

Rankka retki

- Maailmankaupan kasvu on pysähtynyt
- Kehittyvien talouksien ongelmat kasautuvat
- Länsimaiden nousu jatkuu

Halvaantunut Suomi

- Viennin vetoa on turha odottaa
- Työttömyys pahenee eurooppalaiselle tasolle

ERIKOISTEEMAT

KIINAN ÄKKIPYSÄYS ON MAHDOLLINEN
ÖLJYN HINTA-ALE JATKUU
ETELÄN VAALIT UHKAAVAT EUROOPAN UUDISTUKSIA

Keskeiset tunnusluvut

Kansainvälinen talous.....	5
Korot.....	6
Valuutat.....	6

Päätoimittaja**Aki Kangasharju**

Pääekonomisti

aki.kangasharju@nordea.com

Puh. +358 9 1655 9952

Mennyt painoon

31.8.2015

Käy myös internetissä

nexus.nordea.com

Osoitteenmuutokset

suvi.kautto@nordea.com

tai +358 9 1655 9202

■ YLEISKATSAUS	
Rankka retki	4
■ SUOMI	
Halvaantunut Suomi	7

Pohjoismaat

■ RUOTSI	
Nopea kasvu, hillitty keskuspankki	9
■ NORJA	
Laiheampia vuosia edessä	11
■ TANSKA	
Elpyminen etenee	13

Baltian maat ja Venäjä

■ VIRO	
Uudet investoinnit tarpeen	15
■ LATVIA	
Lupaavaa tulevaisuutta varjostaa investointien puute	16
■ LIETTUA	
Venäjän kriisi ei ole pysäyttänyt Liettuan nousua	17
■ VENÄJÄ	
Taantumien keskellä	18

Kansainväliset näkymät

■ KANSAINVÄLISET NÄKYMÄT	
Roppakaupalla haasteita	19
■ RISKISKENAARIOT	
.....	22
■ ÖLJY	
Taistelu markkinaosuuksista	23

Erikoisartikkelit

■ KIINA	
Kuplia kehittyä – Kiinan äkkipysäys on mahdollinen	24
■ KEHITTYVÄT MARKKINAT	
Ainakin saimme huomiota	25
■ ÖLJY	
Öljymarkkinoiden uusi pelikenttä	27
■ EUROOPPA	
Etelä-Euroopan pulma: politiikka vastaan uudistukset	29

Rankka retki

- Maailmantalous horjuu
- Sipilän sata päivää käytetty
- Luottoluokitus laskee ilman pikaisia uudistuksia

Maailmantalous horjuu

Maailmantalouden kasvu on jo pitkään jäänyt odotuksitamme, niin tälläkin kertaa. Viime kuukausina maailmankaupan kasvu on jopa pysähtynyt, mikä viittaa globaalin talouskasvun hidastumiseen. Suurin tekijä on kasvun hiipuminen Kiinassa ja raaka-aineviennistä riippuvaisissa kehittyvissä maissa, mistä talousennusteessamme on erilliset teema-artikkelit (teema-artikkelit alkaen sivulta 22).

Kolmas teemamme käsittelee öljymarkkinoita. Kiinan heikkous on edesauttanut raaka-aineiden ja öljyn hinnan laskua. Öljyn hintaan on tullut uusi lasku Iranin taivuttua ydinohjelmansa alasajoon, minkä ansiosta kauppapakotteista ollaan luopumassa. Samaa suuntaa voi vaikuttaa lähiaikoina myös Yhdysvaltojen harkitsema öljyn vientikiellon purkaminen.

Öljyn hinnan lasku tukee kehittyneiden maiden kasvua, joka on piristynyt viime vuosina. Yhdysvaltojen vahva meno on ennakoitunut korkojen nostoa syyskuulle, mutta Kiinan viimeaikainen kehitys on siirtämässä nostoa vuoden loppuun. Euroopan elpyminen jatkuu Yhdysvaltojen vanavedessä. Euroopan merkittävin epävarmuuden aiheuttaja on toistaiseksi poistunut Kreikan saaman uuden tukipaketin myötä, mutta uutta häiriötä voi syntyä Espanjan, Portugalin ja Kreikan tulevista vaaleista. Tästä kerromme neljännessä teemassamme. Länsimaiden asteittainen piristymisen kiihdyttää koko maailmantalouden kasvua ensi vuonna.

Sipilän sata päivää käytetty

Länsimaiden elpyminen ei kuitenkaan nosta Suomea taantumasta, sillä kasvu perustuu yksityiseen kulutukseen. Suomen kasvu käynnistyy kunnolla vasta, kun teollisuuden ja investointien lama päättyy. Siitä valitettavasti on liian vähän merkkejä. Esimerkiksi EU:n teollisuuden tuotannon näkymät ovat polkeneet paikallaan jo vuodesta 2013. Niinpä Suomen työttömyysaste nousee euroalueen keskiarvoon suhdannehorisonttimme aikana, eikä julkista taloutta ehditä saada tasapainoon.

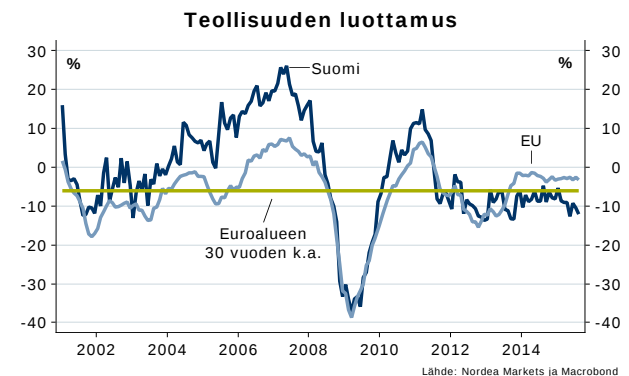
Yhteiskuntasopimuksen kariutuminen on paha takaisku aikana, jolloin ulkoista devalvaatiota ei voi tehdä. Viime syksynä ajateltiin, että ennenaikaisia vaaleja on Suomessa turha järjestää, koska ne pidetään joka tapauksessa keväällä 2015. Sipilän hallituksen taival alkoi noin 100 päivää sitten, joten etsikkoaika alkaa olla ohi. Pääministeri itsekin ilmaisi siitä huolensa. Vaikka kesäloma aina hidastaa toimeenpanoa, yhteiskuntasopimuksen kariutuminen ja kärkihankkeiden viivästyminen on romuttamassa

uskoa hallitukseen, joka syntyi vastareaktionä toimintakyvyttömälle edeltäjälleen.

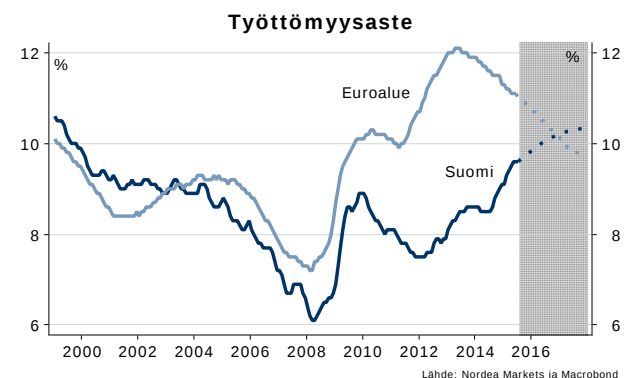
Luottoluokitus laskee ilman pikaisia uudistuksia

Mahdollisuudet sisäiseen devalvaatioon pienenevät olennaisesti yhteiskuntasopimuksen romuttumisen myötä. Vielä voidaan yrittää fiskaalista devalvaatiota, jossa verotuksen ja sosiaaliturvan rakennetta muutetaan työllistämistä ja yritysten kustannusrakennetta tukevaksi. Koska kestävyysvaje ei salli julkisen alijäämän kasvattamista, vastaavasti kuluttajien rasitetta on nostettava, missä arvonlisäveron nostaminen on tieteellisesti osoitettu vähiten vahingollinen taloudelle. Lisäksi Suomi tarvitsee kiipeästi rakenteellisia uudistuksia, jotka ajan myötä tukevat sisäistä devalvoitumista. Suomen uudistuksilla on kiire, mikäli halutaan välttää uusi luottoluokituksen lasku

Teolliset vientitulaukset eivät ole piristymässä



Suomen työttömyysaste nousee euroalueen tasolle



Aki Kangasharju

aki.kangasharju@nordea.com

+358 9 1655 9952

BKT:n kasvu, %

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Maailma ¹⁾	3.3	3.4	3.1	3.5	3.3
USA	1.5	2.4	2.5	2.8	2.5
Euroalue	-0.3	0.9	1.3	1.6	1.5
Kiina	7.7	7.4	6.8	6.6	6.2
Japani	1.6	-0.1	0.7	1.2	0.6
Tanska	-0.5	1.1	1.5	2.0	1.9
Norja	2.3	2.2	1.2	1.3	1.6
Ruotsi	1.3	2.3	3.1	3.0	2.1
Iso-Britannia	1.7	3.0	2.6	2.4	2.2
Saksa	0.4	1.6	1.7	1.6	1.5
Ranska	0.7	0.2	1.0	1.3	1.5
Italia	-1.7	-0.4	0.6	1.1	1.2
Espanja	-1.2	1.4	3.0	2.6	2.3
Suomi	-1.1	-0.4	-0.3	0.5	0.5
Viro	1.6	2.1	2.0	3.0	3.2
Latvia	4.8	2.5	2.2	3.5	3.0
Liettua	3.2	3.0	2.2	4.0	3.5
Puola	1.5	3.4	3.7	3.6	3.3
Venäjä	1.3	0.6	-3.7	0.3	1.1
Intia	6.4	7.1	7.3	7.5	7.6
Brasilia	2.7	0.1	-2.5	0.1	1.9
Muu maailma	3.5	3.2	3.1	3.8	4.2

¹⁾ 186 maan painotettu keskiarvo. Kaikkien maiden painot ja muun maailman tiedot ovat viimeisimmät? IMF:n World Economic Outlook -julkaisusta. Painot on laskettu ostovoimakorjatussa BKT:sta.

Inflaatio, %

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Maailma ¹⁾	4.1	3.8	3.4	3.8	4.0
USA	1.5	1.6	0.0	2.2	2.8
Euroalue	1.4	0.4	0.1	1.1	1.6
Kiina	2.6	2.0	1.5	2.0	2.6
Japani	0.4	2.7	0.8	0.5	1.4
Tanska	0.8	0.6	0.6	1.5	1.9
Norja	2.1	2.0	2.1	2.2	1.4
Ruotsi	0.0	-0.2	0.0	1.1	1.8
Iso-Britannia	2.6	1.5	0.0	1.2	2.0
Saksa	1.6	0.8	0.1	1.0	1.7
Ranska	1.0	0.6	0.2	0.9	1.2
Italia	1.3	0.2	0.2	1.2	1.4
Espanja	1.5	-0.2	-0.2	1.0	1.6
Suomi	1.5	1.0	-0.2	0.6	0.8
Viro	2.8	-0.1	-0.1	2.0	2.5
Latvia	0.0	0.6	0.6	2.6	2.2
Liettua	1.0	0.1	-0.3	2.6	2.5
Puola	1.2	0.2	-0.2	2.2	2.5
Venäjä	6.5	11.4	11.5	8.0	6.5
Intia	10.7	6.6	5.7	6.2	5.9
Brasilia	6.2	6.3	8.8	5.9	4.9
Muu maailma	6.2	6.0	6.4	6.3	6.0

Julkisen talouden ylijäämä, % BKT:sta

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
USA	-4.1	-2.8	-2.4	-2.2	-2.1
Euroalue	-2.9	-2.4	-2.0	-1.7	-1.4
Kiina	-1.1	-1.1	-1.3	-1.1	-0.8
Japani	-10.1	-7.7	-7.5	-6.5	-6.5
Tanska	-1.1	1.8	-2.3	-1.9	-1.2
Norja	11.3	9.1	6.1	6.3	6.7
Ruotsi	-1.4	-1.9	-1.6	-1.1	-0.8
Iso-Britannia	-5.7	-5.7	-5.2	-4.1	-2.7
Saksa	0.1	0.7	0.6	0.5	0.5
Ranska	-4.1	-4.0	-3.8	-3.5	-3.1
Italia	-2.9	-3.0	-2.6	-2.0	-1.8
Espanja	-6.8	-5.8	-4.5	-3.5	-3.0
Suomi	-2.5	-3.3	-3.1	-2.9	-2.8
Viro	-0.2	0.6	-0.3	-0.3	-0.2
Latvia	-0.9	-1.4	-1.5	-1.5	-1.0
Liettua	-2.2	-0.7	-1.0	-1.0	0.0
Puola	-4.3	-3.3	-2.9	-2.5	-2.3
Venäjä	-0.8	-0.7	-4.0	-3.0	-1.5
Intia	-7.2	-7.0	-6.5	-6.0	-6.0
Brasilia	-3.1	-6.2	-5.3	-4.7	-4.2

Vaihtotase, % BKT:sta

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
USA	-2.3	-2.2	-2.3	-2.2	-2.5
Euroalue	2.5	3.0	3.5	3.4	3.0
Kiina	1.9	2.0	2.0	1.5	2.0
Japani	0.7	0.5	2.0	2.0	2.0
Tanska	7.2	6.2	6.3	5.6	4.7
Norja	10.0	9.4	5.7	5.9	6.5
Ruotsi	6.1	5.9	7.0	7.5	7.7
Iso-Britannia	-4.5	-5.9	-5.1	-4.7	-4.2
Saksa	6.9	7.6	7.9	7.7	7.0
Ranska	-2.0	-1.7	-0.9	-1.2	-1.4
Italia	0.9	2.0	2.2	1.8	0.0
Espanja	1.5	0.6	1.2	1.0	1.5
Suomi	-1.8	-2.2	-1.0	-1.5	-1.7
Viro	-1.1	0.1	0.8	-0.2	-0.3
Latvia	-2.3	-3.1	-2.0	-3.0	-2.5
Liettua	1.6	0.1	-3.0	-2.0	-2.5
Puola	-1.3	-1.3	-1.5	-1.8	-2.0
Venäjä	1.6	2.9	3.5	2.5	2.0
Intia	-1.7	-1.5	-1.0	-1.3	-1.0
Brasilia	-3.3	-4.5	-3.9	-3.6	-3.5

Keskuspankkikorot, %

	28.8.15	3kk	30.6.16	31.12.16	31.12.17
USA	0.25	0.50	1.00	1.50	2.50
Japani	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
Euroalue	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
Tanska	-0.75	-0.65	-0.50	-0.40	-0.20
Ruotsi	-0.35	-0.55	-0.55	0.00	0.00
Norja	1.00	0.75	0.50	0.50	0.50
Iso-Britannia	0.50	0.50	0.75	1.50	2.50
Sveitsi	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75	-0.75
Puola	1.50	1.50	1.50	1.50	2.50
Venäjä	11.00	10.50	9.00	8.00	7.00
Kiina	4.85	4.35	4.35	4.35	4.60
Intia	7.25	7.25	7.00	6.75	6.75
Brasilia	14.25	14.25	14.25	13.50	11.50

3 kk:n korot, %

	28.8.15	3kk	30.6.16	31.12.16	31.12.17
USA	0.31	0.60	1.10	1.65	2.65
Euroalue	-0.02	-0.05	-0.05	-0.05	0.00
Tanska	-0.07	-0.10	-0.05	0.10	0.20
Ruotsi	-0.27	-0.50	-0.50	5.00	0.05
Norja	1.23	0.95	0.75	0.75	0.75
Iso-Britannia	0.59	0.60	0.85	1.65	2.65
Puola	1.72	1.65	1.65	1.75	2.75
Venäjä	11.83	11.70	10.50	9.50	8.50

10 vuoden jvk-tuotto, %

	28.8.15	3kk	30.6.16	31.12.16	31.12.17
USA	2.20	2.30	2.60	2.90	3.50
Euroalue	0.68	0.70	0.85	1.05	1.50
Tanska	0.86	0.90	1.00	1.25	1.70
Ruotsi	0.64	0.65	0.85	1.20	1.75
Norja	1.53	1.55	1.60	1.80	2.35
Iso-Britannia	1.88	2.05	2.20	2.75	3.45
Puola	3.03	2.75	2.80	3.00	3.25

Korkoero euroalueeseen, keskuspankkikorot, %yksikköä

	28.8.15	3kk	30.6.16	31.12.16	31.12.17
USA	0.20	0.45	0.95	1.45	2.45
Japani ¹⁾	-0.15	-0.40	-0.90	-1.40	-2.40
Euroalue	-	-	-	-	-
Tanska	-0.80	-0.70	-0.55	-0.45	-0.25
Ruotsi	-0.40	-0.60	-0.60	-0.05	-0.05
Norja	0.95	0.70	0.45	0.45	0.45
Iso-Britannia	0.45	0.45	0.70	1.45	2.45
Sveitsi	-0.80	-0.80	-0.80	-0.80	-0.80
Puola	1.45	1.45	1.45	1.45	2.45
Venäjä	10.95	10.45	8.95	7.95	6.95
Kiina	4.80	4.30	4.30	4.30	4.55
Intia	7.20	7.20	6.95	6.70	6.70
Brasilia	14.20	14.20	14.20	13.45	11.45

¹⁾ Korkoero Yhdysvaltoihin nähden

Korkoero euroalueeseen, 3kk, %yksikköä

	28.8.15	3kk	30.6.16	31.12.16	31.12.17
USA	0.34	0.65	1.15	1.70	2.65
Euroalue	-	-	-	-	-
Tanska	-0.05	-0.05	0.00	0.15	0.20
Ruotsi	-0.24	-0.45	-0.45	5.05	0.05
Norja	1.25	1.00	0.80	0.80	0.75
Iso-Britannia	0.61	0.65	0.90	1.70	2.65
Puola	1.74	1.70	1.70	1.80	2.75
Venäjä	11.85	11.75	10.55	9.55	8.50

Tuottoero euroalueeseen, 10-v, %yksikköä

	28.8.15	3kk	30.6.16	31.12.16	31.12.17
USA	1.52	1.60	1.75	1.85	2.00
Euroalue	-	-	-	-	-
Tanska	0.18	0.20	0.15	0.20	0.20
Ruotsi	-0.04	-0.05	0.00	0.15	0.25
Norja	0.85	0.85	0.75	0.75	0.85
Iso-Britannia	1.20	1.35	1.35	1.70	1.95
Puola	2.35	2.05	1.95	1.95	1.75

Eurokurssit

	28.8.15	3kk	30.6.16	31.12.16	31.12.17
EUR/USD	1.127	1.08	1.03	1.00	1.10
EUR/JPY	136.2	130	129	130	149
EUR/DKK	7.463	7.46	7.46	7.46	7.45
EUR/SEK	9.494	9.50	9.30	9.10	8.90
EUR/NOK	9.336	9.00	8.80	8.70	8.50
EUR/GBP	0.733	0.69	0.66	0.66	0.72
EUR/CHF	1.082	1.08	1.08	1.09	1.10
EUR/PLN	4.236	4.25	4.10	4.00	3.80
EUR/RUB	75.75	67.0	59.7	56.0	60.5
EUR/CNY	7.201	6.91	6.70	6.60	7.04
EUR/INR	74.57	70.2	67.0	60.0	62.7
EUR/BRL	4.011	4.05	3.76	3.55	3.58

Dollarikurssit

	28.8.15	3kk	30.6.16	31.12.16	31.12.17
-					
USD/JPY	120.84	120	125	130	135
USD/DKK	6.621	6.91	7.24	7.46	6.77
USD/SEK	8.422	8.80	9.03	9.10	8.09
USD/NOK	8.283	8.33	8.54	8.70	7.73
GBP/USD	1.538	1.57	1.56	1.52	1.53
USD/CHF	0.960	1.00	1.05	1.09	1.00
USD/PLN	3.758	3.94	3.98	4.00	3.45
USD/RUB	67.20	62.0	58.0	56.0	55.0
USD/CNY	6.389	6.40	6.50	6.60	6.40
USD/INR	66.16	65.0	65.0	60.0	57.0
USD/BRL	3.558	3.75	3.65	3.55	3.25

Halvaantunut Suomi

- Viennin piristymistä on turha odottaa
- Rakenteelliset uudistukset ovat entistä tärkeämpiä
- Investoinnit ja työllisyys kärsivät kasvun puutteesta
- Julkisen talouden alijäämä kutistuu vain vähän

Viennin piristymistä on turha odottaa

Olemme alentaneet Suomen talouden kasvuennusteita lähivuosille. Arvioimme kokonaistuotannon supistuvan 0,3 prosenttia vuonna 2015 ja yltävän vain vaatimattomaan 0,5 prosentin nousuun vuosina 2016 ja 2017 (aikaisemmat ennusteet kuluvalle ja ensi vuodelle olivat -0,2 ja 1,0 prosenttia). Suomen talouden supistuminen venyy näin neljän vuoden mittaiseksi. Myös sen jälkeen kasvu on huomattavasti hitaampaa kuin kilpailijamaissa.

