

JULKISEN TALOUDEN SUUNTA MUUTTUU

Kesäkuu 2015

TALOUDELLINEN
KATSAUS



Kansainvälisessä
taloudessa kasvu
laajemmalla pohjalla

Euroalueen
talousnäkymät
kirkastuvat

EKP:n elvytystoimien
markkinavaikutukset
suuria

Eurokorkojen nousu
vasta horisontissa

Suomessa nihkeää
kasvua näköpiirissä

Hallitusohjelmassa
suunnanmuutos
julkiseen talouteen

Aktia

Sisällys

Tiivistelmä	1
Kansainvälinen talous: Kasvu laajemmalla pohjalla	3
Suomi: Nihkeää kasvua näköpiirissä	13



Pääekonomisti Anssi Rantala

Aktia Pankki Oyj

anssi.rantala@aktia.fi

Puh. 010 247 6381

Taloudellinen katsaus
perustuu 27.5.2015
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 tytär- ja osakkuusyhtiöt, sen yhteistyökumppanit tai edellä mainittujen palveluksessa olevat henkilöt eivät takaa kommentteissa ja katsauksissa esitettyjen tietojen oikeellisuutta tai täydellisyyttä eivätkä vastaa vahingoista, joita niiden käytöstä mahdollisesti aiheutuu.

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

Tiivistelmä

Markkinanäkökulmasta viime kuukausien tärkeimmät tapahtumat ovat liittyneet EKP:n uusiin elvytystoimiin, Kreikan poliittiseen ja taloudelliseen kehitykseen, Yhdysvaltojen odotettua heikompaan talouskehitykseen ja öljyn hinnan vaihteluihin.

Maailmantalouden kasvun odotetaan pysyvän kuluvana vuonna viime vuosien vauhdissa. Ensi vuonna globaalikasvun ennustetaan vauhdittuvan lähelle pitkän aikavälin keskimääräistä kasvuvauhtia. Kehittyneiden talouksien osuus maailman kasvusta kasvaa edelleen, kun erityisesti Euroopassa talouskasvu nopeutuu.

Euroalueen ennustetaan yltävän kotitalouksien kulutuksen vetämänä jo tänä vuonna 1,5 prosentin kasvuun. Vuonna 2016 kasvun odotetaan leviävän myös yritysten investointeihin. Ennustettu 1,8 prosentin kasvu ylittää jo selvästi euroalueen trendikasvun.

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

*Ostovoimapariteettipainot v. 2014, IMF WEO, huhtikuu 2015.

Kuluttajahintainflaatio, %				
	2013	2014	2015e	2016e
Euroalue	1,4	0,4	0,2	1,4
USA	1,5	1,6	0,3	1,8
Japani	0,4	2,7	0,5	1,2

EKP:n neuvosto päätti tammikuussa aloittaa jättimäisen arvopaperien osto-ohjelman, jossa suurin osa ostoista kohdistuu euroalueen valtionlainoihin. Arvioimme eurojärjestelmän jatkavan osto-ohjelmaansa vähintään aiemmin ilmoitettuun takarajaan, eli syyskuuhun 2016 saakka.

Ohjauksen ensimmäiset nostot ovat ajankohtaisia aikaisintaan vuonna 2017. Euriborkorot tulevat pysymään lähellä nykytasoaan koko kuluvan ja ensi vuoden.

Korot ja valuuttakurssit				
	25.5.15	31.12.15	30.6.16	31.12.16
Euroalue				
Ohjaukorko	0,05	0,05	0,05	0,05
3kk Euribor	-0,01	0,00	0,05	0,10
Saksan 10 v. korko	0,61	0,60	0,75	1,00
USA				
Ohjaukorko	0,25	0,50	1,00	1,50
3kk Libor	0,28	0,70	1,20	1,70
10 v. korko	2,23	2,40	2,60	2,75
Japani				
Ohjaukorko	0,00	0,00	0,00	0,00
3kk Tibor	0,17	0,20	0,20	0,20
10 v. korko	0,42	0,40	0,40	0,40
EUR/USD	1,097	1,05	1,02	1,00
EUR/YEN	133,4	133	133	130
USD/YEN	121,5	127	130	130

Suomen BKT:n ennustetaan olevan nollakasvussa vuonna 2015, kun kotimainen kysyntä on vaikeaa ja Venäjän ongelmat painavat viennin kasvua. Vuonna 2016 Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan 1,0 prosenttia, kun viennin kasvuedellytykset paranevat ja kotimainen kysyntä vakautuu.

Suomen talous: kysyntä ja tarjonta					
Määrän %-muutos edellisestä vuodesta					
	2013 mrd.	2013	2014	2015e	2016e
Bruttokansantuote	202,0	-1,3	-0,1	0,0	1,0
Yksityinen kulutus	111,2	-0,6	-0,2	0,0	0,6
Julkinen kulutus	50,2	0,6	0,2	0,5	-0,5
Investoinnit	42,7	-5,3	-5,1	-3,0	1,5
Vienti	77,6	-0,7	-0,4	0,5	3,0
Tuonti	79,4	-1,6	-1,4	-0,4	1,6

Euron kurssin heikentyminen, öljyn hinnan lasku ja euroalueen rahoitusolojen lisäkevennys ovat Suomen kannalta tärkeimmät kasvua tukevat tekijät tänä vuonna. Viennin elpymistä varjostaa kuitenkin Venäjän talouden syvä taantuma.

Vientimarkkinoiden vähittäinen vahvistuminen tukee investointihankkeiden aloittamista, mutta kuluvan vuoden investointiaktiiviteetti jää viime vuotta vähäisemmäksi. Vasta vuonna 2016 on edellytyksiä investointien kasvulle.

Työmarkkinoiden heikkous jatkuu pitkään. Työllisyys heikkenee tänä vuonna ja työttömyys nousee 9,4 prosenttiin. Ennustettu hidas talouskasvu ei luo riittävästi uusia työpaikkoja, ja työttömyys tulee pysymään korkeana pitkään.

Muut keskeiset ennusteluvut				
	2013	2014	2015e	2016e
Inflaatio (KHI), %	1,5	1,0	0,1	1,2
Ansiotaso, %-muutos	2,0	1,4	1,0	0,8
Työttömyysaste, %	8,2	8,7	9,4	9,2
Vaihtotase, mrd. €	-3,6	-3,8	-2,5	-2,0
% BKT:stä	-1,8	-1,9	-1,2	-1,0
Julkisyht. rah.jäämä, mrd. €	-5,1	-6,4	-6,8	-6,0
% BKT:stä	-2,5	-3,2	-3,3	-2,9
Julkisyht. bruttovelka, mrd. €	112,7	121,1	128,8	135,6
% BKT:stä	55,8	59,3	62,8	64,8
Valt. ja kuntien rah.jäämä, mrd. €	-8,9	-9,3	-8,7	-8,3
% BKT:stä	-4,4	-4,6	-4,3	-4,0

Julkinen talous on pysynyt syvästi alijäämäisenä. Viime vuonna valtion ja kuntien yhteenlaskettu alijäämä kasvoi jo 9,3 mrd. euroon.

Tässä ennusteessa oletetaan, että uuden hallituksen lisäsopeutustoimista noin 800 miljoonaa euroa kohdistuu jo vuoteen 2016. Menoleikkauksia tehdään noin 1,4 mrd. euroa. Nettomääräisesti sopeutuksen arvioidaan jäävän noin 800 miljoonaan euroon, koska hallituksen päättämät kasvupanostukset ajoittuvat osin jo ensi vuoteen. Valtion ja kuntien alijäämän ennustetaan kuitenkin edelleen olevan yli 8 mrd. euroa vuonna 2016. Julkinen velka nousee noin 65 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2016.

Hallituksen säästö- ja rakenneuudistusohjelman kokonaistavoitteena on vahvistaa Suomen julkista taloutta yhteensä 10 miljardilla eurolla vuoteen 2030 mennessä.

Ohjelman kokoluokka on oikea. Toteutuessaan se poistaisi Suomen julkisen talouden kestävyysvajeen. Kasvu- ja työllisyysnäkökulmasta on erittäin tärkeää, että hallitus tavoittelee selkeää suunnanmuutosta julkiseen talouteen. Hallitusohjelman linjauksien mukaan veroasteen nousun pysäyttämistä on myös erittäin tärkeää.

Etupainotteiset päätökset mittavista sopeutustoimista rakentavat luottamusta Suomen julkisen talouden hoitoon niin kotimaassa kuin kansainvälisten sijoittajien piirissä.

Sopeutustoimien ajoitus on myös etupainotteinen. Menoleikkauksista 2,5 mrd. euroa kohdistuu vuosille 2016-2017, ja 1,5 mrd. euroa vuosille 2018-2019. Nopea aikataulu on perusteltu. Suomi ei ole suhdannekuopassa, ja viivyttelyllä ei voiteta mitään. Etupainotteisten sopeutuksen haitallisia

kasvuvaikutuksia lisäksi pehmennetään uusilla kasvupanostuksilla lähivuosien ajan.

Hitaampi talouskasvu on se hinta, joka sopeutustoimista joudutaan joka tapauksessa maksamaan. Pidemmän aikavälin suuret haasteet perustelevat, miksi toimet ovat kuitenkin välttämättömiä: Väestön ikääntymisen aiheuttamat menopaineet voimistuvat merkittävästi heti ensi vuosikymmenen alkuvuosina.

Kansainvälinen talous: kasvu laajemmalla pohjalla

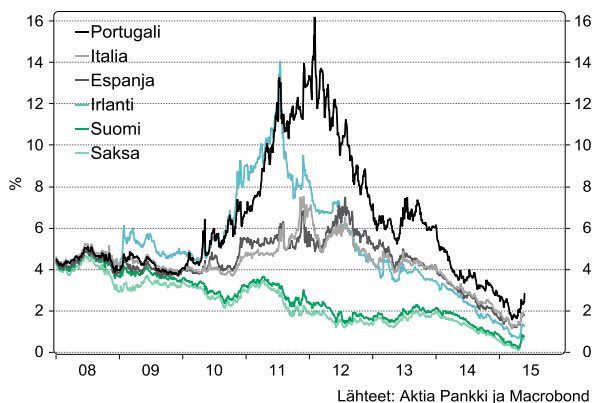
EKP:n toimien markkinaikutukset suuria

Markkinanäkökulmasta viime kuukausien tärkeimmät tapahtumat ovat liittyneet EKP:n uusiin elvytystoimiin, Kreikan poliittiseen ja taloudelliseen kehitykseen, Yhdysvaltojen odotettua heikompaan talouskehitykseen ja öljyn hinnan vaihteluihin.

Euroopan keskuspankin jättimäinen arvopaperien osto-ohjelma on ollut keskeinen teema rahoitusmarkkinoilla alkuvuoden ajan. Sen vaikutukset näkyvät voimakkaasti niin joukkovelkakirja- ja osakemarkkinoilla kuin valuuttamarkkinoillakin.

Valtionlainojen korot laskivat euroalueella jo ennen tammikuussa tehtyä päätöstä, kun markkinaodotukset EKP:n uudesta osto-ohjelmasta voimistuivat. Ostojen aloittamisen jälkeen turvallisimpien maiden korot painuivat maaliskuussa yhä matalammiksi. Alemman luottoluokituksen maissa Kreikan tilanteen kärjistyminen pysäytti korkojen laskun ja kasvatti korkoeroa Saksan valtionlainoihin.

