

# HITAAN KASVUN AIKA EDESSÄ

Marraskuu 2014

TALOUDELLINEN  
KATSAUS



Kansainvälinen  
talous: kasvupolut  
erkanevat

Globaalitalouden  
kasvuriskit  
alasuuntaisia

FEDin ja EKP:n  
rahapolitiikat  
eriytyvät  
voimakkaasti

Euroalueella lyhyet  
korot pohjassa vielä  
vuonna 2016

Suomessa hitaan  
kasvun aika edessä

Julkistalouden  
remontti välttämätön

# Aktia

## Sisällys

Tiivistelmä .....	1
Kansainvälinen talous:	
Kasvupolut erkanevat .....	3
Suomi: Hitaan kasvun aika edessä.....	11

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.



### Pääekonomisti Anssi Rantala

Aktia Pankki Oyj

[anssi.rantala@aktia.fi](mailto:anssi.rantala@aktia.fi)

Puh. 010 247 6381

Taloudellinen katsaus  
perustuu 17.11.2014  
käytettävissä olleisiin  
tietoihin.

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)

Gloaalitaloutta ovat varjostaneet syksyn aikana monet jännitteet. Geopoliittisten uhkien lisäksi erityisesti pelko Euroopan talouskasvun hiipumisesta on lisännyt epävarmuutta globaalitalouden suunnasta.

Osakeindeksien vaihtelu on ollut suurta, ja riskinottohalukkuutta kuvaavat indeksit kertovat varovaisuuden kasvaneen ajoittain voimakkaasti. Turvalliseksi sijoituskohteiksi koettujen valtionlainojen korot painuivat syksyn aikana ennätysmataliksi, kun euroalueen kasvunäkymät tummentuivat ja odotukset Euroopan keskuspankin osto-ohjelmien laajentamisesta valtionlainoihin voimistuivat.

Maailmantalouden kasvunäkymät eroavat suuresti eri alueiden välillä. Yhdysvalloissa kasvudynamiikka on vahvaa, ja Kiinassa edellytykset pitää yllä ripeää – vaikkakin vähitellen hidastuvaa – tuotannon kasvua lähitulevaisuudessa näyttävät ilmeisistä riskeistä huolimatta edelleen vahvoilta. Euroopan taloudesta sitä vastoin puuttuu työtä ja hyvinvointia luovaa dynamiikkaa, ja Japani ei ole voimakkaista talouspolitiikan toimista huolimatta päässyt irti vuosien stagnaatiosta.

BKT:n kasvu, %					
	osuus*, %	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Maailma</b>	<b>100,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>
Euroalue	12,2	-0,4	0,7	1,0	1,5
USA	16,5	2,2	2,3	3,1	2,8
Japani	4,6	1,5	0,4	0,8	1,2
Kiina	15,9	7,7	7,3	7,0	6,8
Venäjä	3,4	1,3	0,5	-1,0	0,0
Kehittyneet taloudet	43,6	1,4	1,8	2,2	2,3
Kehittyvät taloudet	56,4	4,7	4,4	4,7	5,0

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

Kuluttajahintainflaatio, %				
	2013	2014e	2015e	2016e
Euroalue	1,4	0,5	0,8	1,4
USA	1,5	1,7	2,0	2,2
Japani	0,4	2,9	2,1	1,8

EKP pitää rahapolitiikan virityksen ennätyskeveänä vielä pitkään. Arvioimme, että EKP:n ohjaukset ovat nykytasollaan vielä vuoden 2016 lopulla. EKP:n suuret lainaohjelmat pitävät rahamarkkinoiden likviditeetin runsaana ja lyhyet markkinakorot tulevat pysymään nykytasollaan vielä vuonna 2016. Valtionlainojen osto-ohjelma on mahdollinen ensi vuoden alkupuolella, mikäli inflaatio-odotukset heikkenevät vielä selvästi ja euroalueen talous ajautuu uuden taantumun reunalle.

Korot ja valuuttakurssit	17.11.14	30.6.15	31.12.15	31.12.16
<b>Euroalue</b>				
Ohjaukorko	0,05	0,05	0,05	0,05
3kk Euribor	0,08	0,10	0,10	0,10
Saksan 10 v. korko	0,80	0,80	1,00	1,50
<b>USA</b>				
Ohjaukorko	0,25	0,50	1,00	2,00
3kk Libor	0,23	0,75	1,25	2,25
10 v. korko	2,34	2,75	3,00	3,50
<b>Japani</b>				
Ohjaukorko	0,00	0,00	0,00	0,00
3kk Tibor	0,18	0,20	0,20	0,20
10 v. korko	0,47	0,50	0,50	0,50
EUR/USD	1,246	1,20	1,20	1,15
EUR/YEN	145,3	150	156	155
USD/YEN	116,4	125	130	135

Suomen talouden heikkous on laaja-alaista. Euroalueen heikkous ja Venäjän kriisi iskevät voimakkaasti Suomeen. Teollisuustuotannon ja viennin kasvu on pysähtynyt. Työllisyyden väheneminen ja veronkorotukset heikentävät kotitalouksien ostovoimaa ja ovat pysäyttäneet kotimarkkinat. Sekä rakentamisen että vähittäiskaupan määrät olivat syksyllä laskussa.

Tänä vuonna BKT kasvu jää kolmatta vuotta nollan alapuolelle -0,3 prosenttiin. Ensi vuonna maailmantalouden kasvun vahvistuminen vetää Suomen viennin varovaiseen nousuun ja kotimainen kysyntä alkaa vakautua. BKT:n ennustetaan kuitenkin kasvavan vuonna 2015 vain 0,3 %. Vuonna 2016 talouskasvun ennustetaan vahvistuvan Suomen keskeisillä vientimarkkinoilla, mikä nostaa Suomen viientä. Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan 1,3 % vuonna 2016.

Suomen talous: kysyntä ja tarjonta					
Määrän %-muutos edellisestä vuodesta					
	2013 mrd.	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Bruttokansantuote</b>	<b>201,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>
Yksityinen kulutus	111,0	-0,7	-0,4	0,0	1,0
Julkinen kulutus	50,2	1,5	0,1	0,4	0,4
Investoinnit	42,6	-4,9	-3,6	0,0	3,0
Vienti	76,9	-1,7	-0,3	1,0	2,5
Tuonti	78,8	-2,5	-0,9	0,4	2,4

Työllisyys heikkenee tänä vuonna ja työttömyys nousee 8,6 prosenttiin. Vuonna 2015 työttömyysasteen ennustetaan nousevan 8,9 prosenttiin. Ennustettu hidas talouskasvu ei luota riittävästi uusia työpaikkoja, ja työttömyys tulee pysymään korkeana pitkään.

Tänä vuonna julkistalouden alijäämä kasvaa sopeutustoimista huolimatta, kun BKT:n kasvu painuu

nollan alapuolelle. Lähivuosina julkinen alijäämä pienenee hieman jo päätettyjen sopeutustoimien ansiosta. Valtion ja kuntien alijäämä on kuitenkin edelleen 3,7 % BKT:stä, eli 7,8 mrd. euroa vuonna 2016.

Muut keskeiset ennusteluvut				
	2013	2014e	2015e	2016e
Inflaatio (KHI), %	1,5	1,1	1,3	1,5
Ansiotasoa, %-muutos	2,0	1,4	1,2	1,2
Työttömyysaste, %	8,2	8,6	8,9	8,7
Vaihtotase, mrd. €	-2,9	-3,4	-3,0	-3,0
% BKT:stä	-1,4	-1,7	-1,5	-1,4
Julkisyht. rah.jäämä, mrd. €	-4,9	-5,7	-5,4	-4,7
% BKT:stä	-2,4	-2,8	-2,6	-2,2
Julkisyht. bruttovelka, mrd. €	112,7	121,5	128,5	135,4
% BKT:stä	56,0	59,8	62,2	63,7
Valt. ja kuntien rah.jäämä, mrd. €	-8,6	-8,8	-8,0	-7,8
% BKT:stä	-4,3	-4,3	-3,9	-3,7

Julkinen velka nousee 63,7 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2016. Julkistalouden velkaantumistahti ei vähene riittävästi päätetyillä sopeutustoimilla. Julkinen talous on yksinkertaisesti liian suuri suhteessa heikentyneeseen yksityiseen sektoriin. Kyseessä on rakenneongelma, jota ei suhdannepolitiikalla voida ratkaista.

Verojen korotusten sijaan tarvitaan kunnianhimoinen ohjelma julkisten menojen alentamiseksi. Yhden vaalikauden mittainen menoleikkausohjelma, jolla tavoiteltaisiin 4-5 mrd. euron säästöjä, palauttaisi Suomen julkistalouden merkittävästi vakaammalle pohjalle.

Julkisten menojen alentamisen antamasta tilasta osa tulee käyttää riskinoton, yrittämisen ja työnteon kannustamiseen verotusta keventämällä. Uskottavan menoleikkausohjelman yhteydessä toteutettava 1-2 mrd. euron veronkevennysohjelma loisi näköalan yhteiskunnasta, jossa pyritään määrätietoisesti kannustamaan työnteoa ja yrittämistä.

Viimeaikaisessa talouspoliittisessa keskustelussa – niin kotimaisessa kuin kansainvälisessäkin – on korostettu infrastruktuuri-investointien tärkeyttä talouskasvun voimistamiseksi ja opastettu valtioita investoimaan velkarahalla. Toimiva infrastruktuuri on kestävä talouskasvun edellytys. Julkisten rakennusten, yhdyskuntatekniikan ja väylien kunnossapito edellyttää mittavia investointeja joka vuosi.

