

PÅ OSÄKRA VATTEN

Februari 2016

EKONOMISK
ÖVERSIKT



Den ekonomiska tillväxten i världen håller i sig

Nedåtriskerna är stora och oförutsägbara

Svagt inflationstryck sätter press på centralbankerna

Kina och oljepriset fortsätter att oroa

Finland: små ljusglimtar

Måttliga löneuppgörelser räcker inte

Aktia

Innehåll

Sammandrag	1
Den internationella ekonomin: Tillväxt trots turbulens.....	2
Finland: Små ljusglimtar	11

Aktia Bank Abp publicerar denna översikt vederlagsfritt. Analysen som presenteras i översikten och utsikterna som baserar sig på analysen bygger på information tillgänglig för allmänheten. Även om vi använder källor som Aktia Bank anser vara så tillförlitliga som möjligt, kan det utan förvarning ske t.o.m. stora förändringar i omständigheterna, vilka kan påverka bedömningarna i denna översikt. Varken Aktia Bank Abp, dess dotter- eller delägarbolag, samarbetspartners eller anställda vid ovannämnda bolag garanterar riktigheten eller fullständigheten av uppgifterna i kommentarerna och översikterna. De ansvarar inte heller för skador som eventuellt förorsakats av användningen av uppgifterna.

Kopiering eller direkt citering av kommentarerna och översikterna, eller delar av dem, är förbjuden utan Aktia Bank Abp:s tillstånd.



Chefsekonom Heidi Schauman

Aktia Bank Abp

heidi.schauman@aktia.fi

Twitter:

@SchaumanHeidi

Tfn 010 247 6708

Den ekonomiska
översikten baserar
sig på information som
var tillgänglig 29.2.2016.

Aktia Bank Abp
PB 207
Mannerheimvägen 14
00101 Helsingfors
Tfn 010 247 5000
Fax 010 247 6356

FO-nummer 2181702-8

www.aktia.fi

Sammandrag

Världsmarknaderna har varit volatila och oförutsägbara under början av 2016. Mycket av osäkerheten som präglar marknaderna härrör sig från det kraftiga fallet i oljepriset samt osäkerheten kring Kinas framtid. I Aktias nya ekonomiska prognos håller den globala tillväxten ändå i sig. Världsekonomin växer i år dryga 3 % och ännu litet snabbare 2017. Även om tillväxten avtar i Kina, så kommer en del av tillväxtekonomierna, t.ex. Ryssland, ur den värsta fasen under de kommande åren.

Tillväxten i euroområdet har visat sig vara stresståligare än befarat. BNP-tillväxten kommer att vara 1,7 % 2016 och 2017. Tillväxten är konsumtionsdriven och investeringarnas andel av BNP-tillväxten är fortsättningsvis låg, men länder som Spanien och Sverige som haft en god tillväxt har också sett en uppgång i investeringarna.

Riskerna som omger prognosen är stora och nedåtriskerna dominerar. Risken för lågkonjunktur i USA är fortsättningsvis liten, men om den turbulens vi sett i början av 2016 får ny fart ökar riskerna. EU står inför sitt verkliga eldprov. Brexit-risken samt de stora flyktingströmmarna sätter under de kommande åren ytterligare press på ett redan ekonomiskt utsatt Europa.

BNP-tillväxt, %					
	andel*, %	2014	2015p	2016p	2017p
Världen	100,0	3,5	3,2	3,3	3,6
Euroområdet	12,1	0,9	1,5	1,7	1,7
USA	16,1	2,4	2,4	2,5	2,5
Japan	4,4	0,0	0,6	0,8	0,4
Kina	16,3	7,3	6,9	6,4	6,3
Ryssland	3,3	0,6	-3,7	-2,0	0,4
Utvecklade länder	43,1	1,8	2,0	2,1	2,1
Tillväxtekonomier	56,9	4,7	4,1	4,1	4,7

*Köpkraftsparitetsvikter 2014, IMF WEO, april 2015.

Centralbankerna befinner sig fortsättningsvis i fokus under 2016. Inflationsförväntningarna i euroområdet har fortsatt sjunka. För tillfället finns det inte tecken på deflationsspiral, men utdragna perioder av stagnerade priser ökar riskerna. Ytterligare penningpolitisk stimulans i form av en sänkning av depositionsräntan samt utökade stödköp är att vänta redan i mars. Den allt expansivare penningpolitiken ser till att de korta räntorna förblir negativa under de kommande åren.

Finlands ekonomi har inte under vintern upplevt någon konkret vändning mot det bättre, men små ljusglimtar går att skönja. Även om utsikterna fortsättningsvis är svaga så har förtroende för

ekonomin förbättrats något i början av 2016 och byggnadsbranschen ser ut att gå mot ljusare tider.

Den finska BNP-tillväxten kommer i år att vara 0,6 % och 0,9 % 2017. Den måttliga förbättringen i tillväxten reflekterar en viss återhämtning i investeringar men också en ökning i utrikeshandeln som en följd av den prognostiserade återhämtningen i den internationella handeln.

Den finländska ekonomin: efterfrågan och utbud					
% -förändring från föregående år					
	2013	2014	2015p	2016p	2017p
BNP	-0,8	-0,7	0,4	0,6	0,9
Privat konsumtion	-0,5	0,6	1,3	0,6	0,3
Offentlig konsumtion	1,1	-0,3	-0,3	0,2	0,2
Investeringar	-4,9	-2,6	-1,1	2,2	2,8
Export	1,1	-0,9	0,4	1,7	2,6
Import	0,5	0,0	-1,2	2,6	2,2

Hushållens konsumtion kan i Finland inte fungera som huvuddrivkraft för tillväxten. I motsats till många av våra grannländer så har vi en svag arbetsmarknadsutveckling och löneutvecklingen kommer av konkurrenskraftsskäl att förbli måttlig. Tillväxten i Finland behöver en bredare utrikeshandels- och investeringsdriven bas. De fortsatta problemen med kostnadskonkurrenskraften och den ringa efterfrågan på investeringsvaror på den globala marknaden håller dock exportökningen blygsam.

Trots måttliga löneökningar har inte Finlands kostnadskonkurrenskraft förbättrats nämnvärt eftersom arbetsproduktivitetsutvecklingen varit svag. Frysta löner räcker inte för att korrigera situationen. Finland behöver mera smidighet på arbetsmarknaden och i lönesättningen. Samtidigt bör flitfällor avvecklas. Den ökade smidigheten bör gå hand i hand med en effektiv aktiv sysselsättningspolitik för att inte öka marginaliseringen och försäkra oss om att sysselsättningsgraden stiger på önskvärt sätt.

Den internationella ekonomin: Tillväxt trots turbulens

Oljepriset trasslar till det

Världsmarknaderna har varit volatila och oförutsägbara under början av 2016. Mycket av osäkerheten som präglar marknaderna härrör sig från den kraftiga volatiliteten i oljepriset samt osäkerheten kring Kinas framtid, men även USA:s ekonomi omges av frågetecken.

Den avtagande tillväxten i efterfrågan på olja, som delvis återspeglar en svagare kinesisk ekonomi, kombinerat med överutbud, som bl.a. har att göra med Irans återinträde på marknaden och Opecs oförmåga att enas om produktionsminskningar, har försatt oljepriset i en oförutsedd nedgång och volatilitet.

Under senare hälften av februari 2016 beslöt Saudiarabien och Ryssland att frysa produktionsnivåerna på januari månads nivå. Det här kan i bästa fall vara början till ett regimskifte inom oljesektorn, men inget är ännu säkert. I fall produktionsbegränsningarna får sällskap av ytterligare nedskärningar i produktionen och flera oljeproducenter, bl.a. Iran, kommer med i överenskommelsen kan det hända att vi kommer att se en vändning uppåt i råoljepriserna.