10 vuoden valtionlainan korko eri euromaissa

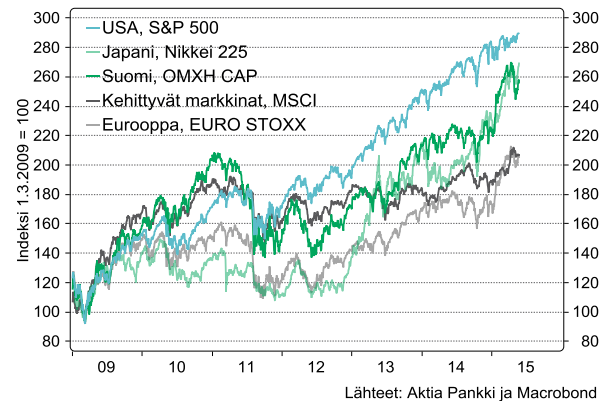


Osakeindeksit nousivat voimakkaasti Euroopassa vuoden ensimmäisellä neljänneksellä. Laaja Eurostoxx-indeksi oli maaliskuun lopussa 18 % alkuvuoden tasoaan ylempänä. Samaan aikaan euro heikentyi voimakkaasti suhteessa kauppakumppanimaihin. Yhdysvaltojen dollariin nähden euro oli maaliskuun lopussa 22 % heikompi kuin vuosi sitten.

EKP:n ohjelman markkinaikutukset ovat olleet suuria, ja ne ovat toteutuneet yllättävänkin nopeasti.

Kysynnän lisääntyminen valtionlainamarkkinoilla painoi vähäriskisiä korkoja alaspäin ja kannusti sijoittajia siirtymään korkeamman tuoton ja riskin omaaviin omaisuusluokkiin. Tämän seurauksena riskiliset supistuivat ja osakekurssit nousivat vuoden alkukuukausina.

Osakeindeksejä



Euron heikkeneminen on tärkeä osa osto-ohjelman vaikutuskanavaa. Korkojen painuminen yhä alemmas euroalueella on houkuttanut sijoittajia siirtymään muille valuutta-alueille. Euron heikentyminen tukee vientiyriytysten kilpailukykyä ja sekä nostaa kansainvälisten yritysten euromääräisiä tuloksia. Euron heikentyminen kohottaa myös inflaatio-odotuksia tuontihintojen nousun myötä. Inflaatio-odotusten nousu puolestaan alentaa odotettuja reaalikorkoja ja osaltaan keventää rahoitusoloja.

Euroopan elpymistä on kuitenkin varjostanut epävarmuus Kreikan poliittisesta ja taloudellisesta kehityksestä. Kreikan hallituksen ja velkojatarhojen väliset neuvottelut toisen tukiohjelman viimeisten erien maksusta eivät ole kevään aikana edenneet odotetusti. Markkinoilla on spekuloitu Kreikan ajautuvan maksukyvyttömyyteen ja myös Kreikan euroero on ollut esillä aiempaa voimakkaammin.

Kreikan valtion kassatilanteesta ei ulkopuolisilla tarkkailijoilla ole tarkkaa kuvaa. Toukokuun alkupuolella eräänntyneen IMF-lainan lähes koko pääoma nostettiin Kreikan IMF:n puskurirahastotililtä, mikä kertonee hyvin heikosta kassatilanteesta.

Ilman sopua rahoittajien kanssa Kreikan valtiolta loppuvat rahat joka tapauksessa heinä-elokuussa, kun mm. EKP:n hallussa olevia valtionlainoja eräänntyy 6-7 mrd. eurolla. Uskomme, että rahoittajat ja Kreikan hallitus pääsevät sopimukseen toisen tukiohjelman

viimeisten erien maksatuksesta jo lähiviikkoina. Kreikan maksukyvyttömyys on liian suuri riski myös rahoittajamaiden näkökulmasta, koska se voisi käynnistää spekulatiot, ei pelkästään Kreikan euroerosta, vaan koko rahaliiton olemassaolosta.

Kreikan kriisi jatkuu vaikka toinen tukiohjelma saataisiin onnistuneesti päätökseen. Kreikka tarvitsee vielä kolmannen tukipaketin. Pelkästään kasvunäkymien heikentyminen repii miljardiluokkaa olevan aukon valtion menojen ja tulojen välille suhteessa aiempiin julkisen talouden arvioihin. Kreikan kujanjuoksun jatkuminen tarkoittaakin markkinaepävarmuuden jatkumista koko tulevan kesän ajan.

Yhdysvaltojen talouden indikaattorit ovat jääneet odotettua heikommiksi alkuvuonna. Taustalla on yhtäältä voimakkaasti vahvistunut valuuttakurssi, joka kilpailukyvyyn heikentymisen kautta jarruttaa viennin kasvua. Toisaalta talvi oli poikkeuksellisen kova keskeisillä tuotantoalueilla maan koillis- ja itäosissa. Toinen tilapäinen tekijä on länsirannikon satamalakot, jotka haittasivat kansainvälistä kauppaa. Öljyn hintaromahduksen vaikutus jäi myös alkuvuonna negatiiviseksi, koska öljysektorin investoinnit romahtivat, mutta kylmän talven vuoksi kotitalouksien kulutus ei kasvanut huolimatta reaalityulojen merkittävästä kasvusta.

Valuuttakurssin vahvistumisen vaikutukset ulottuvat pidemmälle kuluvaan vuoteen, mutta muiden tekijöiden jarruvaikutuksen USA:n talouteen pitäisi vähitellen väistyä. Talouden viimeaikainen heikkous on siirtänyt odotuksia Yhdysvaltojen keskuspankki FEDin ensimmäisen koronnoston ajoituksesta kuluvaan vuoden lopulle. USA:n talouskasvun vakautuessa markkinoiden fokus siirtyneekin jälleen FEDin tulevien koronnostojen ajoitukseen, mikä pitää epävarmuutta yllä niin korko- kuin valuuttamarkkinoillakin.

Huhti-toukokuussa koettiin suuria korjausliikkeitä niin korko- kuin osakemarkkinoillakin. Myös USA:n dollarin vahvistumistrendi katkesi. USA:n kasvuhuolien lisäksi markkinatunnelmaa painoi Kreikan ja rahoittajamaiden välisten neuvottelujen jumiutuminen.

Euroalueella taas kasvunäkymien vahvistuminen ja inflaatio-odotusten nousu olivat tukemassa valtionlainojen korkojen nousua. Pelkillä makrotalouden luvuilla ei voi perustella koetun

kaltaista kymmenien korkopisteiden nousua pitkissä koroissa. Osin kyse oli myös spekulatiivisten positioiden kääntymisestä.

Raakaöljyn tynnyrihinta on viime kuukausina noussut alle 50 Yhdysvaltojen dollarin tasolta noin 65 dollariin. Yhdysvaltojen liuskeöljytuotanto ei ole vielä vähentynyt, vaikka aktiivisten poraustornien määrä on laskenut puoleen verrattuna viime syksyyn. Matala öljyn hinta on ajanut monet tuottajat kannattavuusongelmiin, ja liuskeöljytuotannon odotetaan vähentyvän kuluvaan vuoden aikana.

Raakaöljyn hinta (Brent)



Toisaalta Iranin öljytuotannon palaaminen maailmanmarkkinoille tulee kasvattamaan tarjontaa lähiaikoina. Suurista tuottajista erityisesti Saudi-Arabia on ollut haluton leikkaamaan tuotantoaan. Öljytuottajamaiden OPEC-järjestön rooli näyttäkin heikentyneen huomattavasti öljymarkkinoiden rakenteen muuttuessa nopeasti.

Maailmantalouden kasvu ei ole nopeutumassa merkittävästi, ja Kiinan kasvun hidastuu vähitellen. Öljyn kysyntään ei ole odotettavissa nopeaa lisäystä.

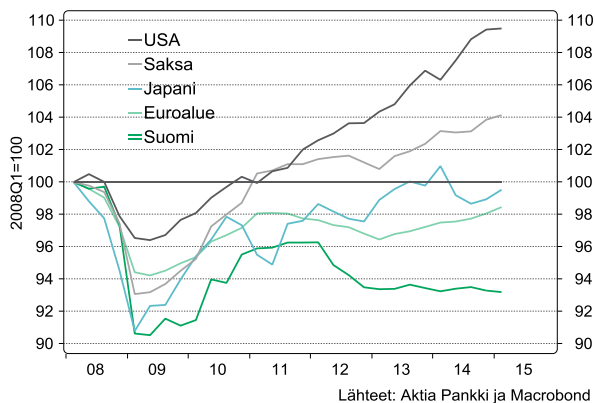
Öljyn hinnan nopeaa nousua kohti aiempaa yli 100 dollarin tasoa on vaikea perustella öljymarkkinan kysyntä- ja tarjontatekijöillä. Halpa öljy tukeekin lähivuosina niin Euroopan, Aasian kuin USA:nkin talouskasvua ja yritysten liikevaihtojen kasvua sekä osakemarkkinoita.

Kasvu nopeutuu kehittyneissä maissa

Maailmantalous on kasvanut viime vuodet vajaan 3½ prosenttia. Tämä on jonkin verran hitaampaa kuin viime vuosikymmenten keskimääräinen kasvu. Globaalia talouskasvua jarruttaa velkaantumisen purkaminen niin julkisella kuin yksityisellä sektorilla erityisesti **kehittyneissä talouksissa**.

Tämä finanssikriisin perintö painaa talouskasvua myös huomattavasti vähemmän velkaantuneissa **kehittyvissä talouksissa**, koska kehittyneiden talouksien vaimeampi kysyntä hidastaa viennin kasvua.

Bruttokansantuotteen määrä eri maissa



Maailmantalouden kasvun odotetaan pysyvän kuluvana vuonna viime vuosien vauhdissa. Kehittyneiden talouksien osuus maailman kasvusta kasvaa edelleen, kun erityisesti Euroopassa talouskasvu nopeutuu.

BKT:n kasvu, %

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

*Ostovoimaindeksit v. 2014, IMF WEO, huhtikuu 2015.

Kiinan kasvun hidastuminen ja Venäjän talouskriisi painavat kehittyvien talouksien kasvun viime vuosia hitaammaksi, mutta edelleen yli 70 % maailman talouskasvusta muodostuu kehittyvissä talouksissa.

Ensi vuonna globaalikasvun ennustetaan vauhdittuvan lähelle pitkän aikavälin keskimääräistä kasvuvauhtia. Vaikka Kiinan kasvuvauhti hidastuu

vähitellen, kehittyvien talouksien kasvua tukee raaka-aineiden hintojen nousu ja Intian talouskasvun pysyminen yli 7 prosentin vauhdissa. Myös Venäjän talouden pudotuksen odotetaan loivenevan ensi vuonna.

Kehittyneiden talouksien kasvun odotetaan yltävän lähes 2½ prosenttiin, kun euroalueella kasvun pohja laajenee maantieteellisesti ja USA:ssa kasvu ylittää trendikasvun selvästi.

Yhdysvalloissa kuluvan vuoden alkupuolisko ovat leimanneet huolet talouskasvun kestävydestä. Vahvistuva dollari on leikannut yritysten tulostuloksia ja viennin veto on vaimentunut. Taloustilannetta luotettavasti kuvaavat ostopääliköindeksit osoittavat teollisuustuotannon kasvun hidastuneen alkuvuonna selvästi. Huomattavasti laajemmalla palvelusektorilla vastaavaa kasvun heikentymistä ei ole tapahtunut. Kuluttajien luottamus on kuitenkin loppukeväästä notkahtanut.

USA: Ostopääliköindeksit (ISM) ja BKT:n kasvu



Tammi-maaliskuussa bruttokansantuotteen kasvu lähes pysähtyi. Heikon kasvuluvun taustalla on kuitenkin tilapäistekijöitä. Talvi oli poikkeuksellisen kova maan koillis- ja itäosissa. Lisäksi länsirannikon satamalakat haittasivat kansainvälistä kauppaa.