Tulevan talouskasvun rakentamisessa korostuvat perinteisen infrastruktuurin rinnalla investoinnit tieto-

ja viestintäteknologiaan (ICT). Voimakas digitalisaatioon panostaminen julkisessa hallinnossa, tutkimuksessa ja julkisesti rahoitetuissa palveluissa parantaisi tehokkuutta, loisi uusia liiketoimintamahdollisuuksia yrityksille ja rakentaisi pohjaa uudelle nousulle.

Vuonna 2013 valtion ja kuntien investoinnit olivat yhteensä 8,3 mrd. euroa. Summa on 30 % suurempi kuin ennen finanssikriisiä vuonna 2007. Investointien volyyymi oli 12 % suurempi. Mitään romahdusta julkisissa investoinneissa ei finanssikriisin vuosina ole tapahtunut, vaan aktiviteetti on lisääntynyt.

Valtion ja kuntien yhteenlaskettu alijäämä oli viime vuonna 8,6 mrd. euroa, eli jo nyt kaikki julkiset investoinnit rahoitetaan velaksi. Julkistalous, jonka tulot riittävät rahoittamaan vain juoksevat kulutusmenot ja tulonsiirrot ei ole millään mittarilla kestävällä tolalla. Siksi mahdollisiin lisäpanostuksiin – niin perinteiseen infrastruktuuriin kuin ICT-teknologiaan – pitää hakea tilaa julkistalouden menorakennetta muuttamalla.

Ilman julkistalouden suunnan muutosta velkaantuminen jatkuu ja tulevien sukupolvien taakka kasvaa. Markkinoiden luottamus Suomen kykyyn hoitaa talouttaan on edelleen vahva. Julkisen talouden kurssi voidaan vielä kääntää harkiten ja suunnitellusti.

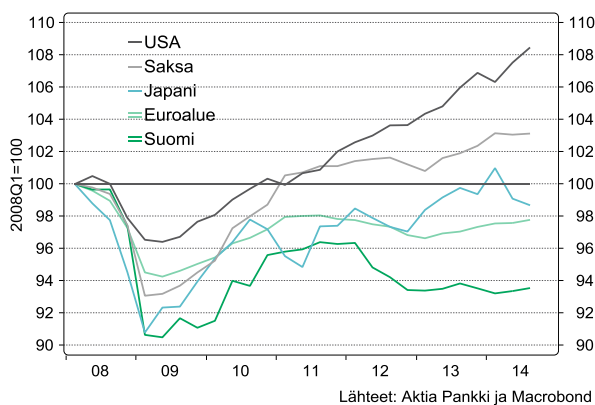
## Kansainvälinen talous: Kasvupolut erkanevat

### Epävarmuus leimannut syksyä

Gloaalitaloutta ovat varjostaneet syksyn aikana monet jännitteet. Geopoliittisten uhkien lisäksi erityisesti pelko Euroopan talouskasvun hiipumisesta on lisännyt epävarmuutta globaalitalouden suunnasta.

Myönteistä maailmantalouden kannalta on Yhdysvaltojen talouden vahva veto. Huhti-kesäkuussa USA:n talous kasvoi reilun 4½ prosentin vuosivauhtia alkuvuoden sääolosuhteista johtuneen tilapäisen heikkouden väistyessä. Heinä-syyskuussa USA:n talous kasvoi edelleen nopeasti 3½ prosentin vauhtia. Talouskasvu pysyi syksyllä laajapohjaisena, sitä vauhdittivat sekä yritysten investoinnit ja vienti että kotitalouksien kulutusmenojen kasvu.

Bruttokansantuotteen määrä eri maissa



Kiinan nopean talouskasvun jatkuminen on yksi globaalitalouden kestohuolista. Heinä-syyskuussa Kiinan BKT kasvoi 7,3 prosenttia edellisvuodesta, mikä oli hitain kasvuvauhti viiteen vuoteen. Kiinan kiinteistösektori jäähtyy, mikä heikentää kotimaista kysyntää. Suurimmat huolet Kiinan kasvun nopeasta hidastumisesta ovat kuitenkin vuoden mittaan vähentyneet, kun Kiinan vienti on kasvanut kesän ja syksyn aikana jälleen ripeämmin. Kiinan vientikysynnän vahvistuminen kertoo globaalin kysynnän vakaudesta kaiken epävarmuuden keskellä.

Euroalueen viimeaikainen heikko talouskehitys on nostanut Euroopan talousongelmat takaisin valokeilaan. Talouskasvu painui nollian huhti-kesäkuussa, ja syksy ei tuonut juuri kohennusta tilanteeseen. Saksan talouskasvu on notkahtanut.

Ranskan talous sinnittelee nollikasvun tuntumassa ja Italiassa tuotanto supistuu. Euroalueen valopiikku on Espanja, missä talous kasvaa selvästi nopeiten suurista euromaista. Kasvuongelmat näkyvät koko euroalueella heikkona inflaatiopaineena.

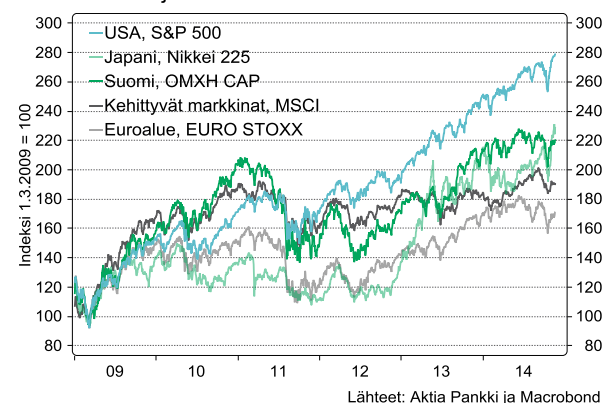
Geopoliittiset riskit ovat pysyneet syksyllä tapetilla. Venäjän ja Ukrainan konflikti näkyy tällä hetkellä eurooppalaisten yritysten vienti- ja investointitoiminnan laimeutena. Ebola-epidemia leviäminen Länsi-Afrikassa – sekä yksittäiset tartuntatapaukset USA:ssa ja Euroopassa – levittivät syys-lokakuussa pelkoa laajemmasta epidemiasta.

Lähi-idän konfliktit eivät ole rauhoittuneet, mutta pelätyt vaikutukset erityisesti öljymarkkinoille eivät ole toteutuneet. Öljyn hinta on vastoin odotuksia laskenut voimakkaasti syksyn aikana, kun öljyn kysyntäarviot ovat alentuneet ja öljyn tuotanto on lisääntynyt mm. Libyan tuotannon elpymässä.

Syksyllä erityisesti rahoitusmarkkinoille loi epävarmuutta myös poliittinen liikehdintä, mm. mielenosoitukset Hongkongissa, Skotlannin itsenäisyyttä koskevat vaalit ja tuoreimpana Katalonian itsenäistymispyrkimykseen liittynyt kansanäänestys.

Talouselämyksessä globaalilla tasolla merkittävin tapahtuma oli Yhdysvaltain keskuspankki FEDin päätös lopettaa arvopapereiden kuukausittaiset ostot lokakuun kokouksessaan.

Osakeindeksejä

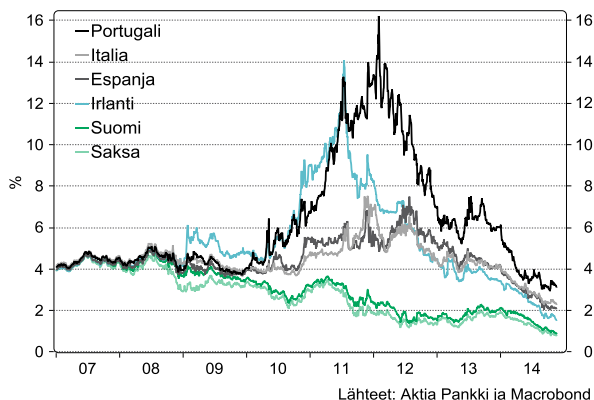


Rahoitusmarkkinoilla syksy on ollut vaiherikas. Osakeindeksien vaihtelu on ollut suurta, ja riskinottohalukkuutta kuvaavat indeksit kertovat varovaisuuden kasvaneen ajoittain voimakkaastikin. Lokakuun puolivälissä koettu lyhyeksi jäänyt kurssipudotus kuvaa hyvin markkinatilanteen herkkyyttä. Mikään yksittäinen tapahtuma ei selitä

pudotuksen käynnistymistä, vaan yksinkertaisesti liian monta negatiivista uutista sattui kasaantumaan samoille päville.

Turvallisiksi sijoituskohteiksi koettujen valtionlainojen korot painuivat syksyn aikana ennätysmataliksi euroalueen kasvunäkymien tummentuessa. Markkinaodotukset Euroopan keskuspankin ostohjelmien laajentamisesta valtionlainoihin ovat myös voimistuneet ja painaneet korkoja alaspäin.

10 vuoden valtionlainan korko eri euromaissa



Odotukset EKP:n toimista ovat pitäneet myös periferiamaiden korkoerot suhteessa Saksaan vakaina huolimatta markkinaturbulenssista. Myös yrityslainojen riskilisät ovat pysytelleet vakaina.

## Kasvunäkymissä suuria eroja

**Maailmantalouden** kasvunäkymät eroavat suuresti eri alueiden välillä. Yhdysvalloissa kasvudynamiikka on vahvaa, ja Kiinassa edellytykset pitää yllä ripeää – vaikkakin vähitellen hidastuvaa – tuotannon kasvua lähitulevaisuudessa näyttävät ilmeisistä riskeistä huolimatta edelleen vahvoilta.