Råoljepriset (Brent)



Faktum återstår att det vid det rådande oljepriset inte längre är lönsamt för många oljeproducenter att utvinna olja. Saudiarabien, Irak, Iran och Kuwait hör till de länder som fortfarande kan gå på plus vid nuvarande nivåer, men trots detta har Saudiarabiens offentliga finanser tvingats omkalibreras, eftersom de

tidigare offentliga utgifterna var baserade på ett betydligt högre oljepris.

Överenskommelsen mellan Saudiarabien och Ryssland väcker frågor om vilken OPECs strategi kommer att vara framöver. Strategin att pressa ut dyrare oljeproducenter har troligtvis inte ännu nått sitt slut, men produktionsbegränsningar är svåra att kombinera med den här strategin. Missämjan mellan Saudiarabien och Iran innebär att omfattande beslut om produktionsbegränsningar kan vara svåra.

Vi har inte sett märkbara produktionsnedgångar i vare sig USA eller Ryssland som en följd av de senaste årens utpressningsstrategi, men uteblivna oljerelaterade investeringsprojekt ser till att produktionskapaciteten minskar på lång sikt, speciellt i Ryssland. För tillfället dominerar Rysslands svaga offentliga ekonomi oljestrategin; landet klarar sig inte utan sina oljeintäkter.

Det fortsatta nedåttrycket i oljepriset är speciellt problematiskt för centralbankerna. En stabilisering av oljepriset under 2015 skulle ha hjälpt inflationen att återhämta sig och underlättat centralbankernas jobb att uppnå sina inflationsmål, men fallet vi sett i början av 2016 har lett till en situation där ännu ett år med mycket låg inflation är att vänta.

Samtidigt som många råvarupriser fortsätter på en sjunkande trend, ser vi tecken på att matpriserna i världen skulle kunna se en vändning under de kommande månaderna. El Niño-fenomenet, som förutspås vara osedvanligt starkt i år, drabbar många utvecklingsländer i form av översvämningar i Sydamerika eller torka i Afrika, men kan i bästa fall främja ekonomin i Europa och USA.

De försämrade skördarna skapar pristryck som en följd av ett mindre utbud, vilket är positivt ur inflationssynvinkel men gör livet svårare i fattigare länder där mat utgör en stor del av konsumtionskorgen.

Penningpolitiken förblir stimulerande

Centralbankerna fortsätter att befinna sig i fokus under 2016. Den amerikanska centralbanken höjde i linje med förväntningarna sin styrränta i december 2015 efter 7 år vid nollsträcket, men osäkerheten gällande vad Fed kommer att göra under 2016 har inte förvunnit utan tvärtom tilltagit märkbart.

Själva räntehöjningen i december var väl underbyggd och väckte kanske till och med förvånansvärt litet turbulens, men under början av 2016 har spekulacionerna gällande nästa räntehöjning fått fart i och med de fortsatt dämpade inflationsutsikterna och för tillfället prissätter marknaderna in räntehöjningar under 2016 mycket måttligt. Oron gällande USA:s ekonomi har vuxit kraftigt som en följd av marknadsturbulensen och motstridiga ekonomiska siffror i början av 2016.

Arbetsmarknaderna i USA befinner sig i en situation som motiverar räntehöjningar, men det fortsättningsvis svaga inflationstrycket är en utmaning för centralbanken. De senaste lönesiffrorna pekar på att löneinflationen håller på att tillta i fart, men än så länge pekar allt på att Fed kommer att röra räntan mycket försiktigt under 2016.

Inte heller den Europeiska centralbanken ECB har ett lätt år framför sig. I december sänkte centralbanken overnight-depositionsräntan som de facto tagit rollen av styrränta, till -0,3 % och marknaderna förväntar sig ytterligare räntesänkningar i och med det fortsatt svaga inflationstrycket.

Inflationsförväntningarna i euroområdet har sjunkit i takt med oljepriset trots att ekonomin i övrigt ser ut att må allt bättre. Ytterligare penningpolitisk stimulans är alltså att vänta sig.

I samband med sitt marsmöte kommer ECB:s råd nästa gång att evaluera situationen. Även om ECB:s chefsdirektör Mario Draghi fortsätter att upprepa att det inte råder brist på verktyg att ta till ifall man vill ta till nya åtgärder, så börjar den tillgängliga arsenalen så småningom sina ifall man inte är beredd att ta till exempelvis stödköp av företagsskuldebrev, vilket redan skulle signalera en kraftig förändring i politiken. Räntorna kan sänkas några gånger till, likaså kan stödköpen ännu breddas och förlängas, men vi rör oss redan på marginalen och frågan är hur stora effekter vi kan vänta oss att se av dessa tilläggsåtgärder i inflationen på litet längre sikt.

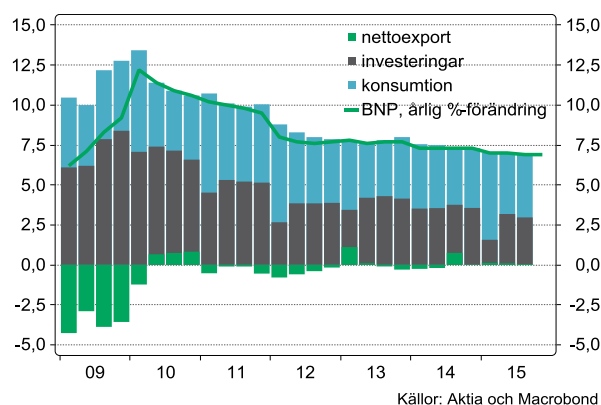
Den expansiva penningpolitiken har i kombination med det låga oljepriset stött euroområdet återhämtning och fortsätter att göra så framöver. Inflationsutsikterna fortsätter dock att vara svåra att påverka när oljepriset reflekterar en annan problematik.

Kina-oron försvinner inte

Oron över hur Kinas ekonomi egentligen mår har dominerat diskussionerna under hösten och vintern. Tillväxtutsikterna oroar, liksom finansmarknadernas tillstånd. Bakom all oro finns en ännu större rädsla; rädslan för att Kina inte kommer att lyckas ta steget från en export- och investeringsstyrd ekonomi till en mera konsumtionsdriven tillväxtmodell.

De kinesiska myndigheterna visar gång på gång prov på politik som tar ekonomin tillbaka mot den gamla bekanta investeringsdrivna tillväxtmodellen och de offentligt styrda bolagen, istället för att öppna upp marknaderna och ge de privata företagen en större roll i ekonomin. Den senaste tidens finanspolitiska stimulans har riktats just mot investeringar i infrastrukturen och även om dessa stöder ekonomin på kort sikt så hjälper de inte den mera långtgående strukturella förändringen som behövs.

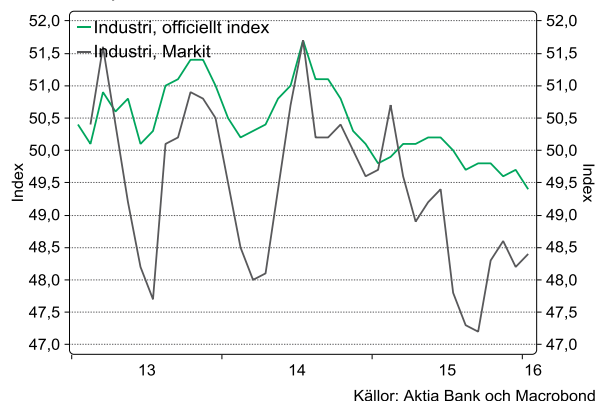
Kinas BNP-tillväxt



Vi har under vintern fortsatt få ekonomiska siffror som stöder en avmattning i den kinesiska ekonomin, speciellt på industrisidan, men egentligen inget som skulle strida mot den rådande makroekonomiska uppfattningen om en ekonomisk tillväxt under 7 % framöver. Den ekonomiska tillväxten 2015 var 6,9 %.

