on rakenteellisesti ylijäämäinen ja velkasuhde on nopeasti laskevalla uralla.

**Ranskan** talouskasvu on ollut viime ajat tahmeaa, työttömyysaste on korkea, ja julkistalouden sopeuttaminen on osoittautunut hallitukselle vaikeaksi. Uuden pääministerin tehtävänä on viedä menoleikkauspaketti läpi ja saada julkistalouden alijäämä supistumaan kohti kolmen prosentin rajaa suhteessa BKT:hen. Ranskan talouteen pyritään saamaan vauhtia yritysten työvoimakustannuksia alentavalla verotuksen painopisteen muutoksella. Välillisten työvoimakustannusten alentaminen kohentaa yritysten kannattavuutta ja siten kykyä investoida ja työllistää. Kotitalouksien kulutus vahvistuu kuitenkin vain hitaasti.

**Espanjan** talous on vakautunut viimeisen vuoden aikana. Pankkijärjestelmä on viimevuonna toteutetun pääomittamisen jälkeen vakaammalla pohjalla ja yritysten ja kotitalouksien rahoituskustannukset ovat laskeneet. Kustannuskilpailukyky on kohentunut hitaan palkkakehityksen ansiosta ja vienti on kasvanut vauhdilla. Viennin nousu kasvattaa myös yritysten investointeja tänä vuonna. Työllisyyden lisääntyminen tukee yksityistä kulutusta, mutta asuinrakentaminen vähenee edelleen. Julkistalouden alijäämä on supistunut, mutta se on edelleen suuri. Työttömyys on jäänyt hyvin korkeaksi, eikä siihen ole luvassa nopeaa helpotusta.

**Italiassa** talouskasvu on laahannut pitkään, ja rakenteelliset ongelmat ovat suuria. Vientimarkkinoilla italialaiset yritykset kilpailevat monissa tuotteissa, mm. tekstiili- ja nahkatuotteissa itäisen Euroopan maiden kanssa. Näissä tuotteissa Italiassa on ilmevä kustannuskilpailukykyongelma. Kansainvälisen talouden piristyminen kasvattaa kuitenkin vähitellen vientiä, ja yritysten investointien odotetaan kasvavan monen heikon vuoden jälkeen. Työllisyystilanne ei kuitenkaan juuri parane ja kotitalouksien kulutus pysyy vaisuna. Italiassa julkistalouden tasapaino-ongelmat ovat monia maita pienempiä, mutta julkisen velan taso on kuitenkin maailman korkeimpia.

## Liian matala inflaatio hidastaa kasvua

Inflaatio on painunut euroalueella alle yhden prosentin vuosivauhtiin. Inflaation tämänhetkistä hitautta selittävät kasvun hitaus ja siihen liittyvät vaimeat hinta- ja palkkapaineet. Inflaation hidastumisen taustalla on myös energiahintojen, ja erityisesti raakaöljyn hinnan aleneminen, sekä euron vahvistuminen. Euro on vahvistunut suhteessa Yhdysvaltojen dollariin noin 6-7 prosenttia viimeisen vuoden aikana.

Kevään aikana myös tilapäistekijät, mm. pääsiäisen ajoittuminen eri kuukaudelle kuin viime vuonna, ovat painaneet inflaatiolukuja hetkellisesti alaspäin.

Kriisimaissa inflaatio on painunut matalaksi, mutta se on osa välttämätöntä kustannustason sopeuttamista. Kustannuskilpailukykyyn palauttaminen edellyttää muita maita hitaampaa palkkojen nousuvauhtia, joka hidastaa hintojen nousua ja samalla kohentaa kilpailukykyä.

YKHI-Inflaatio euroalueella, %



Euroalueen inflaation odotetaan nopeutuvan vähitellen, kun talouskasvu vahvistuu ja työllisyys kohenee. Tällöin työntekijöiden neuvotteluasema työmarkkinoilla paranee, mikä mahdollistaa palkankorotusten vähittäisen kasvamisen. Vahvistuva kysyntä mahdollistaa myös yritysten hinnoittelumarginaalien kasvamisen. Inflaatio jää kuitenkin tänä vuonna vain 0,7 prosenttiin ja asettuu ensi vuonnakin vain 1,2 prosenttiin.

Viime aikoina on herättänyt keskustelua euroalueen ajautuminen jopa deflaatioon, eli alenevien hintojen ja palkkojen itseään ruokkivaan pitkäaikaiseen laskuun. Huolet koko euroalueen ajautumisesta deflaatioon ovat kuitenkin liioiteltuja. Laaja hintojen aleneminen edellyttäisi myös nimellispalkkojen alenemista laajasti euroalueella. Näköpiirissä oleva pitkittynyt hitaan inflaation aikakausi on kuitenkin myös talouskasvun kannalta haitallinen.

Matala inflaatio on yhtäältä myönteinen asia, kun matalatkin palkankorotukset kohottavat ostovoimaa. Toisaalta yleisesti matala inflaatio vaikeuttaa reaali-palkkojen ja yleisesti suhteellisten hintojen sopeutumista niin maiden välillä kuin sisälläkin. Suhteellisten hintojen sopeutumisen vaikeus syntyy siitä, että erityisesti nimellispalkkojen alentaminen on mahdollista yleensä vain aivan poikkeustapauksissa. Sitä vastoin reaali-palkkojen heikkeneminen inflaation nopeutumisen myötä hyväksytään helpommin.