Euroopan taloudesta sitä vastoin puuttuu työtä ja hyvinvointia luovaa dynamiikkaa, ja Japani ei ole voimakkaista talouspolitiikan toimista huolimatta päässyt irti vuosien stagnaatiosta.

Maailmantalous kasvaa tänä vuonna viime vuoden tavoin hieman yli kolmen prosentin vauhtia. Valtaosa globaalista kasvusta, noin ¾, tulee edelleen kehittyvistä talouksista.

Kehittyneiden maiden talouskasvu vahvistuu kuitenkin tänä vuonna edellisvuoteen verrattuna, kun euroalue ponnistaa pieneen kasvuun kahden

negatiivisen kasvun vuoden jälkeen ja myös Englannin talouskasvu vauhdittuu.

Ensi vuonna ja vuonna 2016 globaali kasvu vauhdittuu hieman. Kehittyneiden talouksien ennustetaan kasvavan ensi vuonna kuluvaan vuoteen nopeammin, koska USA:n kasvu tavoittaa 3 prosentin vauhdin. Kehittyvien talouksien kasvun nopeutuminen muodostuu sekä Aasian talouksien, mm. Intian ja Kaakkois-Aasian maiden että Latinalaisen Amerikan talouskasvun vähittäisestä vauhdittumisesta.

BKT:n kasvu, %

	osuus*, %	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Maailma</b>	<b>100,0</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>3,6</b>	<b>3,8</b>
Euroalue	12,2	-0,4	0,7	1,0	1,5
USA	16,5	2,2	2,3	3,1	2,8
Japani	4,6	1,5	0,4	0,8	1,2
Kiina	15,9	7,7	7,3	7,0	6,8
Venäjä	3,4	1,3	0,5	-1,0	0,0
Kehittyneet taloudet	43,6	1,4	1,8	2,2	2,3
Kehittyvät taloudet	56,4	4,7	4,4	4,7	5,0

\*Ostovoimapariiteettipainot v. 2013, IMF WEO, lokakuu 2014.

Globaalikasvun ennustemuutokset elokuun lopun ennusteeseen verrattuna ovat vähäisiä: sekä kuluvan että ensi vuoden kasvuluvut ovat 0,2 %-yksikköä alempia. Maailmantalouden kasvu ei ole lähivuosina palaamassa finanssikriisiä edeltäneiden vuosien hurjaan, jopa yli 5 prosentin kasvuun. Vuosille 2015-2016 ennustetut kasvuluvut edustavat kuitenkin hyvää normaalia kasvuvauhtia. Vuosina 1984-2013 keskimääräinen kasvuvauhti on ollut 3,7 %.

**Yhdysvalloissa** talouskehitys on ollut tänä vuonna vahvaa, ja talouskasvu on pysytellyt yli 3 prosentin vauhdissa. Viime talven tilapäisen heikkouden vuoksi koko vuoden kasvuluku jää alle 2½ prosenttiin. Talousindikaattorit kertovat myös neljännän vuosineljänneksen alkaneen vahvasti sekä teollisuudessa että palvelualoilla.

USA:n kasvu on laajapohjaista ja perustuu vahvaan kotimaiseen kysyntään. Yritysten investoinnit kasvavat vauhdilla ja kotitalouksien kulutusmahdollisuuksia kohentaa tasaisesti kasvava työllisyys sekä osake- ja asuntovarallisuuden arvonnousu.

Ensi vuonna USA:n kasvun ennustetaan pysyvän vahvan talousluottamuksen ja kohenevan työllisyyden tukeman kotimaisen kysynnän kasvun myötä kolmen prosentin tuntumassa. Kasvu tulee vähitellen hidastumaan, kun keskuspankki FED aloittaa

rahopolitiikan normalisoinnin ja korot alkavat vähitellen nousta.

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

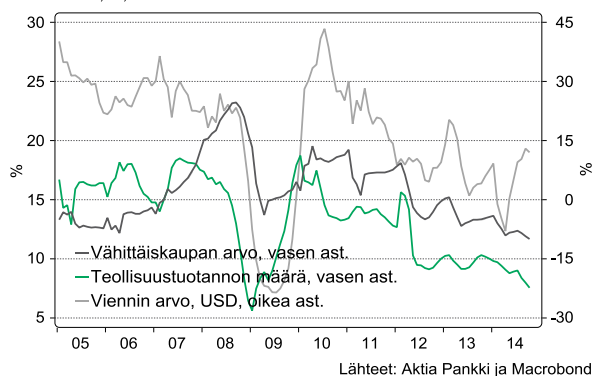


Vuonna 2016 USA:n kasvun ennustetaan hidastuvan alle 3 prosenttiin. USA:n trendikasvu on selvästi nykyvauhtia hitaampaa, noin 2-2¼ % vuodessa. Talouskasvu voi kuitenkin jatkua tätä nopeampana vielä useamman vuoden, koska tuotantoresurssija on vielä vajaakäytössä.

**Kiinan** talous kasvaa tänä vuonna lähes viime vuoden vauhtia huolimatta rakentamisen vähentymisestä. Myös vähittäiskaupan ja teollisuustuotannon kasvuvauhdit ovat vähitellen hidastuneet. Suurimmat pelot Kiinan talouskasvun notkahduksesta ovat kuitenkin hälvenneet, kun viennin kasvu on vuoden mittaan vauhdittunut.

Kiina: Teollisuustuotanto, vähittäiskauppa ja vienti

Vuosimuutos, %, 3 kk:n liukuva keskiarvo



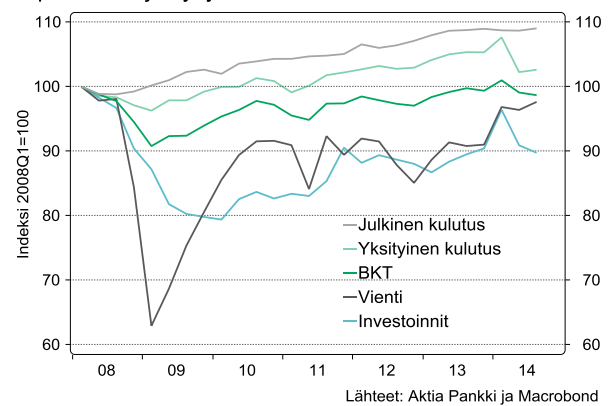
Hallinnon kyky saavuttaa itse asettamansa kasvutavoitteet on osoittautunut hyväksi. Lähivuosien kasvutavoitteita tullaan todennäköisesti maltillisesti alentamaan tämän vuoden "joustavasta" 7,5 prosentin tavoitteesta. Vuosien 2015 ja 2016 aikana kasvun ennustetaan hidastuvan alle 7 prosentin vauhtiin.

Sekä investointiaktiiviteetin että kulutusmenojen kasvu on Kiinassa aiempaa hitaampaa. Trendikasvu hidastuu Kiinassa väistämättä vähitellen, kun maa kuroo nopeaa vauhtia umpeen elintasoeroa kehittyneisiin maihin. Nopeasta muutoksesta ei ole kyse. Kiinan muuttuminen kohti kulutusvetoista taloutta tulee kestämään vuosikymmeniä.

Poliittisen vakauden kannalta kasvuprosentteja tärkeämpää hallinnolle on työllisyyden vakaa kehitys. Teknologiseen kehitykseen liittyvä työn tuottavuuden kasvun hidastuminen tarkoittaa, että aiempaa hitaampi talouskasvu riittää pitämään työllisyyden vahvana.

Huhtikuussa toteutettu arvonlisäveronkorotus supisti **Japanin** taloutta voimakkaasti toisella neljänneksellä. Kotitalouksien kulutus väheni jyrkästi ja myös yritysten investoinnit vähenivät. Odotettu palautuminen heinäsyyskuussa ei toteutunut. BKT:n supistuminen jatkui 0,4 prosentin vauhtia edellisestä neljänneksestä. Kotitalouksien kulutusmenot kasvoivat selvästi odotettua vähemmän ja ovat jääneet veronkorotuksen jälkeen aiempaa alemmalle tasolle. Eniten kasvua jarrutti varastojen väheneminen ja myös investoinnit supistuivat.

Japani: BKT ja kysyntäerät



Inflaatio on hypähtänyt veronkorotuksen vuoksi yli 3 prosenttiin. Palkat nousevat vain alle yhden prosentin vauhtia, ja kuluttajien ostovoima heikkenee. Kotitalouksien tulonäkymät pysyvät heikkoina, ja kotimaisen kysynnän ei voi odottaa tukevan talouskasvua merkittävästi.

Japanin keskuspankki päätti äskettäin kasvattaa arvopaperien osto-ohjelmaansa, koska inflaatio-odotukset ovat sitkeästi pysytelleet keskuspankin 2 prosentin inflaatiotavoitteen alapuolella. Jenin

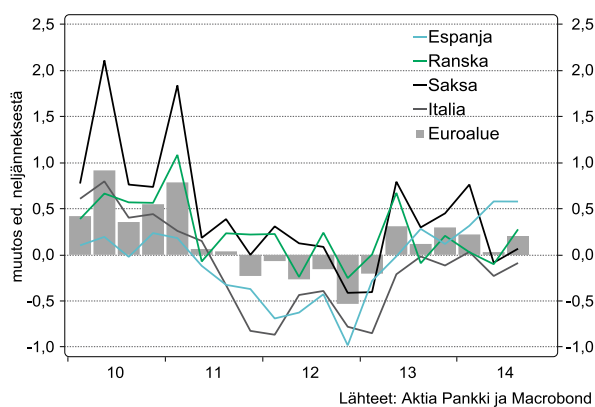
heikentyminen tukee yritysten tuloskehitystä. Viennin kasvu on valuutan heikentymisestä huolimatta jäänyt vähäiseksi.