Januari månads inköpschefsindex pekar inte på någon trendförändring. Det är snarare bristen på positiva överraskningar som fortsätter att skapa rubriker.

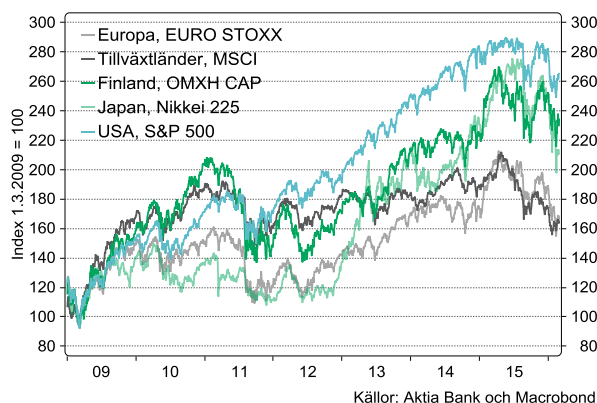
Kina, inköpschefsindex



Också på finansmarknadssidan har vi sett massiv inblandning av myndigheterna. Pressen på den kinesiska valutan kommer att fortsätta vara hård och oron på börserna kommer att kräva fortsatta åtgärder. Efter kraftigt stimulerande penningpolitiska åtgärder i formen av fem gånger sänkta referensräntor och fyra gånger minskade reservkrav för bankerna under 2015, kommer vi troligtvis att få se mera finanspolitisk stimulans under 2016. Stimulansåtgärderna kommer fortsätta att hålla den kinesiska ekonomin flytande, men kommer knappast att räcka till för att lyfta tillväxttakten tillbaka över 7 %.

Oron över den kinesiska ekonomin har under hösten och vintern - tillsammans med oljepriset styrt den internationella finansmarknaden och kommer att fortsätta att göra så framöver. Inget pekar på att oron för Kina skulle avta och det lönar sig tvärtom säkert att mentalt förbereda sig på att Kinaoron kommer att vara med oss länge, om än med varierande intensitet.

Börskursindex



De kinesiska tillväxtbekymren har fortsatt att återspegla sig på de övriga tillväxtländernas ekonomier och valutakurser. Under vintern har vi sett ovanligt stor volatilitet i råvaru- och speciellt

energipriserna och detta kommer troligtvis att fortsätta. Kinas sämre utsikter stöder tanken att råvarupriserna kommer att förbli låga också inom den närmaste framtiden. Som en följd av detta kommer råvaruproducentländernas svåra situation att fortsätta.

Tillväxten i världsekonomin håller i sig

Den världsekonomiska tillväxttakten håller i sig trots marknadsoron under 2016. Även om tillväxten avtar i Kina, och detta kommer att påverka tillväxten i många andra tillväxtekonomier, så kommer en del av tillväxtekonomierna, kanske inte på fötter, men åtminstone delvis ur den värsta fasen under 2016. De djupa fallen i totalproduktionen som vi sett i bl.a. i Ryssland ser ut att lugna ner sig, även om oljepriset fortsätter att pröva den ryska ekonomin.

Marknadernas djupa oro gällande situationen i Kina återspeglas inte direkt i de makroekonomiska siffrorna även om en viss nedgång kan ses i en del förtroendeindex.

I de utvecklade länderna kommer ekonomin att växa ungefär i samma takt i år som i fjol. Avmattningen i tillväxtekonomierna har haft en överraskande liten effekt på de utvecklade länderna. Och den marknadsturbulens vi sett i början av 2016 har åtminstone än så länge hållits isolerad från makroekonomin och återspeglar inte förändringar i de makroekonomiska fundamenten.

Vi räknar med att den **globala tillväxten** hålls på den nuvarande nivån och växer dryga 3 % 2016 och litet snabbare 2017. Enligt vår prognos tilltar den ekonomiska tillväxten i tillväxtekonomierna 2017. Ryssland och Brasilien har några verkligt svåra år bakom sig. Stabiliseringen i dessa länder räcker för att lyfta tillväxttakten i tillväxtekonomierna trots den långsammare tillväxten i Kina.

Konsumtionen kommer också 2016 att vara lokomotivet för världsekonomin, men investeringarna ser ut att få en aning mera tilläggsfart, vilket kommer att göra tillväxten mångsidigare och motståndskraftigare.

Riskerna som omger prognosen är stora och nedåtriskerna dominerar. Risken för lågkonjunktur i USA och euroområdet är fortsättningsvis liten, men om den turbulens vi sett i början av 2016 fortsätter

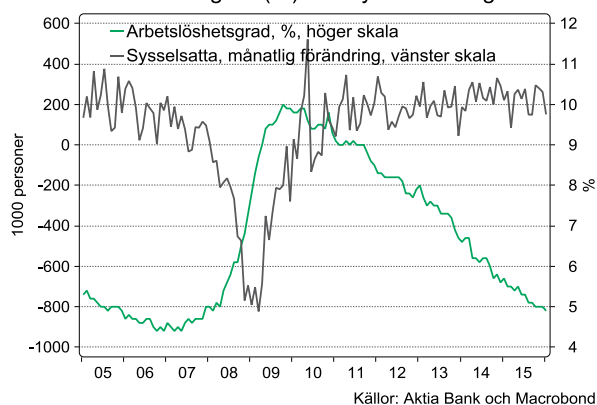
ökar även riskerna för att en svagare utveckling i realekonomin. Ett fortsatt fall i oljepriset samt en uttragen oro gällande situationen i Kina är också nedåtrisker för världsekonomin.

BNP-tillväxt, %					
	andel*, %	2014	2015p	2016p	2017p
Världen	100,0	3,5	3,2	3,3	3,6
Euroområdet	12,1	0,9	1,5	1,7	1,7
USA	16,1	2,4	2,4	2,5	2,5
Japan	4,4	0,0	0,6	0,8	0,4
Kina	16,3	7,3	6,9	6,4	6,3
Ryssland	3,3	0,6	-3,7	-2,0	0,4
Utvecklade länder	43,1	1,8	2,0	2,1	2,1
Tillväxtekonomier	56,9	4,7	4,1	4,1	4,7

*Köpkraftsparitetsvikter 2014, IMF WEO, april 2015.

I **USA** stannar den ekonomiska tillväxten i år kring 2 ½ %. Arbetsmarknaderna fortsätter att förstärkas, vilket alltjämt stöder uppfattningen att ekonomin är stabil. Servicesektorn mår bra och fortsätter att sysselsätta allt fler amerikaner. Arbetslöshetsgraden har sjunkit under 5 %. Industriproduktionen har däremot en längre tid visat svaghetstecken, delvis återspeglade problem i energisektorn och den starka valutan.

USA: Arbetslöshetsgrad (%) och sysselsättning



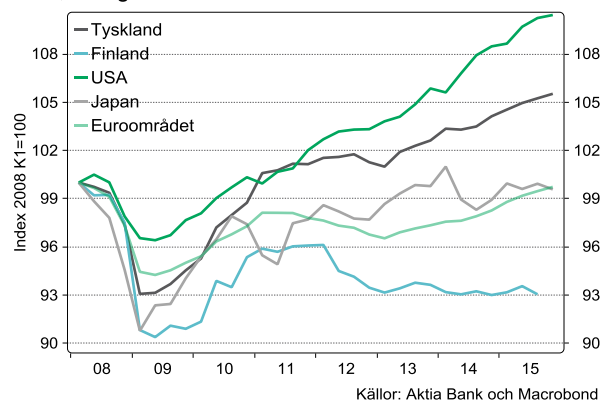
Källor: Aktia Bank och Macrobond

Oljeprisets nedgång har dämpat inflationsutsikterna även i USA. Som en följd av detta har förväntningarna gällande centralbankens räntehöjningar klart försvagats under början på 2016. I USA avmattades BNP-ökningen i oktober-december till 0,7 % på årsbasis från 2 % under det föregående kvartalet. En central bidragande orsak var dock den tillfälliga minskningen av lagerinvesteringar, men också den privata konsumtionen växte betydligt långsammare.