Odotettua matalampi inflaatio vuosien ajan merkitsee myös velkojen reaaliarvon kasvamisesta suhteessa siihen, mitä velkasopimuksia tehdessä velalliset olettivat sen olevan. Tämä vaikutus vaikeuttaa sekä korkean velkaantumisen valtioiden että yksityisen sektorin velallisten asemaa.

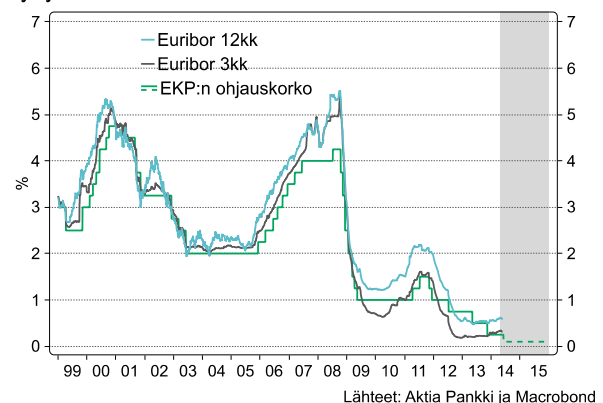
## EKP laskee korkoja

EKP on muiden suurten keskuspankkien tavoin pyrkinyt ennakoivalla viestinnällä (forward guidance) pitämään markkinoiden odotukset ohjauskorosta matalina. Tavoitteena tällä politiikalla on painaa pitkiä korkoja alaspäin ja pitää yritysten ja kotitalouksien rahoituskustannukset matalina ja rahaolot kasvua tukevana. Tässä EKP on onnistunut hyvin.

Pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten alentumien viimeisen 6 kuukauden aikana selvästi alle EKP:n hintavakaustavoitteen on kuitenkin huolestuttavaa. Markkinat hinnoittelevat inflaation pysyvän vielä vuosia alle 1,5 prosentissa. Myös EKP:n pääjohtaja on viimeaikaisissa puheissaan korostanut, että koroista päättävä EKP:n neuvosto on valmis toimimaan estääkseen liian matalan inflaation jatkumisen pitkään.

Arvioimme, että EKP laskee perusrahoitusoperaatioiden koron 0,15 prosenttiin ja talletuskoron negatiiviseksi -0,10 prosenttiin jo kesäkuun korkokokouksessa. Ohjauskorkojen alentaminen on perusteltua, koska markkinahinnoista johdetut inflaatio-odotukset ovat alentuneet, ja inflaatio ei EKP:n omien ennusteidenkaan mukaan lähesty riittävän nopeasti kahden prosentin hintavakaustavoitetta.

Lyhyet korot euroalueella



Täsmätoimet yritysrahoituksen tukemiseksi erityisesti kriisimaissa ovat seuraava todennäköinen rahapoliittinen toimi. Laajamittainen valtionlainojen osto-ohjelma on kuitenkin epätodennäköinen. Se edellyttäisi merkittävämpää muutosta euroalueen inflaationäkymiin.

Uusi pidempiaikainen pankkien rahoitusoperaatio, jossa edellytetään pankkien lainaavan varat PK-

yrittäjille, on mahdollinen jo kesäkuun kokouksessa. Yksityisten, lainavakuudellisten instrumenttien (ABS) osto-ohjelma on todennäköisesti myös suunnitteilla, mutta sen toimeenpano on mahdollista vasta myöhemmin.

Yritysluottoja vakuutena sisältävien arvopapereiden markkinat ovat supistuneet huomattavasti, ja tämän markkinan elvyttäminen olisi toinen täsmäse yritysluototuksen tukemiseen kriisimaissa. Tähän hankkeeseen tarvittaisiin kuitenkin myös muita sijoittajia mukaan. Keskuspankki olisi todennäköisesti kiinnostunut vain arvopapereiden kaikkein vähäriskillisimmistä siivuista.

EKP:n ensimmäiset koronnostot ovat vielä kaukana. Tällä hetkellä keskustellaan enemmänkin siitä, keventääkö EKP vielä rahapolitiikan viritystä. Arvioimme, että EKP tulee nostamaan ohjauskorkoaan ensimmäisen kerran vasta vuoden 2016 alkupuoliskolla. Koronnostojen sarja tulee jatkumaan hitaana seuraavat vuodet.

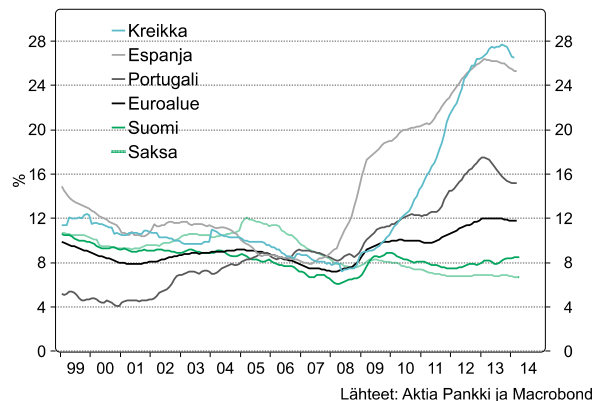
Euroalueen talouskasvu tulee jäämään lähivuosien elpymisvaiheen jälkeen seuraavan vuosikymmenen ajaksi aiempaa hitaammaksi lähelle yhtä prosenttia. Myös talouden tasapainoreaalikorko on aiempaa matalampi, ja ohjauskoron neutraali taso myös alempi. Ennen finanssikriisiä EKP:n ohjauskorko oli keskimäärin kolme prosenttia. Uudelle normaalitasolleen, noin 2½ prosenttiin, ohjauskorko tulee nousemaan vasta vuosien 2017-2018 aikana.