Pääministeri Aben kolmen nuolen talousohjelman mukaan arvonlisäveroä piti nostaa ensi vuoden lokakuussa 2 prosenttiyksiköllä. Talustilastot kertovat ensimmäisen noston negatiivisten vaikutusten olevan odotettua suurempia. Pääministeri Abe ilmoittikin odotetusti, että arvonlisäveron nosto siirretään vuoden 2017 alkupuolelle.

Veronkorotuksen siirtäminen poistaa uhan talouskasvun uudesta pudotuksesta ensi vuonna, mutta lisää epävarmuutta julkistalouden tasapainotusohjelman etenemisestä. Joka tapauksessa Japanin kasvunäkymät ovat hyvin vaisut. Talouskasvun ennustetaan jäävän ensi vuonna ja vuonna 2016 vain 1 prosentin tuntumaan.

**Euroalueen** veto on hiipunut kuluvaan vuoden aikana. Huhti-kesäkuussa kasvu painoi nolnaan, ja heinä-syyskuussa kasvu jäi vaimeaksi 0,2 prosenttiin edellisestä neljänneksestä.

BKT:n kasvu eri euromaissa



Keväällä 2013 euroalueen kotimainen kysyntä alkoi kahden valtioiden velkakriisin varjostaman heikon vuoden jälkeen vahvistua. Kotitalouksien kulutus kääntyi kasvuun ja yritysten investoinnit osoittivat virkoamisen merkkejä. Tämä myönteinen kehitys on katkeamassa. Investoinnit vähenivät jo ennen kesää, ja tuoreimmat tiedot kotitalouksien kulutuksen heikkenemisestä syksyn aikana ovat huolestuttavia. Ukrainan ja Venäjän kriisin levittämä epävarmuus näkyy tällä hetkellä yritysten vienti- ja investointitoiminnassa. Tilanne näkyy myös yritysten rahoituksen kysynnän heikkoutena.

Inflaatio on hidastunut euroalueella huolestuttavan matalaksi huolimatta EKP:n kasvua ja hintakehitystä tukevista toimista.

Euroalueen lähivuosien kasvunäkymät ovat heikot. Rakenteelliset ongelmat jarruttavat itseään ruokkivaa kotimaisen kysynnän kasvua. Valuuttakurssin heikentyminen ja raaka-aineiden – erityisesti raakaöljyn – halpeneminen yhdessä vahvistuvan maailmankaupan vedon kanssa pitävät kuitenkin euroalueen talouden hitaassa kasvussa.

Elvyttävä rahapolitiikka on tärkeä osa talouspoliittista kokonaisuutta, mutta pelkällä rahapolitiikalla euroalueen talous ei ponnista kasvuun. Avaimet ovat hallitusten käsissä. Kestävään kasvuun päästään vain uudistamalla talousmallia riskinottoa ja innovointia kannustavaan suuntaan. Eurooppa tarvitsee parempaa kilpailua niin työ- kuin hyödykemarkkinoilla sekä kannustavampaa verojärjestelmää.

**Saksan** talouskasvu on hidastunut kuluvaan vuoden aikana. Viennin veto ja erityisesti yritysten investoinnit ovat hiipuneet Venäjän ja Ukrainan kriisin aiheuttaman epävarmuuden myötä. Työllisyys kuitenkin kohenee ja kotitalouksien kulutusmahdollisuudet ovat hyvät. Silti kotitalouksien kulutuksen kasvu on jäämässä vaisuksi. Heinä-syyskuussa BKT:n kasvu jäi vain 0,1 prosenttiin, ja lähiaikojen kasvunäkymät ovat vaatimattomat.

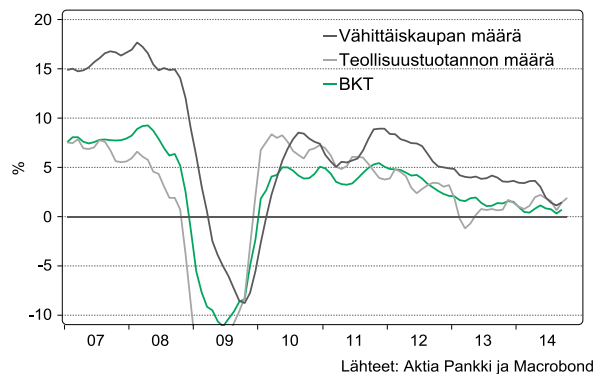
**Ranskan ja Italian** talouskurimus jatkuu. Heinä-syyskuussa Ranskan BKT kasvoi 0,3 %, mutta kasvu muodostui lähinnä julkisten kulutusmenojen lisäyksestä ja varastojen kasvusta. Kotitalouksien kulutuksen kasvu hidastui ja investoinnit supistuivat. Italian BKT:n vähittäinen supistuminen jatkui 0,1 prosentin vauhtia heinä-syyskuussa. Talouden hyytyminen tekee molemmissa maissa entistä vaikeammaksi saada talousreformia etenemään.

**Espanja** on loistava poikkeus euroalueen suurten talouksien joukossa. Talous kasvaa hyvää vauhtia, heinä-syyskuussa BKT oli 0,5 % suurempi kuin edellisellä neljänneksellä. Espanja on toteuttanut velkakriisin aikana mittavia talousuudistuksia, mm. työmarkkinoita on joustavoitettu ja pankkisektori on pääomitetty. Nyt maa jo korjaa reformien hedelmiä. Espanjan haasteena on pitää talouskasvua yllä tilanteessa, jossa muiden suurten euromaiden taloudet jarruttavat.

**Venäjän** talouden heikkous on seurausta viime vuosikymmenten epäonnistuneesta talouspolitiikasta. Talouden modernisaatio ei ole edennyt. Talouden perusta on edelleen raaka-aineiden tuotanto ja vienti.

Venäjä: BKT, teollisuustuotanto ja vähittäiskauppa

Vuosimuutos, %, 3 kk:n liukuva keskiarvo



Taloukasvun hiipuminen viime vuosien aikana on suurelta osin seurausta raakaöljyn maailmanmarkkinahinnan vakiintumisesta. Raaka-aineiden vientitulojen kasvuun perustuva kasvumalli toimii vain niin kauan, kun hinnat nousevat.

Ukrainan ja Venäjän välinen kriisi ja siihen liittyvät talouspakotteet iskevät jo ennestään heikentyneeseen talouteen. Pääomavirta ulos Venäjältä on kiihtynyt jo arvioilta 120 miljardiin dollariin tänä vuonna. Ruplan arvo on romahtanut keskuspankin koronostoista ja tukioistoista huolimatta. Keskuspankki luopuikin äskettäin valuuttakurssitavoitteestaan ja päästi ruplan kellumaan.

Inflaatio on ruplan heikentymisen vuoksi kiihtynyt jo yli 8 prosenttiin, mikä rapauttaa kotitalouksien ostovoimaa huomattavasti. Venäjän valtiontalous on täysin riippuvainen öljyn hintakehityksestä. Ruplan heikentyminen on puskuroinut viimeaikaisen raakaöljyn maailmanmarkkinahinnan laskun negatiivista vaikutusta valtion budjettitasapainoon.

Venäjän talouskasvu hiipuu tänä vuonna lähes nolnaan, ja kasvun edellytykset ovat myös lähivuosina heikot. Ensi vuonna talouspakotteet painavat kasvun nollan alapuolelle.

## FEDin ja EKP:n rahapolitiikat eriytyvät voimakkaasti

**Globaali inflaatio** on pysytellyt poikkeuksellisen matalana viime ajat. Osin kyse on vielä normaalia suuremmasta tuotantokapasiteetin ja työvoiman

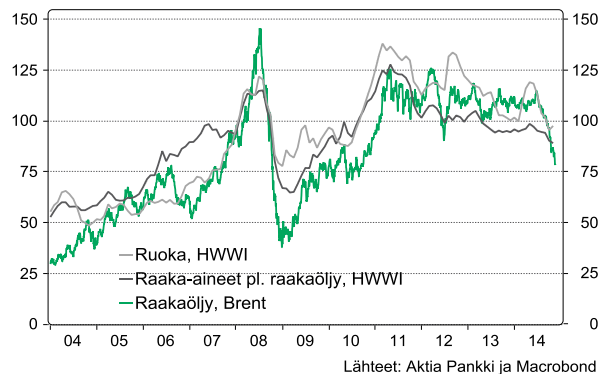
vajaikäytöstä globaalin talouskriisin jälkeen, osin raaka-aineiden viimeaikaisesta hintakehityksestä.

### Teollisuuden raaka-aineiden

**maailmanmarkkinahintoja** painaa kasvuodotusten vähittäinen alentuminen erityisesti Kiinassa.

Raakaöljyn dollarihinta on laskenut yli 20 prosenttia loppukesän tasoltaan. Myös ruoan maailmanmarkkinahinnat ovat olleet laskusuunnassa.