Kinas ekonomi växte ifjol 6,9 % och kommer att växa 6,4 % 2016 och 6,3 % 2017 enligt vår senaste prognos. Förra årets tillväxt, som var den svagaste på 25 år, fick stöd av massiv politisk stimulans, men oron över den kinesiska ekonomins snabba avmattning har

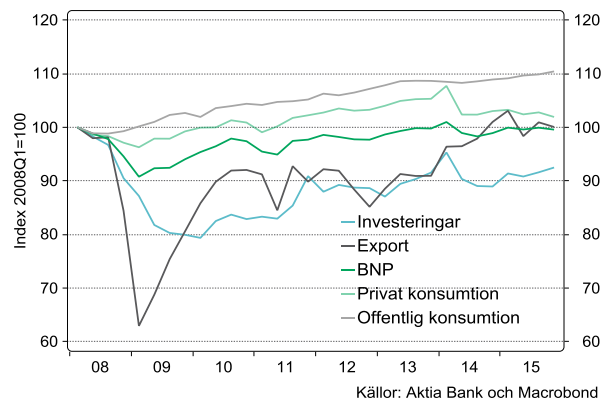
egentligen inte minskat, utan tvärtom fått ny fart igen under början av 2016.

BNP, mängd



Under sista kvartalet av 2015 växte den kinesiska ekonomin "bara" 6,8 % från föregående års fjärde kvartal, vilket var en klar besvikelse. Den dominerande trenden i Kina är industrins allt sämre utveckling, medan servicesektorn fortsättningsvis uppvisar positiva siffror. Trots den omfattande ekonomiska stimulansen ifjol så lyckades man inte stabilisera ekonomin under andra hälften av året, utan det fjärde kvartalet visade sämre tillväxtsiffror.

Japan: BNP:s komponenter



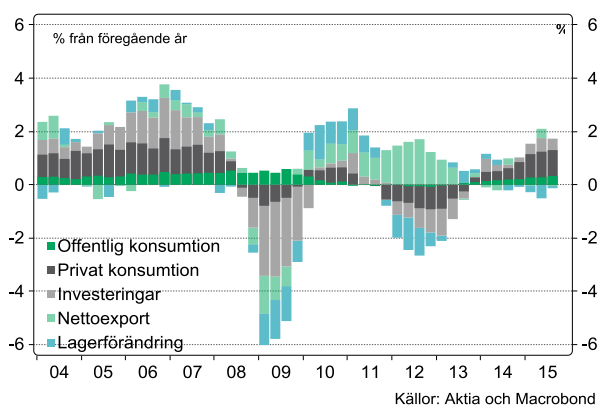
I **Japan** fortsätter privatkonsumtionen att upprätthålla en försiktig tillväxt. Företagens investeringar ser inte ut att ta fart och de ekonomiska utsikterna är dämpade. Den japanska tillväxten förväntas också under de följande åren underskrida en procent. Under 2016 förväntas tillväxten vara 0,8 % och 2017 mattas tillväxten av ännu mera som en följd av en konsumtionskatt höjning som troligtvis kommer att dämpa konsumtionen.

Den långsammare tillväxten samt osäkerheten i Kina sätter också sordin på tillväxtutsikterna i Japan

framöver trots centralbankens ökade stimulans som en följd av de mycket svaga inflationsutsikterna.

Den ekonomiska tillväxten i **eurområdet** kommer att fortsätta på en rätt så acceptabel nivå under de kommande åren. Tillväxten fortsätter att få stöd av det låga oljepriset samt den mycket expansiva penningpolitiken. Den svaga euron fortsätter att gynna exportörer, om än ojämnt beroende på exportens geografiska struktur, och världshandels tillväxt kommer så som det nu ser ut att spela de europeiska företagen i händerna om inte situationen i Asien förvärras.

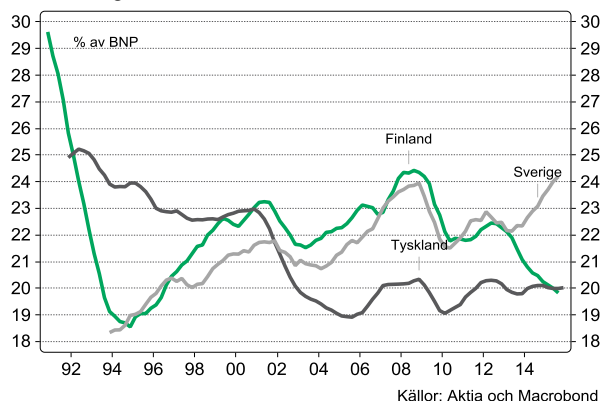
Eurområdets tillväxtkontribution



Tillväxten i eurområdet kommer att ligga kring 1,7 både under 2016 och 2017. Konsumtionen fortsätter att vara ekonomins drivkraft under 2016, men investeringarnas vikt ökar. För tillfället är investeringskvoten alltjämt låg i många länder. Länder som Sverige och Spanien har dock redan sett en uppgång i investeringar.

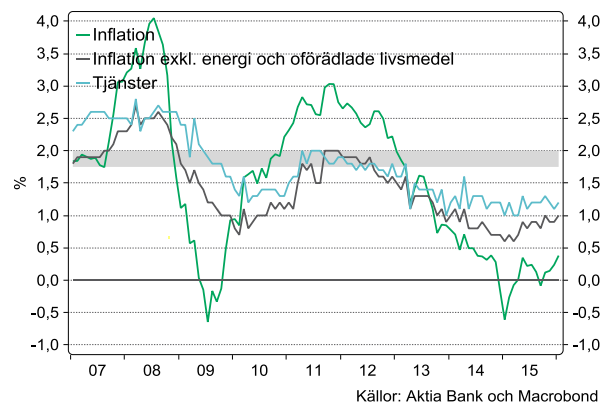
EU och eurområdet har under 2015 tagit emot en stor ström av flyktingar som en följd av konflikterna i Mellanöstern. De ekonomiska följderna av immigrationen är komplexa, men på kort sikt är effekterna på t.ex. BNP troligtvis positiva eftersom den offentliga konsumtionen stiger. Dessa effekter varierar mycket från land till land. De långsiktiga följderna beror mycket på den förda politiken. En snabb integration på arbetsmarknaden är av vikt för att maximera de positiva effekterna av invandringen. T.ex. lägre ingångslöner kunde försnabba arbetsmarknadsintegrationen och samtidigt minska på trycket på de offentliga finanserna som kommer från en i övrigt åldrande befolkning.

Investeringskvoten



Osäkerheten som råder gällande tillväxtekonomierna och oljepriset ligger som en skugga över exportberoende Europa. Än så länge har eurområdet visat sig vara kanske överraskande stresstålig, även om utrikeshandels tillväxt har dämpats under andra hälften av 2015. Både exporten och importen har sett årliga tillväxtsiffror kring 5 % under 2015, vilket är en betydlig förbättring från tidigare år.

HIKP-Inflation inom eurområdet, %

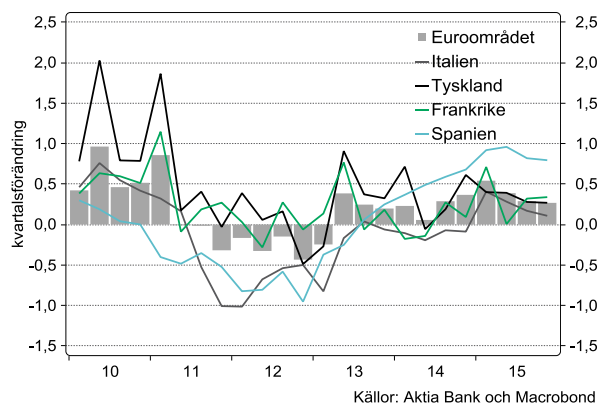


En ännu expansivare penningpolitik från ECB:s sida, vilket nu ser rätt så sannolikt ut, i form av en lägre depositionsränta, eventuellt i kombination med större köp av masskuldebrevslån än tidigare, kunde ge den europeiska ekonomin en extra vitaminspruta under 2016.