Pitkät korot ovat painuneet korkean luottoluokituksen maissa uudelleen alaspäin talouskehitykseen liittyvän globaalin epävarmuuden lisääntyneenä alkuvuoden aikana. Saksan 10 vuoden valtionlainan korko on alle 1,4 %, ja Suomen vastaava korko on noin 1,7 %.

Korkoerot euroalueen maissa ovat jatkaneet supistumistaan. Kriisimaissa sopeutustoimet ovat edenneet ja korkoero Saksaan on supistunut. Italian ja Espanjan korot ovat laskeneet alle kolmeen prosenttiin, Irlannin vielä alemmaksi. Irlanti ja Portugali ovat pystyneet hakemaan rahoitusta markkinoilta, ja ovat irtautuneet sopeutusohjelmistaan. Korkoerojen kapeneminen heijastaa myös markkinoilla vallitsevia odotuksia EKP:n mittavista arvopapereiden tukioistoista vielä tämän vuoden aikana. Tämä odotus saattaa tosin tuottaa pettymyksen.

Pitkät korot ovat nousutrendillä, mutta nousu tulee etenemään hitaasti. Tämän vuoden lopulla Saksan 10 vuoden koron ennustetaan olevan 1,75 prosenttia ja vuoden 2015 lopulla 2,25 prosenttia.

Työttömyysaste eri euromaissa, %



Kokonaisuutena euroalueen talous on vakautumassa ja kasvunäkymät ovat aiempaa kirkkaammat. Erot eri maiden talouskehityksessä ovat kuitenkin edelleen suuria, ja erityisesti suuri työttömyys varjostaa monen maan tilannetta. Myös velkaantumisen vähentäminen tulee jarruttamaan kasvua vielä pitkään.

## Yhdysvallat: Elpymisen eturintamassa

Yhdysvaltojen talouskasvu on vahvistunut yksityisen sektorin vetämänä. Kotitalouksien kulutusmenojen ja yritysten investointien kasvu nopeutuivat viime vuoden jälkipuoliskolla selvästi. Asuntoinvestointien nopea nousu sitä vastoin taittui viime vuoden lopulla, kun odotukset rahapolitiikan asteittaisesta normalisoinnista vahvistuivat ja pitkät korot nousivat.

USA: BKT, yksityinen kulutus ja investoinnit, kasvu, %

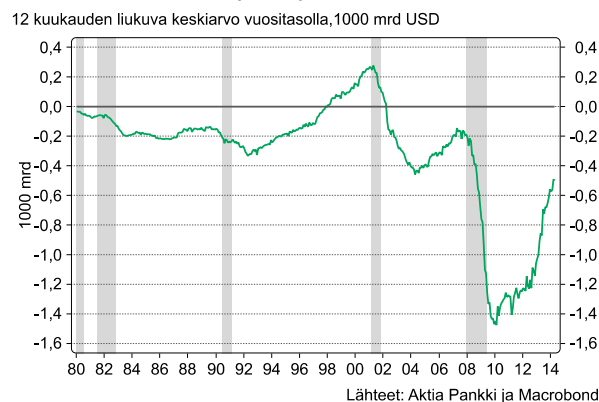


Yksityisen kysynnän vahvistuminen toteutui suuresta poliittisesta epävarmuudesta ja mittavista julkistalouden sopeutustoimista huolimatta.

Budjettikiistat kärjistyivät vuoden lopulla ja johtivat mm. liittovaltion toimintojen osittaiseen sulkemiseen. Poliittinen takalukko kuitenkin aukesi, kun kongressissa saavutettiin sopu liittovaltion velan nimellismäärää säättävän velkakaton nostosta ja tämän vuoden budjetista. Saavutettu neuvottelutulos siirsi akuutin julkistalouden rahoitusongelman pitkälle vuoden 2015 puolelle. Talouspoliittisen epävarmuuden väheneminen parantaa luottamusta ja tukee yksityisen sektorin kasvua.

Taloukasvua vahvistaa tänä vuonna myös julkistalouden sopeutustoimien vauhdin hidastuminen. Julkisten menojen leikkaukset ja verojen korotukset hidastavat edelleen taloukasvua, mutta huomattavasti vähemmän kuin viime vuonna.

USA:n liittovaltion budjettivaje



## Kulutus ja investoinnit kasvavat vakaasti

Kuluvan vuoden alkupuoliskolla Yhdysvaltojen talouden kehitystä on leimannut poikkeuksellisen kova talvi monilla alueilla. Poikkeuksellisten sääolosuhteiden vuoksi talouden tilaa kuvaavat indikaattorit ovat vaihdelleet suuresti, ja epävarmuus kasvun vahvuudesta lisääntyi selvästi alkuvuoden aikana.

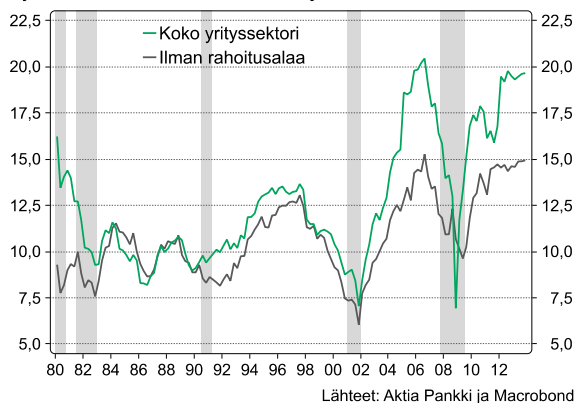
Ensimmäisen neljänneksen kasvu jäi alustavien tietojen mukaan huomattavasti viime vuoden loppua heikommaksi. Yhdysvaltojen BKT kasvoi vain 0,1 prosentin vuosivauhtia edelliseen neljännekseen verrattuna, kun viime vuoden jälkipuoliskolla kasvu oli vuositasolle korotettuna keskimäärin lähes 3½ %.