Raaka-aineiden maailmanmarkkinahintoja USA:n dollareissa



Mallitiset maailmantalouden kasvuennusteet eivät perustele nopeaa nousukäännettä raaka-ainehintoihin. Raakaöljyn hinnan suurimman pudotuksen voi kuitenkin arvioida olevan jo takana. Kasvavilla öljyntuotantoalueilla, mm. USA:n liuskeöljyn tuotannossa, tuotantokustannukset ovat korkeat, mikä tukee nykyistä, noin 80 dollarin tynnyrihintaa lähellä olevaa hintatasoa. Globaalien inflaatiopaineiden näkökulmasta raaka-aineiden hintakehitys ei muodosta tällä hetkellä merkittävää inflaatoriskiä.

### Kuluttajaintinflaatio, %

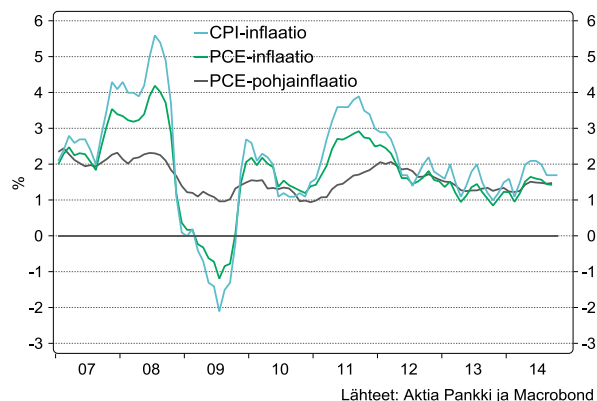
	2013	2014e	2015e	2016e
Euroalue	1,4	0,5	0,8	1,4
USA	1,5	1,7	2,0	2,2
Japani	0,4	2,9	2,1	1,8

**Yhdysvalloissa FED** odotetusti päätti lokakuussa lopettaa arvopapereiden osto-ohjelmansa. FEDin tase ei kuitenkaan ala vielä supistua, koska FED jatkaa eräänlyistä arvopapereista saamiensa tulojen uudelleensijoittamista.

USA:n vahva talouskasvu tuottaa joka kuukausi yli 200 tuhatta uutta työpaikkaa ja työttömyysaste on painunut jo alle 6 prosenttiin. Palkkainflaatio ei kuitenkaan ole syksyn aikana nopeutunut huolimatta työmarkkinoiden tilan selvästä piristymisestä.

Kuluttajahinnat nousevat USA:ssa vajaan 2 prosentin vauhtia. FEDin hintavakaustavoite on määritelty hieman kattavamman PCE-inflaation 2 % nousuvauhdiksi. PCE-inflaatio on pysytellyt viime kuukaudet lähellä 1,5 prosenttia.

USA: Inflaatio, %

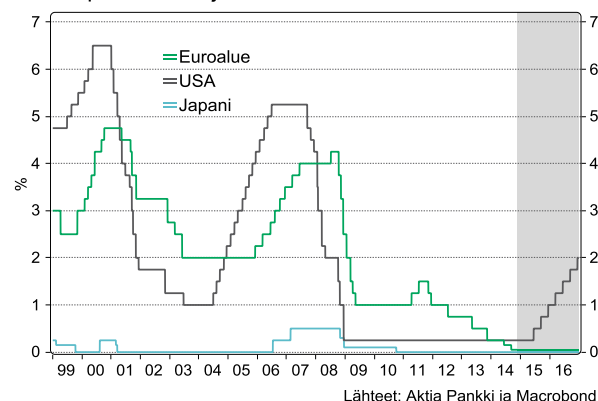


USA:n inflaatiota pitää kurissa sekä laskeva öljyn hinta että vahvistuva dollari. FEDin koroista päättävä avomarkkinakomitea (FOMC) on ilmaissut syksyn aikana huolensa Euroopan talouskehityksen heikkoudesta ja sen mahdollisista vaikutuksista yhdysvaltalaisen yritysten tuloksiin.

FEDin rahapolitiikan tavoitteina ovat hintavakaus ja kestäväällä tavalla mahdollisimman korkea työllisyys. Arvioimme, että edellä mainitut inflaatiota hillitsevät tekijät antavat FEDille mahdollisuuden lykätä ensimmäistä koronnostoa ensi kesäkuuhun. Elokuussa arvioimme FEDin aloittavan koronnostosyklin jo maaliskuussa.

FEDin koronnostosykli tulee olemaan huomattavasti hitaampi kuin aiemmillä kerroilla. Kehittyneiden maiden korkea velkaantuneisuus ja rakenneuudistusten puute Euroopassa ja Japanissa jarruttavat globaalia talouskasvua koko vuosikymmenen. FEDin ohjauksen arvioidaan olevan vuoden 2016 lopulla 2,0 prosenttia. Kohti pidemmän aikavälin neutraalia 3½-4 prosentin tasoa ohjauksen korko nousee vasta seuraavien kahden vuoden aikana.

Keskuspankkien ohjaukset



**Euroalueen** inflaatio on pysytellyt syksyllä sitkeästi alle ½ prosentissa. Myös markkinahinnoista johdetut inflaatio-odotukset ovat syksyn aikana alentuneet.

Eryteisesti energiahintojen halpeneminen on hidastanut inflaatiota. Palveluhintojen nousu on sitä vastoin pysytellyt yli 1 prosentin vauhdissa. Lokakuussa inflaatiovauhdit vaihtelivat Kreikan -1,8 prosentista Itävallan 1,4 prosenttiin. Monissa periferiamaisissa inflaatio oli nollan tuntumassa.

Euroalueen inflaatio on liian matala, mutta deflaatiosta, eli laaja-alaisesta itseään ruokkivasta hintojen laskukierteestä ei ole kyse. On kuitenkin ilmeistä, että deflaation riski on kasvanut talouskasvun hiipussa.

**Euroopan keskuspankki** leikkasi yllättäen ohjaukset korkojaan syyskuussa 0,1 prosenttiyksiköllä. Perusrahoitusoperaatioiden korko laskettiin 0,05 prosenttiin ja keskuspankkitalletusten korko -0,20 prosenttiin. Tämän alemmaksi keskuspankkikoron eivätkään enää laske.

Syksyn aikana EKP on käynnistänyt uudet ennätyspitkät lainaoperaatiot (TLTRO) pankeille sekä aloittanut katettujen joukkolainojen ostot. Marraskuun alussa EKP ilmoitti myös, että omaisuusvakuudellisten arvopapereiden (ABS) ostot aloitetaan kohta.

Pääjohtaja Draghi ilmoitti marraskuun kokouksessa, että Eurojärjestelmä valmistele uusia tukitoimia euroalueen näkyvien heikennyttä. Tämän tulkittiin yleisesti tarkoittavan valtionlainojen osto-ohjelman valmistelua.

YKHI-Inflaatio euroalueella, %



Marraskuun kokouksessa vahvistui myös koko EKP:n neuvoston tuki pääjohtaja Draghin aiemmin ilmoittamalle tavoitteelle kasvattaa Eurojärjestelmän tasetta kohti vuoden 2012 alkupuolen tasoa. Draghi täsmensi ajankohdan tarkoittavan kyseisen vuoden maaliskuuta, jolloin tase oli noin 1000 miljardia euroa suurempi kuin tällä hetkellä.

Pitkiä lainaoperaatioita pankeille toteutetaan vuoden 2016 puoliväliin saakka. Niiden kokonaismäärä selviää vasta lähivuosien aikana. Edelliset vuosina 2011 ja 2012 myönnetyt pitkät lainat ovat erääntymässä, mikä tulee kasvattamaan rahoituksen kysyntää joulukuussa ja ensi vuoden alkupuolella toteutettavissa operaatioissa. Eurojärjestelmän taseen kasvattamisen kannalta lainaohjelman haasteena on, että pankit itse päättävät kuinka paljon haluavat rahoitusta hakea. Jos rahoituksen kysyntä ei merkittävästi vahvistu, voi ohjelman likviditeettiä lisäävä vaikutus jäädä vähäiseksi.

Katettujen joukkolainojen ja ABS-arvopapereiden ostoilla EKP voi suoraan kasvattaa tasettaan. Näissä operaatioissa haasteena on markkinoiden koko. Erityisesti omaisuusvakuudellisten arvopapereiden markkinoiden käynnistäminen vuosien hiljaiselon jälkeen tulee viemään aikaa. Arvioimme, että parhaimmillaankin lainaohjelmilla ja suorilla arvopaperiostoilla voidaan nettomääräisesti kasvattaa Eurojärjestelmän tasetta noin puolet – 500 miljardia – EKP:n tavoitteesta.

EKP pitää rahapolitiikan virityksen ennätyskeveänä vielä pitkään. Ohjauksen nostot lykkääntyvät kaus eteenpäin. Nyt käynnistetyt osto-ohjelmat ulottuvat vuoden 2016 syksyyn. Arvioimme, että ohjaukset ovat nykytasollaan vielä vuoden 2016 lopulla.

Markkinaodotukset laajamittaisesta valtionlainojen osto-ohjelmasta olivat kasvaneet jo ennen Draghin marraskuista ilmoitusta euroalueen kasvu- ja hintanäkymien heikentyessä. Valtionlainojen osto-ohjelman tiellä on kuitenkin monia esteitä, joista vähäisin ei ole erityisesti Saksan Bundesbankin tiukka vastustus.