Tärkein syy kasvuennusteiden alentamiseen on se, että emme odota viennin merkittävää piristymistä. Aiemmista suhdannenousuista poiketen maailmantalous ei nyt nousekaan teollisuuden ja investointien vahvalla vedolla, vaan veturina on kaikkialla yksityinen kulutus. Suomen vientiteollisuus ei ole keskittynyt tuottamaan kulutustavaroita, vaan erikoistunut palvelemaan teollisten yritysten tuotantoon ja investointeihin liittyviä tarpeita. Tämä kysyntä pysyy heikkona, joten nopeaa viennin piristymistä on turha odottaa ennustejaksolla.

Vientiteollisuuden vaikeudet iskevät laajasti muuhun talouteen. Kun teollisuustuotanto elpyy aiemmin arvioitua verkkaisemmin, myös kotimaisten investointien käynnistyminen lykkääntyy. Työllisyys heikkenee lisää, mikä pitää kotitalouksien tulojen ja yksityisen kulutuksen kasvun koko ennustejakson ajan hyvin vaatimattomana.

Suomi hyötty vain osittain maailmantalouden tuesta

Me emme saa täysiä tehoja irti maailmantalouden hyvistä

puolista. Euron kehitys tukee vientiä vain osittain. Euro on kyllä heikentynyt Yhdysvaltain dollaria, Ison-Britannian puntaa ja Kiinan juania vastaan, mutta se on vahvistunut Ruotsin kruunua ja varsinkin Venäjän ruplaa vastaan. Meille tärkeään Saksan vientiin euron kurssilla ei ole välitöntä vaikutusta.

Raakaöljyn hinta on pudonnut runsaan vuoden aikana noin 55 prosenttia dollareissa ja 45 prosenttia euroissa mitattuna. Hinnan odotetaan pysyvän verraten matalana vielä pitkään. Tästä ei kuitenkaan tule merkittävää työntöapua yksityiseen kulutukseen. Suomalainen kuluttaja hyötty edullisemmasta öljystä hyvin vähän, koska polttoaineiden korkea kiinteä vero rajoittaa öljyn halpenemisen siirtymistä bensiinin hintaan.

Rakenteelliset uudistukset ovat entistä tärkeämpiä

Kun talouskasvun moottorit loistavat poissaolollaan, julkisen talouden tasapainottaminen ja velkaantumisen taittaminen tulevat entistä haasteellisemmiksi. Vielä paljon vaikeammiksi ne muuttuvat sitten kun maailmantalouden antama tuki heikkenee. Globaalin taloussuhdanteen huippu saavutetaan luultavasti jo muutaman vuoden kuluessa. Öljy todennäköisesti kallistuu ja euroalueen markkinakorot nousevat viimeistään vuonna 2018. Työntöapu vaihtuu jarrutukseksi. Pitkän aikavälin kasvua vahvistavien rakenteellisten uudistusten pikainen toteuttaminen ja julkisen talouden rahoituksen virittäminen kestäväälle pohjalle ovat välttämättömiä, mutta pitkälti edelleen tekemättä. Onneksi niissä onnistuminen on yhä pelkästään omissa käsissämme.

Viennin rakenne ei tällä kertaa suosi meitä

Vienti ei nyt vedä Suomea ylös suosta. Päivitetyt tilastot kertovat kuitenkin, että Suomen tavaraviennin määrä on kasvanut viitenä vuotena peräkkäin. Parin viime vuoden osalta aiempi alamäki on korjattu prosentin parin nou-

Suomi: Keskeisiä tunnuslukuja (%-muutos, ellei toisin ilmoitettu)

	2012 (mrd EUR)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Yksityinen kulutus	109	-0.3	0.5	0.3	0.2	0.4
Julkisen kulutus	49	0.8	-0.2	-0.2	-0.3	-0.3
Investoinnit	45	-5.2	-3.3	-3.9	1.8	2.8
Varastojen muutos*	0	-0.4	0.4	0.2	0.1	-0.2
Vienti	79	1.1	-0.7	-0.7	2.3	1.6
Tuonti	82	0.0	0.0	-1.1	2.1	1.7
BKT		-1.1	-0.4	-0.3	0.5	0.5
Nimellinen BKT, mrd EUR	200	203	205	206	208	211
Työttömyysaste, %		8.4	8.7	9.6	10.0	10.3
Teollisuustuotanto		-0.6	-0.3	-1.5	1.0	1.5
Kuluttajahinnat		1.5	1.0	-0.2	0.6	0.8
Ansiotaso		2.1	1.4	1.0	0.8	0.7
Vaihtotase, mrd EUR		-3.6	-4.5	-2.2	-3.2	-3.7
- % BKT:sta		-1.8	-2.2	-1.0	-1.5	-1.7
Kauppataase, mrd EUR		0.2	0.9	2.5	1.4	0.8
- % of GDP		0.1	0.5	1.2	0.7	0.4
Julkisen sektorin ylijäämä, mrd EUR		-5.1	-6.8	-6.3	-6.1	-5.9
- % BKT:sta		-2.5	-3.3	-3.1	-2.9	-2.8
Julkisen sektorin velka, mrd EUR		112.7	121.1	128.6	135.9	143.1
- % BKT:sta		55.6	59.0	62.3	65.4	67.9

* Vaikutus BKT:n kasvuun, %-yksikköä

suksi. Aivan yhtä vaatimattomana odotamme viennin nousun jatkuvan myös vuosina 2016 ja 2017.

Viennin sitkeänä pysyvää heikkoutta korostaa se, että läntinen maailma on elänyt jo pitkään suhdannenousua ja euroaluekin on elpynyt jo muutaman vuoden ajan kuluksen vetämänä. Maailmankauppa sen sijaan kasvaa hyvin hitaasti, koska globaali teollisuus nousee tahmeasti, mikä taas jarruttaa investointien käynnistymistä. Tässä mielessä viennin rakenne on suuri haaste. Noin puolet tavaraviennistä on erilaisia raaka-aineita, sellua, tuotantotarvikkeita ja väli tuotteita. Vajaat 30 prosenttia on investointitavaroita. Kulutustavaraa viedään vähän.

Tuotantotarvikkeiden kysyntä piristyy vasta, kun teollisuuden tuotanto kasvaa maailmalla. Vielä askelta kauempana on investointitavaroiden kysynnän piristymisen. Tuotannon täytyy maailmalla ensin kasvaa riittävästi, jotta yrityksillä on tarvetta laajentaa kapasiteettia ja vasta siinä vaiheessa syntyy edellytyksiä uusien pääomatarvikkeiden kysynnälle ja viennille. Näkymät eivät ole lupauksia, etenkin kun Venäjän vientiin ei ole pakotteiden vuoksi luvassa nopeaa korjausta.

Investoinnit ja työllisyys kärsivät kasvun puutteesta

Kasvunäkymien puute ja EU-maiden heikoimpiin lukeutuva talouselämän luottamus ovat myrkyä Suomen investoinneille ja työllisyydelle. Yksityisen sektorin tekemien investointien määrä on matalimmillaan 15 vuoteen ja vähenee tänä vuonna hieman lisää. Lievää parannusta odotamme ensi vuonna rakentamisen pienen piristymisen myötä.

Työttömyys kohoaa aiemmin arvioitua enemmän ja pysyy ylhäällä pidempään. Olemme nostaneet työttömyysasteen ennustemme tasan 10 prosenttiin vuonna 2016 (ennen 9,4 prosenttia) ja 10,3 prosenttiin vuonna 2017. Heikko työmarkkinatilanne ennakoi, että hidas yksityisen kulutuksen kasvu jatkuu ennustejaksolla ja palkkojen korotukset ovat hyvin maltillisia. Inflaatio pysyy vaimeana ja tukee ostovoiman säilymistä. Kotitaloudet säästävät tavanomaista vähemmän.

Julkisen talouden alijäämä kutistuu vain vähän

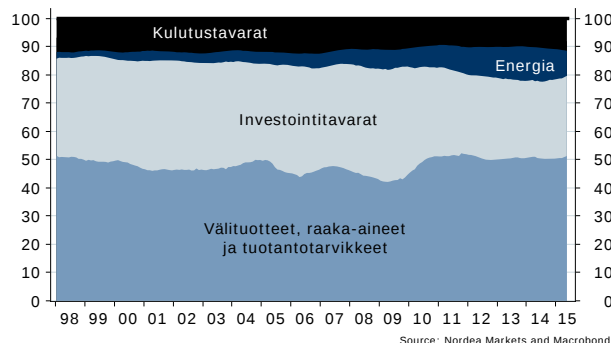
Ennuste olettaa, että julkiset menot pienentyvät reaalisesti hallituksen jatkaessa sopeutustoimia. Julkisen talouden rahoitusali jäämä supistuu kuitenkin vaimean talouskasvun vuoksi hitaasti, joten velkaantuminen jatkuu. Julkinen velka lähestyy vääjäämättä 70 prosenttia kokonaistuotannon arvoon suhteutettuna.

Pasi Sorjonen

pasi.sorjonen@nordea.com

+358 9 1655 9942

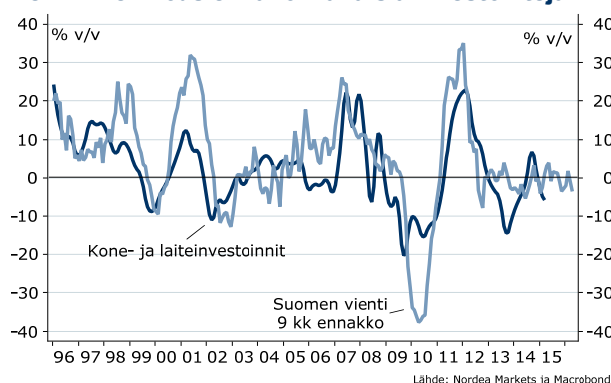
Viennin rakenne ei nyt suosi meitä



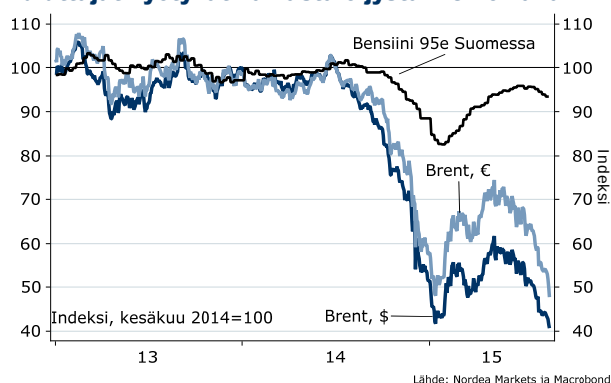
Tuotantotarvikkeiden kysyntä pysyy vaisuna



Viennin heikkous ennakoi vähäisiä investointeja



Kuluttajat hyötyvät halvasta öljystä melko vähän



Nopea kasvu, hillitty keskuspankki

- BKT-kasvu jatkuu terveenä
- Kireämmät työmarkkinat, matalat palkankorotukset
- Inflaatio lähenee, mutta ei saavuta 2 % tavoitetta
- Kruunu nyt heikko, vahvistuu pitkällä aikavälillä

Tavallista parempaa kehitystä

Ruotsin talouskasvu on pysytellyt kahden vuoden ajan noin 2,5 prosentissa. Viime neljänneksen aikana on kuitenkin nähty merkkejä jonkinasteisesta kiihtymisestä. BKT:n kasvu nousee yli 3 prosenttiin sekä tänä että ensi vuonna, ja kohoaa pitkän aikavälin trendin yläpuolelle. Myöhemmin ennustejakson aikana kasvu kuitenkin hidastuu, kun rahapolitiikkaa kiristetään.

Resurssien käyttöaste nousee Ruotsissa, mikä kasvattaa inflaatiopaineita. Palkat nousevat edelleen suhteellisen maltillisesti. Kahden prosentin inflaatiotavoite saavutetaan vain kuukaudeksi tai kahdeksi, joten Ruotsin keskuspankkiin kohdistuvat paineet eivät hellitä.

Laajapohjaista kotimaista kasvua

Investoinnit ovat olleet BKT-kasvun tärkein veturi vuoden 2014 alusta lähtien. Muita kasvua kiihdyttäviä tekijöitä ovat olleet yksityinen ja julkinen kulutus. Toisaalta ulkomaankauppa on supistunut nettomääräisesti ja hidastanut kasvua.

Yksityisen kulutuksen kasvu on hidastunut tänä vuonna jonkin verran, mutta pidämme tätä tilapäisenä ilmiönä. Kotitalouksien rahoitusasema on vahva, sillä käytettävissä olevat tulot kasvavat ja varallisuusarvot nousevat voi-

makkaasti. Tämä viittaa siihen, että yksityinen kysyntä kasvaa reippaasti tulevina vuosina.

Julkisen kulutuksen kasvu johtuu muun muassa väestörakenteen muutoksista. Ruotsin väestömäärä kasvaa, samoin kuin ikääntyneiden osuus. Terveystieteiden, vanhustenhoitoon ja koulutukseen liittyvien palvelujen tarve kasvaa.

Kokonaisinvestoinnit supistuivat sekä vuoden 2015 ensimmäisellä että toisella neljänneksellä edellisneljänneeseen verrattuna. Supistuminen johtui kuitenkin tutkimus- ja kehitysinvestointien voimakkaasta vaihtelusta, joten uskomme kehityksen olleen vain väliaikaista. Kun tutkimus- ja kehitysinvestointeja ei oteta huomioon, investoinnit ovat selvässä kasvussa useimmilla toimialoilla. Nopeinta kasvu on ollut asuntorakentamisessa. Sektorin kasvuvauhti pysynee hyvänä, joskin nopein nousuvaihe lieenee jo ohitettu.

Vienti on edelleen kysymysmerkki

Teollisuusinvestoinnit ovat yhä vaisuja pääosin heikon kansainvälisen kysynnän vuoksi. Noin 75 prosenttia Ruotsin teollisuustuotannosta menee vientiin, mutta investointien tarve on vähäinen, koska tavaravienti on polkenut paikallaan lähes seitsemän vuotta. Kansainvälisen kysynnän mittarit eivät osoita merkkejä paranemisesta lähiaikoina, joten tavaravienti näyttäisi pysyvän nykyisellä tasollaan koko loppuvuoden ajan. Odotamme tavaravientin pirstyvän vain vähitellen tulevina vuosina.

Palvelujen viennin nopea kasvu kuitenkin jatkuu. Etenkin tietotekniikka- ja tietoliikennepalvelut kasvavat vahvasti,

Ruotsi: Keskeisiä tunnuslukuja (%-muutos, ellei toisin ilmoitettu)

	2012 (mrd. SEK)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Yksityinen kulutus	1715	1.9	2.4	2.1	2.3	2.0
Julkinen kulutus	955	0.7	1.9	2.5	2.4	0.9
Investoinnit	834	-0.4	7.4	4.2	5.0	2.3
- teollisuuden investoinnit	165	-1.4	4.9	-1.2	3.9	1.5
- rakennusinvestoinnit	127	2.1	20.8	11.9	5.9	2.5
Varastojen muutos*	-1	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
Vienti	1707	-0.2	3.3	3.5	4.8	4.2
Tuonti	1525	-0.7	6.6	2.6	4.9	3.7
BKT		1.3	2.3	3.1	3.0	2.1
BKT, kalenterikorjattu		1.3	2.4	2.8	2.8	2.4
Nimellinen BKT, mrd. SEK	3685	3775	3915	4104	4299	4459
Työttömyysaste %		8.0	7.9	7.6	7.3	7.0
Työllisyyden kasvu		1.0	1.4	1.1	1.1	0.9
Kuluttajahinnat		0.0	-0.2	0.0	1.1	1.8
Pohjaininflaatio (KPIF)		0.9	0.5	0.9	1.6	1.5
Tuntipalkat		1.8	1.7	2.7	2.8	3.1
Vaihtotase, mrd. SEK		229	242	299	321	342
- % BKT:sta		6.1	5.9	7.0	7.5	7.7
Kauppataase, % BKT:sta		3.8	3.2	3.3	3.2	3.2
Julkisen sektorin ylijäämä, mrd. SEK		-52	-75	-67	-49	-38
- % BKT:sta		-1.4	-1.9	-1.6	-1.1	-0.8
Julkinen velka, % BKT:sta		38.7	44.3	43.8	43.1	42.9

* Vaikutus BKT:n kasvuun, %-yksikköä

samoin kuin yrityspalvelut ja tekniset palvelut. Tämä suotuisa trendi näyttää jatkuvan, ja sen ansiosta kokonaisvienti kasvaa tulevina vuosina.

Työmarkkinat paranevat, palkat nousevat maltilla

Työmarkkinat ovat kaksijakoiset. Työllisyys suhteessa väestömäärään on joissakin ryhmissä erittäin hyvä, kun taas toisissa se on huono. Myös kohtaanto-ongelmat näyttäisivät lisääntyneen. Työmarkkinoilla on luultavasti käyttämättömiä resursseja, mutta pullonkauloja alkaa silti syntyä tietyillä aloilla ja alueilla. Uskomme, että työmarkkinatilanteen paraneminen jatkuu ja kasvattaa palkkaliukumaa. Tulevissa neuvotteluissa sovitavat palkan korotukset jäänevät kuitenkin matalammiksi kuin vuoden 2013 sopimuksessa, koska vaikeuksissa oleva vientiteollisuus asettaa neuvotteluille lähtökohdat. Palkkakulujen nousu jää alle 3,2 prosentin, joka on 15 vuoden keskiarvo.

Keskuspankin nuorallatanssi

Kruunun kauppapainotettu kurssi on tällä hetkellä noin 10 prosenttia matalampi kuin vuoden 2014 alussa. Valuutan heikkeneminen on selvästi nostanut kuluttajahintoja. Pohjainflaatio (inflaatio pl. energia) on kesän aikana kiihtynyt noin 1,5 prosenttiin, kun se vuosi sitten oli 0,5 prosenttia. Kun energia otetaan huomioon, inflaatio ei ole kiihtynyt yhtä paljon, sillä polttoaineiden hinnat ovat laskeneet.

Kruunu on vakaantunut tänä vuonna, ja olemme jo nähneet merkkejä siitä, että kruunun heikkenemisen vaikutus inflaatioon hiipuu. Lisäksi palkkojen nousu ei riitä kiihdyttämään inflaatiota pysyvästi Ruotsin keskuspankin 2 prosentin tavoitteeseen.

Odotamme keskuspankin laskevan korkoja ja ilmoittavan valtionlainojen osto-ohjelman pidentämisestä, jotta kruunu ei vahvistu lyhyellä aikavälillä. Ensi vuonna odotamme keskuspankin kuitenkin pitävän korot ennallaan, koska siihen mennessä inflaatio ehtii kiihtyä, joskaan ei tavoitteeseen asti. Myös palkkaneuvottelut ovat silloin ohii ja resurssien käyttöaste on parantunut entisestään.