Inflationsutsikterna fortsätter att vara mycket moderata i eurområdet. Inflationen hänger kvar kring noll och oljepriset har inte gett stöd åt prisutvecklingen. De långsiktiga inflationsförväntningarna har sjunkit kännbart under vintern och är nu under 1,5 %. För tillfället finns det inte tecken på deflationsspiral med sjunkande priser, utan den moderata prisutvecklingen ser ut att främst

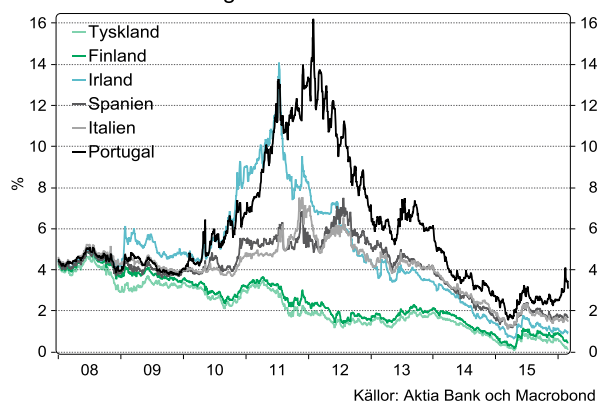
öka köpkraften, men utdragna perioder av stagnerade priser ökar riskerna för negativa följder.

BNP i olika euroländer



Den **tyska ekonomin**, som länge burit huvudansvaret för tillväxten i euroområdet, fortsätter att växa stabilt. De långsiktiga utsikterna är optimistiska även om industrin klämts åt även i Tyskland. Den inhemska konsumtionen stöds av den positiva sysselsättningsutvecklingen medan investeringarna är moderata ur ett historiskt och internationellt perspektiv. Exporten har fortsatt att växa i god takt. Även den mindre konjunkturberoende serviceexporten har hållits på en god tillväxtnivå.

Staternas 10-års obligationsräntor i olika euroländer



Även om Tyskland ses som något av en europeisk motor så har **Spanien** under de senaste åren fått spela rollen av den snabbare och mera dynamiska lillebrodern. Den spanska ekonomin växer mer än 3 % per år och utsikterna är fortsatt goda även om arbetslösheten fortfarande har en lång väg att gå, från nuvarande 20,9 %. Den politiska osäkerheten tynger dock Spanien. Stora svårigheter i att forma en regering i kombination med Kataloniens frihetssträvande understryker att Spanien kämpar

med stora fundamentala frågor som inte lätt går att lösa.

Portugals politiska läge har varit under luppen under hösten och vintern, vilket syns i landets obligationsräntor som tagit en annan riktning än grannländerna som en följd av den nya regeringens avsikter att utöva en mindre stram finanspolitik i kombination med en stor statsskuld.

Det har varit rätt så tyst om **Grekland** under de senaste månaderna, men små steg framåt har tagits. Under vårvintern kommer det tredje stödpaketets första granskning att äga rum och Grekland har gjort många av de förändringar som krävdes av landet. Många stora utmaningar återstår dock.

Efter den första granskningen skall saneringen av den grekiska skulden diskuteras och i samband med detta kommer IMF att fatta sitt beslut gällande deltagande i stödoperationen. IMF har meddelat att den bidrar ekonomiskt till programmet bara om Greklands skulder omorganiserar så att skuldbelastningen lättas på ett hållbart sätt. Också ECB har signalerat att skuldlättnad av något slag behövs.

En minskning av det nominella skuldkapitalet ser fortsättningsvis politiskt omöjligt ut. Ett mjukt skuldarrangemang där lånetiderna förlängs, räntorna sänks och den betalningsfria perioden förlängs avsevärt är i ekonomiskt hänseende samma sak och dessutom politiskt genomförbart.

För tillfället pekar inget på en förnyad kris i Grekland, men vändningarna kring en eventuell skuldsanering kan bli svåra. Förra sommarens grekiska turbulens underströk dock att effekterna av oroligheter i Grekland inte sträcker sig så långt utanför Greklands gränser utan att de europeiska brandväggar som byggts upp fungerar och isolerar ett lands problem inom landets gränser.

Den **ryska ekonomins** problem är inte över. Även om det största fallet i BNP ser ut att vara bakom oss så har oljeprisets utveckling skjutit på Rysslands återhämtning. Den inhemska efterfrågan hölls på en mycket låg nivå under 2015 som en följd av att de ekonomiska sanktionerna stramade åt finansieringsläget och inflationen tärde på konsumenternas köpkraft.

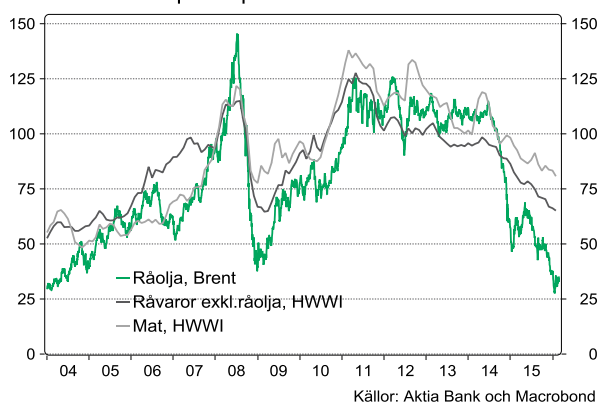
Det fortsatt låga och sjunkande oljepriset har hållit den ryska statens budget i underskott. Den ryska ekonomin hade en negativ tillväxt på 3,7 % under 2015 och även om ingen snabb återhämtning finns i sikte så ser ekonomin ut att krympa betydligt mindre 2016.

Räntorna hålls låga länge

Som en följd av att oljepriset fortsatt sjunka har det globala inflationstrycket inte fått mera kraft under vintern. Råvarupriserna har fortsatt sjunka även utanför energisektorn återspeglade både efterfråge- och utbudsfaktorer.

Eftersom råvaru- och oljeprisen fortsatt sjunka kommer vi inte att se lika stora positiva baseeffekter i inflationen under första halvåret 2016 som tidigare förväntades.

Världsmarknadspriser på råvaror i US-dollar



De långsiktiga inflationsförväntningarna har dämpats under början av 2016 och centralbankernas inflationsmål är fortsatt osannolikt. Under rådande omständigheter kommer inflationsmålen knappast att uppnås under prognosperioden även om inflationen kommer att närma sig målnivåerna. Oljeprisets oförutsägbarhet gör dock att stor osäkerhet råder gällande inflationsutsikterna.

Speciellt euroområdet kämpar med inflationen som fortsätter att befinna sig nära noll. De svaga inflationsutsikterna och chefsdirektör Mario Draghis kommentarer har lett till att mera stimulansåtgärder förväntas av centralbanken i mars.

ECB:s ultralätta penningpolitik kommer att fortsätta under såväl 2016 som 2017. Styrrentan kommer troligtvis att hållas oförändrad i och med att depositionsrentan de facto har blivit den nya

styrrentan. Vi väntar oss en sänkning i bankernas overnight-depositionsrenta under 2016.