Kotitalouksien kulutusmenojen kasvu on talvikuukausien jälkeen nopeutunut, teollisuustuotanto ja vienti ovat piristyneet ja uusia työpaikkoja on viime kuukausina syntynyt jälleen enemmän. Toisella neljänneksellä kasvu hypähtäkin selvästi noin 4 prosentin vauhtiin ensimmäisen neljänneksen heikkouden väistyessä.

Kotitaloudet ovat viime vuodet sulatelleet velkojaan, ja keskimääräinen velka-aste on laskenut noin 90 prosenttiin suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin. Tämä on jo matalampi taso kuin euroalueella, jossa kotitalouksien velkasuhde on lähes 100 %. Kotitalouksien taseita ovat vahvistaneet sekä asuntohintojen nousu että osaketuottojen vahva kehitys. Lisäksi koheneva työllisyys kasvattaa kotitalouksien tuloja ja maltillinen inflaatio tukee ostovoiman kasvua.

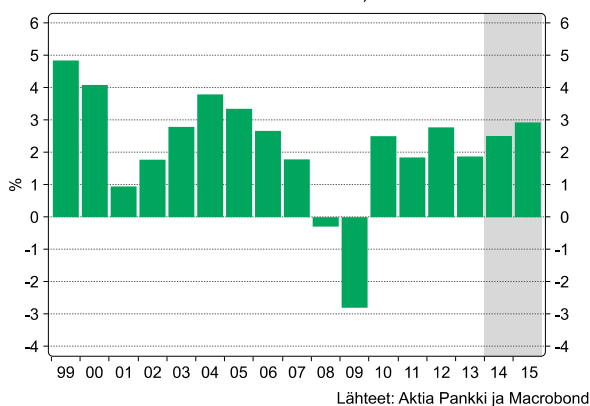
Kotitalouksien kulutuksen kasvu jatkuu vahvana vuoden alun väliaikaisen heikkouden jälkeen. Asuntomarkkinoiden elpyminen on hidastunut, mutta asuntokysyntää ja asuinrakentamista pitävät yllä kotitalouksien taseiden vahvistuminen ja patoutunut kysyntä. Finanssikriisin vuosina uusia asuntoja on rakennettu aiempaa vähemmän, ja monien nuorten muuttaminen omaan asuntoon on viivästynyt.

Yritysten voitto-osuus arvonlisäyksestä USA:ssa



Yritysten voittojen osuus on noussut lähes ennätystasolle. Yritysten investoinnit ovat matalalla tasolla ja kapasiteetin käyttöaste on noussut lähelle normaalia. Yritysten investointien ennustetaan kasvavan tänä vuonna selvästi viime vuotta nopeammin.

USA:n bruttokansantuotteen kasvu, %



Yhdysvaltojen kasvu nopeutuu tänä vuonna 2,5 prosenttiin. Talous kasvaa loppuvuoden kolmen prosentin vauhtia, mutta ensimmäisen vuosineljänneksen heikkous painaa vuoden keskimääräisen kasvun alle kolmeen prosenttiin.

## FED nostaa korkoa vuoden päästä

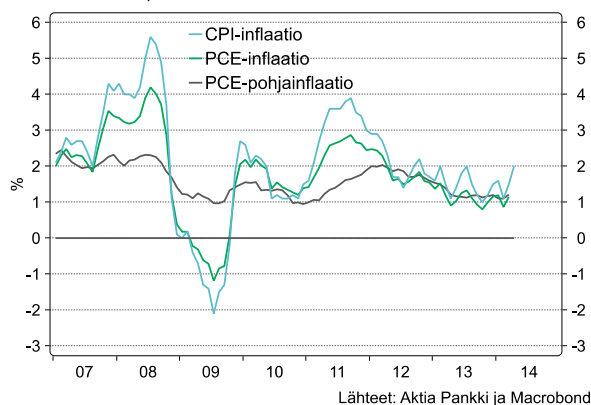
Yhdysvaltojen taloudessa on edelleen tuotantoresursseja vajaakäytössä, mikä mahdollistaa trendikasvua nopeamman BKT-kasvun jatkumisen myös vuonna 2015. Kasvun ennustetaan asettuvan kolmeen prosenttiin, vaikka rahapolitiikan asteittainen kiristäminen ja siihen liittyvä korkojen nousu alkavatkin hidastaa kasvua vuoden 2015 aikana.

Rahapoliittisen elvytyksen tuki on Yhdysvalloissa poikkeuksellisen voimakas. Ohjauskorko nollassa tuntumassa, ja mittava arvopapereiden osto-ohjelma kasvattaa edelleen keskuspankin tasetta ja arvopapereiden kysyntä painaa niiden korkoja alaspäin.

FEDin ns. kolmas määrällisen keventämisen (quantitative easing, QE) arvopapereiden osto-ohjelma tullaan lopettamaan asteittain tämän vuoden aikana. Tämä on odotettua, eikä ohjelman kaventamisen (tapering) odoteta aiheuttavan merkittäviä markkinahäiriöitä.