Riskinä keskuspankin lisätoimet

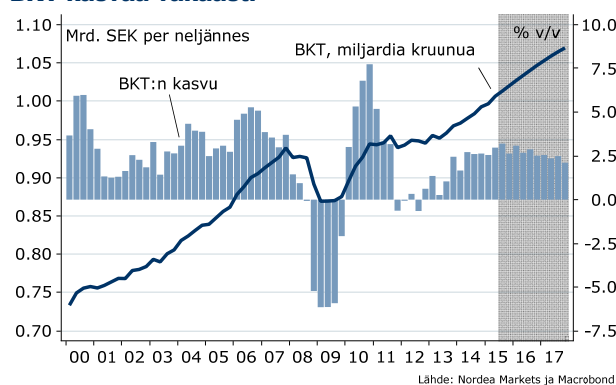
Riskit ennustettamme hitaammasta talouskasvusta liittyvät lyhyellä aikavälillä epävarmoihin kansainvälisiin näkymiin, ja pitkällä aikavälillä Ruotsin asuntomarkkinoiden rakentumassa oleviin epätasapainoihin. Talous saattaa toisaalta myös kasvaa ennustettamme nopeammin, jos kotitaloudet löysäävät kukkaron nyörejä odotettua enemmän. Rahapolitiikassa riskit liittyvät siihen, että Ruotsin keskuspankki toimii tarmokkaammin kuin mitä ennusteessamme oletamme. Lisätoimien riskiä korostaa se, että odotamme kruunun kauppapainotetun kurssin vahvistuvan, ja inflaation pysyvän ennustejakson ajan 2 prosentin tavoitteen alapuolella.

Torbjörn Isaksson

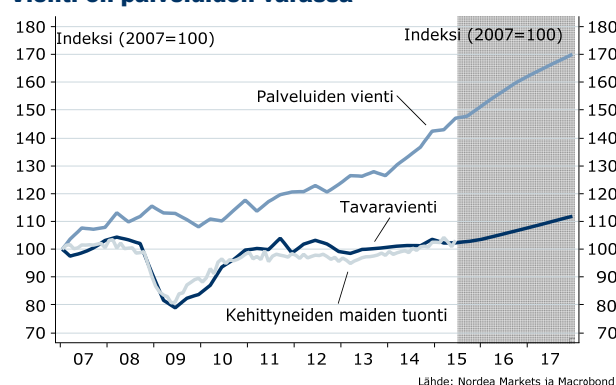
torbjorn.isaksson@nordea.com

+46 614 8859

BKT kasvaa vakaasti



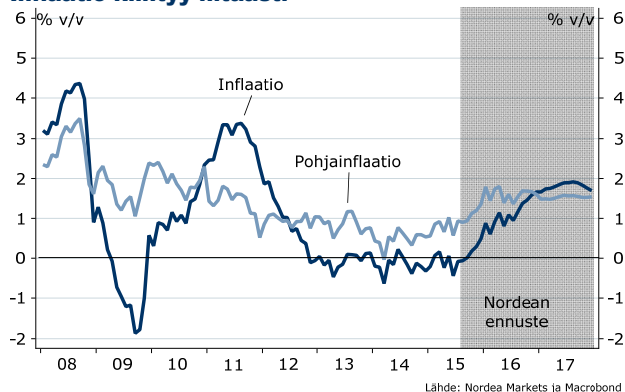
Vienti on palveluiden varassa



Työmarkkinat tiukentuvat



Inflaatio kiihtyy hitaasti



Laihempia vuosia edessä

- Pitkän aikavälin kasvu heikkoa – työttömyys kasvaa
- Inflaatio hidastuu selvästi
- Heikko kruunu – keskuspankki laskee korkoja

Heikko kasvu jatkuu

Öljyn hinnan lasku näkyy yhä vahvemmin Manner-Norjan talousluvissa. Öljypalveluiden tuotanto supistuu, ja Lounais-Norjan työllisyys heikkenee. Odotamme öljypalveluiden tuotannon vähenevän lisää lähivuosina. Näkyvissä on siten vaisun kasvun jakso. Lopullinen heikkous riippuu siitä, miten öljyn halpenemisen vaikutukset näkyvät toimialoilla, joihin öljyn hinta ei suoraan vaikuta. Toistaiseksi vaikutukset ovat olleet maltillisia, mutta vahvistunevat jatkossa. Toisaalta matalat korot tukevat kulutusta, ja Norjan kruunun jyrkkä heikkeneminen viime vuosina kohentaa norjalaisyritysten kilpailukykyä sekä kotimaassa että ulkomailla. Lisäksi julkinen kulutus kasvaa hyvää tahtia. Nämä tekijät eivät kuitenkaan riitä kiihdyttämään Manner-Norjan kasvua yli 1,5 prosenttiin tulevina vuosina.

Investointien vähyys hidastaa kasvua

Öljyinvestoinnit näyttävät supistuvan tänä vuonna 10–15 prosenttia. Öljyn hinta on matala, ja vaikka odotamme öljyn hinnan nousevan hieman ennustejakson aikana, investointien supistuminen jatkuu lähivuosina. Monien öljykytkentien, kuten Johan Sverdrup -kentän, kehittäminen tukee kuitenkin investointeja, joten laskun pitäisi tulevina vuosina olla loivempi kuin tänä vuonna.

Manner-Norjan investointien kehitys on vaihtelevampaa. Julkiset infrastruktuurihankkeet, energiainvestointien vahva kasvu ja asuntorakentamisen lisääntyminen edistävät talouskasvua, mutta talouden muilla sektoreilla investointien kasvu jäänee heikommaksi. Taloudellista epä-

varmuutta on paljon, ja öljyn hinnan lasku vaikuttaa mo-
niin aloihin. Kasvuennusteemme Manner-Norjalle on
suhteellisen maltillinen, koska offshore-investoinnit su-
pistuvat ja mantereen puolella yritysten investoinnit kas-
vavat heikosti.

Kaikki riippuu yksityisestä kulutuksesta

Se, miten heikoksi talouskasvu lopulta jää, riippuu pitkäl-
ti kuluttajista. Toistaiseksi öljysektorin vaikeudet eivät
näytä vaikuttaneen kulutukseen. Yksityinen kulutus kas-
voi reippaasti vuoden 2015 alkupuoliskolla, ja asunto-
markkinat ovat vilkkaat. Kuluttajien varovaisuus kuiten-
kin todennäköisesti lisääntyy, kun öljysektorin vaikeudet
leviävät vähitellen muuhun talouteen.

Palkkojen nousu on hidastunut, työttömyys on kasvanut
hieman ja talouskehityksen aiheuttama epävarmuus on li-
sännyt säästämishalukkuutta. Nämä tekijät hidastanevat
kulutuksen kasvua lähivuosina. Matalat korot, eläkemak-
sujen nopea kasvu ja kotitalouksien reaalitylojen kasvua
tukevat verohelpotukset viittaavat kuitenkin vastakkai-
seen suuntaan.

Uskomme, että kulutuksen kasvu hidastuu ensi vuonna
1,5 prosenttiin ja kiihtyy jälleen vuonna 2017. Siihen
mennessä työttömyyden kehitys lienee tasaantunut ja
Norjan talouden näkymät ovat kirkastuneet.

Uskomme, että matalat korot ja suuressa osassa maata
melko hyvin toimivat työmarkkinat estävät asuntojen hin-
toja laskemasta yleisesti. Hinnat saattavat laskea joissakin
Norjan osissa, mutta koko maan tasolla uskomme, että
hintojen kehitys tasaantuu.

Myös julkinen kulutus ja kruunu kasvun moottoreita

Kasvun moottorina on jatkossa yksityisen kulutuksen

Norja: Keskeisiä tunnuslukuja (%-muutos, ellei toisin ilmoitettu)

	2012 (mrd. NOK)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Yksityinen kulutus	1 176	2.1	2.0	2.5	1.5	2.0
Julkinen kulutus	619	1.7	2.7	2.0	2.5	3.0
Investoinnit	660	6.8	0.6	-3.9	-0.9	0.0
- kiinteät investoinnit, Manner-Norja	478	2.9	1.7	-0.4	2.4	1.6
- kiinteät investoinnit, öljy	175	17.1	-1.7	-13.0	-10.0	-5.0
Varastojen muutos*	127	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0
Vienti	1 204	-3.0	2.7	2.6	1.7	1.1
- raakaöljy ja maakaasu	611	-7.6	1.5	1.0	0.6	0.5
- muut tavarat	310	1.0	2.3	5.5	4.0	2.0
Tuonti	821	4.3	1.9	2.7	1.6	1.8
BKT, mrd. NOK	2 965	0.7	2.2	1.1	1.2	1.4
BKT, Manner-Norja, mrd. NOK	2 295	2.3	2.2	1.2	1.3	1.6
Työttömyysaste, %		3.5	3.5	4.4	4.8	4.9
Kuluttajahinnat		2.1	2.0	2.1	2.2	1.4
Pohjainflaatio		1.6	2.4	2.6	2.0	1.3
Ansiotaso		4.0	3.9	2.5	2.5	2.5
Vaihtotase, mrd. NOK		307.7	297.0	188.5	202.5	230.5
- % BKT:sta		10.0	9.4	5.7	5.9	6.5
Kauppataase, mrd. NOK		10.2	8.7	5.2	5.3	5.6
Julkisen sektorin ylijäämä, mrd. NOK		347.7	287.4	201.5	216.0	237.1
- % BKT:sta		11.3	9.1	6.1	6.3	6.7

* Vaikutus BKT:n kasvuun, %-yksikköä

maltillisen kasvun ohella finanssipolitiikka, joka jatkuu elvyttävänä ja kiihdyttää julkisen kulutuksen ja investointien kasvua. Kun työttömyys kasvaa vuonna 2016 ja vuonna 2017 järjestetään parlamenttivaalit, hallitus saat-
taa tuntea houkutusta lisätä julkista kulutusta vuoden 2017 budjetissa. Kasvua tukee myös kruunu, joka on heikentynyt viime vuosina noin 20 prosenttia. Tämä auttaa norjalaisyrityksiä voittamaan markkinaosuuksia sekä kotimaassa että ulkomailla.

Manner-Norjan talouskasvu jää tästä huolimatta vaisuksi, mikä heikentää työllisyyden kasvua. Myös työvoiman kasvu näyttää hidastuvan, sillä maahanmuutto vähenee ja yhä useampi norjalainen valitsee koulutuksen työn sijasta. Työvoiman kasvu hidastune silti vähemmän kuin työllisyyden, joten työttömyys todennäköisesti lisääntyy. Odotamme Norjan työttömyysasteen olevan hieman alle 5 prosenttia vuonna 2017.

Palkat nousevat maltillisesti ja inflaatio hidastuu

Palkkojen nousun pitäisi hidastua, sillä kannattavuus on heikko etenkin öljypalveluissa, työvoiman tarjontaa on monilla sektoreilla liikaa ja työnantajat ja ammattiliitot keskittyvät turvaamaan Norjan kilpailukykyä. Muita palkkojen nousua vaimentavia tekijöitä ovat siirtymä suuripalkkaisilta aloilta pienipalkkaisille aloille ja se, että paljon suuripalkkaisia työntekijöitä jää eläkkeelle juuri nyt. Odotamme palkkojen nousevan 2,5 prosenttia vuosina 2016 ja 2017. Tätä vasten vaikuttaa siltä, että Norjan inflaatio hidastuu. Vuokra-asuntomarkkinoiden vaisuus viittaa samaan. Lisäksi kulutustavaroiden tuontihinnat nousevat tällä hetkellä nopeammin kuin koskaan aiemmin. Vauhti kuitenkin hidastuu vähitellen, kun maahan-
tuojat sopeutuvat heikkoon kruunuun. Uskomme, että pohjainflaatio hidastuu 1–1,5 prosenttiin tulevina vuosina.

Korot laskevat ja kruunu pysyy heikkona

Työttömyys kasvaa, palkat nousevat maltillisesti ja inflaatio on matala, joten uusille koronlaskuille on edellytyksiä. Odotamme kahta koronlaskua: yhtä syksyllä ja toista ennen kesää 2016. Lisää voi olla luvassa, jos kruunu vahvistuu nopeasti tai asuntojen hinnat lähtevät laskuun.

Uskomme, että kruunu vahvistuu euroon nähden, jos öljyn hinta vakaantuu ja kääntyy vähitellen nousuun. Vahvistuminen pysähtyy kuitenkin kahteen koronlaskuun ja keskuspankin halukkuuteen keventää lisää, jos kruunu vahvistuu liikaa. Vaikka kruunu vahvistuisikin euroon nähden, tuontipainotetun vaihtokurssin odotetaan pysyvän heikkona lähes koko ennustejakson ajan, koska Ruotsin kruunu, Englannin punta ja Yhdysvaltain dollari vahvistunevat.

Erik Bruce

erik.bruce@nordea.com

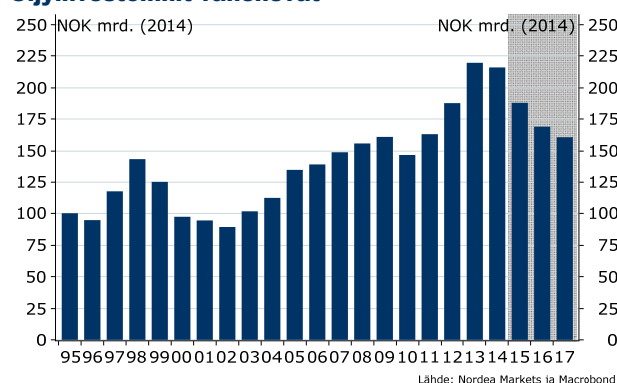
+47 2248 4449

Joachim Bernhardsen

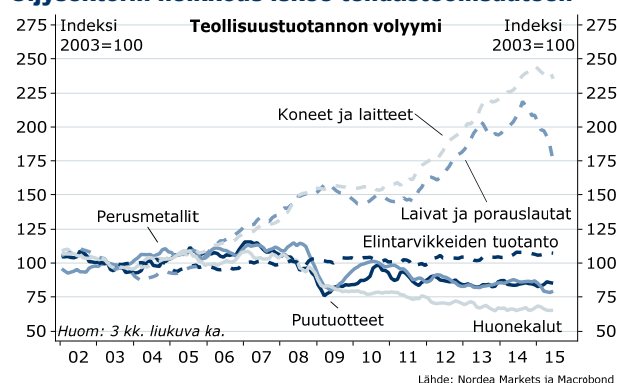
joachim.bernhardsen@nordea.com

+47 2248 7913

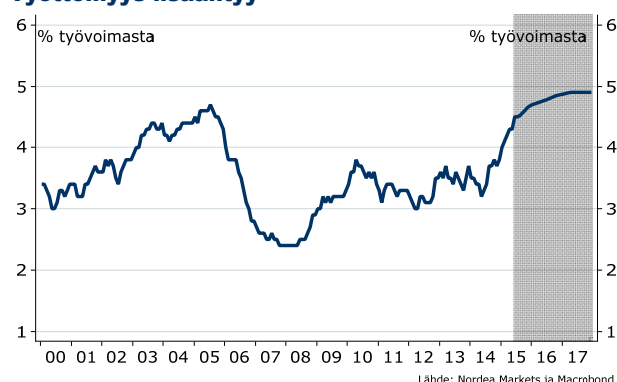
Öljyinvestoinnit vähenevät



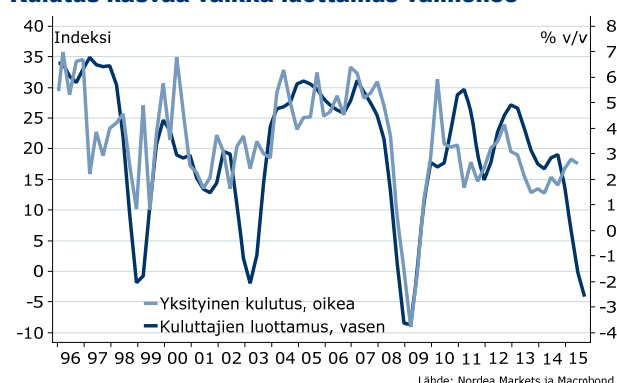
Öljysektorin heikkous iskee tehdasteollisuuteen



Työttömyys lisääntyy



Kulutus kasvaa vaikka luottamus vaimenee



Elpyminen etenee

- Talous pääsee itseään vahvistavaan nousuun
- Investointien lisääntyminen on kasvun avain
- Täystyöllisyys lähenee työmarkkinoilla
- Tanskan kruunu on taas selvillä vesillä

Talous on piristynyt Tanskassa vähitellen, mikä luo perustan itseään vahvistavalle nousulle. Talous kasvaa 1,5 prosenttia vuonna 2015 ja 2,0 prosenttia vuonna 2016. Lisäksi esitämme ensimmäistä kertaa vuoden 2017 kasvua koskevan ennusteen: 1,9 prosenttia.

Suurin elpymistä uhkaava tekijä on maailmantalouden kehitys. Etenkin kasvun hiipuminen kehittyvillä markkinoilla saattaa iskeä Tanskan vientisektoriin odotettua kovemmin. Yritysten investoinnit ovat polkeneet paikallaan jo pitkään ja asuntorakentaminen on ollut vähäistä. Rahoituskulut ovat edelleen matalat ja työllisyys paranee, joten investoinnit saattavat kiihtyä nopeammin kuin olettamme perusskenaariossamme.

Tilanne on suotuista yksityisen kulutuksen kannalta

Työllisyyden paraneminen ja reaali-palkkojen myönteinen kehitys kasvattavat kotitalouksien tuloja. Asuntojen hintojen nousu ja rahoitusmarkkinoiden tuotot ovat puolestaan nostaneet kotitalouksien nettovarallisuuden korkealle tasolle. Lisäksi kuluttajien luottamus on vahva, joten yksityisen kulutuksen kasvu on lähivuosina todennäköisesti 2 prosentin luokkaa. Yksityisen kulutuksen osuus on Tanskassa noin 50 prosenttia bruttokansantuotteesta.

Investoinnit ovat kasvun avain

Talousnäköymien kirkastumisesta huolimatta investoinnit ovat Tanskassa olleet vauvoja, kuten monissa muissakin maissa. Vuodesta 2009 lähtien yritysten pääoma on kullunut nopeammin kuin uutta on investoitu tilalle. Lähiai-

koina yritykset kuitenkin kasvattavat investointejaan sitä mukaa kun työllisyyden kasvu jatkuu ja kysyntä lisääntyy. Tämä auttaa toivottavasti parantamaan tuottavuutta. Investointien lisääntyminen vähentää todennäköisesti myös erittäin suuria vaihtotaseen ylijäämiä, kun yritysten säästämisaste pienenee. Muihin maihin verrattuna suuressa nettovarallisuudesta kertyvät tuotot varmistavat kuitenkin vahvat ylijäämät myös jatkossa.

Ulkomaankauppa aiheuttaa epävarmuutta

Maailmantalouden kehitys vaikuttaa voimakkaasti Tanskaan avoimuuden ja pienen koon vuoksi. Siksi viimeaikaiset heikot talousluvut ja kansainvälisen kaupan supistuminen viittaavat siihen, että tanskalaisten vientiyritysten tulevaisuus on epävarma. Tärkeimpien vientimarkkinoiden, esimerkiksi Saksan, Ruotsin, Yhdysvaltojen ja Ison-Britannian, vahva kysyntä tukee kuitenkin kauppaa. Lisäksi vientiä vauhdittaa kilpailukyvyyn parantuminen, kun Tanskan kruunun kauppapainotettu kurssi heikkenee ja palkankorotukset jäävät keskimäärin pienemmiksi kuin muissa maissa.

Paluu täystyöllisyyteen

Työllisyys on kasvanut vuoden 2013 puolivälistä lähtien lähinnä yrityspalveluiden sekä kaupan ja kuljetuksen ansiosta. Työttömyys on tämän seurauksena vähentynyt hiltalleen, vaikkakin työvoiman määrän kasvu on osittain vaikuttanut vastakkaiseen suuntaan. Odotamme työllisyyden paranevan edelleen tulevina vuosina, joten vapaa kapasiteetti supistuu vähitellen. Ennustejakson loppuun mennessä palataan täystyöllisyyteen, mikä antaa hallitukselle mahdollisuuden kiristää finanssipolitiikkaa vähitellen ja palauttaa siten julkisen talouden tasapaino.