Öljyn hinnan romahdus on heikentänyt öljysektorin näkymiä ja alan investoinnit putosivat alkuvuonna jyrkästi. Kotitalouksien ostovoima on kohentunut huomattavasti öljyn hinnan laskun myötä, mutta kulutusmenojen kasvu on jäänyt odotettua vaimeammaksi. Näyttääkin siltä, että alkuvuoden aikana öljyn hinnan laskun negatiiviset vaikutukset toteutuivat, mutta talouskasvun kannalta myönteiset vaikutukset antavat vielä odottaa itseään.

Huhti-kesäkuussa USA:n talouden ennustetaan kasvavan noin 2 prosentin vauhtia vuositason korotettuna. Öljysektorin investoinnit supistuvat edelleen ja vahva dollari verottaa viennin kasvua. Kotitalouksien kulutuksen odotetaan kuitenkin kasvavan huomattavasti kasvaneen ostovoiman myötä.

Alkuvuoden heikkous ei ole näkynyt voimakkaasti Yhdysvaltojen työmarkkinoiden tilassa. Keskuspankki FEDin tarkasti seuraama uusien työpaikkojen virta notkahti maaliskuussa aiemmista kuukausista, mutta huhtikuussa syntyi jälleen yli 200 000 uutta työpaikkaa.



Työttömyysaste painui huhtikuussa 5,4 prosenttiin. Huolimatta työmarkkinoiden tilan kohenemisesta palkkojen nousuvauhti ei ole nopeutunut. Inflaation tilapäinen hidastuminen on osaltaan leikannut palkankorotuspaineita, mutta taloustilanteen koheneminen väistämättä alkaa näkyä työmarkkinoilla palkkapaineiden kasvuna.

Alkuvuoden tilapäisen heikkouden jälkeen Yhdysvaltojen talouden ennustetaan palaavan vuoden jälkipuoliskolla lähes kolmen prosentin kasvuvauhtiin. Edellytykset kulutusvetoiselle kotimarkkinakasvulle ovat hyvät, kun ostovoima lisääntyy vahvasti kasvavan työllisyyden ja reaali-palkkojen nousun myötä ja osakemarkkinoiden nousu kohentaa kotitalouksien varallisuutta.

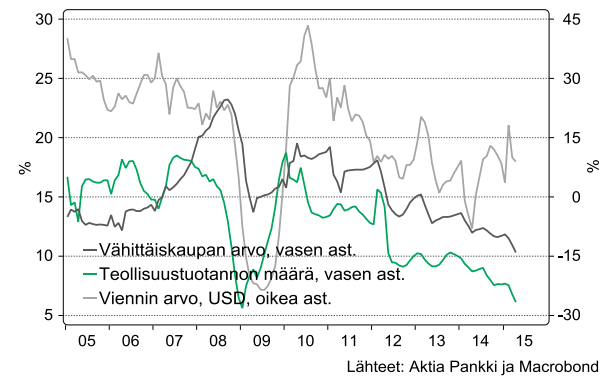
Ensi vuonna Yhdysvaltojen talouden ennustetaan jatkavan 2-2¼ prosentin trendikasvua nopeammalla uralla. Kotitalouksien kulutus ja yritysten investoinnit pitävät talouden lähes 3 prosentin kasvussa.

Kiinan talous kasvoi viime vuonna lähes 7½ prosenttia, mikä oli myös hallinnon kasvutavoite.

Tammi-maaliskuussa kasvuvauhti hidastui 7,0 prosenttiin, mikä on hitainta kasvua finanssikriisin jälkeen. Kiinassa kotimarkkinoiden kasvu hidastuu, mikä näkyy vähittäiskaupan ja teollisuustuotannon kasvun asteittaisena tasaantumisena. Teollisuustuotannon kasvuvauhti on pudonnut alkuvuoden aikana noin 6 prosenttiin.

Kiina: Teollisuustuotanto, vähittäiskauppa ja vienti

Vuosimuutos, %, 3 kk:n liukuva keskiarvo



Rakennussektorin aktiviteetin vähentyminen on tällä hetkellä Kiinan talouden suurin huolen aihe. Hallinnon julkaisemat taloustiedot kertovat asuntorakentamisen supistuvan edelleen, mutta asuntohintojen lasku on hidastunut suurimmilla kaupunkialueilla.

Ilmeistä on, että rakentamisen vähentyminen ajaa myös paikallishallintojen talouden ahtaalle. Tonttimaan myynti on ollut niille merkittävä tulonlähde.

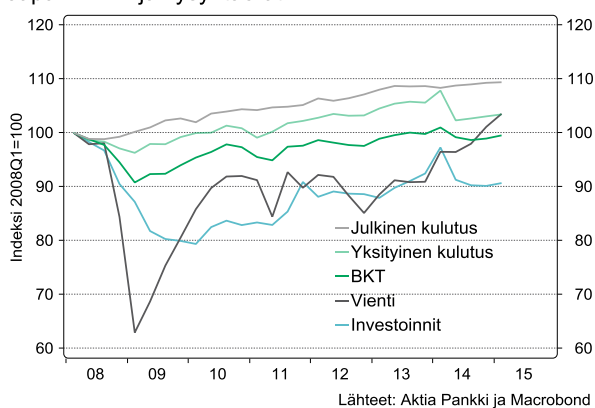
Kotimarkkinoiden kasvun hidastumisen vastapainona vienti on pysytellyt kasvussa alkuvuoden aikana. Tosin koko alkuvuoden viennin arvo on vain muutaman prosentin viime vuotta suurempi. Viennin hintakilpailukyky painaa USA:n dollariin kytketyn renminbin vahvistuminen moniin kauppakumppanimaiden valuuttoihin verrattuna.

Viennin vauhdin hiipuessa ja kotimarkkinakasvun hidastuessa hallinnolla voi olla tänä vuonna vaikeuksia pitää talouden kasvu lähellä 7 prosentin tavoitetta ilman uusia tukitoimia. Viimeksi huhtikuussa Kiinan keskuspankki alensi pankkien vähimmäisvarantovelvoitetta. Tämä toimi vapauttaa varoja pankeille lainantoon ja tukee siten talouskasvua. Todennäköistä on, että varantovelvoitetta sekä keskuspankin ohjaukorkoja lasketaan vuoden mittaan vielä lisää.

Kiinan kasvun ennustetaan hidastuvan hallitusti ensi vuonna 6½ prosenttiin. Vakaa työllisyys on Kiinan hallinnolle talouskasvuakin tärkeämpää. Mikäli työllisyys uhkaa heiketä, hallinto tulee käynnistämään uusia elvytystoimia.

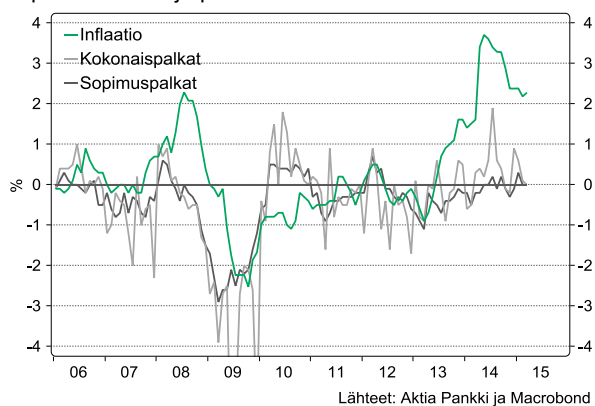
Japanin talous on palannut vaimealle kasvu-uralle viime vuonna toteutetun arvonlisäveron korotuksen jälkeen. Tämän vuoden ensimmäisellä neljänneksellä Japanin bruttokansantuote kasvoi 0,6 prosenttia edellisestä neljänneksestä. Tuotannon lisäys tuli lähes kokonaan varastojen kasvusta, mikä heikentää lähiaikojen kasvunäkymiä.

Japani: BKT ja kysyntäerät



Kotitalouksien kulutus ei ole elpynyt arvonlisäveron korotuksen jälkeen. Kulutusmenot ovat reaalisesti edelleen noin 3 % aiempaa pienemmät.

Japani: Inflaatio ja palkat



Palkkojen nousuvauhti on pysytellyt keväällä sitkeästi lähellä nollaa. Kun inflaatio on ollut yli 2 prosenttia arvonlisäveron korotuksen vuoksi, on kotitalouksien ostovoiman supistuminen ollut merkittävää. Myöskään öljyn hinnan halpeneminen ei ole kanavoitunut muuhun kulutukseen, vaan kotitaloudet ovat lisänneet säästämistään.

Yrityssektorin näkymät ovat edelleen vaisut. Teollisuustuotannon kasvu on hiipunut kevään aikana. Yritysten investointien odotetaan kuitenkin kasvavan, sillä tuotantokapasiteetista on kyselytutkimusten mukaan jo pulaa.

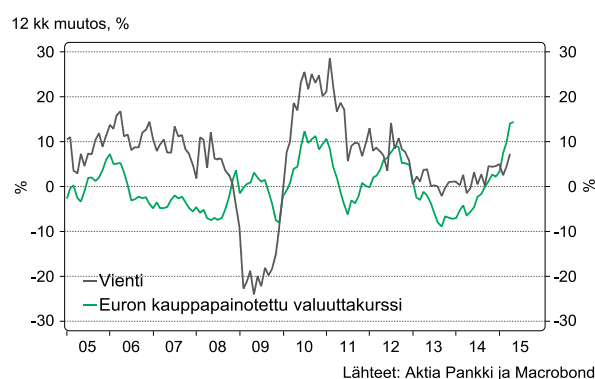
Japanin viennin kasvu on jäänyt elvyttävästä rahapolitiikasta ja siihen liittyvästä jenin heikentymisestä huolimatta melko vähäiseksi viime vuosina. Alkuvuoden aikanakin viennin kasvu on jäänyt nollan tuntumaan.

Inflaatio hidastui huhtikuussa takaisin lähelle nollaa, kun viime vuoden arvonlisäveron korotuksen vaikutus poistui vuosi-inflaatioluvusta. Vaatimattomat palkankorotukset viestivät siitä, että Japanin keskuspankilla on vaikeuksia luoda inflaatio-odotuksia talouteen. Todennäköistä onkin, että keskuspankki tulee kasvattamaan elvytystoimiaan jo tämän vuoden aikana.

Lähivuosien kasvunäkymät ovat Japanissa vaatimattomat. Pääministeri Aben kolmen nuolen talouspoliittisen paketin rakenneuudistukset antavat edelleen odottaa itseään.

Euroalueen taloustilanteen koheneminen on jatkunut alkuvuonna. Huolet euroalueen painumisesta uuteen taantumaa väistyivät talven kuluessa. Öljyn hinnan voimakas lasku on lisännyt kuluttajien ostovoimaa. EKP:n mittavan osto-ohjelman odotus painoi euron kurssia ja toi kaivattua hintakilpailukykyä eurooppalaiselle tuotannolle. EKP:n toimien myötä korot painuivat ennätysmataliksi, mikä parantaa niin velkaisten kotitalouksien kuin yritystenkin rahoitustilannetta.

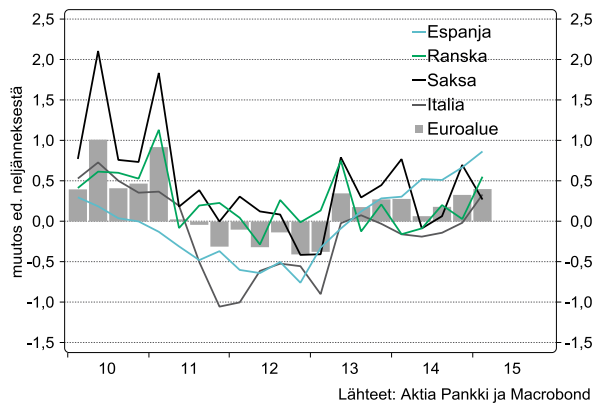
Euron kauppapainotettu valuuttakurssi ja euroalueen vienti



Tammi-maaliskuussa euroalueen bruttokansantuote kasvoi 0,4 % edellisestä neljänneksestä. Huhtikuun

ostopääallikköindeksien mukaan toinen neljännes käynnistyi jotakuinkin yhtä vahvasti.