Suurempi epävarmuus sisältyy FEDin rahapolitiikkaan osto-ohjelman lopettamisen jälkeiseen aikaan. FED on viestinyt, että osto-ohjelman päättämisestä menee todennäköisesti ”huomattava aika” ensimmäiseen koronnostoon.

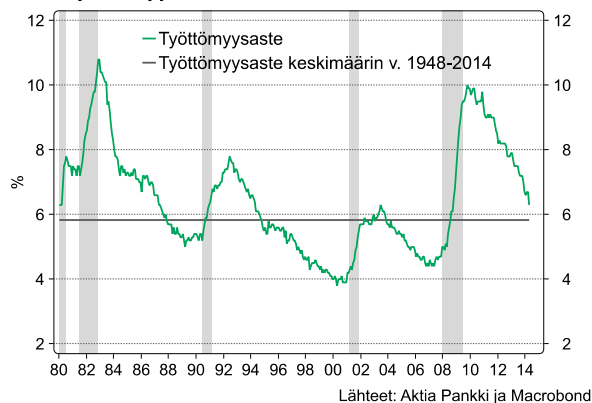
USA: Inflaatio, %



PCE-inflaatio on pysytellyt FEDin 2 prosentin tavoitteen alapuolella, vaikka työttömyysaste on jo laskenut 10 prosentista 6½ prosentin tuntumaan. Inflaation ja työmarkkinoita kuvaavien indikaattoreiden kehityksestä riippuu se, kuinka nopeasti FED tulee etenemään rahapolitiikan normalisoinnissa.

Työmarkkinat ovat vähitellen kohenemassa, mutta tilanne on vielä kaukana normaalista. Työllisten määrä on lisääntynyt vakaasti, ja se on tavoittanut jo kriisiä edeltäneen tason. Työttömyysaste voi todennäköisesti vielä painua ainakin 1 prosenttiyksiköllä, ennen kuin palkkapaineet alkavat merkittävästi voimistua ja nopeuttaa inflaatiota. Tähän menee todennäköisesti vielä noin vuosi.

USA: Työttömyysaste, %

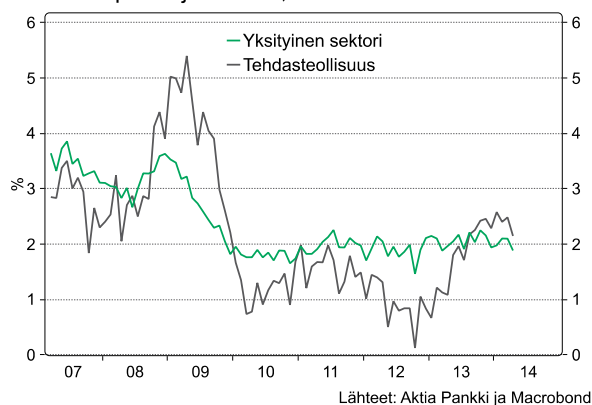


Työttömyysasteen nopean alenemisen taustalla on hyvän talouskehityksen lisäksi rakenteellisia tekijöitä. Väestön ikääntymisen työvoimasta poistuu ihmisiä eläkkeelle suurin joukoin, mikä selittää osan työmarkkinoille osallistumisasteen laskusta.

Toinen keskeinen tekijä työttömyyden alenemiselle on työnetsinnästä luopuminen. Työmarkkinoiden piristyminen tulee lisäämään työnhakijoiden aktiivisuutta, ja työvoiman määrä tulee jälleen lisääntymään, mikä hidastaa työttömyysasteen alenemista jatkossa.

Arvioimme, että FED nostaa ohjaukorkoaan ensimmäisen kerran ensi vuoden kesäkuussa, ja vuoden 2015 lopulla ohjaukorko on 1,00 %.

USA: Tuntipalkkojen kasvu, % vuodessa



Työmarkkinoiden kehitykseen liittyy kuitenkin aikaisemman koronnoston riski. Poikkeuksellisen suuri osuus Yhdysvaltojen työttömistä on ollut jo pitkään poissa työmarkkinoilta. Lyhytaikainen työttömyys on vähentynyt jo keskimääräiselle tasolle. On mahdollista, että työmarkkinat kiristyvät ja palkkapaineet voimistuvat ennustettua aiemmin huolimatta siitä, että työttömyysaste on edelleen normaalitasoaan korkeampi.

Vaikka ensimmäiset koronnostot ajoittuvat jo ensi vuoteen, FED on valmis pitämään rahapolitiikkansa kasvua tukevana poikkeuksellisen pitkään. Rahapolitiikka on kasvua tukevaa niin kauan, kun ohjaukorko on neutraalin tasonsa alapuolella. Neutraalin tason määrittäminen ei kuitenkaan ole suoraviivaista. FEDin avomarkkinakomitean (FOMC) jäsenten omat näkemykset neutraalista tasosta keskittyvät 4 prosenttiin. On kuitenkin todennäköistä, että neutraali korkotaso on tätä alempi.

Yhdysvaltojen pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat aiempaa maltillisemmat mm. vähäisemmän maahanmuuton ja tuottavuuskasvun hidastumisen vuoksi. Hitaampi, 2-2½ prosentin potentiaalisen tuotannon kasvuvauhti tarkoittaa myös matalampaa tasapainoreaalikorkoa. Tällöin myös neutraali ohjaukorko on ainakin ½ prosenttiyksikköä aiempaa matalampi. Uudelle tasapainotasolle 3-3½ prosenttiin ohjaukorko nousee vasta vuonna 2017.