Asuntojen hintojen nousu tukee kasvua

Hinnat nousevat jyrkästi Tanskan asuntomarkkinoilla. Selitys on yksinkertainen: asunnon ostaminen on edullis-

Tanska: Keskeisiä tunnuslukuja (%-muutos, ellei toisin ilmoitettu)

	2012 (mrd. DKK)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Yksityinen kulutus	896	0.0	0.7	1.8	2.2	2.1
Julkinen kulutus	502	-0.5	0.2	1.0	0.2	0.3
Investoinnit	342	0.9	4.0	0.5	2.9	2.8
- Julkiset investoinnit	44	0.3	7.8	0.3	-1.1	-2.0
- Asuinrakennusinvestoinnit	74	-5.0	6.8	-1.3	4.1	4.2
- Muut yksityiset investoinnit	224	3.4	1.7	1.2	3.8	3.8
Varastojen muutos*	9	-0.2	0.4	0.0	0.0	0.0
Vienti	1 007	0.8	2.6	2.3	3.4	3.5
Tuonti	907	1.5	3.8	2.1	3.5	4.7
BKT		-0.5	1.1	1.5	2.0	1.9
Nimellinen BKT, mrd. DKK	1 867	1 886	1 921	1 992	2 058	2 125
Työttömyysaste, %		5.8	5.1	4.7	4.4	4.0
Työttömyys, 1000 hlö		152.9	134.6	125.3	117.3	106.9
Kuluttajahinnat		0.8	0.6	0.6	1.5	1.9
Tuntipalkat		1.2	1.3	1.5	2.0	2.4
Asuntojen hinnat		2.7	3.4	4.3	2.8	2.9
Vaihtotase, mrd. DKK		136.0	120.3	125.0	115.0	100.0
- % BKT:sta		7.2	6.2	6.3	5.6	4.7
Julkisen sektorin ylijäämä, mrd. DKK		-20.0	34.6	-45.0	-40.0	-25.0
- % BKT:sta		-1.1	1.8	-2.3	-1.9	-1.2
Julkisen sektorin velka, % BKT:sta		43.7	45.1	39.1	40.0	40.2

* Vaikutus BKT:n kasvuun, %-yksikköä

ta historiallisesti matalien rahoituskulujen vuoksi, työmarkkinatilanne paranee, kuluttajien luottamus on vahva ja uusia asuntoja on rakennettu hyvin vähän. Tilanne tukee kaikin tavoin asuntojen hintojen nousua. Eräät tekijät vaikuttavat kuitenkin vastakkaiseen suuntaan lähivuosina. Asunnoista vaaditaan entistä suurempaa käsirahaa ja asuntolainojen korot nousevat, mikä vaimentaa asuntohintojen nousua etenkin kalliilla alueilla, joilla asuntolainojen korkovähennysten pieneneminen merkitys on suuri.

Inflaatio kiihtyy

Inflaatio on pysytellyt Tanskassa poikkeuksellisen hitaana. Siihen ovat vaikuttaneet raaka-aineiden lasku, vuokrien nousun hidastuminen ja polttoaineiden tarjonnan turvaamiseen käytetyn veron poistaminen vuoden 2015 alussa. Jatkossa inflaatio alkaa kuitenkin kiihtyä, kun öljyn hinnan laskun vaikutus häviää ja palvelujen hinnan nousun vaikutus alkaa näkyä kuluttajahintaindeksissä. Nimellispalkat nousevat edelleen nopeammin kuin kuluttajahinnat.

Tanskan kruunu on taas selvillä vesillä

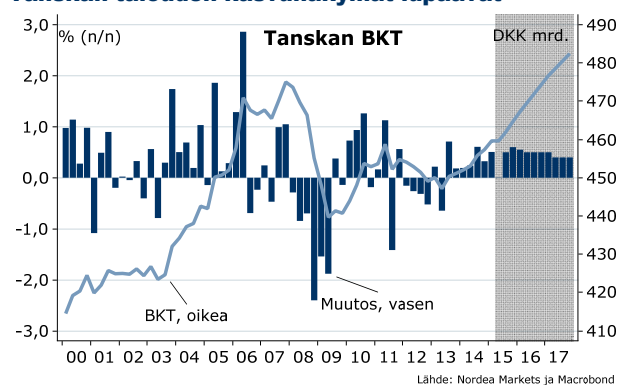
Tanskan keskuspankki on onnistunut rauhoittamaan Tanskan kruunun tilanteen valuuttamarkkinoilla vuoden dramaattisen alun jälkeen. Tilanteen rauhoittuttua keskuspankki on pystynyt vähentämään maan valuuttavarantoja noin 160 miljardilla Tanskan kruunulla. Täytyy kuitenkin muistaa, että varantoja kasvatettiin 275 miljardilla Tanskan kruunulla vuoden alun epävakaa jakson aikana. Keskuspankki on päättänyt aloittaa uudelleen valtionlainojen liikkeeseenlaskut, mikä voidaan nähdä yhtenä askeleena kohti Tanskan rahapolitiikan normalisoitumista.

Jan Størup Nielsen, Chief Analyst

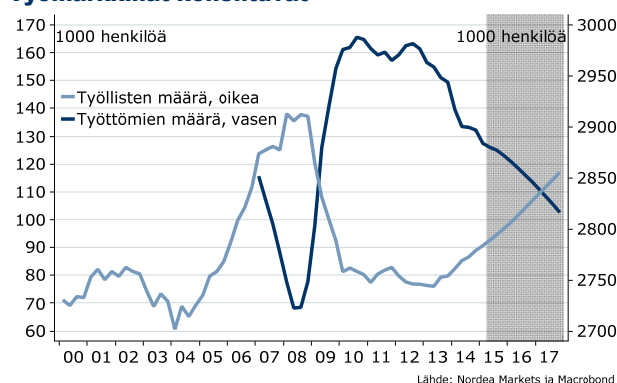
jan.storup.nielsen@nordea.com

+45 333 3171

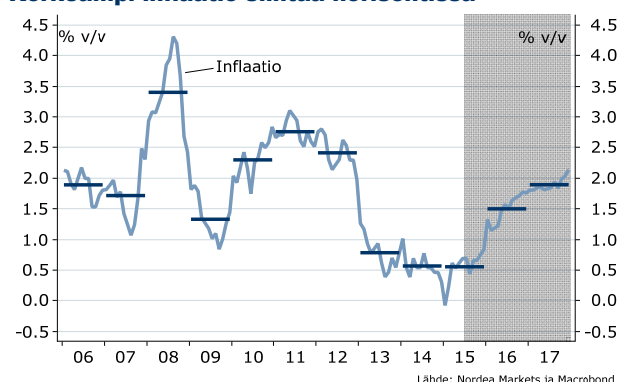
Tanskan talouden kasvunäkymät lupaavat



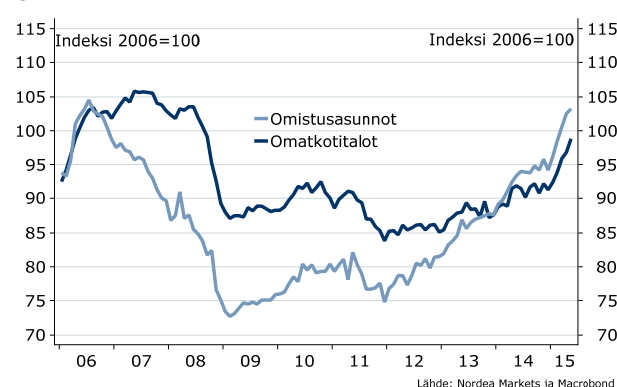
Työmarkkinat kohentuvat



Korkeampi inflaatio siintää horisontissa



Asuntojen hinnat palanneet vahvalle kasvutrendille



Uudet investoinnit tarpeen

Maailmantalouteen ja kansainväliseen kauppaan liittyvät riskit saattavat heikentää kasvunäkymiä useimmissa vientimaissa. Viron talous kasvoi vuoden alussa vaisut 1,1 prosenttia. Toisella neljänneksellä kasvua oli 1,9 prosenttia edellisvuodesta. Vientiä ovat odotetusti painaneet varsinkin Venäjään liittyvät riskit ja energian kysynnän väheneminen. EU-maihin suuntautuvan viennin kasvu on kuitenkin kompensoinut Venäjän-viennin huomattavan laskun. Venäjän osuus tavaraviennistä on laskenut yli 3 prosenttiyksiköllä 7 prosenttiin. Ruotsiin suuntautuvan viennin osuus on puolestaan 20 prosenttia.

Vientinäköymät pysyvät heikkoina loppuvuoden 2015 ajan euroalueen epätasaisen elpymisen ja heikkojen raaka-ainemarkkinoiden vuoksi. Vienti alkaa vähitellen elpyä ensi vuonna, kun kysyntä voimistuu euroalueella.

Viro tarvitsee lisää investointeja korkeaa lisäarvoa tuottavaan kasvuun, jotta maan todellinen lähentyminen nopeutuu ja jotta se voi saavuttaa pitkän aikavälin kasvutavoitteen työmarkkinoiden kiristyessä. Viro on ollut nettomääräisesti lainanantaja vuodesta 2009 lähtien ja jo toteuttanut tarvittavan velkojen purkamisen. Kotitalouksien talletusten kasvu ylittää edelleen selvästi luotonannon kasvun. Talletukset ovat kasvaneet 9 prosenttia edellisvuodesta, vaikka korot ovat lähellä nollaa.

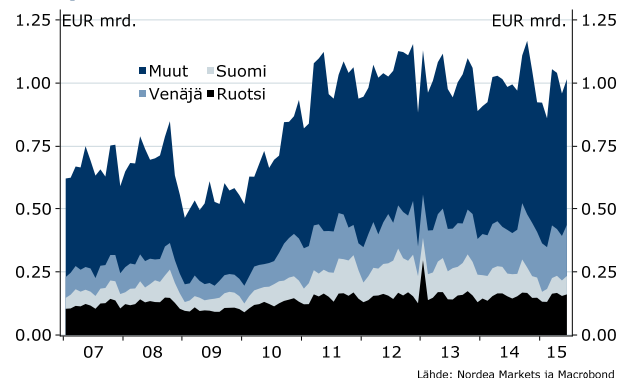
Työmarkkinoiden odotetaan pysyvän vahvoina viennin tilapäisestä heikkoudesta huolimatta. Työllisyys yllätti toisella neljänneksellä positiivisesti, kun se nousi lähes kriisiä edeltäneille tasoille. Työllisyysaste ja työvoiman osallistumisaste kiipesivät ennätyslukemiin. Nuorten (15–24-vuotiaiden) työllisyysasteen 5 prosentin kasvu on auttanut paikkaamaan työvoiman vähenemistä. Kun teollisuustuotannon vientivetoinen käänne alkaa vaikuttaa, nuoriso saattaa työllistyä ennemminkin vientisektorin tuottavilla osa-alueilla kuin kotimaisilla toimialoilla. Opinnot saattavat houkutella nuoria töihin menoa enemmän, sillä tutkinto avaa mahdollisuudet vientisektorin hyviin työpaikkoihin.

Tõnu Palm

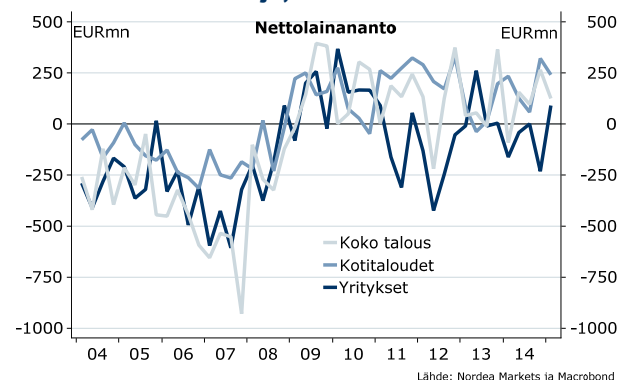
tonu.palm@nordea.com

+372 628 3345

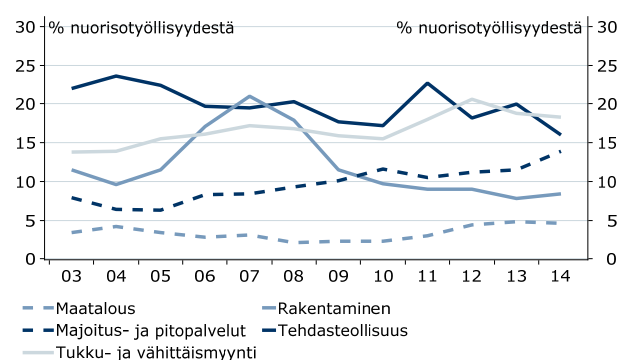
Näköpiirissä on vaatimatonta viennin kasvua



Enemmän investointeja, vähemmän säästämistä



Millä aloilla nuorisotyöttömyyttä on eniten?



Viro: Keskeisiä tunnuslukuja (%-muutos, ellei toisin ilmoitettu)

	2012 (mrd. EUR)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Yksityinen kulutus	9.0	3.8	4.1	3.9	3.2	2.9
Julkinen kulutus	3.3	2.8	2.3	1.6	1.5	2.0
Investoinnit	4.8	2.2	-2.8	0.0	4.2	4.8
Vienti	15.6	2.4	2.9	1.6	3.9	4.8
Tuonti	15.4	3.3	2.5	0.9	4.2	5.1
BKT		1.6	2.1	2.0	3.0	3.2
Nimellinen BKT (mrd. EUR)	17.6	18.7	19.5	20.3	21.5	22.9
Työttömyysaste, %		8.6	7.3	6.5	6.2	5.9
Kuluttajahinnat		2.8	-0.1	-0.1	2.0	2.5
Vaihtotase, % BKT:sta		-1.1	0.1	0.8	-0.2	-0.3
Valtiontalouden tasapaino, % BKT:sta		-0.2	0.6	-0.3	-0.3	-0.2

Lupaavaa tulevaisuutta varjostaa investointien puute

Latvian talous kehittyi heikosti vuonna 2014. Kuluvana vuonna talouskasvu on saanut jälleen vauhtia, ja Latvia onkin nyt Baltian maiden nopeimmin kasvava talous. Lupaavia näkymiä varjostavat vähäiset investoinnit, jotka eivät ole kääntymässä nousuun, toisin kuin muissa Baltian maissa. Talouskasvu syntyy pääasiassa kotimaisesta kulutuksesta, jota pönkittää palkkojen nopea, joskin pidemmällä aikavälillä kestävä nousu.

Investointien puute varsinkin teollisuudessa ja rakennus- alalla ylläpitää korkeaa rakenteellista työttömyyttä. Tämän seurauksena Latvia on tilanteessa, jossa palkat kasvavat nopeasti mutta työttömyys on korkea. Kahden viime vuoden aikana palkat ovat nousseet Latviassa nopeammin kuin muissa Baltian maissa, kun taas työllisyys on kasvanut muita Baltian maita hitaammin. Samanlaisena jatkuessaan nykyinen kehitys saattaa kasvattaa inflaatiopaineita, heikentää kansainvälistä kilpailukykyä, lisätä tu- loeroja ja kuormittaa sosiaaliturvajärjestelmää.

Latviassa on paljon käyttämätöntä potentiaalia kiinteis- töissä. Esimerkiksi vuonna 2009 Riassa oli eniten A- luokan toimitiloja koko Baltian maissa, mutta nyt Tal- linna ja Vilna ovat ajaneet siitä ohi. Kun kuluttajien osto- voima lisääntyy, kiinteistöjen käyttöaste nousee ja sijoit- ustuotot kasvavat. Teollisuussektorin investoinnit eivät piristy merkittävästi ilman aktiivisia toimia suorien ul- komaisten sijoitusten houkuttelemiseksi ja paikallisten investointien tukemiseksi.

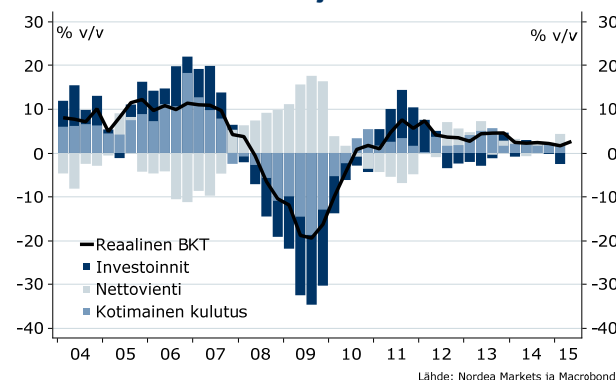
Latvia on kärsinyt Venäjän talouskriisistä ja talouspakot- teista. Vienti Venäjälle laski liki 40 prosenttia vuoden 2015 ensimmäisellä neljänneksellä. Venäjän ongelmien vaikutus Latvian BKT:hen on siitä huolimatta ollut varsin rajallinen (n. 1 prosenti). Meijeriteollisuuden lisäksi meri- ja tiekuljetusalan yritykset ovat riippuvaisia Venäjästä, joten Latvialla on paljon menetettävää, jos taloudelliset suhteet itänaapuriin heikkenevät entisestään

Zygmantas Mauricas

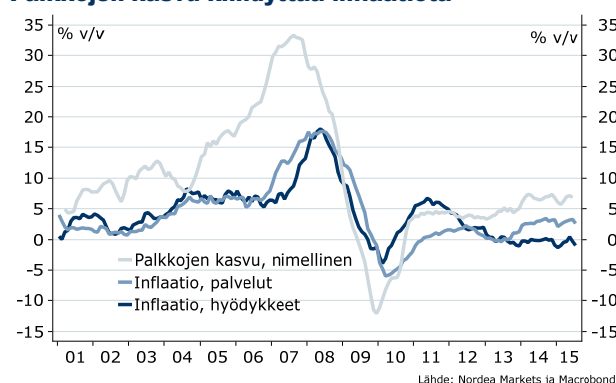
zygmantas.mauricas@nordea.com

+370 612 66291

Investoinnit talouskasvun jarruna



Palkkojen kasvu kiihdyttää inflaatiota



Työttömyysaste painunut jo yksinumeroiseksi



Latvia: Keskeisiä tunnuslukuja (vuositason %-muutos, ellei toisin ilmoitettu)

	2012 (mrd. EUR)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Yksityinen kulutus	13.8	6.2	2.3	3.6	4.0	3.6
Julkisen kulutus	3.8	2.9	3.4	2.8	2.4	2.0
Investoinnit	5.5	-5.2	1.3	2.0	4.5	4.0
Vienti	13.4	1.4	2.2	2.6	4.5	4.0
Tuonti	14.4	-0.2	1.6	1.2	5.0	4.5
BKT		4.8	2.5	2.2	3.5	3.0
Nimellinen BKT, milj. LVL	22.0	23.2	24.0	24.8	26.4	27.8
Työttömyysaste, %		11.9	10.8	9.5	8.5	7.7
Kuluttajahinnat		0.0	0.6	0.6	2.6	2.2
Vaihtotase, % BKT:sta		-2.3	-3.1	-2.0	-3.0	-2.5
Julkisen sektorin tasapaino, % BKT:sta		-0.9	-1.4	-1.5	-1.5	-1.0

Venäjän kriisi ei ole pysäyttänyt Liettuan nousua

Liettuan talous on kestänyt Venäjän talouskriisin hyvin ja nauttii vakaasta nousukaudesta. BKT-kasvu siivittää asuinrakentamisen ja koneinvestointien yli kymmenen prosentin kasvu sekä vahva yksityinen kulutus. Toisaalta nettovienti on edelleen talouden suurin jarru, kun vienti Venäjälle supistuu voimakkaasti (-38 prosenttia tammi-kesäkuussa 2015) ja investointitavaroiden tuonti kasvaa (+22 prosenttia tammi-kesäkuussa 2015).

Vienti muualle kuin Venäjälle kasvaa yli kymmenen prosentin vauhtia. Kun Venäjän negatiivinen vaikutus heikenee vuoden 2015 lopulla, vienti ei enää jarruta maan taloutta. Toisaalta Venäjän talouskriisi kestää vielä pitkään, joten Venäjä-viennin ei odoteta elpyvän lähiaikoina. Liettuan onkin elettävä muutoksessa, joka laajentaa vientiä muualle kuin Venäjälle. Esimerkiksi Venäjän vuosien 1998–99 talouskriisin aikana sen osuus viennistä kutistui n. 20–30 prosentista 6–12 prosenttiin, eikä ole palautunut aiemmalle tasolle. Vuoden 2015 toisella neljänneksellä Venäjän osuus viennistä (mukaan lukien jälleenvienti) oli enää 13 prosenttia, kun se vuonna 2014 oli yli 20 prosenttia. Sen ennustetaan vielä laskevan alle 10 prosenttiin. Viennin kohdemaiden muuttumisella on merkittävä vaikutus Liettuan tulevaan talouskehitykseen.