BKT:n kasvu eri euromaissa



Euroalueen kasvu on selkeästi kulutusvetoista. Vähittäiskaupan myynnin volyyymi kasvoi tammi-maaliskuussa noin 2½ prosenttia edellisvuoden vastaavasta ajankohdasta öljyn hinnan halpenemisen kasvattaessa ostovoimaa. Viennin kasvu on myös nopeutumassa. Viennin arvo nousi tammi-maaliskuussa lähes 5 prosenttia edellisvuotta suuremmaksi.

Euroalueen ennustetaan yltävän kotitalouksien kulutuksen vetämänä jo tänä vuonna 1,5 prosentin kasvuun. Vuonna 2016 kasvun odotetaan leviävän myös yritysten investointeihin. Ennustettu 1,8 prosentin kasvu ylittää jo selvästi euroalueen trendikasvun.

Saksan talous on kasvanut kulutusvetoisesti viime vuoden lopulta lähtien. Vahva taloustilanne kasvattaa työllisyyttä ja kilpailukykyisessä teollisuudessa myös palkankorotuksiin on varaa. Myös vienti on tukenut kasvua selvästi, mutta yritysten investointiaktiiviteetti laahaa edelleen perässä.

Tammi-maalikuussa Saksan BKT:n kasvoi odotuksia vähemmän, 0,3 prosenttia edellisestä neljänneksestä. Kotitalouksien kulutuksen ohella sekä rakennusinvestoinnit että kone- ja laiteinvestoinnit kasvoivat. BKT:n kasvua jarrutti kuitenkin huomattavasti vientiä nopeammin kasvanut tuonti. Saksan talouskasvun odotetaan nopeutuvan tänä vuonna lähelle 2 prosenttia.

Ranskan talous on kasvanut kituliaasti viime vuodet. Tammi-maaliskuussa Ranskan BKT kasvoi kuitenkin odotuksia nopeammin, 0,6 prosenttia suhteessa edelliseen neljännekseen. Talouskasvun

nopeutuminen taustalla oli öljyn hinnan halpenemisestä vahvistunut ostovoiman lisäys ja kotitalouksien kulutuksen vahva kasvu. Talousuudistusten eteneminen on kuitenkin hidasta, ja Ranskan ennustetaan yltävän vain hieman yhden prosentin talouskasvuun tänä vuonna.

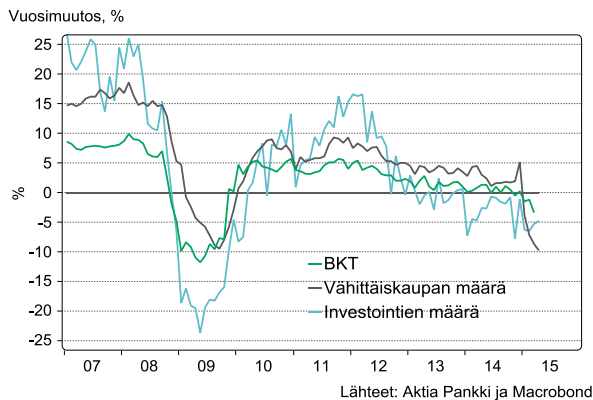
Italia tekee hidasta paluuta kasvu-uralle. Tammi-maaliskuussa Italian talous kasvoi 0,3 % edellisestä vuosineljänneksestä. Edellytykset viennin nopeammalle kasvulle vahvistuvat Euroopan elpyessä. Myös yritysten investointien odotetaan vakautuvan rahoitusolojen kevenemisen myötä. Bruttokansantuotteen kasvun ennustetaan asettuvan noin ½ prosenttiin tänä vuonna.

Espanja on tehnyt ison käännöksen kriisimaasta talousuudistusten kautta nopeinten kasvavaksi isoksi euromaaksi. Tammi-maaliskuussa Espanjan talous kasvoi 0,9 % edellisestä neljänneksestä. Espanjan talouskasvun odotetaan yltävän lähes kolmeen prosenttiin tänä vuonna vahvan kotimaisen kysynnän siivittämänä. Kotitalouksien kulutusta tukee kasvavan työllisyyden ja talousluottamuksen hyvä kierre. Jopa rakennussektorin odotetaan seitsemän supistuvan aktiviteetin vuoden jälkeen kasvavan.

Venäjän talouden tila on heikentynyt alkuvuoden aikana huomattavasti. Öljyn hinnan ja siihen liittyvä ruplan romahdus sekä talouspakotteiden vaikutukset iskevät nyt samaan aikaan jo ennestään heikkoon ja rakenteeltaan yksipuoliseen talouteen.

Tammi-maaliskuussa Venäjän bruttokansantuote supistui kaksi prosenttia suhteessa edelliseen vuosineljännekseen. Kotitalouksien kulutus supistuu vauhdilla, kun 17 prosenttiin kohonnut inflaatio rapauttaa ostovoimaa. Yritysten investointeja jarruttaa heikko kotimainen kysyntätilanne ja rahoitusmarkkinoiden kiristymisestä johtuvat yli 20 prosenttiin nousseet lainakorot.

Venäjä: BKT, investoinnit ja vähittäiskauppa



Öljyn hinnan nousu vuodenvaihteen pohjatasoiltaan, pääoman ulosvirtauksen väheneminen sekä kotimaisen kysynnän vähenemisestä johtuva tuonnin supistuminen ovat helpottaneet ruplaan kohdistuvaa painetta. Valuutan viimeaikainen vahvistuminen patoaa tuonti-inflaatiota ja helpottaa siten hieman vaikeaa tilannetta.

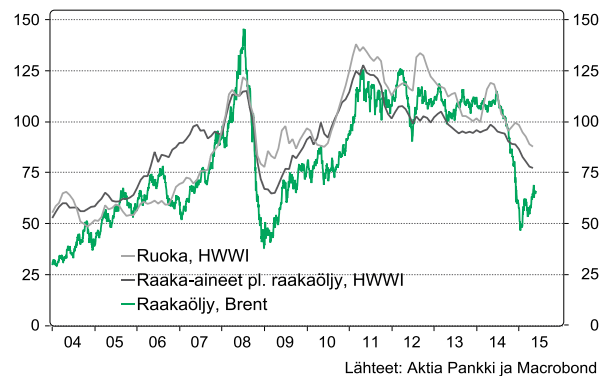
Venäjän keskuspankki nosti ohjauskorkonsa joulukuussa 10,5 prosentista 17 prosenttiin inflaation kiihtyessä voimakkaasti. Tammikuussa keskuspankki käänsi kelkkansa ja pudotti yllättäen ohjauskoron 15 prosenttiin jouduttuaan arvostelun kohteeksi. Huhtikuun loppupuolella korko pudotettiin jo 12,5 prosenttiin ruplan vahvistuttua huomattavasti.

Venäjän talouden ennustetaan supistuvan tänä vuonna 4 % ja ensi vuonna 1 %. Ilman öljyn hinnan merkittävää nousua Venäjällä on edessään mittavat julkisen talouden sopeutustoimet lähivuosina. Öljytuloista kerättyjä vararahastojen purkamalla voidaan ylläpitää nykyistä tulonsiirto- ja palvelutasoa korkeintaan parin vuoden ajan. Samaan aikaan pitäisi keksiä toimivampi kasvumalli nykyiseen öljy- ja kaasutulojen ikuisen kasvuun perustuvan mallin tilalle.

EKP elvyttää, FED aloittaa pitkän marssin kohti normaalia

Inflaatiopaineet ovat globaalisti poikkeuksellisen vähäisiä öljyn hinnan romahduksen ja myös muiden raaka-aineiden hintojen laskun vuoksi. Öljyn hinta on jo noussut pohjatasoiltaan, ja myös muiden teollisuuden raaka-aineiden hintojen odotetaan kääntyvän vähitellen nousuun globaalien talouskasvun nopeutuessa. Globaali inflaatio onkin jo ohittanut pohjatasonsa.

Raaka-aineiden maailmanmarkkinahintoja USA:n dollareissa



EKP:n neuvosto päätti tammikuussa aloittaa jättimäisen arvopaperien osto-ohjelman, jossa suurin osa ostoista, arviolta noin 830 mrd. euroa, kohdistuu euroalueen valtionlainoihin.

Osto-ohjelma aloitettiin maaliskuussa, ja kuukausittaiset ostot ovat olleen suunnittelun suuruisia. Huhtikuun korkokokouksen jälkeen EKP:n pääjohtaja Draghi korosti, että markkinoilla virinneet epäilyt ohjelman epäonnistumisesta ovat ennenaikaisia. Toinen huhtikuun kokouksen viesti markkinoille liittyi EKP:n neuvoston tapaan arvioida inflaation kehitystä. Mikäli inflaatio nopeutuu tilapäiseksi arvioiduista syistä, esimerkiksi öljyn hinnan nopean nousun vuoksi, se ei ole peruste muuttaa arviota tulevan inflaatiopolun kehityksestä tai rahapolitiikan sopivasta virituksesta.

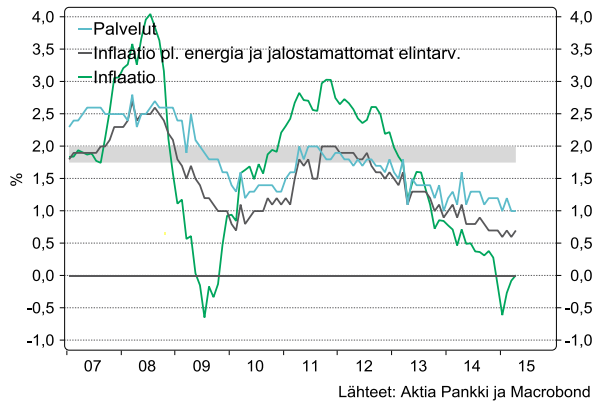
Tässä viestissä ei ole mitään uutta. Se toimii muistutuksena markkinoiden suuntaan siitä, että vaikka EKP:n inflaatiotavoite on määritelty kokonaisinflaation suhteen, on inflaation taustalla olevilla syillä käytännössä suuri merkitys rahapolitiikan sopivaa viritystä määriteltäessä.

Markkinahinnoista johdetut inflaatio-odotukset nousivat hieman osto-ohjelman aloittamisen jälkeen. Inflaatio-odotusten nousu alentaa odotettuja reaalkorkoja ja osaltaan keventää euroalueen rahaoloja. Toisaalta viimeaikainen nimelliskorkojen nousu on ollut niin voimakasta, että odotetut reaalkorot ovat hieman nousseet pohjatasoiltaan.

Arvioimme eurojärjestelmän jatkavan osto-ohjelmaansa vähintään aiemmin ilmoitettuun takarajaan, eli syyskuuhun 2016 saakka. Ohjauskoron ensimmäiset nostot ovat ajankohtaisia aikaisintaan vuonna 2017. Huolimatta euroalueen kasvun

piristymisestä ovat deflatoriset paineet edelleen huomattavia. Tämä on seurausta korkeasta työttömyydestä ja siitä, että velkaantumisen purkaminen niin yksityisellä kuin julkisellakin sektorilla jarruttaa talouskasvua vielä pitkään.

YKHI-Inflaatio euroalueella, %



Inflaation nopeutuminen kestävällä tavalla kohti 2 prosentin tavoitetta ei tapahdu hetkessä. Onkin hyvin mahdollista, että EKP:n osto-ohjelma jatkuu vielä syyskuun 2016 jälkeen.