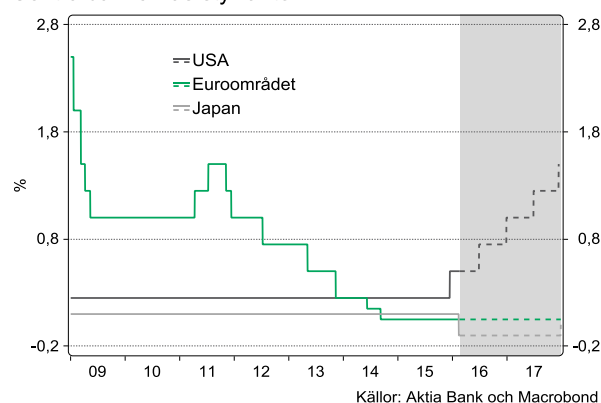
Euroområdets inflation var ifjol noll och kommer under 2016 att stiga endast moderat. Under 2017 kommer vi att se ett större inflationstryck, men inflationen kommer att hållas under ECB:s inflationsmål på under men nära 2 % länge framöver ifall vi inte får se snabba korrigeringar i råvarupriserna.

Konsumentprisinflation, %

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
Euroområdet	1,4	0,4	0,0	0,5	1,0
USA	1,5	1,6	0,1	1,1	1,8
Japan	0,4	2,7	0,7	0,4	1,5

Den amerikanska centralbanken FED höjde mycket förväntat styrräntan i december. Arbetslösheten har sjunkit till nivåer som återspeglar ett läge mycket nära full sysselsättning men inflationstrycket är fortsatt osannolikt, vilket talar för att FED kommer att fortsätta höja räntorna i mycket försiktig takt. Räntehöjningen i december förorsakade mycket små reaktioner, men under början av 2016 har det avmattade inflationstrycket i kombination med den omfattande marknadsoron klart minskat på räntehöjningsförväntningarna. Å andra sidan har oljepriset fortsatt sjunka och inflationstrycket inte ökat som man tidigare trodde. Att normalisera styrräntan till ca 3 ½ % kommer att ta flera år. Vi prognosticerar, som vi gjorde redan ifjol, att den amerikanska centralbanken kommer att höja räntan två gånger under 2016.

Centralbankernas styrräntor



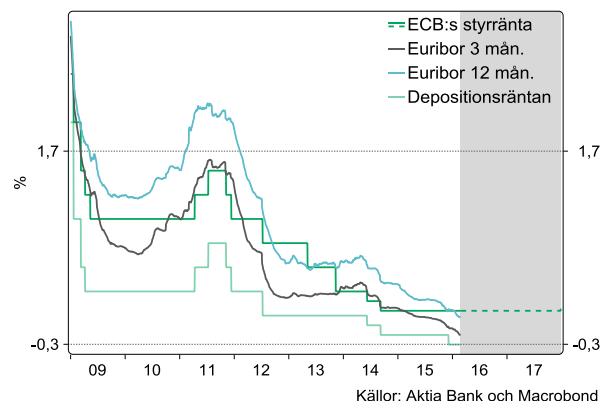
Som en följd av den mycket expansiva penningpolitiken i euroområdet kommer de korta räntorna att ligga kvar på sin nuvarande eller lägre nivå länge till. Euriborräntorna har fortsatt sjunka under början av 2016 och 12 månaders euribor har sjunkit lägre än styrräntan, vilket reflekterat att depositionsrentan är den ränta som styr

marknadsräntorna för tillfället. En ytterligare sänkning av depositionsräntan kan fortsätta att sätta nedåtpress på de korta räntorna. 12 månaders euribor har redan sjunkit under noll och vi ser att de korta räntorna kommer att hållas på nuvarande nivåer under hela prognosperioden.

Räntor och valutakurser				
	25.2.16	30.6.16	31.12.16	30.6.17
Euroområdet				
Styrränta	0,05	0,05	0,05	0,05
3 mån. euribor	-0,20	-0,20	-0,25	-0,25
Tysk 10 års ränta	0,14	0,20	0,30	0,70
USA				
Styrränta	0,50	0,75	1,00	1,50
3 mån. libor	0,63	0,85	1,20	1,70
10 års ränta	1,70	1,80	2,00	2,50
Japan				
Styrränta	0,00	-0,10	-0,10	-0,10
3 mån. tior	0,10	0,13	0,13	0,13
10 års ränta	-0,07	0,00	0,00	0,30
EUR/USD	1,10	1,10	1,15	1,20
EUR/YEN	124	129	138	150
USD/YEN	112,7	117	120	125

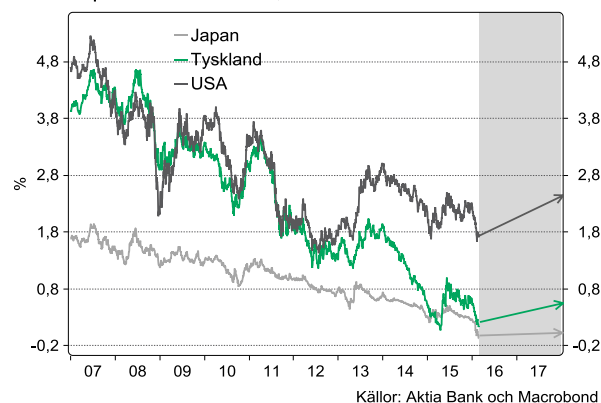
Framtidsutsikterna gällande USAs ekonomi är ännu trots de stora riskerna måttligt positiva. Räntehöjningsförväntningarna har klart minskat som en följd av den marknadsoro vi sett under början av 2016. Samtidigt har lönetrycket ökat och arbetslösheten fortsatt sjunka. Vi förväntar oss att Fed höjer styrräntan två gånger under 2016, en gång under sommaren och en gång på hösten. Som en följd av detta kommer vi också att se de korta räntorna stiga. Detta resonemang bygger på att den marknadsturbulens vi sett under början av året blir ett temporärt fenomen. Återspeglade en måttlig utveckling i realekonomin kommer även de långa räntorna att stiga på längre sikt. Den 10-åriga räntan kommer dock att stiga försiktigt och vi kommer inte att få se räntor över 3 % under prognosperioden.

Korta räntor inom euroområdet



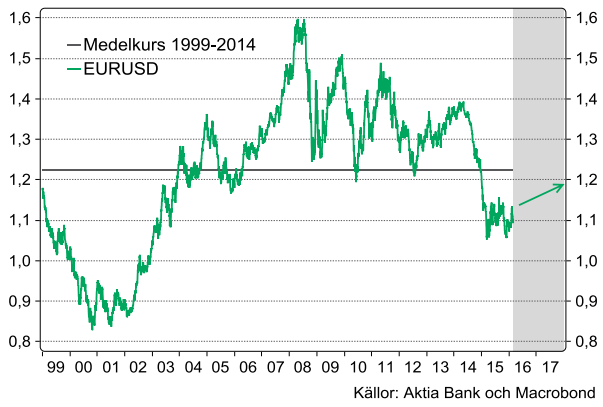
Den sannolika förlängningen och förstoringen av ECB:s stödköpsprogram kommer också att hålla statsobligationsräntorna i Europa exceptionellt låga en lång tid framöver

Räntan på 10 års statslån, %



Euron har under de senaste månaderna förstärkts gentemot US-dollar. De svagare utsikterna i USA i kombination med en kanske överraskande stabil tillväxt i euroområdet har svängt valutaparets utveckling. Många av de Europaspecifika riskerna har minskat under det senaste året, som t.ex. Greklandsrisken, även om nya risker i form av t.ex. utdraget låg inflation, massiv invandring och Brexit har dykt upp. Den betydliga avmattningen i räntehöjningsförväntningar i USA har även stött den amerikanska dollarn. Vi förväntar oss att euron kommer att förstärkas gentemot dollarn, om än måttligt, under de kommande åren.