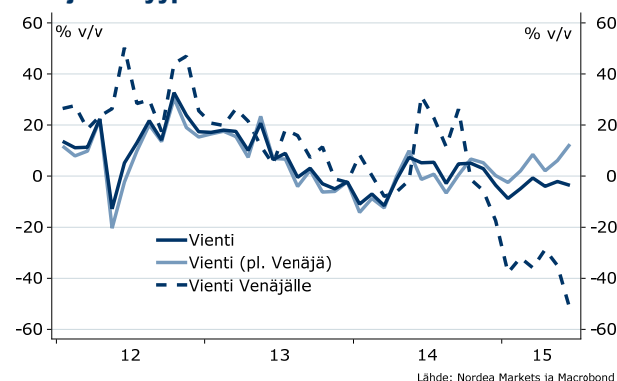
Euron käyttöönottoon liittyvien inflaatiohuolien hälvennyttyä kuluttajien luottamus nousi ripeästi kriisin jälkeiselle huipputasolle. Sitä kohottaa pääasiassa työvoimamarkkinoiden kehitys. Aiempi työttömyys on muuttumassa työvoimapulaksi. Tämä on saanut kuluttajat uskomaan, että talouskriisi on ohi kuuden vuoden raskaan säästö- ja leikkauskuurin jälkeen. Liettuan työttömyys onkin pienentynyt nopeammin kuin yhdessäkään EU-maassa, ja työllisyyden kasvu on EU:n kärkikastissa. Työvoimamarkkinoiden kehitys on ollut erittäin myönteistä ja osoittaa ennen kaikkea, että moni työntekijä on siirtynyt pois varjotaloudesta.

Zygmantas Mauricas

zygmantas.mauricas@nordea.com

+370 6 126 6291

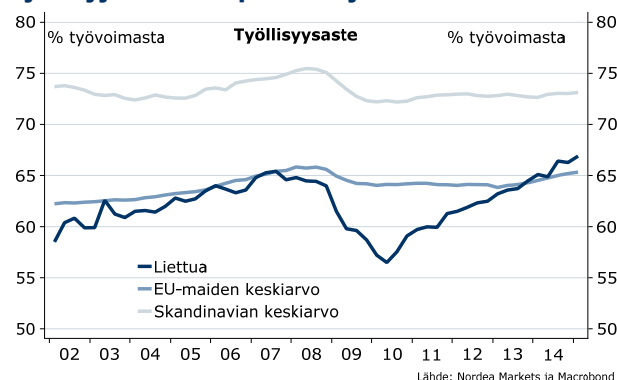
Venäjä on syypää viennin heikkouteen



Vahvat perustekijät ajavat vähittäiskaupan kasvua



Työllisyyden nousu paikkaa työvoiman laskua



Liettua: Keskeisiä tunnuslukuja (%-muutos, ellei toisin ilmoitettu)

	2012 (mrd. EUR)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Yksityinen kulutus	20.8	4.2	5.6	4.0	4.3	3.5
Julkisen kulutus	5.8	1.8	1.5	2.3	2.5	2.0
Investoinnit	5.8	7.0	8.0	5.8	6.0	4.5
Vienti	27.2	9.4	3.4	2.5	4.5	5.0
Tuonti	26.9	9.0	5.7	5.8	5.0	5.0
BKT		3.2	3.0	2.2	4.0	3.5
Nimellinen BKT, milj. LTL	33.31	35.0	36.3	37.1	39.5	41.9
Työttömyysaste, %		11.9	10.7	8.6	7.5	6.5
Kuluttajahinnat		1.0	0.1	-0.3	2.6	2.5
Vaihtotase, % BKT:sta		1.6	0.1	-3.0	-2.0	-2.5
Julkisen sektorin tasapaino, % BKT:sta		-2.2	-0.7	-1.0	-1.0	0.0

Taantuman keskellä

Venäjä on taantumassa. Odotamme BKT:n supistuvan 3,7 prosenttia vuonna 2015. Tämä johtuu investointien vähenemisestä ja heikosta yksityisestä kulutuksesta.

Kulutusta painavat suhteellisen nopea inflaatio ja reaali-palkkojen lasku. Inflaatio on alkanut odotusten mukaisesti hidastua ja painuu 11,4 prosenttiin vuoden 2015 loppuun mennessä. Yksityisen kulutuksen odotetaan laskevan 7 prosenttia vuonna 2015 ja kasvavan vauhdittamalla 0,5 prosenttia vuonna 2016.

Investoinnit vähenevät todennäköisesti lisää. Suurten valtionyhtiöiden näkymät ovat edelleen melko negatiiviset. Niitä heikentävät rajalliset mahdollisuudet saada rahoitusta länsimaiden pääomamarkkinoilta ja edelleen kireät luottomarkkinat. Toisaalta hallituksen tukitoimet kriisin taltuttamiseksi ja keskuspankin vahvasti elvyttävä rahapolitiikka tukevat investointeja pitkällä aikavälillä. Odotamme keskuspankin jatkavan rahapolitiikan lievää keventämistä edelleen vuosina 2015 ja 2016.

Positiivista on se, että nettovienti alkaa vauhdittaa vuotuista kokonaistuotantoa. Vaisu sijoitustoiminta ja kulutus sekä tiettyjen elintarvikkeiden tuontikielto heikentävät vastaavasti tuontia. Vaihrotase pysyy ylijäämäisenä ja tukee ruplaa.

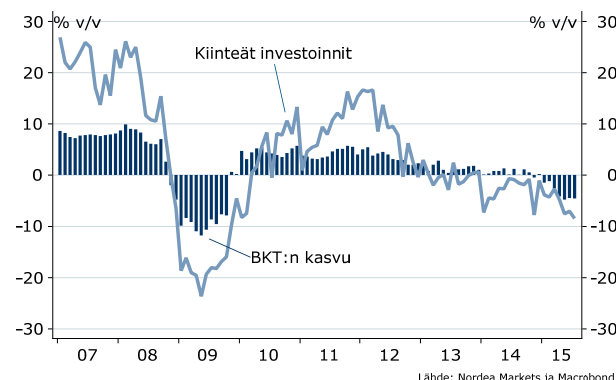
Rupla seuraa öljymarkkinoiden kehitystä. Poikkeamat tasapainokurssista voivat johtua mm. geopolitiisesta tilanteesta, ulkomaisen velan jälleenrahoituksen aikataulusta, keskuspankin politiikasta jne. Ennustemme perustuu öljymarkkinoihin. Ruplan kurssi saattaa ailahtella vuoden 2015 lopussa, kun otetaan huomioon yritysten ulkomaisen velan varsin tiukka maksuaikataulu. Odotamme USD/RUB-kurssin pysyvän vaihteluvälissä 60–65 loppuvuoden ajan. Pitkällä aikavälillä rupla saattaa kääntyä lievään nousuun öljymarkkinoiden vakautuessa.

Dmitry Savchenko

dmitry.savchenko@nordea.ru

+7 495 777 3477 4194

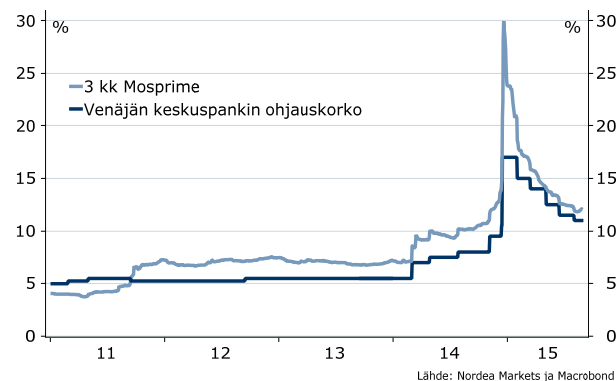
Investoinnit pysyvät heikkoina



Kulutuksen heikkeneminen lisää on suurin uhka



Keskuspankki jatkaa elvyttämistä



Venäjä: Keskeisiä tunnuslukuja (%-muutos, ellei toisin mainittu)

	2012 (RUBbn)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
Yksityinen kulutus	31 019	5.0	1.3	-7.0	0.5	1.5
Julkinen kulutus	11 675	1.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
Investoinnit	13 639	0.9	-2.0	-6.0	0.7	3.0
Vienti	18 365	4.6	-0.1	-25.0	6.0	9.0
Tuonti	13 853	3.8	-7.9	-35.0	2.0	5.0
BKT		1.3	0.6	-3.7	0.3	1.1
BKT, mrd. RUB	62 176	66 190	71 406	73 010	77 723	83 686
Työttömyysaste, %		5.5	5.2	6.2	6.5	6.4
Kuluttajahinnat, %		6.5	11.4	11.5	8.0	6.5
Vaihrotase, % BKT:sta		1.6	2.9	3.5	2.5	2.0
Valtiontalouden tasapaino, % BKT:sta		-0.8	-0.7	-4.0	-3.0	-1.5

Roppakaupalla haasteita

- Kansainvälinen talouskasvu pinteessä
- Kansainvälinen kauppa horjuu
- Elpyminen etenee kehittyneissä talouksissa
- Kehittyvät markkinat edelleen vaikeuksissa

Maailmantalous kasvaa edelleen vaatimattomaan tahtiin, eikä kasvun kiihtymisestä näy minkäänlaisia merkkejä. Kehittyneiden talouksien tilanne paranee vuoden vaisun alun jälkeen etenkin Yhdysvalloissa. Kehittyvillä markkinoilla heikentyminen on sen sijaan jatkunut yleisesti.

Kansainvälisen talouden näkymissä on edelleen riskejä, kun otetaan huomioon Kiinan osakemarkkinoiden viimeaikainen levottomuus, Yhdysvaltain keskuspankin lähestyvät koronnostot ja edelleen jatkuvat geopolittiset jännitteet. Odotamme kansainvälisen talouskasvun kiihtyvän lievästi ennustejakson aikana epävarmuudesta huolimatta. Elpymisvauhdin uskotaan kuitenkin pysyvän kriisiä edeltäneiden tasojen alapuolella sekä kehittyneissä talouksissa että varsinkin kehittyvillä markkinoilla.

Olemme laskeneet maailmantalouden kasvuennustetta jälleen ja odotamme nyt **maailman BKT:n** kasvavan 3,1 prosenttia tänä vuonna eli hieman vähemmän kuin vuonna 2014. BKT kasvaa ensi vuonna 3,5 prosenttia ja vuonna 2017 3,3 prosenttia.

Rakenteelliset heikkoudet painavat kasvua

Kansainvälinen talouskasvu on finanssikriisin jälkeen toistuvasti jäänyt markkinoiden odotuksia ja omaa ennustettamme heikommaksi. Tämä korostaa riskiä siitä, että talouskasvua rajoittavat nyt ennemminkin rakenteelliset ja siten myös pysyvämmät tekijät kuin suhdanteista johtuva tilapäinen heikkous. Tarjontapuolen kehitys ja siten pidemmän aikavälin kasvunäkymät saattavat olla huomattavasti heikommalla kuin yleisesti oletetaan. Sekä väestörakenne että tuottavuuden heikko kasvu heikentävät todennäköisesti edelleen kasvupotentiaalia useimmissa kehittyneissä maissa.

Erityisen huolestuttavaa on se, että **kansainvälisen kaupan** volyymi on supistunut vuoden alusta. Kansainvälisen kaupan supistuminen on aiemmin yleensä liittynyt taantumien ja talouskriisien. Vaikka kaupankäynnin heikkous johtuu selvästi osittain suhdanteista, useat rakenteelliset tekijät rajoittavat edelleen elpymistä. Ensin-

näkin kysynnän rakenteessa on tapahtunut muutos, jossa tuontiin painottuvat investoinnit vähenevät suhteessa yksityiseen kulutukseen. Tämä viittaa siihen, että kaupankäynnin määrä suhteessa BKT:hen ei palaa 1990-luvun lopun ja 2000-luvun alun korkeille tasoille. Lisäksi Kiinan ja muiden kehittyvien markkinoiden kansainvälisten tarjontaketjujen nopea laajentuminen ja tuotantoprosessin maantieteellinen sirpaloituminen saattaa myös olla laskusuunnassa. Ne alkoivat kansainväliseen talouteen integroitumisen myötä 1990-luvulla. Huomioon on otettava myös kotimaista teollisuutta suojaavien kaupankäyntirajoitusten vaikutus ja aiempaa tiukempien säännösten aiheuttamat kaupan rajoitukset maailmanlaajuisen finanssikriisin jälkeen. Nämä rakenteelliset muutokset merkitsevät sitä, että kansainvälisen kaupan kasvu ei pala kriisiä edeltäneille tasoille, vaikka kansainvälisen talouden näkymät paranevatkin vähitellen.

Elpyminen etenee kehittyneissä talouksissa

Kehittyneiden talouksien uskotaan edelleen auttavan pitämään maailman BKT:n kasvu edes vaatimattomalla tasolla. Näissä talouksissa elpymisvauhti ylittää potentiaalista kasvuvauhdin. Kotimaista kysyntää ja yksityistä kulutusta tukevat työmarkkinoiden vahvistuminen, hidas inflaatio, reaali-palkkojen nousu ja matala korkotaso. Kotimainen kysyntä onkin kasvun tärkein veturi kehittyneissä talouksissa. Kehittyneiden talouksien ja kehittyvien markkinoiden välinen kasvueron kapenee edelleen, mikä johtuu osittain siitä, että kasvu hidastuu edelleen Kiinassa suhdanteiden ja rakenteellisten tekijöiden vuoksi.

Yhdysvaltain talous on lähtenyt vakaaseen nousuun ensimmäisen neljänneksen osittain säästä johtuneen hidastumisen jälkeen. Kulutuksen ja investointien vakaan kasvun moottorit ovat ennallaan – siis palkkojen nousu, suotuisa työmarkkinatilanne, energian hintojen lasku, asuntomarkkinoiden vahvistuminen ja keveä rahapolitiikka. Vaikka vahvistuva dollari jarruttaa edelleen etenkin teollisuussektorin kasvua, odotamme talouskasvun kiihtyvän vuoden 2015 jälkipuoliskolla siten, että kasvua on tänä vuonna 2,5 prosenttia. Vuosina 2016 ja 2017 kasvu pysyy potentiaalista kasvuvauhtia nopeampana, vaikkakin se todennäköisesti hidastuu hieman, kun keskuspankki kiristää rahapolitiikkaa vähitellen ja työmarkkinoilta saadaan löysät pois.

Itseään voimistava elpyminen etenee myös **Isossa-**

BKT:n reaali-indeksi, vuosimuutos (%)

	Maailma		G3		BRIC-maat		Yhdysvallat		Euroalue		Kiina		Japani		Iso-Britannia	
	Uusi	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi	Vanha	Uusi	Vanha
2014	3.4	3.3	1.5	1.5	5.8	5.4	2.4	2.4	0.9	0.9	7.4	7.4	-0.1	0.0	3.0	2.6
2015	3.1	3.4	1.9	2.2	5.1	4.9	2.5	3.2	1.3	1.3	6.8	7.0	0.7	0.8	2.6	2.5
2016	3.5	3.7	2.1	2.2	5.7	5.5	2.8	2.9	1.6	1.6	6.6	6.8	1.2	1.3	2.4	2.2
2017	3.3	-	2.0	-	5.5	-	2.5	-	1.5	-	6.2	-	0.6	-	2.2	-

"Vanha" on ennuste maaliskuun 2015 Talousnäköymistä. BRIC-maiden talouskasvun ylöspäinkorjaus johtuu Intian BKT:n laskutavan muutoksesta.

Lähteet: Nordea Markets ja IMF

Britanniassa. Palkkojen nousu on nyt hieman nopeampaa kuin inflaatio, joten yksityinen kulutus on edelleen kasvun tärkein veturi. Kasvuvauhti on riittävän vahva, jotta julkisen kulutuksen lisäleikkaukset ja punnan vahvistumisen vaikutus eivät horjuta elpymistä.

Kreikan myrskyisästä kriisistä huolimatta suhdanteet elpyvät myös **euroalueella**. Kotimainen kysyntä paranee yleisesti öljyn hinnan laskun, euron heikkenemisen, elvyttävän rahapolitiikan ja aiempaa sallivamman finanssi-politiikan myötä. Maakohtainen kasvu on laajalla pohjal-la, ja koko euroalueen BKT kasvaa 1,3 prosenttia vuonna 2015, 1,6 prosenttia vuonna 2016 ja 1,5 prosenttia vuonna 2017. Työttömyys vähenee edelleen suunnilleen puoli prosenttiyksikköä vuodessa, jolloin työttömyysaste painuu selvästi alle 10 prosenttiin vasta vuonna 2017.

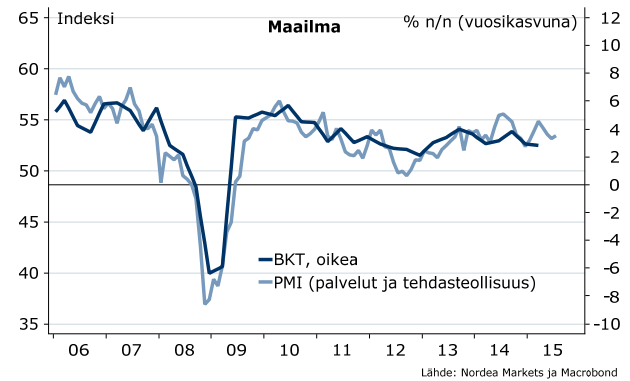
Japanissa kasvu hieman piristyy kotimaisen kysynnän vetämänä vuoden 2015 epävakaa alkupuoliskon jälkeen. BKT kasvaa noin prosentin vuosina 2015 ja 2016 energian hintojen laskun tukemana. Vuonna 2017 kasvu hidastuu suunnitellun arvonlisäveron korotuksen vuoksi.

Kehittyvät markkinat edelleen vaikeuksissa

Kehittyvät markkinat ovat olleet esillä huonossa valossa viime kuukausina. Kiinassa osakekurssien massiivinen lasku ja juanin devalvaatiot, Brasiliassa luottoluokituksen lasku sen jälkeen kun hallitus luopui uudistussuunnitelmastaan, Venäjän kaltaisten maiden ongelmat raaka-aineiden hintojen laskettua ja useat devalvaatiot muutamissa pienissä kehittyvien markkinoiden maissa.

Olemme laskeneet **Kiinan** BKT-ennustettamme, sillä kasvu hidastuu vähitellen hieman yli 6 prosenttiin vuoden 2017 loppuun mennessä. Osakemarkkinoiden äskettäin nähty jyrkkä korjausliike on lisännyt epävarmuutta, jota korostavat tiiviit kytkökset osake-, luotto- ja kiinteistömarkkinoihin. Huolet talouskasvun jyrkästä hidastumisesta ovat saaneet Kiinan viranomaiset siirtymään talouden tasapainottamiseen tähtäävästä uudistussuunnitelmasta paljon aggressiivisempaan rahapolitiikan keventämiseen, jolla pyritään vakaannuttamaan kasvu. Poliitikoilla on edelleen liikkumavaraa, joten raha- ja finanssi-politiikan keventäminen jatkuu ja talouden äkkipysäys vältetään. Kiinteistö- ja osakemarkkinoiden vaikeuksien, korkean velkaantuneisuuden, ylikapasiteetin ja heikon kannattavuuden vuoksi kasvun jyrkkä hidastuminen on kuitenkin merkittävä riski. Kiina on maailman toiseksi suurin talous (markkinakursseilla mitattuna) ja toiseksi suurin tuontimaa, joten kovan laskun vaikutus maailmantalouteen olisi huomattava. Malliarvioiden mukaan Kiinan kova lasku hidastaisi maailman BKT:n kasvua noin 0,5 prosenttiyksiköllä yhdessä vuodessa. Suurimmat vaikutukset kohdistuisivat talouksiin, jotka käyvät eniten kauppaa Kiinan kanssa¹.