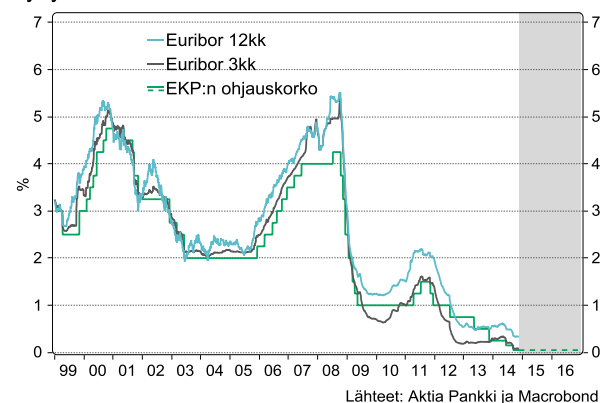
Arvioimme, että valtionlainojen osto-ohjelma nousee vakavasti EKP:n neuvoston agendalle ensi vuoden alkupuolella, mikäli euroalueen inflaatio-odotukset heikkenevät vielä selvästi ja euroalueen talous ajautuu uuden taantumun reunalle.

## Korkojen nousu vähäistä, euro heikkenee

Euroalueen lyhyet markkinakorot ovat EKP:n toimien myötä painuneet vielä lähemmäs nolaa syksyn aikana. Nyt tilaa laskulle ei enää ole.

Yhdysvalloissa ensimmäisten koronnostojen lähestyminen nostaa lyhyitä korkoja jo ensi keväänä. Euroalueella Euriborkorot tulevat pysymään nykytasollaan vielä vuonna 2016. EKP:n suuret lainaohjelmat pitävät rahamarkkinoiden likviditeetin runsaana ja lyhyet markkinakorot pysyttelevät ohjauksen tuntumassa.

Lyhyet korot euroalueella

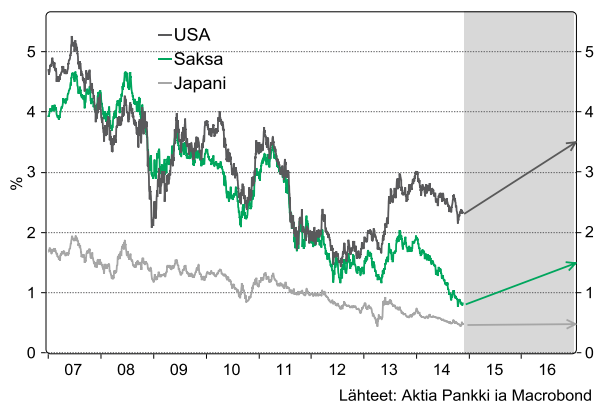


Pitkät korot ovat laskeneet euroalueella syksyn aikana ennätysmataliksi. Samaan aikaan Yhdysvalloissa 10 vuoden valtionlainan korko on pysytellyt suurimman osan aikaa 2½ prosentin alapuolella.

Yhdysvalloissa talouskasvun vahvuus ja rahapolitiikan normalisoinnin eteneminen tulevat nostamaan pitempiä markkinakorkoja vähitellen seuraavien vuosien aikana. FEDin koronnostosykli tulee kuitenkin

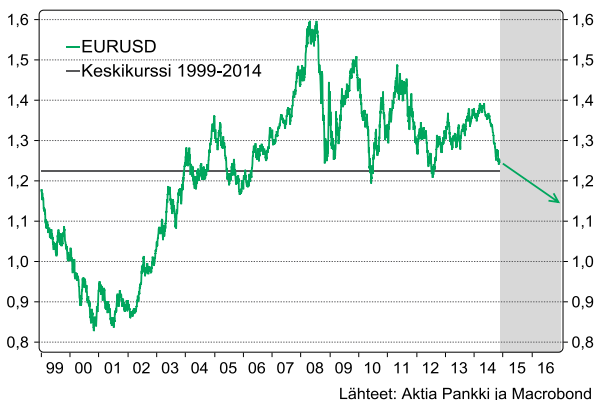
olemaan aiempia kertoja hitaampi, ja 10 vuoden korko on vuoden 2016 lopulla 3½ prosentin tasolla.

10 vuoden valtionlainan korko



USA:n korkojen nousu heijastuu korkomarkkinoille globaalisti, ja myös euroalueen pitkät korot tulevat välitellen nousemaan. Korkoero USA:n ja euroalueen välillä tulee kuitenkin kasvamaan. Saksan 10 vuoden valtionlainan korko jää vielä vuoden 2016 lopullakin 1,5 prosenttiin. Poikkeuksellisen matalien korkojen aika tulee siis jatkumaan euroalueella poikkeuksellisen pitkään.

EURUSD-valuuttakurssi



Euro on heikentynyt kuluvan vuoden aikana suhteessa Yhdysvaltojen dollariin jo yli 10 prosenttia. Kasvupolkujen eroaminen USA:n ja Euroopan välillä ja siitä seuraava rahapolitiikan ja korkokehityksen eriytyminen tukevat euron heikentymistrendin jatkumista lähivuosien ajan. Euron dollarikurssin odotetaan painuvan vuoden 2016 aikana 1,15 tuntumaan.

#### Korot ja valuuttakurssit

	17.11.14	30.6.15	31.12.15	31.12.16
<b>Euroalue</b>				
Ohjauuskorko	0,05	0,05	0,05	0,05
3kk Euribor	0,08	0,10	0,10	0,10
Saksan 10 v. korko	0,80	0,80	1,00	1,50
<b>USA</b>				
Ohjauuskorko	0,25	0,50	1,00	2,00
3kk Libor	0,23	0,75	1,25	2,25
10 v. korko	2,34	2,75	3,00	3,50
<b>Japani</b>				
Ohjauuskorko	0,00	0,00	0,00	0,00
3kk Tibor	0,18	0,20	0,20	0,20
10 v. korko	0,47	0,50	0,50	0,50
EUR/USD	1,246	1,20	1,20	1,15
EUR/YEN	145,3	150	156	155
USD/YEN	116,4	125	130	135

#### Kasvuriskit alasuuntaisia

Euroopan talouskasvun odotetaan Venäjän ja Ukrainan kriisin jatkumisesta ja monien keskeisten euromaiden heikosta talousdynamikasta huolimatta vahvistuvan vähitellen lähivuosien aikana. Tähän kuvaan sisältyy ennustettua heikomman kehityksen riski.

Poissuljettua ei myöskään ole Venäjän talouspakotteiden ja vastapakotteiden laajeneminen, mikä heikentäisi entisestään Euroopan taloustilannetta. Esimerkiksi energiahuollon häiriöt iskisivät voimakkaasti Euroopan talouksiin.

FEDin rahapolitiikan normalisoinnin etenemisen vaikutukset tuntuvat koko maailmantaloudessa. Mikäli euron heikentymistrendi jatkuu, tukee se euroalueen kasvua, yritysten tuloskehitystä ja inflaation nopeutumista. Toisaalta riskinä on, että pääomavirtojen muutokset vaikuttavat kehittyvien talouksien valuuttoja heikentävästi, mikä näkyisi myös kehittyvistä talouksista riippuvaisten eurooppalaisten yhtiöiden tuloksissa ja Euroopan maiden vientikehityksessä negatiivisesti.

Vaikka todennäköisin tulema on, että rahapolitiikan eriytyminen näkyy jo markkinahinnoittelussa, pitää FEDin rahapolitiikan kiristävän syklin lähestyminen yllä epävarmuutta.

## Suomi: Hitaan kasvun aika edessä

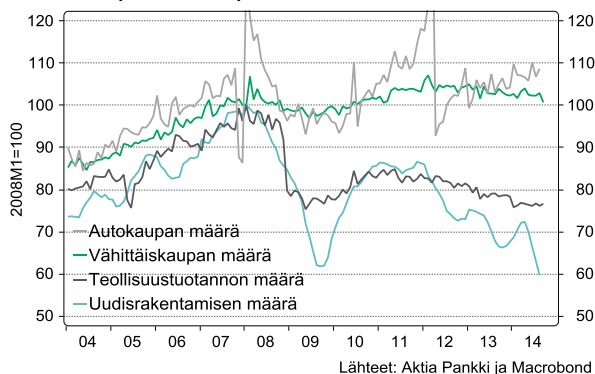
### Syksy ei tuonut käännettä parempaan

Suomen BKT on viime vuoden vaihteen tasolla. Alkuvuoden pienen supistumisen jälkeen BKT kasvoi toisella neljänneksellä 0,2 % ja ennakkotietojen mukaan heinä-syyskuussa saman verran. Kuukausittain julkaistavan tuotannon suhdannekuvaajan tiedot ovat astetta synkempiä. Heinä-syyskuussa kokonaistuotanto olisi hieman supistunut edellisneljänneksestä.

Talouden indikaattorit kertovat heikkouden olevan laaja-alaista. Kysynnän vaimuus painaa vientisektoria. Teollisuustuotannon ja viennin kasvu on pysähdyksissä. Työllisyyden väheneminen ja veronkorotukset heikentävät kotitalouksien ostovoimaa ja ovat pysäyttäneet kotimarkkinat. Sekä rakentamisen että vähittäiskaupan määrät olivat syksyllä laskussa.

#### Kaupan ja jalostuksen kk-indikaattoreita

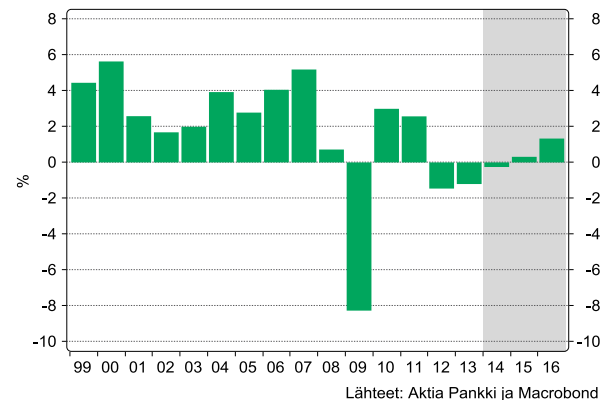
Kausitasoistettuja määräaindeksejä



Syyskuussa vienti oli edelliskuukausia vahvempi ja erityisesti teollisuuden saamat uudet tilaukset hypähtivät voimakkaasti suomalaisten telakoiden saatua muutaman ison tilauksen. Vienti vaihtelee kuukausittain suuresti, eikä yhden kuukauden hyvä vientiluku anna aiheutta muuttoa käsitystä vaimesta vientimenestyksestä. Vientitilastojen perusteella voi arvioida, että vienti itse asiassa supistui kolmannella neljänneksellä.