EURUSD-valutakurs

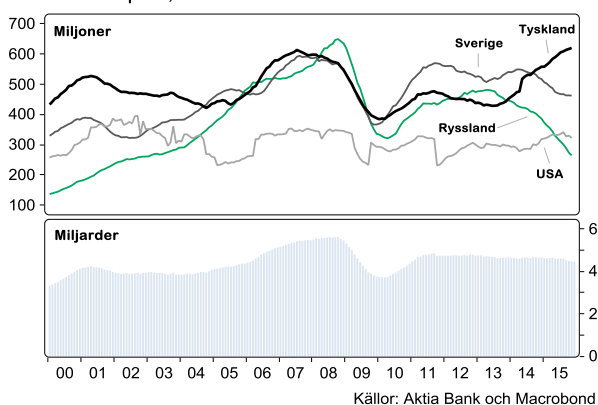


Finland: Små ljusglimtar

Finlands ekonomi har inte under vintern upplevt någon konkret vändning mot det bättre. Uppgifter om exportvolymen visar att vi i slutet av året sett en liten nedgång från tidigare redan svaga exportnivåer. Speciellt exporten till Ryssland men också exporten till Sverige har fortsatt sjunka, medan exporten till Tyskland fortsättningsvis utvecklas väl. Tysklands betydelse för Finlands ekonomi ökas således hela tiden. Exporten till USA, som redan värdemässigt är större än exporten till Ryssland, har backat litet under hösten.

Mätt i exportens värde är nu Tyskland Finlands viktigaste handelspartner. Rysslands roll har minskat drastiskt sedan toppåret 2008; Rysslandsexportens värde har sjunkit med ca 60 %. Mellan Tyskland och Ryssland i exportstatistiken finns Sverige, men också USA och Nederländerna har kilat in sig framför Ryssland.

Finlands export, euro

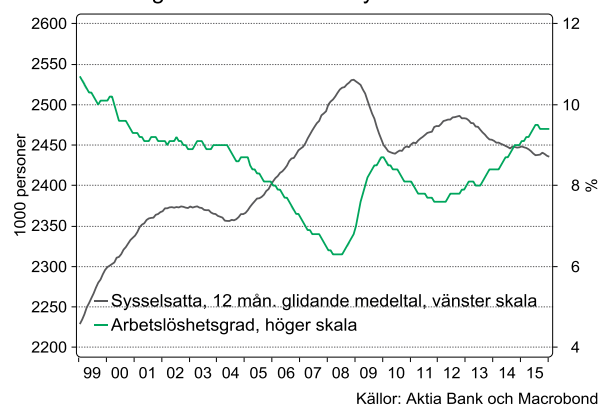


Hushållens konsumtionsefterfrågan är fortsatt dämpad även om den privata konsumtionen ser ut att vara en av de få sakerna som stött Finlands ekonomi under 2015. Detaljhandelns siffror pekar ändå på att konsumtionen inte upplevt någon positiv trendförändring under de senaste månaderna.

Situationen på arbetsmarknaden fortsätter att vara utmanande även om det ser ut som om det kraftigaste fallet i sysselsättningen skulle vara förbi. I vår prognos slutar arbetslöshetsgraden att stiga i och med att den ekonomiska tillväxten får litet fart. Arbetslösheten är 9,4 % 2016 och vänder neråt 2017 som en följd av den bättre ekonomiska situationen. Den allt större andelen långtidsarbetslösa ökar risken för långsiktig strukturell

arbetslöshet.

Arbetslöshetsgraden och antalet sysselsatta i Finland



Den svaga situationen på arbetsmarknaden i kombination med de måttliga löneuppgörelserna, vilka innebär enbart små nominella ökningar i inkomsterna, pekar på en fortsatt dämpad privat konsumtion. Den låga inflationen stöder dock köpkraften och vi ser att den privata konsumtionen kommer att fortsätta att stöda den ekonomiska tillväxten, om än svagare än under 2015.

Även om utsikterna inte ser så ljusa ut så förbättrades både konsumenternas och industrins förtroende för ekonomin i januari 2016. Nivåerna är fortsättningsvis betydligt under de historiska medeltalen, men förbättringen antyder ändå att en viss optimism finns.

Tillväxt i byggbranschen

En bransch som visar små positiva tecken är byggnadssektorn. Antalet byggnadslov och påbörjade byggnadsprojekt steg under senare halvan av 2015 och även antalet färdiga byggnader ökade, vilket tyder på en klar förbättring under 2016. Tyngdpunkten i bostadsbyggnationen ligger för närvarande tydligt på höghus.

De reala bostadspriserna i Finland sjönk under 2015 i snitt med 0,4 %. Efter att de reala bostadspriserna sjunkit så gott som i hela landet 2014 så såg vi under 2015 en vändning på vissa orter. I slutet av året såg vi en prisstegring även på nationell nivå.

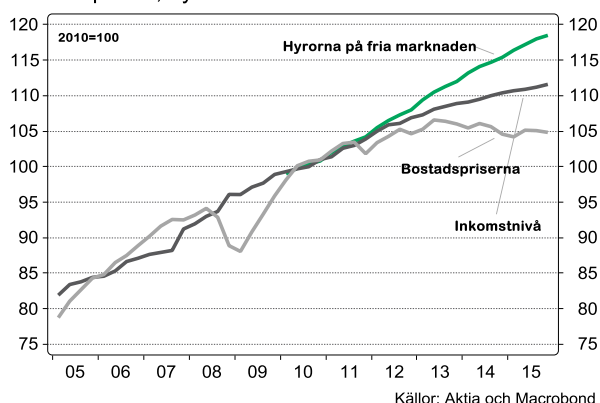
Prisstegringen reflekterar främst en vändning uppåt inom huvudstadsregionen. I övriga Finland har de reala bostadspriserna i snitt fortsatt att sjunka, även om undantag finns.

I centrala Helsingfors har de reala bostadspriserna stigit under 2015, medan de har fortsatt att sjunka

längre bort från centrum. Samma trend går att skönja i Tammerfors, Vasa och Uleåborg, och delvis i Åbo.

Samtidigt som bostadsprisen utvecklats mycket måttligt har hyrorna stigit snabbt, knappa 3 % under 2015, vilket delvis återspeglar en växande efterfrågan på hyresbostäder i och med en intensifiering i urbaniseringen samt flaskhalsar i bostadsbyggandet i tillväxtcentra.

Bostadsprisen, hyrorna och inkomstnivån

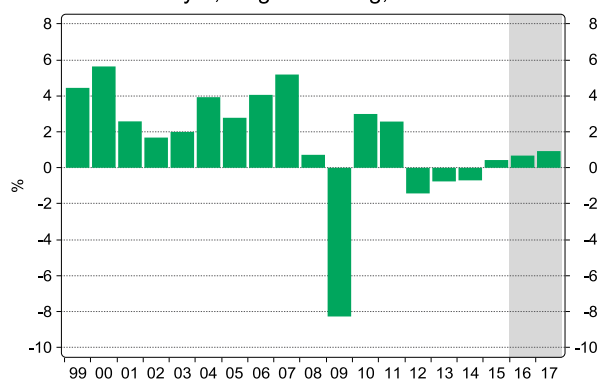


Källor: Aktia och Macrobond

Svaga tillväxtutsikter

Utsikterna för den finländska ekonomin ser fortsättningsvis rätt så svaga ut. Vissa ljusglimtar kan skönjas, men för finska exportföretag ser den konsumtionsdrivna tillväxten i världen alltjämt mycket utmanande ut och den finska exporten kommer att växa endast försiktigt framöver. Problemen med kostnadskonkurrenskraften fortsätter att tynga den finländska exportsektorn.

Finland: BNP-volym, årlig förändring, %



Källor: Aktia Bank och Macrobond

På hemmafronten fortsätter situationen att vara svår. Även om byggverksamheten visar tecken på återhämtning och den privata konsumtionen utvecklats rätt så bra, så behövs det en bredare bas om ekonomin skall uppleva ett större uppsving. I

motsats till många andra av våra grannländer så har vi en svag arbetsmarknadsutveckling och löneutvecklingen kommer av konkurrenskraftsskäl att förbli måttlig under de kommande åren. Således kan inte hushållens konsumtion fungera som drivkraft för tillväxten.