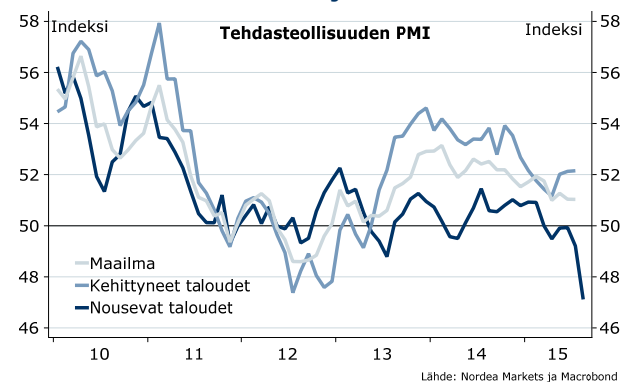
Taloukskasvussa ei vielä kiihtymisen merkkejä



Maailmankauppa jatkaa vaimentumistaan



Nousevien talouksien kehitys on ollut heikkoa



Kehittyneiden maiden näkymät ovat hyvät



¹ Katso Deutsche Bundesbank, Monthly Report, July 2015.

Kiinaa lukuun ottamatta uskomme kasvun kiihtyvän useimmissa kehittyvien markkinoiden maissa vuosina 2016 ja 2017, tosin varsin vaatimattomasti. Nämä maat alkavat siis hyötyä yleisesti kehittyneiden talouksien kasvun vakaantumisesta ja tänä vuonna yleisesti keventyneestä rahapolitiikasta kehittyneissä talouksissa. **Intia** ei ole yhtä riippuvainen Kiinasta kuin useimmat muut Aasian taloudet. Se on lisäksi suuri öljyn tuoja, joten se kasvaa todennäköisesti nopeammin kuin Kiina. **Brasilia** ja **Venäjä** nousevat syvästä taantumasta tämän vuoden lopulla ja alkavat elpyä hiljalleen. Elpymistä tukee raaka-aineiden hintojen odotettavissa oleva vakaantuminen. Molemmissa maissa on kuitenkin ratkaistava useita kotimaisia ongelmia ennen kuin kasvun voidaan odottaa kohenevan merkittävästi.

Riskinä Yhdysvaltain keskuspankin koronnostot

Raaka-aineiden hintojen uusi lasku viime aikoina viittaa siihen, että inflaatio pysyy yleisesti hitaana jonkin aikaa. Öljyn hinnan viimevuotisen jyrkän laskun hälvenevät vaikutukset nostavat tosin viimeisellä neljänneksellä inflaatiolukemia vuoden takaisesta.

Yhdysvalloissa suhdannekierto on edennyt jo pitkälle, joten **Yhdysvaltain keskuspankki** nostaa pian korkoa ensimmäistä kertaa vuoden 2006 jälkeen. Markkinoiden viimeaikaisen levottomuuden ja Kiinan tilanteesta johtuvan epävarmuuden lisääntymisen vuoksi pidämme nyt joulukuuta todennäköisempänä koronnoston ajankohtana kuin syyskuuta. **Englannin keskuspankki** aloittaa koronnostot ensi vuoden ensimmäisellä neljänneksellä.

Euroalueella palkat nousevat ja pohjainflaatio kiihtyy hyvin vähän, joten **EKP** jatkaa nollakorkopolitiikkaansa ja osto-ohjelmaansa. EKP:n arvopaperiostot jatkuvat todennäköisesti vuoden 2017 alkupuoliskolle asti. Odotamme tällä hetkellä EKP:n nostavan korkoa ensimmäisen kerran vasta vuoden 2018 alkupuoliskolla. Myös **Japanin keskuspankki** jatkaa aggressiivisia elvytystoimia lähitulevaisuudessa.

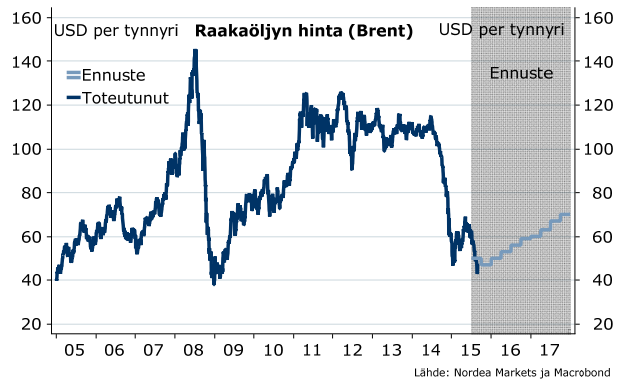
Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikan kiristämisessä on riskejä maailmantalouden kannalta. Eniten kärsivät taloudet, jotka tarvitsevat paljon ulkomaista rahoitusta tai joilla on paljon kotimaista velkaa ulkomaan valuutassa. Olemme erityisen huolissamme Brasiliasta, Indonesiasta, Turkista ja Etelä-Afrikasta. Jos näistä maista poistuu merkittävästi ulkomaista pääomaa ja valuuttakurssit heikenevät, keskuspankkien voi olla pakko nostaa korkoja Yhdysvaltain keskuspankin kiristäessä rahapolitiikkaansa.

Johnny Bo Jakobsen

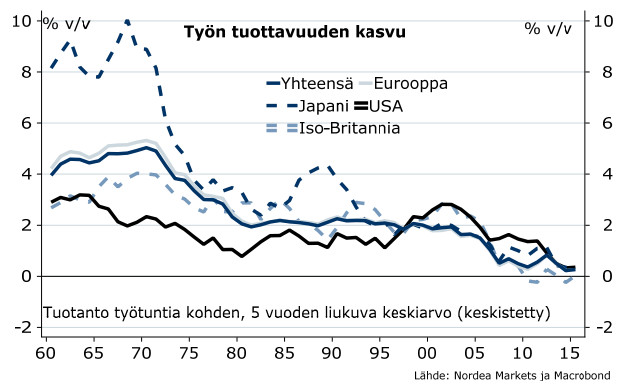
johnny.jakobsen@nordea.com

+45 3333 6178

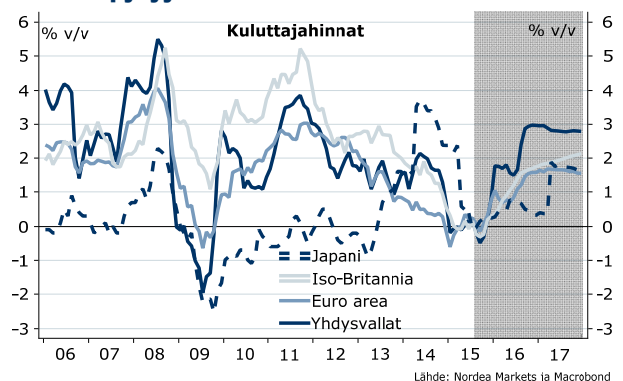
Matala öljyn hinta tukee talouskasvua



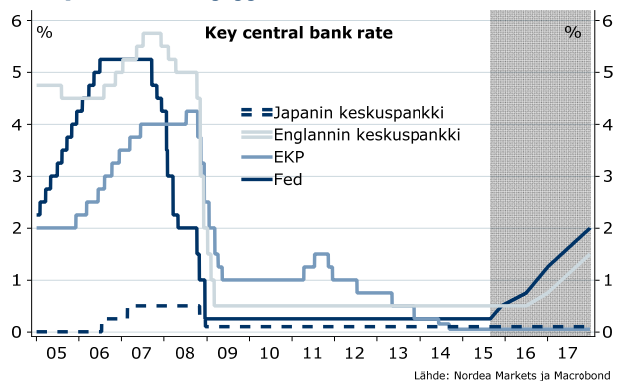
Tuottavuuden kasvu on lähes olematonta



Inflaatio pysyy matalana



Rahapolitiikka eriytyy



Riskiskenaariot

Kansainvälisen talouskehityksen perusskenaario pohjautuu oletukseen, että vahvasti elvyttävä rahapolitiikka jatkuu, finanssipolitiikan kiristystoimia vähennetään, yksityisen sektorin lainakanta ei pienene enää yhtä nopeasti, luottoehdot ovat aiempaa suotuisammat ja geopolitiittisten jännitteiden vaikutus luottamukseen hälvenee.

Perusskenaarioomme liittyvät riskit ovat tällä hetkellä mielestämme kokonaisuutena tasapainossa. Alla olevassa taulukossa on skenaario ennusteen ylittymisestä ja alittumisesta. Perusteena on euroalueen talouteen kohdistuva sokki, josta koituisi seurauksia myös Pohjoismaiden talouksiin.

Ennusteen ylittymiseen viittaavat riskit:

- Kasvu kiihtyy odotettua nopeammin **raaka-aineiden tuontimaissa**, koska raaka-aineiden hinnat laskevat.
- Yhdysvaltain keskuspankki **kiristää rahapolitiikkaansa odotettua vähemmän**.
- **Kiinan kasvuodotuksia** on leikattu liikaa. Viranomaiset onnistuvat välttämään riskit ja tukevat kasvua. Tämä tosin lisää riskejä ennusteen alittumiseen pitkällä aikavälillä.
- **Euroalueen kasvu kiihtyy** odotettua nopeammin esimerkiksi, jos öljy pysyy oletettua halvempana, finanssipolitiikkaa kevennetään tai patoutunutta kysyntää purkautuu.
- Uskottavat **rakenneuudistukset** Ranskassa, Italiassa, Brasiliassa ja Intiassa siivittävät kasvua ainakin ennustejakson loppupuolella.

Ennusteen alittumiseen viittaavat riskit:

- **Taloukasvu hidastuu kehittyvillä markkinoilla ja etenkin Kiinassa**, jossa viranomaiset epäonnistuvat talouden pehmeässä laskussa. Seurauksena olisi laajalle leviävä levottomuus varsinkin valuuttamarkkinoilla.
- **Raaka-aineiden hintojen** liian jyrkkä lasku aiheuttaa taloudellista, poliittista ja yhteiskunnallista epävakautta raaka-aineiden vientimaissa.
- **Rahoitusmarkkinoiden epävakaus** kasvaa Yhdysvaltain keskuspankin koronnostoihin liittyvien spekulatioiden tai raaka-aineiden hintojen jatkuvan heikkouden vuoksi.
- **Poliittiset riskit euroalueella/euroalueen hajoamisriskit** kasvavat. Todennäköisimpiä syntipukkeja ovat Kreikka, Espanja ja (vähemmässä määrin) Portugali, joissa järjestetään pian vaalit.
- Protektionismi lisääntyy ja hidastaa kansainvälisen kaupan kasvua
- Geopoliittiset jännitteet (esim. Lähi-idässä ja Ukrainassa) kasvavat ja heikentävät luottamusta

Riskiskenaariot reaalisien BKT:n kasvulle, % v/v

	Vahva			Perus			Heikko		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Euroalue	1.4	2.1	2.2	1.3	1.6	1.5	1.1	0.4	0.8
Ruotsi	3.3	3.6	2.7	3.1	3.0	2.1	2.9	1.4	1.2
Norja	1.4	2.0	2.5	1.2	1.3	1.6	1.0	0.6	1.2
Tanska	1.9	2.3	2.3	1.7	2.0	1.9	1.5	0.6	0.8
Suomi	0.0	1.2	2.0	-0.3	0.5	0.5	-0.6	-0.5	0.0

Pasi Sorjonen

pasi.sorjonen@nordea.com

+358 9 1655 9942

Holger Sandte

holger.sandte@nordea.com

+45 3333 1191

Taistelu markkinaosuuksista

Öljyn hinta nousi jonkin verran toisella neljänneksellä, mutta nyt se on palannut tammikuussa nähdyille pohjatasolle. Öljyn hinta nousee vain hieman ennustejakson aikana. Koska OPEC lisäsi öljyntuotantoaan reippaasti eikä OPECin ulkopuolinen tarjonta osoita selviä merkkejä supistumisesta, halpaa öljyä virtaa markkinoille runsain mitoin. Öljyn hinta pysyy matalana, kunnes tarjonta supistuu tarpeeksi.

OPEC yllätti markkinat viime marraskuussa, kun sen painopiste siirtyi markkinoiden dominoinnista markkinaosuuksiin. Tämä muutti öljymarkkinoiden hintadynamiikan täysin. Ensimmäistä kertaa sitten 1970-luvun hintoja tasapainottavan tuottajan rooli siirtyi Saudi-Aralialta takaisin Yhdysvalloille.

Yhdysvaltain ns. tiukan öljyn ja liuskeöljyn tuotanto on kestänyt öljyn hinnan laskun odotettua paremmin, sillä tekniikan parantuminen on lisännyt porauksen tehokkuutta. Öljyn hinta on nyt tasolla, joka nähtiin viimeksi vuosien 2008–2009 finanssikriisin aikana. Siksi odotamme Yhdysvaltain liuskeöljyn tuotannon supistumisen kiihtyvän.

Saudi-Arabia ei vielä ole valmis luopumaan strategistaan vallata takaisin markkinaosuutta. Maan odotetaan jatkavan lähes ennätyslaajaa tuotantoa, kunnes se saavuttaa tavoitteensa eli saa puristettua pois markkinoilta nykyistä suuremman osan Kanadan, Venäjän, Norjan ja Yhdysvaltain kalliista öljyntuotannosta.

Lisäksi Iranin ydinohjelmasta saavutetun historiallisen sovun odotetaan tuovan ensi vuonna markkinoille 700 000 barreliä päivässä. Öljyn matala hinta ja massiiviset investointileikkaukset, jotka IEA:n mukaan ovat 180 miljardia Yhdysvaltain dollaria vuonna 2015, supistavat liiallista tarjontaa. Sen odotetaan kuitenkin kestävänsä pitkälle vuoteen 2017. Mitä suuremman kapasiteetin Lähi-idän halvan öljyn tuottajat pystyvät rakentamaan, sitä enemmän esimerkiksi meren syvänteistä, arktiselta alueelta ja öljyhiekasta saatavan kalliin öljyn kysyntä vähenee. Tuotanto siirtyy kalliilta alueilta halvaille alueille.

Öljyn kysynnän kasvun odotetaan kiihtyvän huomattavasti tänä vuonna, kun polttoaineiden matalat hinnat ovat saaneet autoilijat ryntäämään bensapumpuille Kiinassa ja Yhdysvalloissa. Varastot täyttyvät maailmanlaajuisesti. Vireen odotetaan hiipuvan ensi vuonna, kun toiminnan tehostaminen, polttoainetukien leikkaukset kehittyvissä maissa ja Yhdysvaltain dollarin vahvistuminen kompensoivat öljyn hinnan laskun vaikutusta.

Kiina on edelleen tärkeä kysynnän moottori, mutta öljyn kysynnän kasvu nopeutuu myös muualla Aasiassa, etenkin Intiassa. Kiinan talouden äkkipysäys on selkeä ja kasvava riski öljyn kysynnän kasvulle.

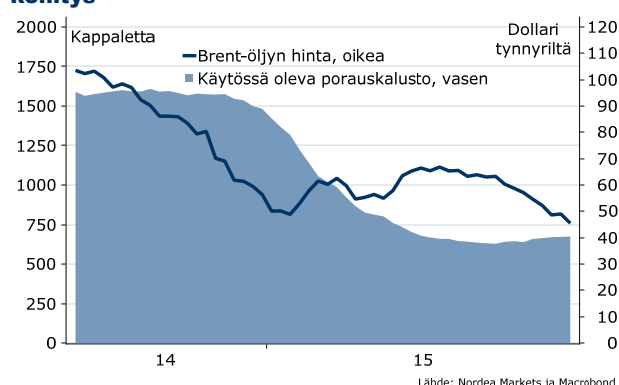
Ennuste Brent-öljyn hinnalle (USD/tynnynri)

	Q1	Q2	Q3	Q4	Vuosi
2013	113	103	110	109	109
2014	108	110	103	77	100
2015E	55	64	50	47	54
2016E	50	53	56	59	55
2017E	60	63	67	70	65

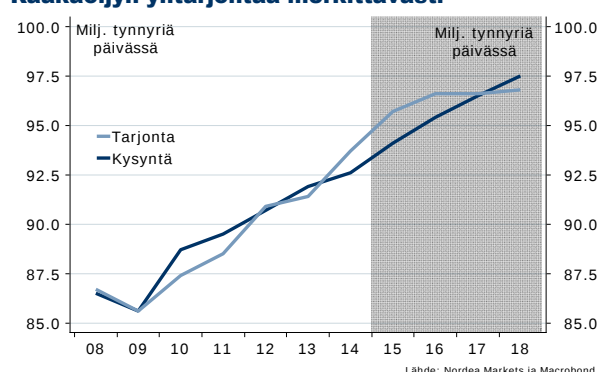
Saudi-Arabian öljyntuotanto selvässä kasvussa



Yhdysvaltojen porauskalusto ja Brentin hintakehitys



Raakaöljyn ylitarjontaa merkittävästi



Thina Margrethe Saltvedt

thina.margrethe.saltvedt@nordea.com

+47 2248 7993

Kuplia kehitty – Kiinan äkkipysäys on mahdollinen

Kiinan osakemarkkinoiden viimeaikainen levottomuus on saanut sijoittajat ympäri maailmaa hakemaan turvapaikkaa. Romahduksen leviämisen riski osakemarkkinoilta suuremmille luotto- ja kiinteistömarkkinoille on todellinen. Viranomaiset kääntävät kaikki kivet vakauden ylläpitämiseksi, mutta talous ei aina ole tiukasti hallituksen hallussa. Tästä huolimatta Kiinan äkkipysähdysten vaikutukset Euroopan talouksiin olisivat rajalliset.

Hallitus on valmis torjumaan epävakautta

Vaikka Kiinan rahoitusmarkkinat ovat myllerryksessä, kasvun loiva hidastuminen on todennäköisin vaihtoehto kahden seuraavan vuoden aikana. Kasvun hidastuminen jatkuu rakenteellisten rajoitteiden vuoksi. Tällaisia ovat työvoiman supistuminen, pääoman tuoton pieneneminen ja tuottavuuden kasvun hidastuminen. Lisäksi ylikapasiteetin vähentämiseksi ja yritysten taseiden puhdistamiseksi on tehtävä sopeutuksia. Nämä sopeutukset vähentävät kotimaista kysyntää. Viranomaiset keskittyvät kuitenkin tiukasti kasvun vakauteen. Ne pelkäävät jyrkkää laskusuhdannetta, joten ne jatkavat talouden tukemista lisäämällä luotonantoa ja julkisia investointeja.

Kolme kuplaa

Paisuvat osake-, luotto- ja kiinteistömarkkinat kasvattavat Kiinan talouteen liittyviä riskejä. Pelkistä osakemarkkinoista ei juuri kannata olla huolissaan. Niiden suorat vaikutukset reaali-talouteen ovat pienet, sillä osakesijoittajien määrä on Kiinassa pieni. Vain 6–9 prosentilla kiinalaistalouksista – lähteestä riippuen – on osakesijoituksia. Ulkomaisten omistajien osuus on häviävän pieni.

Todelliset Kiinan taloutta koskevat huolet liittyvät luotto- ja kiinteistömarkkinoihin. Molemmat ovat nousseet tarpeeksi aiheuttaakseen pelkoja kuplista. Molemmat ovat myös niin isot, että jos kuplat puhkeavat, talouden äkkipysähdys toteutuu. Lisäksi molempien markkinoiden yhteys osakemarkkinoihin on tiivistynyt. Suora yhteys osake- ja asuntomarkkinoiden välille syntyi, kun piensijoittajat saivat luvan käyttää asuntoaan osakesijoituksia varten otetun lainan vakuutena. Kun otetaan huomioon, miten riippuvainen talous on asuntomarkkinoista, kuplan puhkeaminen saattaa vaikuttaa myös talouskasvuun.

Myös osake- ja luottomarkkinoiden välillä on yhteys sijoituslainojen kautta. Yleisesti uskotaan, että rahapolitiikan viimevuotisen keventämisen vapauttavat varat virtasivat pääosin osakemarkkinoille. Yritysten rooli oli todennäköisesti suuri, koska merkittävä osa pankkilainoista annetaan niille. Yritysten osuus velalla rahoitetuista osake-

sijoituksista on hälyttävän suuri, kun otetaan huomioon yritysten tuloksiin kohdistuvat paineet ja jo valmiiksi korkea velkaantuneisuus.