Kuluttajahintainflaatio, %				
	2013	2014	2015e	2016e
Euroalue	1,4	0,4	0,2	1,4
USA	1,5	1,6	0,3	1,8
Japani	0,4	2,7	0,5	1,2

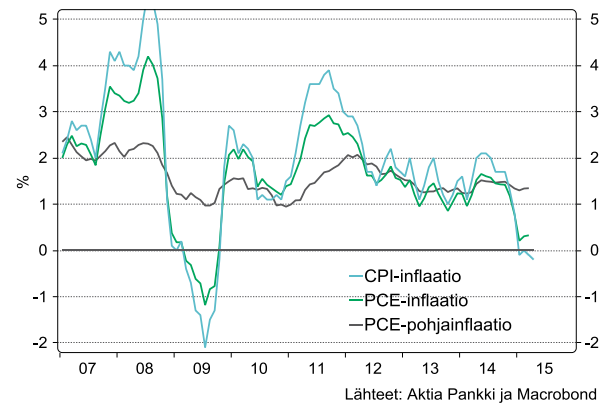
Talouden viimeaikainen heikkous Yhdysvalloissa on siirtänyt odotuksia **Yhdysvaltojen keskuspankki FEDin** ensimmäisen koronnoston ajoituksesta kuluvan vuoden lopulle.

FEDin koroista päättävän avomarkkinakomitean (FOMC) jäsenten omat arviot tulevasta ohjauksen nousupolusta maltillistuiivat huomattavasti maaliskuussa julkistetuissa ennusteissa. Vielä joulukuussa FOMC:n jäsenten keskimääräinen odotus vuoden 2015 lopun tasoksi oli 1,125 % ja vuoden 2016 tasoksi 2,5 %. Maaliskuussa arviot putosivat 0,625 prosenttiin ja 1,875 prosenttiin. Markkinoiden korko-odotusten alentuminen on viime aikoina jälleen kasvattanut FEDin arvion ja markkinaodotusten välistä eroa.

Arvioimme, että alkuvuoden heikkous reaalityaloudessa oli suureksi osaksi tilapäistekijöiden aiheuttamaa. Talousindikaattoreiden vahvistuminen tulee kääntämään markkinoiden huomion takaisin FEDin ensimmäisen koronnoston ajoitukseen.

Energian hintojen kääntyminen nousuun tulee vähitellen nostamaan inflaatiota.

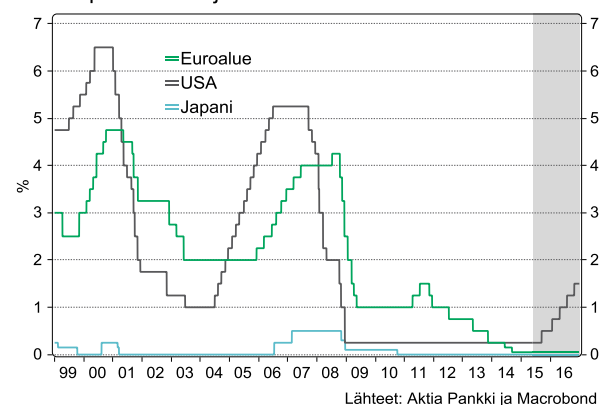
USA: Inflaatio, %



Työmarkkinoiden tila on edelleen keskeinen tekijä ensimmäisen koronnoston ajoituksessa. Avomarkkinakomitea poisti huhtikuun korkokokouksen tiedotteessaan kaikki viittaukset nimettyihin kuukausiin mahdollisina ajankohtina ensimmäiselle koronnostolle.

Huhtikuun korkokokouksen tiedotteessa todetaan, että "komitean on mahdollista nostaa ohjaukorkoa, kun se on nähnyt työmarkkinoiden kohentumisen jatkuneen ja on kohtalaisen vakuuttunut, että inflaatio tulee nousemaan takaisin keskuspankin kahden prosentin tavoitteeseen keskipitkällä aikavälillä." Tämän muotoilun tarkoituksena on turvata avomarkkinakomitealle maksimaalinen vapaus nostaa ohjaukorkoa milloin tahansa.

Keskuspankkien ohjaukorkot



Odotamme FEDin aloittavan varovaisen korkojen nostosyklin tämän vuoden syyskuussa. Mikäli inflaatiopaineet pysyvät vähäisinä ja toisen neljänneksen kasvu jää odotuksia heikommaksi, lykkääntyy ensimmäinen koronnosto aivan kuluvan

vuoden lopulle. Korkonostojen sarja tulee suurella todennäköisyydellä olemaan hyvin varovainen suhteessa aiempiin nostosykleihin.

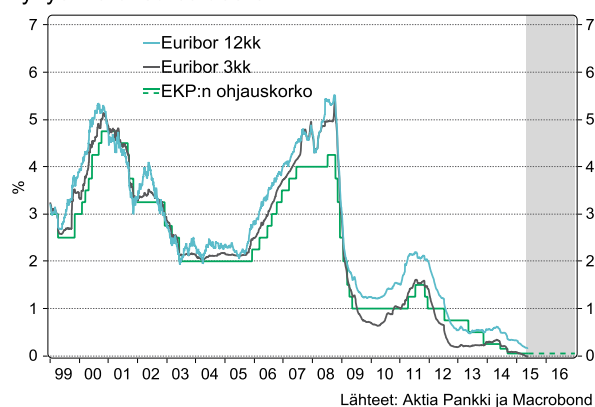
Ero rahapolitiikan virityksessä EKP:n ja FEDin välillä on ilmeinen. EKP elvyttää voimakkaasti, eikä ohjauskoron nostoja ole näköpiirissä vielä ensi vuonnakaan. FED sitä vastoin aloittaa jo tänä vuonna pitkän marssin kohti rahapolitiikan virityksen normalisointia.

Eurokorkojen nousu vasta horisontissa

Euroalueella lyhyet markkinakorot ovat painuneet kevään aikana ennätysmataliksi EKP:n toimien vuoksi. EKP:n talletuskorko pankeille on -0,20 %, mikä on käytännössä pohjataso lyhyille markkinakoroille.

Lyhyimmät **euriborkorot** ovat negatiivisia ja 12 kuukauden euribor on vain 0,16 %. Euriborkorot tulevat pysymään lähellä nykytasoaan koko kuluvan ja ensi vuoden.

Lyhyet korot euroalueella



Yhdysvalloissa lyhyet korot tulevat vähitellen nousemaan jo kuluvan vuoden aikana, kun odotukset FEDin ensimmäisistä koronnostoista voimistuvat.

Euroalueella pitkät korot painuivat maaliskuussa ennätysmataliksi EKP:n aloittaessa valtionlainojen ostot. Vähäriskisten maiden korot painuivat negatiivisiksi jopa lähes 10 vuoden maturiteeteissa.

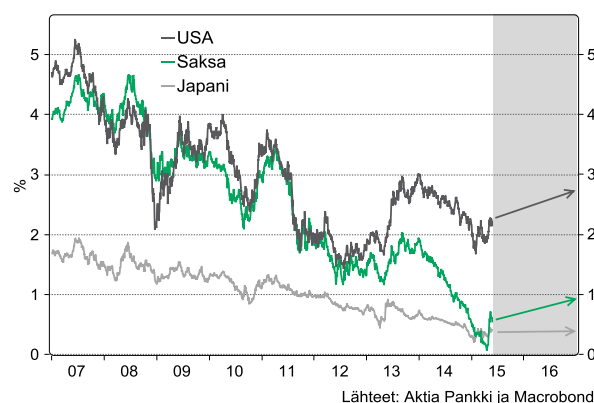
Kreikan ja velkojien välisten neuvotteluiden heikko edistyminen käänsi matalamman luottoluokituksen maiden korkoerot suhteessa Saksaan loivaan nousuun. Siitä huolimatta muiden entisten kriisimaiden valtionlainojen tuotot ovat pysytelleet matalina.

Euroalueen pitkät korot tulevat pysymään matalina vielä pitkään. Viime aikoina korot ovat nousseet huomattavasti huhtikuun pohjatasoiltaan. Saksan 10-vuoden valtionlainan tuotto kohosi muutamassa viikossa vain muutamasta korkopisteestä nykyiselle noin 0,60 prosentin tasolle. Näyttääkin siltä, että EKP:n ostojen aloittaminen aiheutti ylilyönnin markkinoilla. Yhä alenevat korot houkuttelivat mukaan lyhytaikaisia sijoittajia. Hieman aiempaa paremmat kasvu- ja inflaationäkymät euroalueella ja korkojen laskun pysähtyminen lisäsi myynti-intoa ja eurojärjestelmä kohtasi lisääntyvää valtionlainojen tarjontaa jälkimarkkinoilla.

Euroalueen valtionlainojen pysyvämpi nousu on vielä kaukana horisontissa. Tämän vuoden pitkät korot pysyttelevät lähellä nykytasoaan. EKP:n suuri osto-ohjelma ja valtioiden vähentynyt nettoemissiotarve pitävät siitä huolen.

Viimeaikainen euroalueen talouskasvun vahvistuminen ja inflaatio-odotusten lievä nousu ovat rohkaisevia merkkejä. EKP:n osto-ohjelman onnistumista voidaan kuitenkin arvioida paremmin vasta vuosien 2016-2017 aikana. Vasta kasvu- ja inflaatio-odotusten voimistumisesta aiheutuva selkeä pitkien korkojen nousu on selkeä merkki EKP:n onnistumisesta.

10 vuoden valtionlainan korko

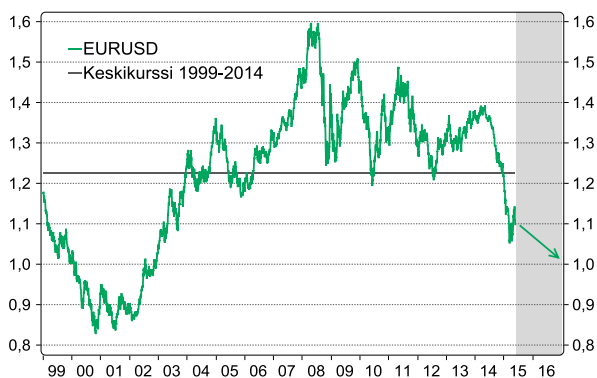


Saksan 10 vuoden koron ennustetaan olevan 1,0 % vuoden 2016 lopulla. Valtionlainojen korkoerojen ei odoteta Euroopassa levenevän, koska sijoittajien tuottohakuisuus tulee pitämään yllä myös riskillisempien arvopapereiden kysyntää. Lähivuosina korkoympäristö tulee siten pysymään poikkeuksellisenä.

Yhdysvalloissa korot ovat pysytelleet keväällä matalina, kun markkinoiden odotukset FEDin ensimmäisten koronnostojen ajoituksesta ovat lykkääntyneet eteenpäin. Huolimatta työmarkkinatilanteen kohenemisesta inflaatiopaineet ovat pysyneet vähäisinä. Tähän ovat myötävaikuttaneet sekä dollarin vahvistuminen alkukevään aikana ja öljyn hinnan pysyttelemisen matalana. Vähäisempien hintapaineiden ohella epävarmuus talouden kasvudynamiikan vahvuudesta on lisääntynyt ja siirtänyt koronnosto-odotuksia eteenpäin.

Euro heikkeni maaliskuun puolivälissä alimmalle tasolle yli kymmeneen vuoteen suhteessa Yhdysvaltojen dollariin. EKP:n osto-ohjelman aloitus vaikutti heikkenemiseen merkittävästi. Viime aikoina euro on jälleen hieman vahvistunut suhteessa dollariin. Hieman vahvemmat talousluvut euroalueelta ja FEDin tulevien koronnostojen lykkääntyminen ovat kääntäneet trendin. Tällä hetkellä euro on 19 % heikompi suhteessa dollariin kuin vuosi sitten. Kauppapainoinen eurokurssi on 14 % heikompi.