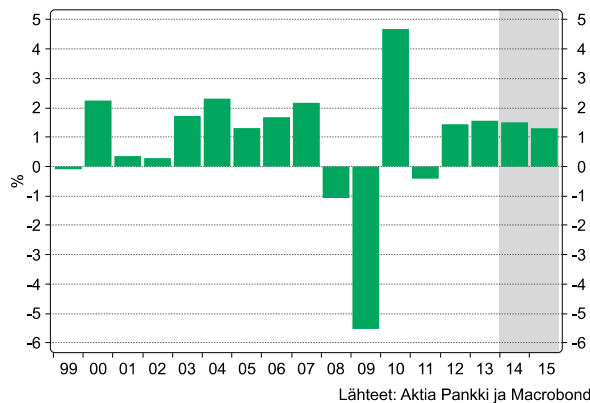
## Japani: Rakenneuudistuksia tarvitaan

Hallituksen ns. kolmen nuolen elvytysohjelmaan kuuluva voimakas rahapolitiikan keventäminen heikensi viime vuonna jeniä voimakkaasti, nosti inflaatiota ja tuki osakemarkkinoiden nousua. Japanin vienti kasvoi kuitenkin voimakkaasta valuuttakurssin heikkenemisestä huolimatta vain alle 2 %.

Vuoden ensimmäisellä neljänneksellä talous kasvoi huomattavan nopeasti, 1,5 prosenttia edellisestä vuosineljänneksestä. Yksityinen kulutus hypähti voimakkaasti, kun kotitaloudet aikaistivat hankintojaan huhtikuun alussa toteutuneen arvonlisäveron kolmen prosenttiyksikön korotuksen vuoksi. Kulutuksen kasvu oli odotettua, mutta myös yritysten investoinnit ja vienti lisääntyivät nopeasti.

Toisella neljänneksellä kotitalouksien kulutus supistuukin voimakkaasti, ja BKT:n kasvu painuu negatiiviseksi. Toinen arvonlisäveron korotus toteutuu vuoden 2015 neljännellä neljänneksellä. Tällöin vero nousee kahdella prosenttiyksiköllä 10 prosenttiin.

Japanin bruttokansantuotteen kasvu, %

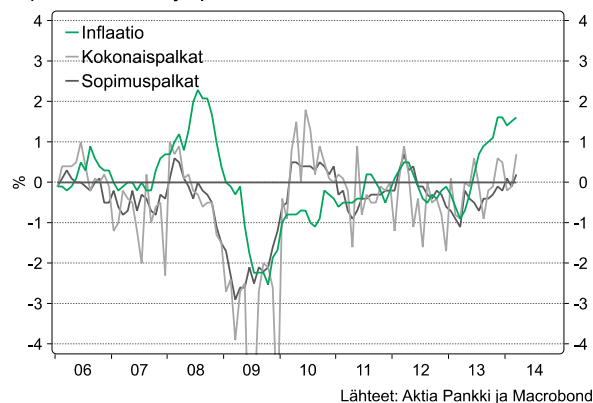


BKT:n kasvun ennustetaan asettuvan tänä vuonna 1,5 prosenttiin viime vuoden tavoin. Kotitalouksien kulutuksen kasvu jää veronkorotuksen myötä heikoksi, mutta viennin kasvu voimistuu kansainvälisen kaupan piristymisen ja heikomman jenin ansiosta. Investoinnit lisääntyvät nopeammin, osin elvytyspakettiin kuuluvien julkisten investointien vuoksi.

Vuonna 2015 kasvu hidastuu hieman 1,3 prosenttiin, kun kulutuksen kasvu jää veronkorotusten vuoksi edelleen vaatimattomaksi ja julkisen talouden asteittainen sopeuttaminen leikkaa investointien kasvua.

Inflaation nopeutuminen on pysähtynyt tämän kevään aikana 1,5 prosenttiin. Jenin heikkenemisen vaikutus inflaatioon vähenee kuluvan vuoden aikana. Hintojen noususta huolimatta palkkojen nousuvauhti ei ole juuri nopeutunut nollan yläpuolelle. Reaalipalkat ovat siten laskeneet, mikä vähentää kulutuskysyntää.

Japani: Inflaatio ja palkat



Keskuspankin inflaatiotavoite on kaksi prosenttia. Tänä vuonna inflaatio nopeutuu yli kahteen prosenttiin, koska arvonlisäveron korotus on nostanut hintoja. Toimen vaikutus inflaation on kuitenkin väliaikainen.

Japanin työmarkkinat ovat kiristymässä, kun työttömyys on laskenut jo alle neljään prosenttiin ja työllisten määrä lisääntyy. Palkkojen nousuvauhti on työmarkkinatilanteen kohenemisesta huolimatta edelleen liian hidasta luodakseen kysyntälähtöistä hintapainetta talouteen.

Inflaatio hidastuukin uudelleen vuonna 2015. Todennäköisesti keskuspankki ei tule lisäämään rahapoliittista elvytystä tämän vuoden aikana. Keskuspankin rahapolitiikka tulee kuitenkin pysymään voimakkaasti kasvua tukevana vielä pitkään.

Hallituksen elvytysohjelman rahapoliittinen osa näyttää toimineen ainakin osittain. Ohjelman haasteet liittyvät julkisen talouden välttämättömiin sopeutustoimiin ja pidemmän aikavälin kasvun kannalta tarvittaviin rakenteellisiin uudistuksiin niin työmarkkinoilla kuin palvelusektorillakin. Näiden toimien toteutuksen laajuuteen ja ajoitukseen liittyy edelleen epävarmuutta.