Varjopankkijärjestelmä on piilevä riski

Peking luottaa edelleen lainavetoiseen investointielvytykseen. Tämä pahentaa suuria epätasapainoja entisestään, mikä saattaa johtaa luotto- ja kiinteistökuplien puhkeamiseen. Valtionyhtiöiden osuus kokonaisvelasta on suuri, ja monet niistä ovat maksukyvyttömiä. Välttämiseen ongelmaluotoilta pankkien on ollut pakko jatkaa lainaamista näille valtionyhtiöille. Muut yritykset eivät saa rahoitusta virallisilta pankeilta, joten ne joutuvat kääntymään varjopankkien puoleen. Varjopankkijärjestelmästä on tullut valtava ja monimutkainen, ja se yhdistää monet yritykset toisiinsa epäsuorasti. Tämä aiheuttaa taloudellisen järjestelmäriskin, koska se kiihdyttää mahdollisen maksuhäiriön ketjureaktiota.

Kiinan laskusuhdanne ei leviäisi

%, reaalisena BKT:n poikkeama perusskenaariosta	Vuosi 1	Vuosi 2
Kiina	-2,3	-4,1
Euroalue	-0,2	-0,2
Saksa	-0,3	-0,3
Yhdysvallat	0,0	0,2
Iso-Britannia	-0,2	-0,2
Japani	-0,5	-0,8
Etelä-Korea	-0,8	-1,5

Oletus: Väliaikainen sokki, joka supistaa Kiinan reaaliaikaisesta kotimaista kysyntää hieman alle 6 prosenttia ensimmäisenä vuonna ja 9 prosenttia toisena.
Lähde: Deutsche Bundesbank, heinäkuu 2015

Eurooppa ja Yhdysvallat selviäisivät

Kiinan talouden merkittävällä hidastumisella olisi vähän suoria vaikutuksia länsimaihin, koska Kiina ei ole kehittyneiden maiden merkittävä vientikohde. Laskusuhdanteella olisi kuitenkin jonkin verran kerrannaisvaikutuksia. Kehittyvät markkinat eivät olisi enää yhtä kehittyvät, mikä latistaisi ilmapiiriä ja vähentäisi investointeja. Toiseksi laskusuhdanne saisi aikaan poliittisia reaktioita. Yhdysvaltain ja Englannin keskuspankit saattaisivat lykätä koronnostojaan. EKP:n keinot ovat rajoitetummat, ja sen olisi turvauduttava epätavanomaiseen rahapolitiikkaan. Kolmanneksi ne EU-maat, jotka ovat riippuvaisia Kiinaan suuntautuvasta viennistä – Saksa etunenässä – kärsisivät vahvasta eurosta (euro on vahvistunut viime aikoina, kun sijoittajien riskinottohalukkuus on ollut vähäistä) ja Kiinan kysynnän heikkenemisestä.

Amy Yuan Zhuang

amy.yuan.zhuang@nordea.com

+45 3333 5607

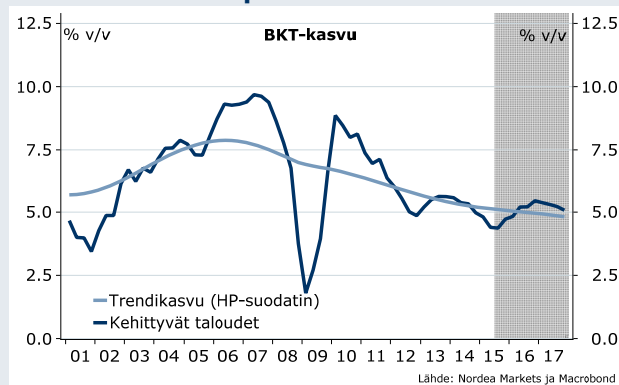
Kehittyvät markkinat: ainakin saimme huomiota

Kehittyvät taloudet kärsivät kasvun rakenteellisesta hidastumisesta, joka hidastaa kehittyneiden talouksien kasvua. Kasvun hidastuminen on merkittävä, kun tilannetta verrataan finanssikriisiä edeltäneisiin poikkeuksellisiin vuosiin, mutta laajemmassa kuvassa kyseessä on paluu normaalimpaan aikaan. Riskit kasvun hidastumisesta liittyvät lähinnä Kiinaan ja jossakin määrin raaka-aineiden tuottajamaihin. Lisäksi pääoman ulosvirtaus nostaa esille rakenteelliset heikkoudet useissa kehittyvissä maissa. Kehittyvät maat kasvavat kuitenkin lähivuosina nopeammin kuin kehittyneet maat.

Kehittyvien maiden trendikasvu ei palaa kriisiä edeltäneille tasoille, sillä maailmanlaajuista taantumaa edeltäneet vuodet olivat poikkeuksellisia. Niiden aikana globalisaatio, raaka-aineiden hinnan nousu ja kehittyneiden talouksien matala korkotaso saivat pääomaa virtaamaan kehittyviin talouksiin.

Ennustemme koskee kymmentä kehittyvää taloutta, joiden osuus maailman BKT:stä oli 29 prosenttia vuonna 2007 ja 35 prosenttia vuonna 2015 ostovoimapariteetilla mitattuna. Näiden kymmenen talouden trendikasvun vaikutus maailman BKT:n kasvuun on pienentynyt 0,4 prosenttiyksikköä. Ja kyse on vasta suorasta vaikutuksesta. Todennäköisesti myös kehittyneiden talouksien trendikasvu on kärsinyt.

Kasvu selvästi aiempaa alemmalla trendillä



Potentiaalinen kasvuvauhti hidastuu edelleen, kun kehittyvät taloudet lähestyvät kehittyneiden maiden tasoa. Siksi toteutuvakin kasvu hidastuu vähitellen. Kiinassa kasvua hidastaa myös politiikka, sillä maan tavoitteisiin sisältyy talouskasvun hidastaminen ja panostus kasvun laatuun, ei määrään.

IMF:n ja OECD:n mukaan Kiinan potentiaalinen kasvuvauhti on edelleen 7–8 prosentin luokkaa, mikä tuntuu varsin korkealta. IMF:n mukaan Kiinan osuus maailman BKT:stä on ostovoimapariteetilla mitattuna noin yksi seitsemäsosa. Tämä tarkoittaa, että Kiinan osuus maailman BKT:n potentiaalisesta kasvusta on lähes yksi prosenttiyksikkö. Kiinan kasvun hidastumisesta kerrotaan lisää erillisessä tema-artikkelissa.

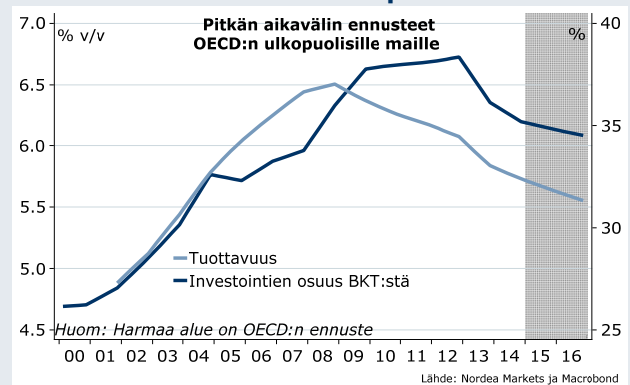
Muita riskejä ovat kehittyvien markkinoiden yritysten suuri velkaantuneisuus nyt, kun Yhdysvaltain keskuspankki on luopumassa nollakorkopolitiikastaan. Yritysten velat saattavat laukaista seuraavan kriisin kehittyvillä markkinoilla tai yksinkertaisesti rajoittaa yritysten investointimahdollisuuksia.

Raaka-aineiden tuottajamaat saattavat voimistaa kasvun rakenteellista hidastumista ainakin jos uskotaan, että raaka-aineiden hinnat ovat laskeneet pysyvästi. Kannattaa kuitenkin muistaa, että tällä kertaa useimmilla suurista raaka-aineiden tuottajista on jonkin verran joustovaraa valuuttakurssipolitiikassaan, mikä lieventää iskua.

Pääoman ulosvirtaus nostaa esille rakenteelliset heikkoudet

Viimeaikainen pääoman ulosvirtaus on nostanut kehittyvien markkinoiden rakenteelliset heikkoudet pintaan, eikä niinkään saanut aikaan uusia rakenteellisia ongelmia. Ennen maailmanlaajuista taantumaa nähdyt poikkeuksellisen nopea kasvu johtui ennen kaikkea suurista pääomavirroista kehittyville markkinoille. Investoinnit olivat poikkeuksellisen suuret ja ulkomaiset suorat sijoitukset kehittyville markkinoille toivat investointeihin tarvittavaa pääomaa. Lisäksi ne toivat esimerkiksi osaamista, liiketoimintakulttuuria ja tekniikkaa, jotka yleensä parantavat kohdemaan kasvupotentiaalia.

Kriisiä edeltäneet vuodet olivat poikkeuksellisia

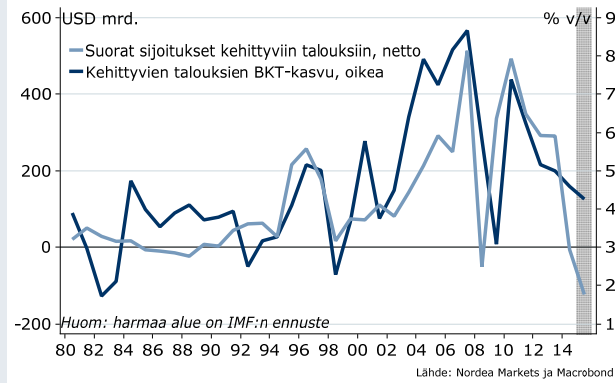


Kehittyvät markkinat kestivät hyvin valtavan pääoman ulosvirtauksen vuosien 2008–2009 finanssikriisin aikana. Ulkomaisten pääomavirtojen aikaansaamien ylä- ja alomakien pitkä historia on päättymässä. Kun maailmanlaajuinen taantuma oli syvimmillään vuonna 2009, tällä hetkellä ennusteen piiriin kuuluvien kehittyvien markkinoiden kasvuvauhti oli lähes sama kuin 1980- ja 1990-lukujen keskimääräinen kasvuvauhti pääomavirtauksen valtavasta suunnanmuutoksesta huolimatta.

Nyt tilanne on hyvin erilainen kuin finanssikriisiä edeltäneinä vuosina. Vuosi 2014 oli 1980-luvun jälkeen vasta toinen vuosi, jona kehittyviltä markkinoilta poistui netto-

määräisesti yksityistä pääomaa, ja vuodesta 2015 tulee todennäköisesti kolmas tällainen vuosi.

Pääomia virtasi ulos viime vuonna



Talouden kyky kestää pääoman ulosvirtausta perustuu mielestämme pitkälti valuuttakurssipolitiikkaan, inflaatiotavoitteisiin ja paikallisessa valuutassa olevan julkisen velan entistä laajempaan käyttöön. Lähes kaikkien suurimpien kehittyvien markkinoiden valuuttakurssipolitiikassa on nykyään joustovaraa. Tämä tarkoittaa, että valuuttakurssi lieventää ulkoisia sokkeja.

Öljyntuottajien osuus kehittyvien markkinoiden BKT:sta on noin kolmasosa. Venäjä on siirtynyt viime vuosina yhä lähemmäs vapaasti kelluvaa ruplaa. Heinäkuun 2015 lopussa Brent-öljyn hinta oli laskenut 50 prosenttia (Yhdysvaltain dollareina) vuoden takaisesta. Samaan aikaan rupla oli kuitenkin heikentynyt 41 prosenttia suhteessa dollariin, mikä rajoitti vientiyritysten ja julkisen sektorin taloudellisia menetyksiä öljyn hinnan laskiessa.

Siksi uskomme, että useimmat joustavia valuuttakursseja käyttävät raaka-aineiden tuottajat kestävät iskun varsin hyvin ja että niiden kasvupotentiaaliin kohdistuvat haitat ovat rajalliset.

Inflaation kiihtyminen tuottaa vaikeuksia

Ennusteemme piiriin kuuluvat kymmenen kehittyvien markkinoiden valuuttaa ovat heikentyneet keskimäärin yli 20 prosenttia 1.1.2014 jälkeen. Venäjän ja Brasilian kaltaisten raaka-aineiden tuottajien valuutat ovat heikentyneet eniten. Heikommalla valuutalla ovat lieventäneet huomattavasti raaka-aineiden tuottajiin kohdistunutta iskua, mutta sillä on oma hintansa. Valuuttojen heikentyminen on kiihdyttänyt inflaatiota, kun tuontitavaroiden hinnat ovat nousseet. BKT:n kasvu on siksi hidastunut ostovoiman vähenemisen seurauksena, joten myös yksityisen kulutuksen kasvu on hidastunut.

Tämä vaikutus perustuu lähinnä suhdanteisiin. Jos inflaatiotavoite on kyllin uskottava, se estää inflaatio-odotusten nousun pysyvästi. Brasilia ja Turkki ovat kamppailleet liian korkeiden inflaatio-odotusten kanssa. Nämä kaksi maata vajasivat nykyiseen ahdinkoonsa, kun inflaatio-odotukset olivat liian suuret suhteessa tavoitteisiin. Lisäksi kumpikaan keskuspankki ei ole saanut täysiä valtuuksia pyrkiä inflaatiotavoitteisiinsa. Sitkeästi korkeana

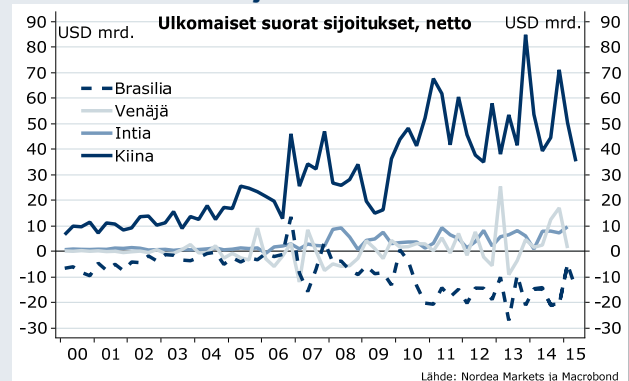
pysyvä inflaatio rajoittaa molempien talouksien kasvupotentiaalia keskipitkällä aikavälillä.

Investoinnit kärsivät yleisestä epävarmuudesta

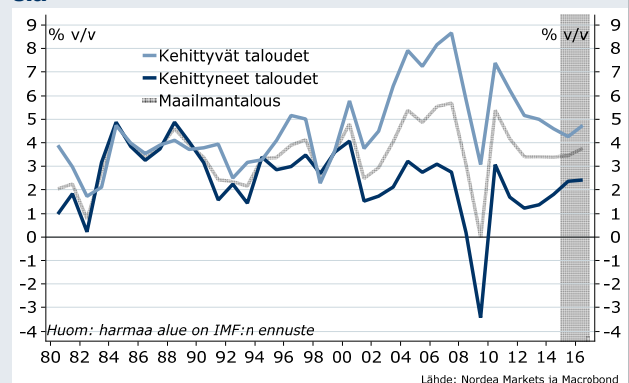
Pääomien nettomääräinen ulosvirtaus on tietenkin tiiviisti yhteydessä valuuttakurssivaihteluihin. Kesän aikana nähty valuuttojen heikkeneminen huomioon ottaen odotamme, että pääomaa on virrannut ulos nettomääräisesti kesäkuukausien aikana.

Kasvupotentiaalin kannalta on kuitenkin paljon tärkeämpää, etteivät ulkomaiset suorat sijoitukset kärsi nettomääräisesti liikaa. Toisen neljänneksen lukujen mukaan Kiinaan ja Brasiliaan kohdistuvat ulkomaiset suorat sijoitukset ovat vähentyneet, mutta eivät mitenkään dramaattisesti, etenkin omassa valuutoissa mitattuna (oheinen kuvio dollareissa). Talouselämän luottamus on silti erittäin heikko Brasiliassa ja Venäjällä, ja Kiinassa kärsitään edelleen läpinäkyvyyden puutteesta. Kun olosuhteet ovat ulkomaisen rahoituksen kannalta epäsuotuisat, näiden maiden on tehtävä entistä kovemmin työtä saadakseen ulkomaisia suoria sijoituksia ja pitääkseen kotimaiset investoinnit korkeina.

Ulkomaiset suorat sijoitukset vakaita



Kriisiä edeltäneet vuodet olivat poikkeuksellisia



Anders Svendsen

anders.svendsen@nordea.com

+45 3333 3951

Öljymarkkinoiden uusi pelikenttä

Öljymarkkinoiden rakennemuutokset näyttäisivät pitävän öljyn hinnan matalana pitkään. Yhdysvaltain liuskeöljyn tuotanto, Iranin-vastaisten pakotteiden poistaminen sekä Iranin ja Saudi-Arabian hirtävät välit saattavat johtaa jopa hintasotaan. Kaiken lisäksi öljyn kysynnän kasvu hidastuu Kiinassa. Näiden tekijöiden vuoksi on epätodennäköistä, että öljyn tynnyrihinta liikkuisi noin 100 Yhdysvaltain dollarissa seuraavien vuosien ajan.

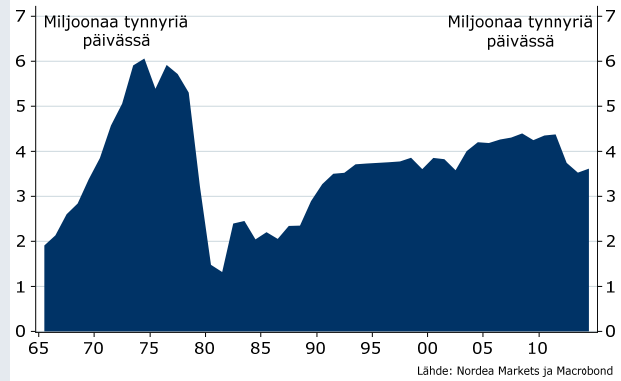
Öljynviejämaiden järjestön OPECin perustivat Bagdadissa vuonna 1960 Iran, Irak, Kuwait, Saudi-Arabia ja Venezuela. Seuraavana vuonna viiden perustajajäsenen joukkoon liittyi yhdeksän öljyntuottajaa lisää. Nykyisin OPEC-maita on 12.

Järjestön tavoitteena on "koordinoida öljyntuotantoa koskevia periaatteita jäsenmaissa ja yhtenäistää ne, jotta varmistetaan **tasapuoliset ja vakaat hinnat öljyntuottajille** sekä tehokas, taloudellinen ja säännöllinen öljyn tarjonta kuluttajille ja oikeudenmukainen pääoman tuotto toimialaan sijoittaville" (OPEC).

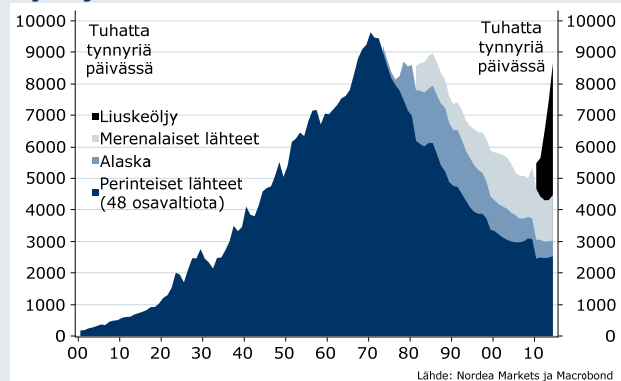
1970-luvulta lähtien OPEC on pyrkinyt toimimaan kartellina eli pitämään öljyn hinnan korkeammalla kuin mitä se olisi, jos kaikki öljyntuottajat kilpailisivat keskenään ja lisäisivät tuotantoa tasolle, jolla marginaalikustannukset olisivat hintatason mukaiset. Kartellissa, jossa kaikki tuottajat eivät ole mukana, jossa keskeiset jäsenet ovat kilpailijoita ja jonka jäseniä ei välttämättä pystytä pitämään kurissa, itävät kuitenkin tuhon siemenet. OPEC voisi kasvattaa tuottojaan supistamalla tuotantoa, koska silloin öljyn hinta nousisi jyrkästi. Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä öljyn kysyntä ja tarjonta vaihtelee vähän. Pitkällä aikavälillä korkea hinta kuitenkin tukee kartellin ulkopuolista tuotantoa, heikentää kysynnän kasvua ja houkuttelee kartellin pieniä jäsenmaita rikkomaan sovittuja tuotantokiintiöitä.