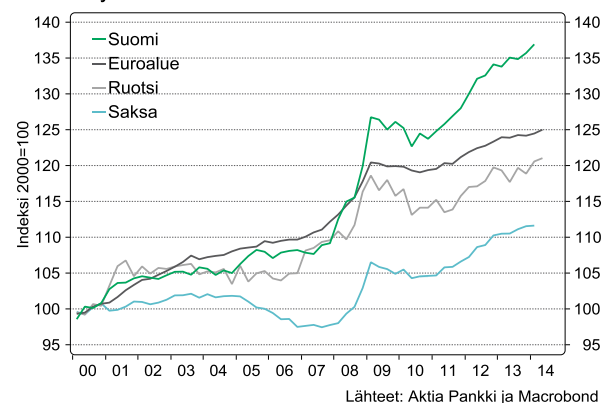
Viennin ja investointien väheneminen painaa tänä vuonna BKT:n kasvun negatiiviseksi -0,3 prosenttiin. Vientimenestyksen tiellä on kaksi estettä: Suomelle tärkeiden vientimarkkinoiden heikkous ja suomalaisten yritysten kilpailukyky.

#### Suomen bruttokansantuote, %



Euroalueen heikkous ja Venäjän kriisi iskevät voimakkaasti Suomeen. Epävarmuuden lisääntyminen on jarruttanut erityisesti eurooppalaisten yritysten investointeja syksyn aikana. Suomen vienti koostuu pääosin investointitavaroista – koneista ja laitteista – joiden kysyntä heikkenee eniten kasvunäkymien heikentyessä.

#### Yksikkötyökustannukset



Palkkojen nousu on hidastunut Suomessa jo selvästi maltillisen neuvottelukierroksen ja talouden taantuman johdosta. Kustannuskilpailukyvyyn odotettu koheneminen jää kuitenkin parhaimmillaankin huomattavasti aiemmin odotettua vähäisemmäksi. Tähän on kaksi keskeistä syytä: Tuottavuuden kehitys on jäänyt Suomessa surkeaksi, ja muissakin maissa palkkamallit on ollut aiempaa voimakkaampaa.

### Vienti virkkoa vasta Euroopan mukana

Ensi vuonna maailmantalouden kasvun vahvistuminen vetää Suomen viennin varovaiseen nousuun ja kotimainen kysyntä vakautuu. BKT:n ennustetaan kasvavan vuonna 2015 vain 0,3 %. Vuonna 2016 maailmantalouden vedon ennustetaan vahvistuvan, mikä tukee viennin vähittäistä

vahvistumista. Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan 1,3 prosenttia vuonna 2016.

Suomen talous: kysyntä ja tarjonta					
Määrän %-muutos edellisestä vuodesta					
	2013 mrd.	2013	2014e	2015e	2016e
<b>Bruttokansantuote</b>	<b>201,3</b>	<b>-1,2</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>
Yksityinen kulutus	111,0	-0,7	-0,4	0,0	1,0
Julkinen kulutus	50,2	1,5	0,1	0,4	0,4
Investoinnit	42,6	-4,9	-3,6	0,0	3,0
Vienti	76,9	-1,7	-0,3	1,0	2,5
Tuonti	78,8	-2,5	-0,9	0,4	2,4

Muut keskeiset ennusteluvut				
	2013	2014e	2015e	2016e
Inflaatio (KHI), %	1,5	1,1	1,3	1,5
Ansiotaso, %-muutos	2,0	1,4	1,2	1,2
Työttömyysaste, %	8,2	8,6	8,9	8,7
Vaihtotase, mrd. €	-2,9	-3,4	-3,0	-3,0
% BKT:stä	-1,4	-1,7	-1,5	-1,4
Julkisyht. rah.jäämä, mrd. €	-4,9	-5,7	-5,4	-4,7
% BKT:stä	-2,4	-2,8	-2,6	-2,2
Julkisyht. bruttovelka, mrd. €	112,7	121,5	128,5	135,4
% BKT:stä	56,0	59,8	62,2	63,7
Valt. ja kuntien rah.jäämä, mrd. €	-8,6	-8,8	-8,0	-7,8
% BKT:stä	-4,3	-4,3	-3,9	-3,7

Kotimarkkinoilla kysynnän vakautuminen vie vielä aikaa. Investoinnit vähenevät tänä vuonna lähes 4 prosentin vauhtia. Sekä asuntorakentaminen että yritysten tuotannolliset investoinnit vähenevät.

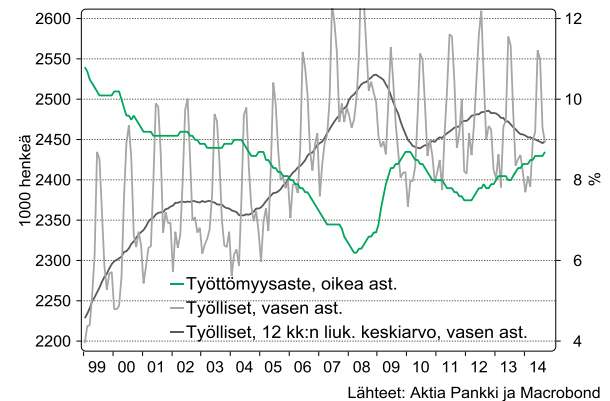
Yritysten investointien käynnistyminen edellyttää kysynnän vahvistumisen lisäksi yritysten kannattavuuden kohenemista. Maailmantalouden vähittäinen vahvistuminen tukee investointihankkeiden aloittamista ensi vuonna, mutta koko vuoden investointiaktiiviteetti jää tämän vuoden tasolle. Vasta vuonna 2016 on edellytyksiä investointien kasvulle.

Kotitalouksien tulokehitys jää heikoksi ensi vuonna. Talouskasvun vaimeus vähentää työpaikkojen määrää, palkkojen nousu on hidasta ja välillisten verojen korotukset pitävät yllä inflaatiota ja syövät ostovoimaa.

Heikon tulokehityksen myötä kotitalouksien kulutus ei kasva vielä ensi vuonnakaan. Kulutuksen heikkoudessa ei siis ole kyse kotitalouksien erityisestä varovaisuudesta, mikä heijastuisi säästämisasteen voimakkaana nousuna. Vuonna 2016 kotitalouksien tulojen ja kulutuksen kasvun odotetaan hieman vahvistuvan, kun työllisyys vakautuu.

Työmarkkinoiden heikkous jatkuu pitkään. Työllisyys heikkenee tänä vuonna ja työttömyys nousee 8,6 prosenttiin. Ensi vuonna työttömyysasteen ennustetaan nousevan 8,9 prosenttiin ja työllisyys heikkenee vielä noin 10 000 hengellä. Ennustettu hidas talouskasvu ei luo riittävästi uusia työpaikkoja, ja työttömyys tulee pysymään korkeana pitkään.

Työttömyysaste ja työllisten määrä Suomessa

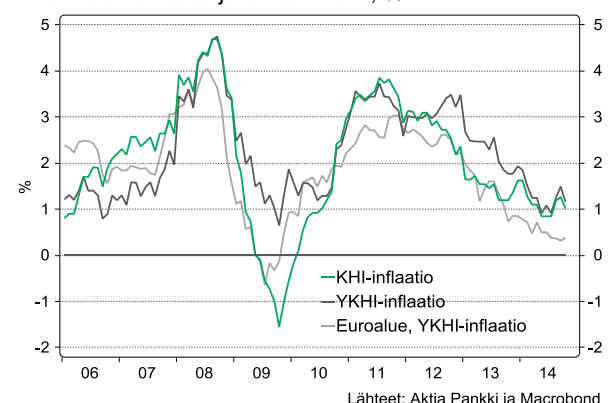


Lähteet: Aktia Pankki ja Macrobond

## Inflaatio matala, asuntohinnat polkevat paikallaan

Inflaatio on hidastunut Suomessa kuluvan vuoden aikana yhden prosentin tuntumaan. Vaimea kysyntätilanne ja maltilliset palkankorotukset vähentävät hintapaineita. Myös energian ja elintarvikkeiden hintojen nousun pysähtyminen on jarruttanut yleistä hintakehitystä.

Inflaatio Suomessa ja euroalueella, %



Lähteet: Aktia Pankki ja Macrobond

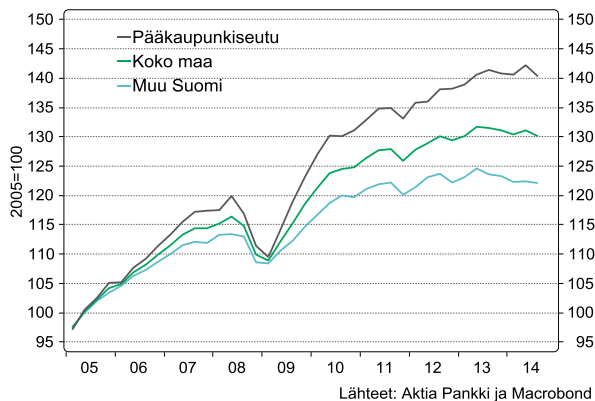
Inflaatiota pitää kuitenkin yllä välillisten verojen korotukset. Niiden vaikutus inflaatioon on tällä hetkellä noin ½ %-yksikköä. Inflaatio asettuu tänä vuonna noin 1 prosenttiin ja ensi vuonna nopeutuu hieman veronkorotusten vuoksi.