Den finländska ekonomin: efterfrågan och utbud

%-förändring från föregående år

	2013	2014	2015p	2016p	2017p
BNP	-0,8	-0,7	0,4	0,6	0,9
Privat konsumtion	-0,5	0,6	1,3	0,6	0,3
Offentlig konsumtion	1,1	-0,3	-0,3	0,2	0,2
Investeringar	-4,9	-2,6	-1,1	2,2	2,8
Export	1,1	-0,9	0,4	1,7	2,6
Import	0,5	0,0	-1,2	2,6	2,2

Företagens investeringar har länge legat på en låg nivå då det har funnits mycket ledig produktionskapacitet, men under 2016 kommer investeringarna att tillta försiktigt. Byggbranschens positiva utsikter i kombination med förbättrade investeringsutsikter även i andra företag talar för en ökning i investeringarna. Enskilda redan kända investeringsprojekt stöder även utsikterna, men trots detta förblir investeringarna på en låg nivå under de närmaste åren. Den finska exporten kommer att öka dämpat också nästa år. Även om världshandeln tilltar under 2016, finns det inga tecken på en världsomspännande investeringsvåg, vilket dämpar de finländska exportutsikterna.

Den finska BNP-tillväxten kommer i år att vara 0,6 %. Den förbättrade tillväxten reflekterar en viss återhämtning i investeringar men också en ökning i utrikeshandeln som en följd av den prognostiserade återhämtningen i den internationella handeln.

Övriga centrala prognossiffror

	2014e	2015p	2016p	2017p
Inflation (KPI), %	1,2	-0,2	0,1	1,3
Förtjänstnivå, %-förändring	1,4	1,0	0,8	0,9
Arbetslöshetsgrad, %	8,7	9,4	9,4	9,3
Bytesbalans, % av BNP	-0,9	0,2	0,1	0,1
Offentliga samfunds				
nettokreditgivning, md €	-6,8	-6,7	-6,0	-5,7
nettokreditgivning, av BNP	-3,3	-3,3	-2,9	-2,7
bruttoskuld, md €	121,8	128,9	135,2	142,9
bruttoskuld, % av BNP	59,3	62,6	65,0	67,4

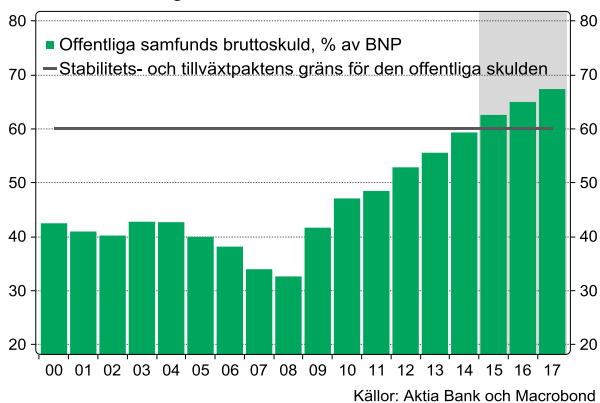
Under 2017 växer Finlands ekonomi 0,9 %. Investeringarna tar fart både i Finland och i resten av världen, även om nivåerna fortsättningsvis är måttliga. Detta stöder också Finlands investeringsintensiva utrikeshandel.

Den offentliga skuldsättningen fortsätter

Underskottet i den offentliga ekonomin fortsätter att vara stort, nära 3 %, under både 2016 och 2017. Regeringens mål är att bryta den offentliga skuldsättningen ser ut att vara mycket svårt att uppfylla när tillväxten förblir svag.

Den offentliga skulden fortsätter att öka både under 2016 och 2017 och stiger i vår prognos till över 67 % av BNP 2017. Finlands offentliga skuldsättningar har sedan 2008, då skulden var knappt 33 % av BNP ökat till över 60 % av BNP. Den offentliga skuldsättningen är ännu måttlig i internationell jämförelse, men utvecklingstakten är oroväckande.

Finland: Offentliga samfunds bruttoskuld, % av BNP



Den svaga ekonomiska situationen har försämrat den offentliga ekonomin via många kanaler. Den ökade arbetslösheten i kombination med den allt större andelen pensionärer har ökat de offentliga utgifterna. Den ökade immigrationen sätter ytterligare press på de offentliga finanserna. Trots att beskattningen stramats åt har skatteintäkternas tillväxt inte kunnat matcha utgiftsökningarna.

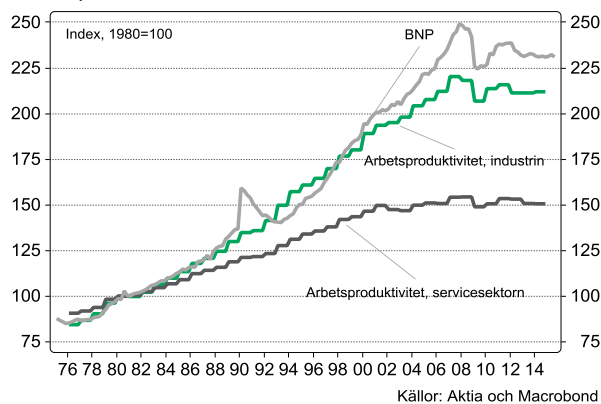
Frysta löner räcker inte

Tvångslagarnas beredning har lagts på is för att ge arbetsmarknadsparterna ro att förhandla om ännu en version av arbetsmarknadsfördraget. Återupptagna förhandlingar tyder på god vilja och är ett steg i rätt riktning, men än så länge har vi inga lösningar på de problem som dominerar vår arbetsmarknad.

Lönekostnaderna har ökat måttligt under de senaste åren, men eftersom också arbetsproduktivitetsutvecklingen varit svag har inte Finlands kostnadskonkurrenskraft förbättrats

nämnvärt jämfört med våra handelspartners. Betydligt kraftigare åtgärder än måttliga löneuppgörelser krävs för att korrigera situationen.

Arbetsproduktiviteten och BNP



Det snabbaste sättet att förbättra konkurrenskraften vore att sänka arbetskostnaderna. Det finns många sätt att sänka arbetskostnader utan att röra de nominella lönerna. Det väsentliga är att effekterna är snabba, omfattar ett stort antal löntagare och att de är tillräckligt stora.

Samtidigt är det viktigt att blicka framåt. Ett långsammare sätt att öka kostnadskonkurrenskraften är att låta bli att höja lönerna de närmaste åren. Lokalt löneförhandlande och exportindustrins löneledarskap enligt svensk modell, som nu finns på förhandlingsbordet är ett steg i riktningen av en mer flexibel lönemodell, men räcker inte i sig.

Samtidigt som vi behöver sänka lönekostnader och frusna löner framöver så är det viktigt att främja produktivitetens utvecklingen både inom den privata och den offentliga sektorn genom en målmedveten framåtseende politik. På lång sikt bör målet vara både en permanent god konkurrenskraft och en hög sysselsättningsgrad. Detta kan åstadkommas t.ex. genom att öka smidigheten på arbetsmarknaden på ett bredare plan så att det blir attraktivare för arbetsgivare att anställa. Samtidigt bör flitfällor avvecklas så att arbetande blir ett bättre alternativ. För att inte öka marginaliseringen i samband med ökad arbetsmarknadsflexibilitet är en effektiverad och mera omfattande sysselsättningspolitik central.

Om ekonomin inte reformeras finns det en risk att vi ännu befinner oss i en lågkonjunktur när ECB börjar nästa räntehöjningscykel om några år. Ett sådant

scenario skulle vara mycket ofördelaktigt för den finländska ekonomin.

Enhetsarbetskostnader