OPECin historia on myös täynnä levottomuutta ja ristiriitoja suurissa tuottajamaissa ja niiden välillä. Esimerkkejä ovat Iran, Irak, Libya ja Nigeria. Väkautta on tuonut ja tuo edelleen Saudi-Arabia, joka on myös jäsenmaista suurin tuotannolla ja viennillä mitattuna. Käytännössä Saudi-Arabia on ollut se maa, joka on tasapainottanut hinnat. Silloin kun korkea hinta on kasvattanut OPECin ulkopuolista tuotantoa liikaa tai saanut pienet jäsenmaat ylittämään kiintiönsä tai kun kysynnän kasvu on hiipunut, Saudi-Arabia on antanut öljyn hinnan laskea välttääkseen markkinaosuuden ja siten myös valta-aseman menettämisen. Näin tapahtui 1980-luvun puolivälissä ja 1990-luvun loppupuolella, ja näin tapahtuu myös nyt.

Iran pystyy kasvattamaan tuotantoaan merkittävästi



Yhdysvaltojen liuskeöljytuotanto on kasvanut räjähdysmäisesti



Kolme ilmiötä voi kuitenkin vaikeuttaa Saudi-Arabian pyrkimyksiä palata hintoja tasapainottavan tuottajan rooliin.

1. Uusi tekniikka on parantanut liuskeöljyn tuotantomahdollisuuksia. Liuskeöljyn tuotanto reagoi huomattavasti nopeammin hinnan muutoksiin kuin perinteisten öljykenttien tuotanto. Jos Saudi-Arabia leikkaa tuotantoaan ja öljyn hinta nousee, liuskeöljyn tuotanto kasvaa Yhdysvalloissa merkittävästi 12–24 kuukauden aikana. Pitääkseen hinnan korkealla Saudi-Arabian pitäisi supistaa tuotantoa lisää, mutta silloin se menettäisi markkinaosuutta ja valtaa. Liuskeöljyn tuotanto näyttäisi lisääntyvän Yhdysvalloissa, kun öljyn tynnyrihintä nousee yli 60–65 dollariin.
2. Iran ja YK pääsivät sopimukseen ydinvoiman tuotannosta, joten Iranin-vastaiset pakotteet todennäköisesti poistetaan syksyn ja talven aikana. Iranin öljyntuotanto kasvanee noin 0,8 miljoonaa

tynnyriä päivässä vuonna 2016, ja uusien investointien uskotaan lisäävän tuotantokapasiteettia edelleen tulevina vuosina. Iranilla ja Saudi-Arabialla on kireät, joten vaikuttaa epätodennäköiseltä, että Saudi-Arabia pitäisi tuotantotason maltillisena ja antaisi Iranin tuotannon kasvaa. Toisaalta Iran ei varmaankaan aluksi hyväksy OPECin tuotantokiintiöitä.

3. OPECin kaltaisen kartellin on helpompi toimia, kun maailmantalouden kasvu on vahvaa, sillä silloin myös öljyn kysyntä kasvaa voimakkaasti. Kiinan talouden kehitys hiipuu ja kasvu hidastuu. Vuosina 2003–2013 öljyn hinnan nousun veturina toimi Kiina, joka oli matkalla kansainväliseksi talousmahdiksi. Muut Aasian maat, kuten Intia, saattavat ottaa Kiinan roolin maailmantalouden kasvun moottorina, mutta siihen kulunee aikaa.

Saudi-Arabia, Kuwait, Nigeria, Angola ja Irak kasvattivat öljyntuotantoaan reippaasti korvatakseen Iranin osuuden, kun Yhdysvaltain ja EU:n asettamat pakotteet tulivat voimaan. Odotamme, että Iran pyrkii voittamaan takaisin markkinaosuutensa säännöllisten asiakkaittensa, kuten Japanin, Kiinan, Etelä-Korean ja Intian, avulla. Lisäksi se pyrkinee valtaamaan Euroopassa heti pakotteiden poistamisen jälkeen saman noin 30 prosentin markkinaosuuden, joka sillä oli ennen pakotteita. Emme usko, että Irak ja Saudi-Arabia antavat Iranille tilaa suosiolla. OPEC-maiden välillä saatetaankin nähdä hintasota, kun ne jatkavat kilpailukykyisten hintojen ja luottoehtojen tarjoamista asiakkailleen.

Keskeinen kysymys öljymarkkinoilla on nyt se, miten nopeasti Iran pystyy kasvattamaan tuotantoaan.

Iranissa on lähes 10 prosenttia maailman raakaöljyn varannoista ja 13 prosenttia OPECin varannoista. Iranin öljyntuotanto on vaihdellut rajusti 1970-luvulta eteenpäin. Huipussaan se oli vuonna 1977, jolloin öljyä tuotettiin 6 miljoonaa tynnyriä päivässä. Vuoden 1979 vallankumouksen jälkeen sodan, vähäisten investointien, pakotteiden, hitaan elpymisen ja Iranin kypsien öljykenttien suhteellisen nopean luonnollisen tyhjenemisen (8–13 prosenttia) yhdistelmä on estänyt paluun tuolloin nähdylle tuotantotasolle.

Tällä hetkellä Iranin tuotantokapasiteetin arvioidaan olevan 3,6 miljoonaa tynnyriä päivässä, mutta ankarat pakotteet leikkasivat tuotannon 2,58 miljoonaan tynnyriin päivässä syyskuussa 2013. Öljyalan asiantuntijat uskovat, että osa Iranin tärkeimmistä öljykentistä

on saattanut elpyä pakotteiden voimassaolon aikana. Laajamittaisen pumppauksen lopettaminen on voinut kasvattaa painetta lähteissä, jolloin nopea tuotannon lisäys olisi mahdollinen. Siksi Iran voi pystyä kasvatamaan tuotantoaan muutaman kuukauden aikana 600 000–800 000 tynnyrillä päivässä, mikä nostaisi päivävolyymin takaisin pakotteita edeltäneelle tasolle 3,6 miljoonaan tynnyriin.

Jos Iranin tuotanto palaa entiselle tasolleen suhteellisen nopeasti, eli odotustemme mukaan vuoden 2016 loppupuolella, hintakehityksen uskotaan tasaantuvan merkittävästi. Lisäksi Iranilla saattaa IEA:n mukaan olla varastossa jopa 46 miljoonaa tynnyriä, joiden sisällöstä 40 prosenttia on raakaöljyä ja 60 prosenttia kondensaattia. Myös tämä voi laskea öljyn hintaa.

Steinar Juel

steinar.juel@nordea.com

Thina M. Saltvedt

thina.margrethe.saltvedt@nordea.com

+47 2248 7993

Etelä-Euroopan pulma: politiikka vastaan uudistukset

Espanja, Portugali ja jossakin määrin myös Kreikka ovat onnistuneet viime vuosien aikana ajamaan läpi useita talousuudistuksia. Vaalit ja uudet hallitukset erilaisine pyrkimyksineen uhkaavat kuitenkin tehdä lopun lupaavista uudistuksista. Kaikissa kolmessa maassa järjestetään vaalit myöhemmin tänä vuonna, ja uudet hallitukset saattavat hyvinkin joutua törmäyskurssille EU:n sääntöjen kanssa. Poliittinen epävarmuus lisääntyy vaalien lähestyessä, mikä aiheuttaa heiluntaa myös joukkolainamarkkinoilla.

Poliittisia riskejä ei kannata aliarvioida

Espanjalla, Portugalilla ja Kreikalla on ollut viime vuosina kunnianhimoisia uudistushankkeita, ja ne ovat myös onnistuneet toteuttamaan useita kipeästi kaivattuja rakenteellisia uudistuksia. Edistystä alkoi tapahtua, kun maat olivat selkä seinää vasten. Rakennemuutokset olivat edellytys taloudellisen avun saamiselle. Kreikan pitää edelleen edistyä lisää. Sen kohdalla on avoimesti keskusteltu euroerosta yhtenä ratkaisuvaihtoehtona.

Espanja ja Portugali ovat jo pystyneet irtautumaan tukiohjelmista. Ne voivat jo päättää politiikastaan vapaammin, tosin tietenkin EU:n yhteisiä sääntöjä noudattaen. Nyt kun EKP:n joukkolainastot näyttävät helpottaneen markkinoiden paineita, saattaa tuntua, että uudistusten lopettamisesta ei koidu juuri haittaa lyhyellä aikavälillä. Tämä näkyy valitettavasti uudistustoimien hiipumisena.

Markkinahuolet saattavat palata uudella voimalla, jos näiden maiden tulevaisuus euroalueen jäsenenä kyseenalaistetaan uudelleen. Todennäköisintä on, että huolet jäävät vähäisemmiksi. Pidemmällä aikavälillä yhteistyöhaluttomien hallitusten aiheuttamat riskit euroalueen yhtenäisyydelle ovat kuitenkin todellisia.

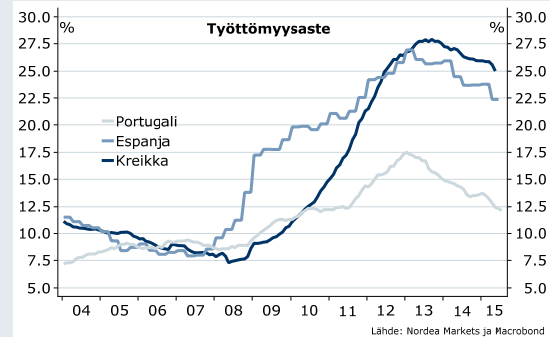
Uudistukset kantavat hedelmää Espanjassa ja Portugalissa

Toisin kuin Kreikassa, talousnäköymät ovat tällä hetkellä varsin positiiviset Espanjassa ja Portugalissa, jotka kärsivät aiemmin pahoista vaikeuksista. Laajapohjainen elpyminen on siellä käynnissä. Ulkomaankauppa, investoinnit ja kulutus ovat kasvaneet. Kulutustavaroiden tuotannon vahva rooli on tukenut niitä tilanteissa, jossa maailmantalouden kasvun veturina on yksityinen kulutus.

Kaikki ei kuitenkaan näytä ruusuiselta. Sekä julkinen että yksityinen velka ovat edelleen hälyttävän suuret, ja varsinkin Espanjaa vaivaa korkea työttömyys. On vaara, että kokonainen sukupolvi jää syrjään työmarkkinoilta erittäin korkean ja sitkeän nuorisotyöttömyyden vuoksi. Työttömyys ja

yksityinen velka ovat kuitenkin vähentyneet sekä Espanjassa että Portugalissa.

Työttömyys on korkea, mutta alenee jo



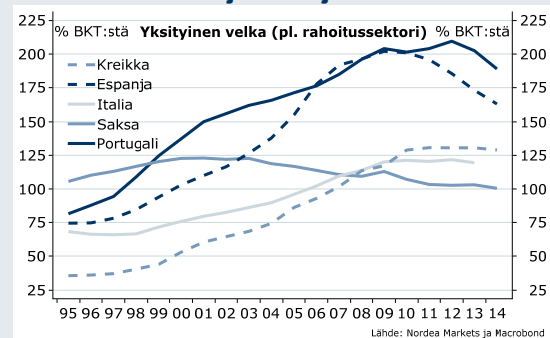
Paljon uudistuksia on jo toteutettu

Useiden vuosien aktiivisten uudistustoimien jälkeen tahti on hidastunut huomattavasti. Tämä ei tarkoita, että kaikki olisi jo tehty – päinvastoin. Edelleen tarvitaan paljon tärkeitä uudistuksia, mutta vaalien lähestyessä epäsuosittuja toimia ei ole toteutettu, ja uudistuksista perääntymisen riski on kasvanut.

Kreikka oli aktiivisin uudistusten toteuttaja OECD-maissa vuosina 2007–2014. Uudistusten toteutusaste on ollut 0,6, kun EU:n keskiarvo on 0,3. Portugali on ollut toiseksi innokkain uudistaja, ja Espanja viides. Uudistuksia ajettiin läpi reippaaseen tahtiin etenkin kriisin jälkeisinä vuosina 2011 ja 2012. Samaan tahtiin ylsivät euroalueen maista vain Irlanti ja Viro².

Espanjassa on toteutettu merkittäviä uudistuksia varsinkin työmarkkinoilla, mutta tehtävää on vielä paljon. Tärkeä esimerkki on laki, joka pyrkii poistamaan tuottavuuden esteet ja vahvistamaan kasvua. Lisäksi on kiinnitetty paljon huomiota vaikeuksissa olevan rahoitussektorin uudistamiseen.

Julkinen velka korjaantuu jo



² Going for Growth 2015, OECD

Portugali on onnistunut viime vuosina ajamaan läpi vaikuttavan määrän lähinnä työmarkkinoihin, julkiseen sektoriin, yksityistämiseen ja hyödyke-markkinoihin liittyviä uudistuksia. Maan on silti vietävä eteenpäin työmarkkinoihin, uusien työpaikkojen luomiseen ja julkiseen sektoriin kohdistuvia rakenteellisia uudistuksia.

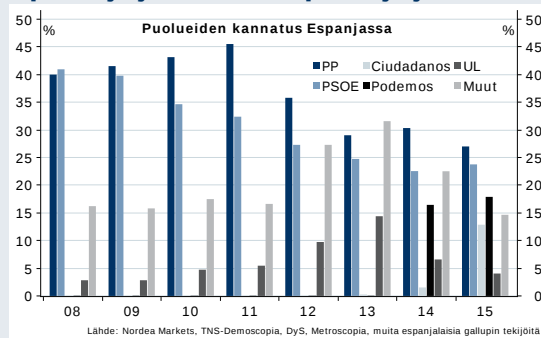
Kreikassa on tehty OECD:n mittarien mukaan eniten uudistuksia. Painopisteenä ovat olleet työmarkkinat, mutta on otettava huomioon, että lähtötaso oli maassa hyvin matala ja maa on edelleen euroalueen keskiarvojen alapuolella useimmilla osa-alueilla. Uudistuksia tarvitaan paljon lisää.

Kaksipuoluejärjestelmän katoaminen johtaa vaikeuksiin

Monessa Etelä-Euroopan maassa on ollut kaksi kilpailevaa puoluetta. Useamman puolueen mukaantulo ei sinänsä ole huono asia. Se tuo tuoretta ajattelua vanhaan politiikkaan ja saattaa siten johtaa todella hyödyllisiin uudistuksiin.

Tässä ilmiössä on huolestuttavaa se, että monilla uusilla puolueilla on todella radikaaleja näkemyksiä, joita on vaikea sovittaa yhteen rahaliiton jäsenyyden mukanaan tuomien vaatimusten kanssa. Näin ollen toimivan hallituksen muodostaminen on muuttunut erittäin haasteelliseksi. Näinä aikoina uudistusprosessien pitäisi tuottaa tulosta, jotta maassa päästään kestäväen kasvun tielle, ja siksi kyvyttömyydellä tehdä vaikeita päätöksiä voi olla laajat seuraukset.

2-puoluejärjestelmästä 4-puoluejärjestelmään



Espanjassa kaksipuoluejärjestelmästä on tullut nelipuoluejärjestelmä, vaikka perinteiset suuret puolueet, valtaa pitävä keskustaoikeistolainen kansanpuolue ja sosialistinen työväenpuolue, ovat tuoreimpien mielipidemittausten mukaan edelleen suurimmat puolueet. Molemmat puolueet ovat kuitenkin kaukana tasoista, joilla ne voisivat muodostaa enemmistöhallituksen yksin. Tähän saakka ne ovat tosin vastustaneet suurta koalitiota. Uusia puolueita ovat Ciudadanos ja Podemos, joiden tuki saattaa olla ratkaisevan tärkeää seuraaval-

le hallitukselle. Aiemmin tänä vuonna pidetyt alueelliset vaalit osoittivat jo, miten vaikeaa koaliti-hallituksen muodostaminen on. Kansallisten vaalien jälkeen siitä tulee vieläkin vaikeampaa.

Uudistusten peruuttaminen on suuri riski

Ciudadanos-puolueen ajama finanssi- ja uudistuspolitiikka ei luultavasti poikkeaisi paljon nykyisen hallituksen kannasta. Sekä Podemos että sosialistinen työväenpuolue taas hakevat varsin suuria muutoksia. Podemos ehdottaa finanssipoliittisia toimia, joilla tuettaisiin työpaikkojen luomista, parannettaisiin työvoiman suojaa, lopetettaisiin julkisen sektorin palkkojen leikkaukset, lyhennettäisiin työviikko 35 tuntiin ja nostettaisiin tuloveroja. Toisin sanoen monet nykyisen hallituksen tekemistä työmarkkinauudistuksista peruutettaisiin.

Sosialistinen työväenpuolue peruuttaisi myös kansanpuolueen työmarkkinauudistukset, nostaisi tuloveroja ja minimipalkkaa sekä yrittäisi vaikeuttaa tilapäistyövoiman palkkaamista. Se haluaa myös vetää takaisin aiemman eläkeuudistuksen ja lisätä mm. terveydenhuoltoon käytettäviä menoja.

Jos sosialistisen työväenpuolueen ja Podemos-puolueen ajamaa politiikkaa sovellettaisiin hallitusohjelmassa, Espanja saattaisi joutua jälleen kerran törmäyskurssille EU:n julkisia varoja ja taloutta koskevien sääntöjen kanssa. Silloin markkinat alkaisivat jälleen varmasti kantaa huolta Espanjasta. Vaalitulos määrittää tietenkin, miltä pohjalta seuraavaa hallitusta lähdetään muodostamaan, mutta Espanjan näkymät ovat muuttuneet paljon epävarmemmiksi viime aikojen lupaavasta kasvuluvuista huolimatta.

Portugalissa valmistaudutaan 4. lokakuuta pidettäviin vaaleihin, ja siellä ongelmat ovat melko lailla samankaltaisia kuin Espanjassa. Kreikan syyskuisissa vaaleissa kiinnostaa puolestaan eniten se, miten vahvaa kannatusta kolmannen tukipaketin hyväksyvät puolueet saavat verrattuna uuteen Yhtenäinen kansa -puolueeseen, joka vastustaa tätä ohjelmaa ja eurojäsenyyden jatkumista.

Heidi Schauman

heidi.schauman@nordea.com

+358 9 165 59002

Jan von Gerich

jan.vongerich@nordea.com

+358 9 165 59937

Nordea Bank AB (publ)

Taloudellinen tutkimus

Postiosoite: 2653 Taloudellinen tutkimus, 00020 NORDEA
Puhelin: (09) 1651

Nordea Markets on Nordea Bank Norge ASA:n, Nordea Bank AB:n (publ), Nordea Pankki Suomi Oyj:n ja Nordea Bank Danmark A/S:n Markets-toimintojen yhteinen nimi.

Oheiset tiedot on tarkoitettu taustatiedoksi vastaanottajan yksinomaiseen käyttöön. Annetut tiedot ja näkemykset edustavat Nordea Marketsin mielipidettä tiedotteessa mainittuna päivänä, ja niitä voidaan muuttaa ilman erillistä ilmoitusta. Tämä asiakirja ei ole täydellinen kuvaus tuotteesta tai siihen liittyvistä riskeistä, eikä sitä tulisi pitää sellaisena tai käyttää ilman vastaanottajan omaa harkintaa.

Oheisia tietoja ei ole tarkoitettu sijoitusneuvoksi, tarjoukseksi tai kehotukseksi antaa tarjous rahoitusvälineen ostamisesta tai myymisestä. Annetut tiedot eivät liity kenenkään yksittäisen vastaanottajan sijoitustavoitteisiin, taloudelliseen tilanteeseen tai erityistarpeisiin. Ennen sijoitus- tai luotonottopäätöksen tekemistä on suositeltavaa hankkia kulloiseenkin tilanteeseen soveltuvia asiantuntijaneuvoja. On tärkeää muistaa, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista tuotoista.

Nordea Markets ei ole eikä pyri olemaan vero-, kirjanpito- tai lainopillinen neuvonantaja missään toimipaikassaan.

Tätä asiakirjaa ei saa jäljentää, jakaa eikä julkaista missään tarkoituksessa ilman Nordea Marketsin etukäteen antamaa kirjallista lupaa.