## Kiina: Tasapainoilua kasvun ja rahoitusvakauden välillä

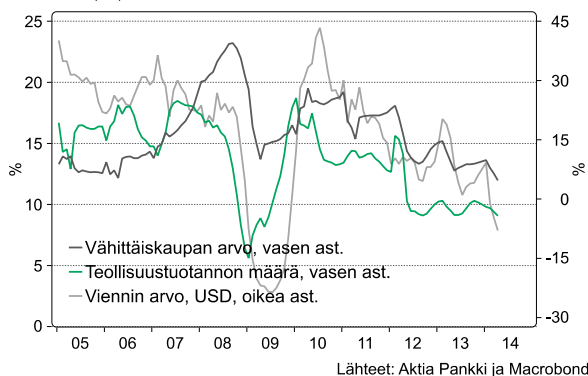
Kiinan talouskasvu on hidastunut tämän vuoden alkupuolella. Ensimmäiselle neljänneksellä BKT:n kasvu hidastui 7,4 prosenttiin. Viime vuoden viimeisellä neljänneksellä talous kasvoi 7,7 prosentin vauhtia.

Kasvun hidastuminen on seurasta sekä kotimaisen kysynnän että viennin heikkoudesta. Teollisuustuotannon kasvu on hidastunut ja erityisesti rakentaminen jarruttaa voimakkaasti. Nopeasti kasvaneen rakennussektorin viilentyminen on kuitenkin myönteinen korjausliike kohti tasapainoisempaa kasvun rakennetta, kunhan tuotanto ei romahda kokonaan.

Vientiluvut ovat alkuvuoden aikana osoittaneet viennin supistuneen edellisvuodesta. Osittain syynä on vertailukohdan vääristyneen suuret vientiluvut. Virallisia vientilukuja paisutti tuolloin yritysten ylilaskutus, jonka tavoitteena oli tuoda pääomaa maahan ja päästä hyötymään yuanin vahvistumistrendistä. Huhtikuun vientiluvut ovat alkuvuotta vahvempia, ja kansainvälisen kaupan piristyminen tulee vahvistamaan Kiinan vientiä tämän vuoden kuluessa.

### Kiina: Teollisuustuotanto, vähittäiskauppa ja vienti

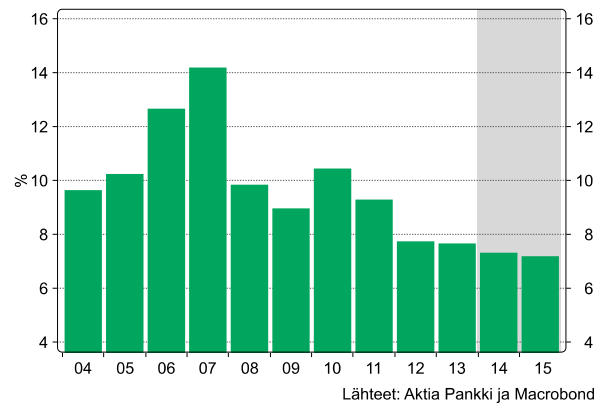
Vuosimuutos, %, 3 kk:n liukuva keskiarvo



Vähittäiskaupan kasvun hidastuminen kertoo myös kotitalouksien kulutuksen kasvun hidastumisesta. Ostopäällikköindeksien tiedot työllisyyden kehityksestä ovat kuitenkin pysyneet vakaina. Kasvun hidastuminen ei ole heijastunut merkittävästi työllisyyteen, ja myös kotitalouksien tulot ovat kasvaneet nopeasti.

Kiinan hallitus tavoittelee tänä vuonna virallisesti 7,5 prosentin kasvua. Alkuvuoden heikkouden johdosta on todennäköistä, että hallitus antaa talouskasvun hidastua hieman tavoitteen alle.

### Kiinan bruttokansantuotteen kasvu, %



Maan vakauden kannalta työllisyys on avainasemassa. Jos työllisyyskehitys näyttää heikentyvän, hallitus tulee käynnistämään rajoitettuja elvytystoimia. Kiinan tapauksessa kyse ei ole siitä, että hallituksella ei olisi varaa elvyttää.

Kiinan taloutta uhkaa sekä finanssikuplien syntyminen nopean luottojen kasvun vuoksi että ympäristön saastumisen hallitsematon kasvu. Talouden laajamittainen elvyttäminen toisi toivottua talouskasvua lyhyellä aikavälillä. Voimakas lisäelvytys kuitenkin lisäisi finanssikuplien riskiä ja kärjistäisi ympäristöongelmia. Siksi hallitus todennäköisesti tyytyy hieman heikompaan talouskasvuun.

Ensi vuonna maailmankaupan kasvu on tätä vuotta vahvempaa, ja Kiinan talous pysyttelee yli 7 prosentin kasvussa ilman hallituksen tukitoimia.

Lyhyellä aikavälillä Kiinan talouskasvun hidastuminen herättää huolta erityisesti muissa kehittyvissä talouksissa erityisesti Aasiassa. Kiina on kiistämättä Aasian talousveturi, ja sen kasvun hidastuminen heijastuu laajasti muihin Aasian maihin.