EURUSD-valuuttakurssi



Vaikka kasvuvauhtien ero euroalueen ja USA:n välillä kapeneekin, talouden perustekijät puhuvat pidemmällä aikavälillä edelleen heikomman euron puolesta. Rahapolitiikan voimakas eriytyminen ja siihen liittyvä korkoeron kasvu pitävät euron heikentymispainetta yllä lähivuodet.

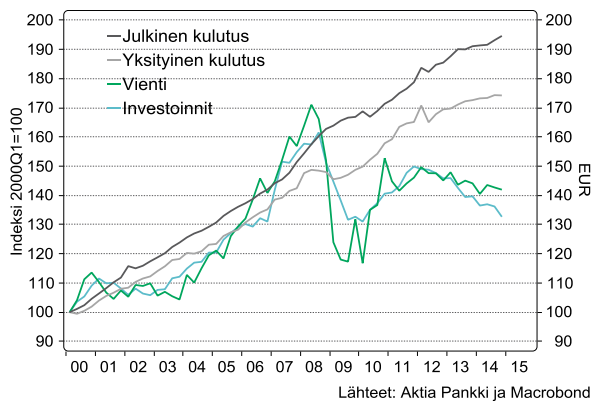
Korot ja valuuttakurssit				
	25.5.15	31.12.15	30.6.16	31.12.16
Euroalue				
Ohjauskorko	0,05	0,05	0,05	0,05
3kk Euribor	-0,01	0,00	0,05	0,10
Saksan 10 v. korko	0,61	0,60	0,75	1,00
USA				
Ohjauskorko	0,25	0,50	1,00	1,50
3kk Libor	0,28	0,70	1,20	1,70
10 v. korko	2,23	2,40	2,60	2,75
Japani				
Ohjauskorko	0,00	0,00	0,00	0,00
3kk Tibor	0,17	0,20	0,20	0,20
10 v. korko	0,42	0,40	0,40	0,40
EUR/USD	1,097	1,05	1,02	1,00
EUR/YEN	133,4	133	133	130
USD/YEN	121,5	127	130	130

Suomi: Nihkeää kasvua näköpiirissä

Talous polkee paikoillaan

Suomen talous on läpikäynyt vajaan kymmenen vuoden aikana suuren rakennemuutoksen. Teollisen perustan supistuminen on heikentänyt yksityistä sektoria ja vähentänyt voimakkaasti niin vientiä kuin yritysten investointejakin. Kotitalouksien ja julkisen sektorin kulutusmenojen kasvua on pidetty yllä julkista velkaa voimakkaasti kasvattamalla. Tämä on johtanut koko kansantalouden kysyntärakenteen vääristymiseen. Julkisen talouden suunnanmuutos, joka pysäyttää julkisen velkaantumisen, on välttämätön Suomen talouden tasapainottamiseksi.

BKT:n kysyntäerien arvon kehitys Suomessa



Suomen bruttokansantuote supistui vuoden 2014 neljännellä neljänneksellä 0,2 % ja koko viime vuonna Suomen talous supistui 0,1 %. Ennakkotietojen mukaan BKT jatkoi supistumistaan tammi-maaliskuussa 0,1 prosentin vauhtia.

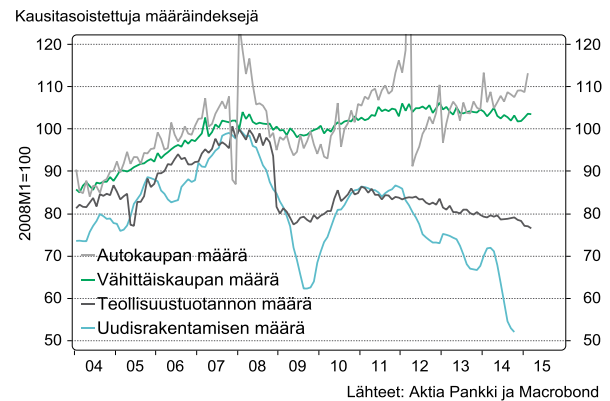
Talousindikaattorit kertovat Suomen talouden heikkouden olevan laaja-alaista. Teollisuustuotannon ja viennin kasvu on ollut pitkään pysähdyksissä. Teollisuustuotannon kehitys on ollut yllättävän heikkoa, viimeisen 6 kuukauden aikana tuotannon määrä on pudonnut 3 %. Vientiä painaa erityisesti Venäjän viennin jyrkkä pudotus.

Työllisyyden väheneminen ja veronkorotukset heikentävät kotitalouksien ostovoimaa ja ovat pysäyttäneet kotimarkkinat. Vähittäiskaupan myynti polkee paikoillaan.

Rakentamisesta on vaikea saada ajantasaista tietoa tilastointiongelmien vuoksi. Alan yritysten

liikevaihtotiedot kertovat kuitenkin heikkouden jatkuneen alkuvuonna. Rakennuslupien ja rakennusaloitusten määrät olivat alkuvuonna matalampia kuin kertaakaan 2000-luvulla. Pudotus näyttäisi kuitenkin jo pysähtyneen.

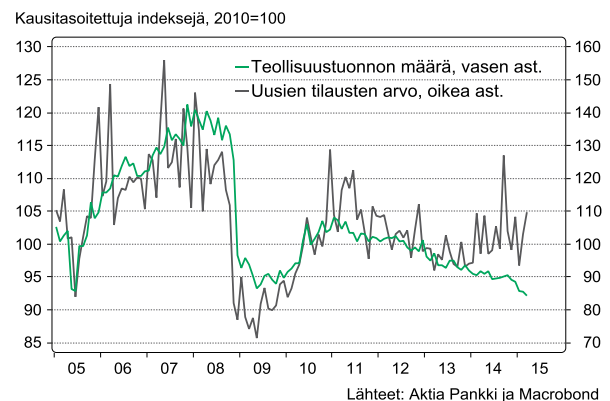
Kaupan ja jalostuksen kk-indikaattoreita



Palkkojen nousu on hidastunut jo selvästi edellisen maltillisen neuvottelukierroksen ja talouskasvun heikkouden vuoksi. Kustannuskilpailukyvyyn odotettu koheneminen on kuitenkin jäänyt toteutumatta heikon tuottavuuskehityksen ja kilpailijamaiden maltillisen palkkakehityksen vuoksi. Palkankorotusvara on monilla aloilla olematon vielä pitkään. Yritysten kannattavuus on heikentynyt, ja palkankorotusten on pysyttävä hyvin maltillisina vielä vuosia.

Nousun merkkejä on Suomen taloudessa vielä vähänlaisesti. Teollisuuden uusien tilausten virta on vähitellen vahvistunut jo yli vuoden ajan. Jatkuessaan tilausten kasvu väistämättä realisoituu myös teollisuustuotannon kasvuna.

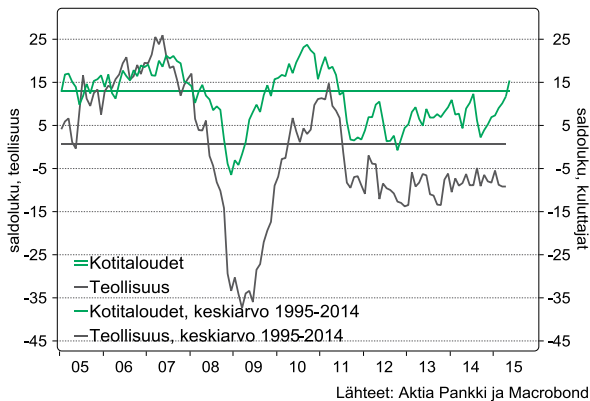
Teollisuustuotanto ja teollisuuden uudet tilaukset



Toinen myönteinen merkki on kuluttajien luottamuksen vahvistuminen aivan viime kuukausina.

Kuluttajien luottamus Suomen talouteen on kohentunut, mutta erityisesti kuluttajat näkevät oman taloutensa aiempaa valoisampana. Tämä ilmiö on talouskehityksen kannalta myönteinen, sillä vahvempi usko tulevaan kanavoituu tyypillisesti kulutukseen ja BKT:n kasvuun.

Kuluttajien ja teollisuusyritysten luottamus Suomessa

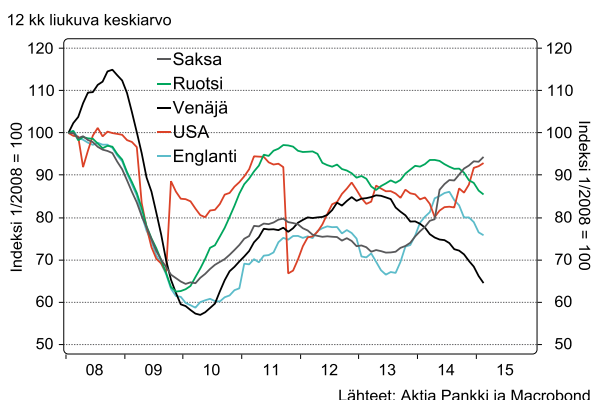


Viennin veto vahvistuu

Maailmantalouden kasvun ei juuri odoteta vauhdittuvan tänä vuonna. Suomen talouden kannalta on kuitenkin myönteistä, että euroalueen talouden odotetaan vahvistuvan. Suomen viennistä 1/3 suuntautuu euroalueelle.

Euron kurssin heikentyminen, öljyn hinnan lasku ja euroalueen rahoitusolojen lisäkevennys ovat Suomen kannalta tärkeimmät kasvua tukevat tekijät tänä vuonna.

Suomen tavaravienti, arvo



Viennin elpymistä varjostaa kuitenkin Venäjän talouden syvä taantuma. Venäjän BKT:n supistuminen 4 prosentilla tarkoittaa Venäjän tuonnin supistumista arviolta 20-25 prosentilla. Suomen Venäjän vienti vähenee vielä tätäkin enemmän, koska

investointitavaroiden kysyntä vähenee Venäjällä erityisen voimakkaasti yritysten rahoitusongelmien kärjistyessä.

Muihin maihin kuin Venäjälle suuntautuvan viennin ennustetaan kuitenkin kuluvana vuonna kasvavan 4 prosenttia heikentyvän euron, elpyvän euroalueen ja öljyn hinnanlaskun vauhdittamana. Venäjän heikkous painaa koko viennin vain ½ prosentin kasvuun.

Vuonna 2016 valuuttakurssin heikkeneminen ei tue vientiä samassa määrin kuin tänä vuonna, mutta Venäjän viennin pudotuksen ennustetaan tasaantuvan -5 prosenttiin. Koko viennin ennustetaan kasvavan 3 %.

Kotimarkkinoiden ankeus jatkuu, hintapaineet vähäisiä

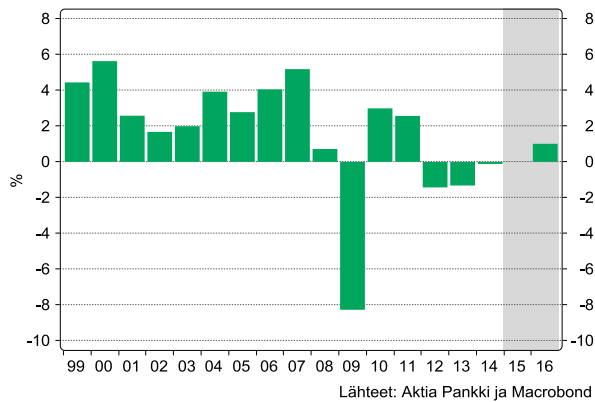
Yritysten investoinnit ovat vähentyneet usean vuoden ajan. Pitkään jatkunut investointilama on rapauttanut tuotannollista pääomakantaa ja heikentää lähivuosien kasvunäkymiä.

Yritysten investointien käynnistyminen edellyttää vientikysynnän vahvistumisen lisäksi yritysten kannattavuuden kohenemista. Vientimarkkinoiden vähittäinen vahvistuminen tukee investointihankkeiden aloittamista, mutta kuluvan vuoden investointiaktiiviteetti jää viime vuotta vähäisemmäksi. Vasta vuonna 2016 on edellytyksiä investointien kasvulle.