Asuntokysyntä on tällä hetkellä vaimeaa kotitalouksien vaatimattomien tulonäkymien ja työttömyyden nousun aiheuttaman epävarmuuden vuoksi. Erityisesti suurempien ja kalliimpien kohteiden myyntiajat ovat pidentyneet.

Uusien asuntojen tarjonta on myös vähentynyt rakentamisen hiipuesssa, mikä on tukenut asuntohintojen kehitystä. Myös odotus matalien korkojen jatkumisesta vielä pitkään on asuntomarkkinoita vakauttava tekijä.

Asuntolainakorot ovat painuneet syksyn aikana selvästi alle kahteen prosenttiin, kun euriborkorot ovat EKP:n toimien myötä vielä laskeneet.

Asuntohinnat Suomessa



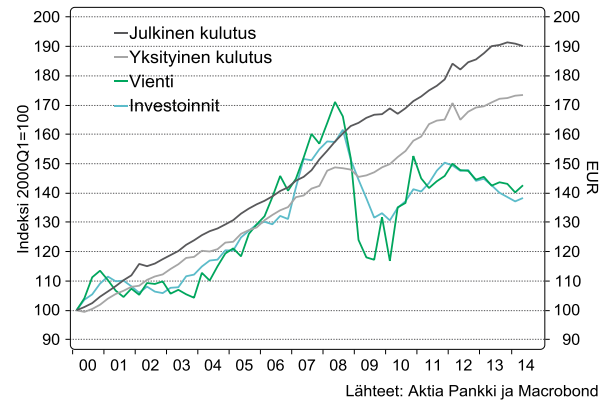
Asuntojen reaali hinnat ovat laskeneet jo parin vuoden ajan. Tämä kehityksen ennustetaan jatkuvan. Asuntojen nimellishinnat pysyttelevät lähivuodet keskimäärin paikallaan. Alueelliset erot asuntojen hintakehityksessä korostuvat kasvukeskusten ja muiden alueiden välillä.

## Julkistalouden remonti välttämätön

Julkinen talous on ollut viime vuodet syvästi alijäämäinen. Käytännössä julkistalouden sopeutus on painottunut voimakkaasti verojen korotuksiin. Valtiontalouden menosäästöt ovat pitkälti näennäisiä. Ne ovat kohdistuneet kuntien valtionosuuksiin, ja kunnat ovat vastanneet tulonsiirtojen vähenemiseen veronkorotuksin.

Julkistalouden tasapainotus ei ole mahdollista ilman totaalista talouspolitiikan suunnan muutosta. Julkinen talous on yksinkertaisesti liian suuri suhteessa heikentyneeseen yksityiseen sektoriin. Kyseessä on rakenneongelma, jota ei suhdannepolitiikalla voida ratkaista.

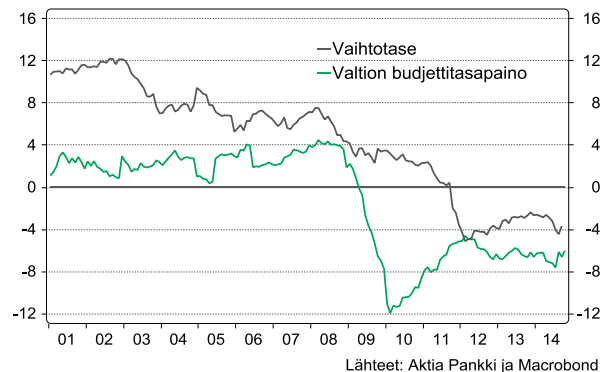
BKT:n kysyntäerien arvon kehitys Suomessa



Viime vuonna valtion alijäämä oli kansantalouden tilinpidon mukaan 7,0 mrd. euroa ja kuntien yhteenlaskettu alijäämä 1,6 mrd. euroa. Tämä on yhteensä 4,3 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.

Suomen vaihtotase ja valtion budjettitasapaino

12 kuukauden liukuva summa, mrd. euroa



Tänä vuonna julkistalouden alijäämä kasvaa sopeutustoimista huolimatta, kun BKT:n kasvu painuu nollan alapuolelle. Myös ensi vuonna ja vuonna 2016 talouskasvu jää heikoksi, mutta julkinen alijäämä pienenee hieman jo päätettyjen valtiontalouden sopeutustoimien ansiosta. Valtion ja kuntien alijäämä on kuitenkin edelleen 3,7 % BKT:stä, eli 7,8 mrd. euroa vuonna 2016.

Mittavat valtion ja kuntien alijäämät ovat johtaneet julkisen velkaantumisen nopeaan kasvuun viime vuosina. Velkaantuminen jatkuu nopeana lähivuodet. Vuonna 2015 tosin velanottotarvetta pienentää valtion omaisuuden myyntien kasvattaminen ja

aiempaa suurempi varojen siirto eläkerahastosta budjettiin.

Julkinen velka nousee 63,7 prosenttiin vuonna 2016. On ilmeistä, että julkistalouden velkaantumistahti ei aidosti vähene riittävästi päätetyillä sopeutustoimilla.

Työmarkkinajärjestöt sopivat syyskuussa eläkeuudistuksesta, joka tulee nostamaan eläkkeen alaikäraja asteittain 65 vuoteen. Uudistuksen on tarkoitus tulla voimaan vuonna 2017. Julkistalouden kestävyys kannalta eläkeiän nostaminen on välttämätöntä. Ikärajojen nostaminen on tehokkaampi ja varmempi tapa nostaa keskimääräistä eläkeikää kuin nykyisin käytössä oleva ns. superkarttuma. Joskus keppi toimii paremmin kuin porkkana.

Eläkeuudistus on tärkeä osa rakennepakettia, mutta se ei kuitenkaan tarjoa nopeaa apua julkistalouden ongelmiin. Vaikutuksista saadaan varmuus vasta vuosien päästä. Sote-uudistuksen onnistuminen ja mahdolliset kustannussäästöt ovat vielä kauempana.

Nykyinen julkistalouden linja uhkaa näivettää koko Suomen talouden. Verojen korotusten sijaan tarvitaan kunnianhimoinen ohjelma julkisten menojen alentamiseksi. Vaalikauden mittainen menoleikkausohjelma, jolla tavoiteltaisiin 4-5 mrd. euron säästöjä, palauttaisi Suomen julkistalouden merkittävästi vakaammalle pohjalle.

Julkisten menojen alentamisen antamasta tilasta osa tulee käyttää riskinoton, yrittämisen ja työnteon kannustamiseen verotusta keventämällä. Uskottavan menoleikkausohjelman yhteydessä toteutettava 1-2 mrd. euron veronkevennysohjelma loisi näköalan yhteiskunnasta, jossa pyritään määrätietoisesti kannustamaan työnteoa ja yrittämistä.

Viimeaikaisessa talouspoliittisessa keskustelussa – niin kotimaisessa kuin kansainvälisessäkin – on korostettu infrastruktuuri-investointien tärkeyttä talouskasvun voimistamiseksi ja opastettu maita investoimaan velkarahalla. On ilmeistä, että toimiva infrastruktuuri on kestävä talouskasvun edellytys. Julkisten rakennusten, yhdyskuntatekniikan ja väylien kunnossapito edellyttää mittavia investointeja joka vuosi.

Tulevan talouskasvun rakentamisessa korostuvat perinteisen infrastruktuurin rinnalla investoinnit tietojen ja viestintäteknologiaan (ICT). Voimakas

digitalisaatioon panostaminen julkisessa hallinnossa, tutkimuksessa ja julkisesti rahoitetuissa palveluissa parantaisi tehokkuutta, loisi uusia liiketoimintamahdollisuuksia yrityksille ja rakentaisi pohjaa uudelle nousulle.

Vuonna 2013 valtion ja kuntien investoinnit olivat yhteensä 8,3 mrd. euroa. Summa on 30 % suurempi kuin ennen finanssikriisiä vuonna 2007. Investointien volyyymi oli 12 % suurempi. Mitään romahdusta julkisissa investoinneissa ei finanssikriisin vuosina ole tapahtunut, vaan aktiviteetti on lisääntynyt.

Valtion ja kuntien yhteenlaskettu alijäämä oli viime vuonna 8,6 mrd. euroa, eli jo nyt kaikki julkiset investoinnit rahoitetaan velaksi. Julkistalous, jonka tulot riittävät rahoittamaan vain juoksevat kulutusmenot ja tulonsiirrot ei ole millään mittarilla kestävällä tolalla. Siksi mahdollisiin lisäpanostuksiin – niin perinteiseen infrastruktuuriin kuin ICT-teknologiaan – pitää hakea tilaa julkistalouden menorakennetta muuttamalla.

Ilman julkistalouden suunnan muutosta velkaantuminen jatkuu ja tulevien sukupolvien taakka kasvaa. Markkinoiden luottamus Suomen kykyyn hoitaa talouttaan on edelleen vahva. Julkisen talouden kurssi voidaan vielä kääntää harkiten ja suunnitellusti. Viivyttelyllä paniikkijarrutuksen riski vain kasvaa.