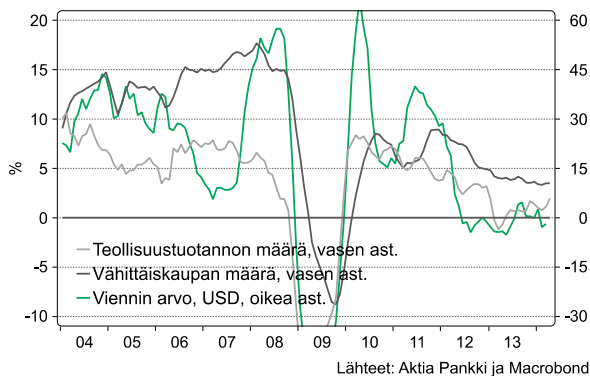
Kiinan kasvun hidastumisella on myös vaikutuksia kansainvälisiin raaka-ainemarkkinoihin. Raakaöljyn kysynnän kasvusta suuri osa tulee Kiinasta, ja kasvun rauhoittuminen vähentää öljyn maailmanmarkkinahintojen nousupaineita. Kiinan kysynnän tasaantuminen näkyy myös muiden raaka-aineiden, kuten metallien hintakehityksessä.

## Venäjä: Kasvun avaimet hukassa

Venäjän talouskasvu heikentyi voimakkaasti jo viime vuonna. Finanssikriisiä seuranneen pudotuksen jälkeen Venäjän talous kasvoi vuosina 2010-2012 yli neljän prosentin vauhtia. Viime vuonna kasvu jäi 1,3 prosenttiin, kun kotimainen kysyntä heikkeni. Kotitalouksien kulutuksen kasvu hidastui ja investointien kasvu pysähtyi.

### Venäjä: Teollisuustuotanto, vähittäiskauppa ja vienti

Vuosimuutos, %, 3 kk:n liukuva keskiarvo



Raakaöljyn hinnan tasaantuminen ja öljyn tuotannon kasvun pysähtyminen ovat merkinneet vientitulojen kasvun heikentymistä. Raakaöljyn maailmanmarkkinahinnan ennustetaan olevan laskusuunnassa lähivuodet, joten näkymät eivät ole Venäjän vientitulojen näkökulmasta hyvät.

Vientitulojen kasvun hiipuminen on heikentänyt kotitalouksien tulokehitystä. Julkisen sektorin palkat ja eläkkeet nousevat aiempaa hitaammin. Kotitalouksien kulutusmahdollisuuksia rajoittaa myös inflaation nopeutuminen ruplan heikkenemisen vuoksi.

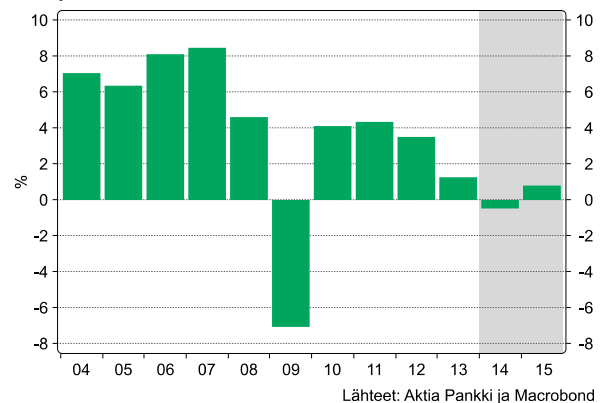
Rupla heikkeni jo viime vuonna noin 14 prosenttia suhteessa euroon. Ukrainan kriisin kärjistyminen on johtanut voimakkaaseen pääomavirtaan ulos Venäjältä. Ensimmäisellä neljänneksellä pääomaa vietiin yli 50 miljardin dollarin arvosta, mikä vastaa koko viime vuoden pääoman vientiä.

Rupla on heikentynyt tämän vuoden aikana noin 4 prosenttia lisää suhteessa euroon. Nopeaa vahvistumiskäännettä ruplan kurssiin ei ole näköpiirissä. Venäjän keskuspankki on yrittänyt padota heikkenemistä nostamalla alkuvuoden aikana ohjaukorkojaan 2 prosenttiyksiköllä.

Ukrainan kriisin myötä epävarmuus Venäjän talouden suunnasta on lisääntynyt, ja investoinnit tulevat

supistumaan tänä vuonna selvästi. Venäjän talouskasvu jää tänä vuonna nollan alapuolelle.

### Venäjän bruttokansantuotteen kasvu, %



Julkisen talouden tasapaino ei kriisistä huolimatta muodostu ongelmaksi tänä vuonna, koska öljy- ja kaasutuloista kerättävät dollarimääräiset verot ja maksut kasvavat kotimaan valuutassa ruplan heikentymisen vuoksi.

Riski vielä huomattavasti heikommasta kehityksestä on Ukrainan kriisin ja sen seuraamusten, mm. mahdollisten uusien talouspakotteiden vuoksi ilmeinen. Mikäli kriisi ei kärjisty uudelleen, ensi vuonna investoinnit eivät enää vähene ja Venäjän talous kasvaa vaimeasti yhden prosentin vauhtia.

Venäjän talous heikentyi jo paljon ennen poliittisten jännitteiden lisääntymistä ja Ukrainan kriisiä. Ongelmat ovat syvällä talouden rakenteissa. Venäjä on jäänyt riippuvaiseksi energiasektorista. Edelleen noin 80 prosenttia vientituloista tulee raakaöljyn, kaasun ja muiden raaka-aineiden viennistä.

Venäjä ei ole kyennyt uudistumaan ja luomaan uutta teollista pohjaa energiasektorin rinnalle. Maan investointiaste on samaa luokkaa kuin kehittyneissä teollisuusmaissa. Teollisuuden ja koko talouden modernisointi edellyttäisi selvästi nopeampaa investointitahtia. Mitään merkkejä investointiaktiiviteetin noususta ei ole, ja liiketoimintaympäristön arvaamattomuus ei houkuttele riittävästi ulkomaisia investointeja.