Kotitalouksien tulokehitys jää tänä vuonna heikoksi. Työpaikkojen määrä vähenee hieman ja palkkojen nousu on hidasta. Öljyn hinnan laskun aiheuttama jo toteutunut inflaation nopea aleneminen kuitenkin tukee ostovoiman kasvua.

Kotitalouksien kulutuksen ennustetaan pysyvän tänä vuonna viime vuoden tasolla. Vuonna 2016 kotitalouksien tulojen ja kulutuksen kasvun odotetaan hieman vahvistuvan, kun työllisyys vakautuu.

Suomen bruttokansantuote, %



BKT:n ennustetaan olevan nolllakasvussa vuonna 2015, kun kotimainen kysyntä on vaimeaa ja Venäjän ongelmat painavat viennin kasvua. Vuonna 2016 Suomen BKT:n ennustetaan kasvavan 1,0 prosenttia, kun viennin kasvuedellytykset paranevat ja kotimainen kysyntä vakautuu.

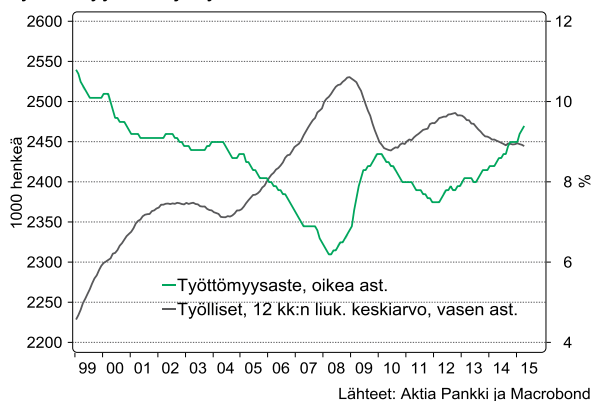
Suomen talous: kysyntä ja tarjonta

Määrän %-muutos edellisestä vuodesta

	2013 mrd.	2013	2014	2015e	2016e
Bruttokansantuote	202,0	-1,3	-0,1	0,0	1,0
Yksityinen kulutus	111,2	-0,6	-0,2	0,0	0,6
Julkinen kulutus	50,2	0,6	0,2	0,5	-0,5
Investoinnit	42,7	-5,3	-5,1	-3,0	1,5
Vienti	77,6	-0,7	-0,4	0,5	3,0
Tuonti	79,4	-1,6	-1,4	-0,4	1,6

Kuluvan vuoden kasvuennustetta on alennettu maaliskuun ennusteesta 0,3 %-yksiköllä alkuvuoden ennustettua heikomman kehityksen ja tilastotarkennusten vuoksi. Vuoden 2016 kasvuennustetta on laskettu 0,4 %-yksiköllä kotitalouksien kulutuksen ja julkisen kulutuksen kasvua hidastavien julkistalouden sopeutustoimien ja aiempaa maltillisemmän investointien kasvu-uran vuoksi.

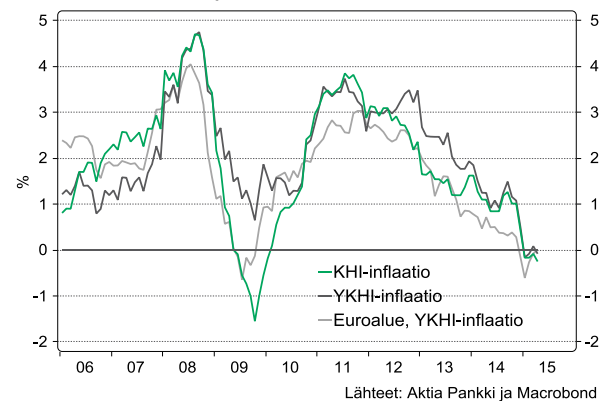
Työttömyysaste ja työllisten määrä Suomessa



Työmarkkinoiden heikkous jatkuu pitkään. Työllisyys heikkenee tänä vuonna ja työttömyys nousee 9,4 prosenttiin. Ennustettu hidas talouskasvu ei luo riittävästi uusia työpaikkoja, ja työttömyys tulee pysymään korkeana pitkään.

Öljyn hinnan aleneminen ja heikko kysyntätilanne jarruttavat hintojen nousua tänä vuonna. Inflaatio on hidastunut alkuvuonna lähelle nollaa. Polttonesteiden hinnat ovat alentuneet, ja kuljetuskustannusten aleneminen välittyy vähitellen monien tuotteiden ja palveluiden hintoihin tämän vuoden aikana.

Inflaatio Suomessa ja euroalueella, %



Ensi vuonnakin talouskasvun hitaus ja maltilliset palkankorotukset pitävät hintapaineet kurissa. Energian hinnanlaskun vaikutuksen poistuminen palauttaa vuosi-inflaation yhden prosentin tuntumaan jo tämän vuoden lopulla.

Muut keskeiset ennusteluvut

	2013	2014	2015e	2016e
Inflaatio (KHI), %	1,5	1,0	0,1	1,2
Ansiotaso, %-muutos	2,0	1,4	1,0	0,8
Työttömyysaste, %	8,2	8,7	9,4	9,2
Vaihtotase, mrd. €	-3,6	-3,8	-2,5	-2,0
% BKT:stä	-1,8	-1,9	-1,2	-1,0
Julkisyht. rah.jäämä, mrd. €	-5,1	-6,4	-6,8	-6,0
% BKT:stä	-2,5	-3,2	-3,3	-2,9
Julkisyht. bruttolvelka, mrd. €	112,7	121,1	128,8	135,6
% BKT:stä	55,8	59,3	62,8	64,8
Valt. ja kuntien rah.jäämä, mrd. €	-8,9	-9,3	-8,7	-8,3
% BKT:stä	-4,4	-4,6	-4,3	-4,0

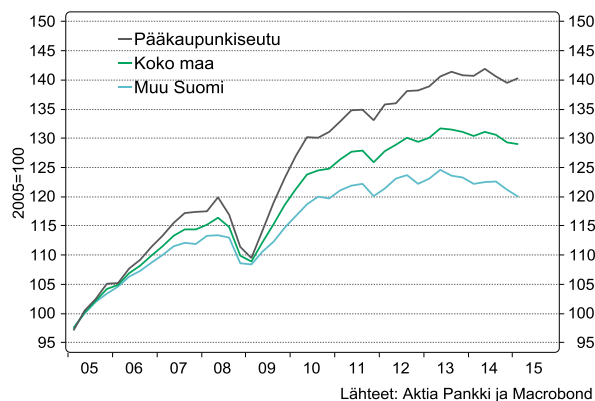
Asuntomarkkinoiden näkymät laimeat

Asuntokysyntä on tällä hetkellä vaimeaa kotitalouksien vaatimattomien tulonäkymien ja työttömyyden nousun aiheuttaman epävarmuuden vuoksi.

Uusien asuntojen tarjonta on vähentynyt rakentamisen hiipuesssa, mikä on tukenut asuntohintojen kehitystä. Myös odotus matalien korkojen jatkumisesta vielä pitkään on asuntomarkkinoita vakauttava tekijä. Uusien asuntolainojen korot ovat painuneet kohti 1½ prosenttia, kun euriborkorot ovat laskeneet ja lainamarginaalit ovat hieman kaventuneet.

Asuntojen reaali hinnat ovat laskeneet jo parin vuoden ajan. Tämä kehityksen ennustetaan jatkuvan. Asuntojen nimellishintojen odotetaan laskevan 0-2 prosentin vuosivauhtia tänä ja ensi vuonna. Alueelliset erot asuntojen hintakehityksessä korostuvat kasvukeskusten ja muiden alueiden välillä.

Asuntohinnat Suomessa



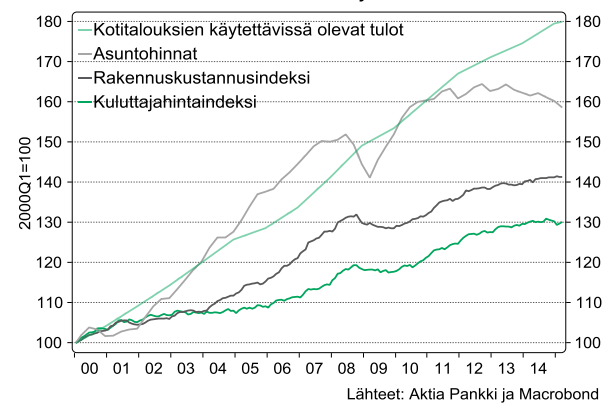
Asuntomarkkinoiden alavireisyys ei ole mikään yllätys. Yleinen talustilanne on Suomessa ollut pitkään heikko, ja lähivuosien näkymät ovat edelleen utuisat. Nopeaa vilkastumista asuntomarkkinoille ei ole syytä odottaa. Se edellyttää Suomen talouden kääntymistä selvään nousuun.

Onko asuntomarkkinoilla sitten syytä pelätä hintaromahdusta? Yleisen talustilanteen merkittävän nopea heikkeneminen ja siihen liittyvä työttömyyden ja maksuvaikeuksien raju nousu voisi syöstä asuntomarkkinat pudotukseen. Tällainen skenaario, jossa talouden perustekijät muuttuvat nopeasti heikompaan suuntaan ei näytä tällä hetkellä todennäköiseltä.

Toinen hintojen romahduksen vaaraa lisäävä tekijä olisi asuntohintojen erkaantuminen muusta talouskehityksestä, eli hintakupla. Asuntojen hinnat ovat tällä vuosituhanella nousseet nopeammin kuin yleinen hintataso ja rakennuskustannukset. Se ei kuitenkaan ole merkki hintakuplasta.

Asuntohintojen nousu on seurannut kotitalouksien verojen jälkeisten tulojen kasvua. Tämä tarkoittaa, että asuntohintoja ei ole määrittänyt kustannusten kehitys, vaan ihmisten maksuhalukkuus.

Asuntohinnat, kotitalouksien tulot ja inflaatio



Miksi näin on tapahtunut? Asuntohintojen noususta suuri osa on rakennusmaan hinnan nousua. Tonttitarjonnan vähyys rajoittaa rakentamista ja nostaa maan hintaa kasvukeskuksissa.

Asuminen on Suomessa liian kallista, mutta ongelmat ovat rakenteellisia, ja näin ollen luonteeltaan pysyviä. Pallo onkin kunnilla, joiden tulisi kaavoittaa maata nopeammin asumiskäyttöön siellä, missä ihmiset haluavat asua.

Tonttitarjonnan lisääntyminen painaisi asuntohintojen nousun pysyvästi tulojen kasvua hitaammaksi. Ajan kuluessa asumiskustannukset suhteessa tuloihin laskisivat, mikä loisi mahdollisuuksia säästämisen tai muiden kulutusmenojen kasvattamiseen.

On hyvin myönteistä, että uudessa hallitusohjelmassa listataan monia toimia kaavoituksen nopeuttamiseksi ja asuntotarjonnan lisäämiseksi. Järkevä asuntopolitiikka takaisi kohtuuhintaisen omistusasumisen myös kasvukeskuksissa ja mahdollistaisi työn perässä muuttamisen nykyistä paremmin. Hyvin toimivista asunto- ja työmarkkinoista hyötyisi koko Suomen kansantalous.

Julkinen velkaantuminen ei pysähdy ilman mittavaa lisäsopeutusta

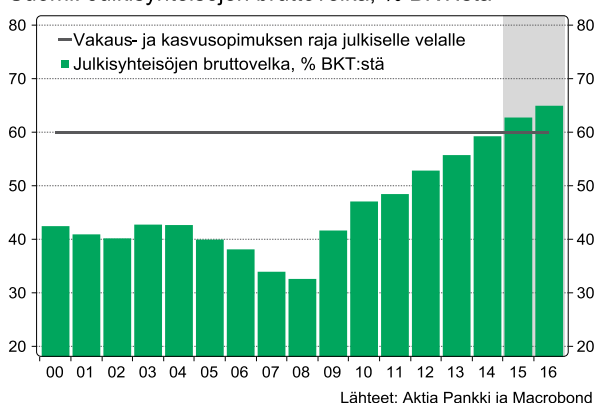
Julkinen talous on pysynyt syvästi alijäämäisenä. Viime vuonna valtion ja kuntien yhteenlaskettu alijäämä kasvoi jo 9,3 mrd. euroon. Valtion alijäämä kasvoi päinvastaisista odotuksista huolimatta ja oli 7,6 mrd. euroa.

Lähivuosina talouskasvu jää vaisuksi, mutta valtion ja kuntien alijäämä pienenee hieman jo viime vaalikaudella päätettyjen valtiontalouden sopeutustoimien ansiosta.

Tässä ennusteessa oletetaan, että uuden hallituksen lisäsopeutustoimista noin 800 miljoonaa euroa kohdistuu jo vuoteen 2016. Menoleikkauksia tehdään noin 1,4 mrd. euroa. Nettomääräisesti sopeutuksen arvioidaan jäävän noin 800 miljoonaa euroon, koska hallituksen päättämät kasvupanostukset ajoittuvat osin jo ensi vuoteen. Valtion ja kuntien alijäämän ennustetaan kuitenkin edelleen olevan yli 8 mrd. euroa vuonna 2016.

Mittavat valtion ja kuntien alijäämät ovat johtaneet julkisen velkaantumisen nopeaan kasvuun viime vuosina. Velkaantumisen taittaminen kestää useita vuosia. Tänä vuonna velanottotarvetta pienentää valtion omaisuuden myyntien kasvattaminen ja aiempaa suurempi varojen siirto eläkerahastosta budjettiin. Julkinen velka nousee noin 65 prosenttiin suhteessa BKT:hen vuonna 2016.

Suomi: Julkisyhteisöjen bruttovelka, % BKT:stä



Suomi ylittää tänä vuonna kaikki kolme talous- ja rahaliiton julkistalouden alijäämää ja velkaa koskevaa raja-arvoa. Vakaus- ja kasvusopimuksessa määritelty 3 prosentin alijäämäraja ylittyy hieman, samoin kuin

julkiselle velalle asetettu 60 prosentin raja suhteessa BKT:hen.

Kriittisin ylittävistä rajoista on kuitenkin uuteen tiukempaan EU:n talousohjaukseen liittyvä ns. rakenteellisen alijäämän raja, joka on 0,5 % suhteessa BKT:hen. Tämä ns. finanssipoliittisessa sopimuksessa (fiscal compact) vuonna 2012 määritelty raja on muita tärkeämpi: se on sopimuksen mukaan viety kaikissa euroalueen jäsenmaissa kansalliseen lainsäädäntöön. Kun rakenteellinen alijäämä ylittää merkittävästi raja-arvon, on hallitus Suomen lain mukaan velvoitettu ryhtymään välittömästi korjaaviin toimiin.

Komission toukokuussa julkaistun arvion mukaan Suomen julkistalouden rakenteellinen alijäämä on 2,2 % suhteessa BKT:hen vuonna 2016. Tämä 0,5 %-yksikön alijäämärajan huomattava ylitys tarkoittaa yksistään jo noin 3½ mrd. euron sopeutustarvetta julkistalouteen, mitä hallitus ei voi jättää huomioimatta.

Hallitusohjelmassa suunnanmuutos julkiseen talouteen

Uuden hallituksen talouspoliittisessa ohjelmassa julkistalouden vakauttaminen kestäväällä tavalla on yksi tärkeimmistä tavoitteista. Strategisessa hallitusohjelmassa todetaan tavoitteeksi "velaksi elämisen lopettaminen" vuonna 2021, mikä tarkoittanee valtion ja kuntien tulojen ja menojen tasapainoa. Tämä on tärkeä viesti. Ilman julkistalouden suunnanmuutosta velkaantuminen jatkuu ja tulevien sukupolvien taakka kasvaa.

Talouskasvun ja työllisyyden kannalta hallitusohjelman linjaus veroasteen nousun pysäyttämistä on myös erittäin tärkeä. Edellisellä vaalikaudella veroastetta nostettiin tietoisesti ennätyskorkeaksi. Nyt verojen korotusten sijaan tavoitellaan kunnianhimoista julkisten menojen hillintää.

Hallituspuolueet sopivat jo toukokuun alussa, että Valtiovarainministeriön arvio 4 mrd. euron sopeutuksesta valtiontalouteen ja 2 mrd. euron sopeutuksesta kuntien talouteen otetaan hallituksen tavoitteeksi. Hallituksen säästö- ja rakenneuudistusohjelmalla tavoitellaan 4-5 mrd. euron sopeutusta tällä vaalikaudella, ja vuoteen 2021 mennessä yhteensä 6 mrd. euron toimia.

Menoleikkausten yhteissumma tällä vaalikaudella on 4 mrd. euroa, josta 1,4 mrd. euroa kohdistuu vuoteen 2016.

Hallitus päätti sopeutustoimien ja rakenneuudistusten (mm. sote ja työmarkkinauudistukset) lisäksi myös kasvupanostuksista, joiden kokoluokaksi hallitus on ilmoittanut 1,6 mrd. euroa seuraavan kolmen vuoden aikana. Tieshankkeisiin on varattu 600 miljoonaa euroa ja 1 mrd. kohdistetaan hallituksen strategiaan kärkihankkeisiin myöhemmin päätettävällä tavalla. Nämä menolisäykset on tarkoitus rahoittaa valtion omaisuustuloja kasvattamalla.

Tämä tarkoittaa käytännössä julkisen alijäämän kasvattamista tavalla, joka ei lisää velanottotarvetta. Samalla menolisäykset tosiasiallisesti pienentävät julkistalouden sopeutustoimien suuruutta ja siten myös pienentävät leikkaustoimien negatiivista vaikutusta BKT:n kasvuun.

Hallituksen ohjelmassa on kohdennettuja tuloveronkevennyksiä pieni- ja keskituloisille. Ne on tarkoitus rahoittaa nostamalla useita haittaveroja. Työn verotuksen keventäminen ja verotuksen painopisteen siirtäminen kohti kulutusveroja on talousdynamiikan kannalta myönteistä. Työn ja yrittämisen verorasituksen keventäminen kannustaa yrityksiä työllistämään ja investoimaan kotimaahan. Suomi tarvitsee kipeästi yksityisen sektorin investointeja. Teollinen perusta rapautuu nykyisellä investointien määrällä, mikä syö talouskasvun edellytyksiä pitkälle tulevaisuuteen.

Tuloverotuksen progression kiristäminen tosin vähentää kannustimia tavoitella korkeamman tulotason tehtäviä ja kouluttautua mahdollisimman pitkälle.

Hallituksen ohjelmaan sisältyy 1,5 mrd. euroa "ehdollista sopeutusta", joka toteutuu, mikäli työmarkkinoilla ei saada sovittua suomalaisen tuotannon hintakilpailukykyä kohentavaa ns. Yhteiskuntasopimusta. Hallituksen hahmottelema aikataulu on tiukka, työmarkkinaosapuolten pitää kuluvan vuoden elokuussa ilmoittaa, pyrkivätkö ne sopimukseen. Mikäli vuoden 2017 keväällä hallitus arvioi toteutettujen uudistusten supistavan julkisen talouden alijäämää riittävästi, peruuntuvat nämä säästöt ja hallitus toteuttaa 1 mrd. euron tuloveronkevennyksen.

Suomi tarvitsee nopeasti kohennusta rapautuneeseen hintakilpailukykyyn. Tuottavuuden kohottamiseen ei ole helppoja temppuja, siksi nopeat toimet liittyvät väistämättä työvoimakustannusten alentamiseen esimerkiksi vuosityöaika pidentämällä. Sopimuksen syntymiseen liittyy ilmeisestä tarpeesta huolimatta suuri epävarmuus. On vaikea arvioida, riittääkö hallituksen tarjoama ns. muutosturvan kehittäminen ammattiyhdistysliikkeelle.

Hallituksen säästö- ja rakenneuudistusohjelman kokonaistavoitteena on vahvistaa Suomen julkista taloutta yhteensä 10 miljardilla eurolla vuoteen 2030 mennessä. Ohjelman kokoluokka on oikea. Toteutuessaan se poistaisi Suomen julkisen talouden kestävyysvajeen. Kasvu- ja työllisyysnäkökulmasta on erittäin tärkeää, että hallitus tavoittelee selkeää suunnanmuutosta julkiseen talouteen.

Etupainotteinen sopeutus rakentaa luottamusta

Tämän ja ensi vuoden kasvunäkymiin hallituksen talouspoliittisen ohjelman sopeutus päätökset ehtivät vaikuttamaan vain vähäisessä määrin. Pidemmän ajan kehitykselle hallituksen toimet onnistuessaan ovat kuitenkin ratkaisevan tärkeitä.

Etupainotteiset päätökset mittavista sopeutustoimista rakentavat luottamusta Suomen julkisen talouden hoitoon niin kotimaassa kuin kansainvälisten sijoittajien piirissä. Yritykset uskaltavat investoida Suomeen ja kotitaloudet uskaltavat tehdä isoja kulutus- ja investointipäätöksiä, jos luottamus julkisen talouden kestävyteen vahvistuu. Viesti veroasteen nousun pysäyttämistä on juuri tästä näkökulmasta erittäin tärkeä.

Sopeutustoimien ajoitus on myös etupainotteinen. Menoleikkauksista 2,5 mrd. euroa kohdistuu vuosille 2016-2017, ja 1,5 mrd. euroa vuosille 2018-2019. Nopea aikataulu on perusteltu. Suomi ei ole suhdannekuopassa, ja viivytellyllä ei voiteta mitään. Luottamuksen rakentamisen kannalta nopeampi sopeutustoimien toteutus on myös parempi. Etupainotteisten sopeutuksen haitallisia kasvuvaikutuksia lisäksi pehmennetään uusilla kasvupanostuksilla lähivuosien ajan.

Kuinka paljon sopeutustoimet leikkaavat talouskasvua? Realististen vaikutusarvioiden mukaan sopeutustoimet supistavat bruttokansantuotetta

lyhyellä aikavälillä kertoimella 0,5-1,0. Vuonna 2016 toteutettavat, arviolta nettomääräisesti 800 miljoonan eli 0,4 % BKT:stä, suuruiset sopeutustoimet vähentävät tämän ns. finanssipoliittisen kertoimen mukaan BKT:tä suhteessa kasvutrendiinsä 0,2-0,4 prosenttia.

BKT:n kasvun hidastuminen trendiltään kasvattaa julkistalouden alijäämää automaattisesti. Talouskasvun hidastuminen 0,3 %-yksiköllä kasvattaa julkista alijäämää Suomessa noin 0,15 %-yksikköä suhteessa BKT:hen. Näin alkuperäinen 0,4 %-yksikön sopeutus supistaa julkista alijäämää 0,25 %-yksikköä.

Hitaampi talouskasvu on se hinta, joka sopeutustoimista joudutaan joka tapauksessa maksamaan. Pidemmän aikavälin suuret haasteet perustelevat, miksi toimet ovat kuitenkin välttämättömiä: Väestön ikääntymisen aiheuttamat menopaineet voimistuvat merkittävästi heti ensi vuosikymmenen alkuvuosina. Siksi julkinen talous pitää supistaa heikentyneen yksityisen sektorin kantokyvyn mukaiseksi ennen kuin hoivamenojen kasvu väistämättä jälleen heikentää julkisen talouden tasapainoa.